

通用计算机设备

启明星辰（002439.SZ）

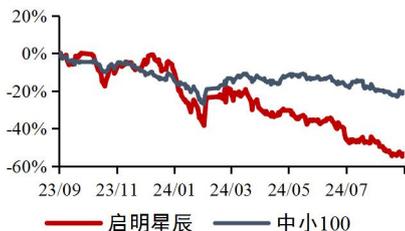
增持-A(首次)

外部环境致上半年收入增长承压，中移动协同持续落地

2024年9月5日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



事件描述

8月28日，公司发布2024年半年报，其中，2024年上半年公司实现收入15.74亿元，同比增长3.42%；上半年实现归母净利润-1.82亿元，同比减少198.60%，实现扣非净利润-1.00亿元，同比减少24.36%。24Q2公司实现收入6.51亿元，同比减少11.30%，环比减少29.43%；24Q2实现归母净利润-0.69亿元，同比减少127.57%，环比增长38.96%，实现扣非净利润-0.52亿元，同比减少375.92%，环比减少9.49%。

事件点评

收入端平稳增长，费用管理持续加强。面对外部环境挑战，公司进一步加强与中国移动的战略融合，深入实施“BASIC6”计划，同时发力新兴安全板块，推动公司上半年新增订单保持快速增长。分业务看，2024上半年公司安全产品实现收入11.04亿元，同比增长14.13%，安全运营与服务实现收入4.58亿元，同比减少15.14%，其他业务实现收入0.12亿元，同比减少20.52%。2024上半年公司毛利率为56.51%，同比降低3.76%，但随着公司持续推进主营业务提质增效，二季度公司毛利率环比提升13.77%至64.59%。同时，得益于公司加强费用管理，上半年销售、管理、研发费用合计同比下降2.69%，销售、管理、研发费用率合计较去年同期下降4.40个百分点。2024上半年公司净利率为-11.84%，同比下降23.79%，主要是因为公司参股的上市企业航天软件和永信至诚股价波动导致上半年投资收益和公允价值变动收益较去年同期下降。

持续深化与中国移动的战略协同，发力新兴安全市场。2024年1月，公司正式由中国移动实控。作为移动专责网信安全专业子公司，公司对内支撑移动网信安全能力体系建设，对外协同移动的网络、大数据、人工智能等优势，布局大网信安全板块。在下游客户方面，公司协同中国移动，全面发力CHBN领域，一方面持续深耕政企客户，将公司安全能力融入中国移动政企业务中，打造融入网、云和DICT的原生安全能力体系，另一方面公司借助移动10亿个人客户和3亿家庭客户群优势，将安全能力向C/H领域（个人和家庭）延伸。同时，公司与移动深化协同研发合作，并重点发力新兴安全板块，其中涉云安全板块收入同比增长超200%，分产品看，云安全、身份信任类产品、5G+工业互联网安全检测类产品、物联网安全接入防护类产品收入均同比增长超150%。2024上半年，公司与中国移动的协同收入达到5.41亿元，同比增长192%。

投资建议

市场数据：2024年9月4日

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元): | 12.82 |
| 年内最高/最低(元): | 28.76/12.51 |
| 流通A股/总股本(亿股): | 7.24/12.18 |
| 流通A股市值(亿元): | 92.84 |
| 总市值(亿元): | 156.19 |

基础数据：2024年6月30日

| | |
|------------|-------|
| 基本每股收益(元): | -0.15 |
| 摊薄每股收益(元): | -0.15 |
| 每股净资产(元): | 9.44 |
| 净资产收益率(%): | -1.62 |

资料来源：最闻

分析师：

方闻千

执业登记编码：S0760524050001

邮箱：fangwenqian@szxq.com

请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



➤ 公司作为国内网络安全行业龙头厂商，与中移动的业务协同能够持续拓宽公司安全业务边界。预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.66\0.78\0.92，对应公司 9 月 4 日收盘价 12.82 元，2024-2026 年 PE 分别为 19.52\16.51\13.98，首次覆盖，给予“增持-A”评级。

