

启明星辰 (002439.SZ)

战略领域逆势增长，与中移动协同进一步放量

公司逆势凸显经营韧性，重点战略领域业务取得可观增长，经营管理效率进一步提高，与中移动关联交易进一步放量。

□ **事件：**公司发布 2024 年三季报，前三季度实现营收 23.26 亿元，YoY-8.19%；归母净利润-2.10 亿元，去年同期为 2.41 亿元；扣非归母净利润-1.48 亿元，去年同期为 99.10 万元；经营性净现金流-5.90 亿元，YoY-2.58%。Q3 单季度实现营收 7.52 亿元，YoY-25.65%；归母净利润-0.28 亿元，去年同期为 0.57 亿元；扣非归母净利润-0.48 亿元，去年同期为 0.82 亿元。

□ **重点战略领域业务逆势取得可观增长，经营管理效率进一步提高。**Q3 公司收入利润均出现下滑，我们考虑为下游客户预算紧缩、部分项目有所延后所致；但公司仍逆势凸显经营韧性。从下游行业客户来看，前三季度公司运营商行业实现收入增长 50%，央国企增长 300%，公检法增长 11%，政府客户由于和中国移动的协同保持稳定增长 5%；从产品收入结构来看，前三季度公司身份信任类、云安全类产品收入增长 300%以上，物联网安全、数据安全和 5G 工业互联网安全类产品收入增长 80%以上；重点战略领域业务取得可观增长，如信创安全收入同比增长近 30%，涉云安全收入同比增长超 70%。毛利率方面，单 Q3 公司毛利率同比下滑 13.07pct 至 51.15%，考虑为新业务模式运营与服务类业务的占比提升叠加参与中国移动研发项目人员工时计入成本等因素所致。经营管理效率方面，前三季度公司费用同比下降近 10%，销售回款同比增加 0.76 亿元，同比增长 3.37%，环比增长近 20%，经营韧性凸显。

□ **与中移动关联交易进一步放量，协同布局新质生产力方向。**公司持续加大与中国移动协同通道建设，如在涉云安全方面，已经打通了安全能力上云通道，实现 16 款 42 个规格 116 个云安全产品上线移动云商城；在标准产品方面，公司 OneS 业务平台已经上线中国移动集客大厅，签订完成了各省框架协议，实现了所有省标杆项目打造。2024 年前三季度，公司与中国移动关联交易 7.46 亿元，同比增长 80.04%，结合此前 2024 年度日常关联交易预计公告中的预计金额 18.5 亿元，我们预计随着公司和中国移动协同进一步深入和加强，关联交易也将提速。此外，公司还将与中国移动协同布局未来重大发展方向，包括车路云一体化、视联网、卫星互联网、低空经济等。

□ **维持“强烈推荐”投资评级。**考虑三季度业绩出现下滑，下调 24-26 年归母净利润至 7.71/9.57/11.39 亿元，维持“强烈推荐”评级。

□ **风险提示：**行业竞争加剧、需求不及预期、政策不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	4437	4507	4732	5622	6645
同比增长	1%	2%	5%	19%	18%
营业利润(百万元)	648	767	806	1001	1191
同比增长	-31%	18%	5%	24%	19%
归母净利润(百万元)	626	741	771	957	1139
同比增长	-27%	18%	4%	24%	19%
每股收益(元)	0.51	0.61	0.63	0.79	0.94
PE	33.8	28.6	27.5	22.1	18.6
PB	2.9	1.8	1.7	1.6	1.5

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐（维持）

TMT 及中小盘/计算机

目标估值：NA

当前股价：17.37 元

基础数据

总股本（百万股）	1218
已上市流通股（百万股）	724
总市值（十亿元）	21.2
流通市值（十亿元）	12.6
每股净资产（MRQ）	9.4
ROE（TTM）	2.5
资产负债率	17.0%
主要股东	中移资本控股有限责任公司
主要股东持股比例	23.24%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	22	-9	-29
相对表现	16	-18	-39



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《启明星辰 (002439) — 与中移动协同收入保持高增，下半年业绩有望提速》2024-08-29
- 《启明星辰 (002439) — 持续高质量增长，与中移动业务协同效果彰显》2024-04-14
- 《启明星辰 (002439) — 收入利润双增长，继续看好中移动与央国企改革加持》2024-02-23

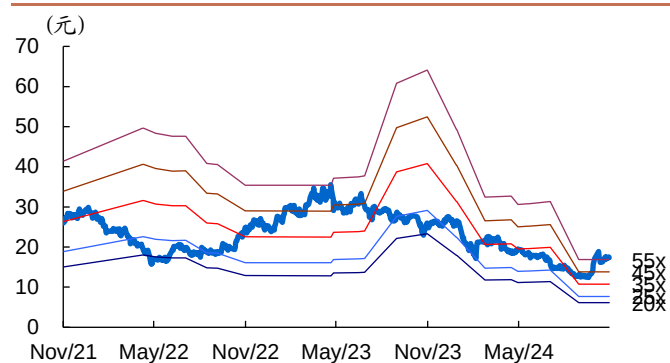
刘玉萍 S1090518120002

liuyuping@cmschina.com.cn

鲍淑娴 研究助理

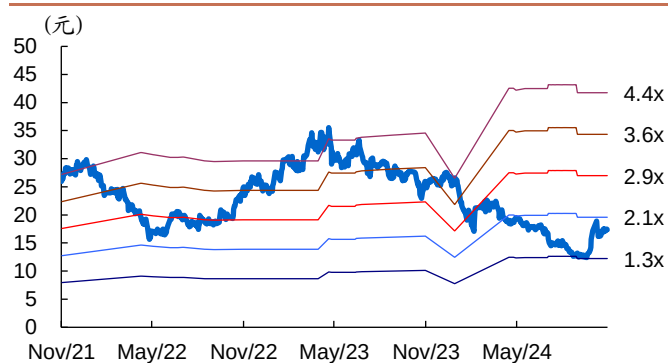
baoshuxian@cmschina.com.cn

图 1: 启明星辰历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 启明星辰历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	7341	11814	12347	13517	14848
现金	1340	4953	5227	5271	5306
交易性投资	1454	1127	1127