风险提示

- **产品迭代不及预期。**若未来公司新兴产品的迭代升级不达客户或市场预期，将对公司发展产生不利影响。
- **宏观经济下行风险。**由于公司下游客户对包括网络安全在内的 IT 业务的投入受到整体宏观环境的影响，若未来国内宏观经济增长持续承压，可能造成公司下游客户压缩网络安全的 IT 预算，从而对公司业务发展造成不利影响。
- **市场竞争加剧风险。**目前网络安全行业参与者众多，并且在防火墙、堡垒机等领域产品标准化、同质化程度较高，若未来同行业厂商采取降价、扩建销售渠道等措施加剧市场竞争，将对公司业务发展产生不利影响。

财务数据与估值：

| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 4,437 | 4,507 | 5,172 | 6,001 | 7,013 |
| YoY(%) | 1.2 | 1.6 | 14.7 | 16.0 | 16.9 |
| 净利润(百万元) | 626 | 741 | 800 | 946 | 1,118 |
| YoY(%) | -27.3 | 18.4 | 8.0 | 18.2 | 18.1 |
| 毛利率(%) | 62.7 | 57.8 | 56.8 | 56.0 | 55.7 |
| EPS(摊薄/元) | 0.51 | 0.61 | 0.66 | 0.78 | 0.92 |
| ROE(%) | 8.5 | 6.2 | 6.5 | 7.2 | 7.9 |
| P/E(倍) | 24.95 | 21.07 | 19.52 | 16.51 | 13.98 |
| P/B(倍) | 2.1 | 1.3 | 1.3 | 1.2 | 1.1 |
| 净利率(%) | 14.1 | 16.4 | 15.5 | 15.8 | 15.9 |

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总
资产负债表(百万元)

| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 7341 | 11814 | 12201 | 13506 | 14338 |
| 现金 | 1340 | 4953 | 5153 | 5460 | 5785 |
| 应收票据及应收账款 | 3906 | 4949 | 5394 | 6372 | 6736 |
| 预付账款 | 29 | 25 | 66 | 34 | 75 |
| 存货 | 448 | 485 | 537 | 567 | 614 |
| 其他流动资产 | 1618 | 1401 | 1052 | 1073 | 1128 |
| 非流动资产 | 2661 | 3051 | 3098 | 3204 | 3438 |
| 长期投资 | 222 | 412 | 540 | 695 | 868 |
| 固定资产 | 668 | 624 | 658 | 708 | 770 |
| 无形资产 | 226 | 265 | 169 | 70 | 69 |
| 其他非流动资产 | 1544 | 1749 | 1732 | 1731 | 1731 |
| 资产总计 | 10002 | 14865 | 15299 | 16710 | 17776 |
| 流动负债 | 2455 | 2637 | 2690 | 3307 | 3433 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付票据及应付账款 | 1162 | 1429 | 1415 | 1744 | 1976 |
| 其他流动负债 | 1293 | 1208 | 1275 | 1563 | 1457 |
| 非流动负债 | 137 | 218 | 231 | 244 | 259 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 12 | 26 | 41 |
| 其他非流动负债 | 137 | 218 | 218 | 218 | 218 |
| 负债合计 | 2592 | 2855 | 2921 | 3551 | 3692 |
| 少数股东权益 | 19 | 14 | 16 | 16 | 16 |
| 股本 | 953 | 1227 | 1218 | 1218 | 1218 |
| 资本公积 | 2231 | 5840 | 5747 | 5747 | 5747 |
| 留存收益 | 4636 | 5188 | 5822 | 6535 | 7315 |
| 归属母公司股东权益 | 7391 | 11996 | 12363 | 13143 | 14068 |
| 负债和股东权益 | 10002 | 14865 | 15299 | 16710 | 17776 |

现金流量表(百万元)

| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | -11 | -393 | 305 | 585 | 661 |
| 净利润 | 627 | 740 | 802 | 946 | 1118 |
| 折旧摊销 | 173 | 182 | 189 | 187 | 103 |
| 财务费用 | -8 | -16 | -17 | 6 | 22 |
| 投资损失 | -87 | -220 | -99 | -114 | -130 |
| 营运资金变动 | -824 | -1246 | -515 | -386 | -386 |
| 其他经营现金流 | 107 | 168 | -54 | -55 | -66 |
| 投资活动现金流 | -252 | 285 | 332 | -124 | -141 |
| 筹资活动现金流 | 253 | 3720 | -437 | -155 | -194 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.51 | 0.61 | 0.66 | 0.78 | 0.92 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | -0.01 | -0.32 | 0.25 | 0.48 | 0.54 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 6.07 | 9.85 | 10.15 | 10.79 | 11.55 |

利润表(百万元)

| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 4437 | 4507 | 5172 | 6001 | 7013 |
| 营业成本 | 1657 | 1904 | 2233 | 2638 | 3106 |
| 营业税金及附加 | 39 | 36 | 46 | 53 | 60 |
| 营业费用 | 1162 | 1032 | 1041 | 1126 | 1261 |
| 管理费用 | 209 | 193 | 200 | 214 | 243 |
| 研发费用 | 939 | 815 | 1021 | 1116 | 1242 |
| 财务费用 | -8 | -16 | -17 | 6 | 22 |
| 资产减值损失 | -117 | -273 | -183 | -245 | -320 |
| 公允价值变动收益 | 20 | 90 | 54 | 55 | 66 |
| 投资净收益 | 87 | 220 | 99 | 114 | 130 |
| 营业利润 | 648 | 767 | 828 | 977 | 1155 |
| 营业外收入 | 1 | 2 | 2 | 3 | 2 |
| 营业外支出 | 4 | 7 | 4 | 5 | 5 |
| 利润总额 | 645 | 762 | 826 | 975 | 1152 |
| 所得税 | 19 | 23 | 24 | 29 | 34 |
| 税后利润 | 627 | 740 | 802 | 946 | 1118 |
| 少数股东损益 | 1 | -2 | 2 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 626 | 741 | 800 | 946 | 1118 |
| EBITDA | 778 | 796 | 863 | 1004 | 1087 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入(%) | 1.2 | 1.6 | 14.7 | 16.0 | 16.9 |
| 营业利润(%) | -30.7 | 18.3 | 7.9 | 18.1 | 18.2 |
| 归属于母公司净利润(%) | -27.3 | 18.4 | 8.0 | 18.2 | 18.1 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率(%) | 62.7 | 57.8 | 56.8 | 56.0 | 55.7 |
| 净利率(%) | 14.1 | 16.4 | 15.5 | 15.8 | 15.9 |
| ROE(%) | 8.5 | 6.2 | 6.5 | 7.2 | 7.9 |
| ROIC(%) | 7.9 | 4.9 | 5.2 | 6.0 | 6.7 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 25.9 | 19.2 | 19.1 | 21.3 | 20.8 |
| 流动比率 | 3.0 | 4.5 | 4.5 | 4.1 | 4.2 |
| 速动比率 | 2.8 | 4.2 | 4.2 | 3.8 | 3.9 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.5 | 0.4 | 0.3 | 0.4 | 0.4 |
| 应收账款周转率 | 1.3 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.1 |
| 应付账款周转率 | 1.6 | 1.5 | 1.6 | 1.7 | 1.7 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 24.9 | 21.1 | 19.5 | 16.5 | 14.0 |
| P/B | 2.1 | 1.3 | 1.3 | 1.2 | 1.1 |
| EV/EBITDA | 16.6 | 12.2 | 11.5 | 9.6 | 8.6 |

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

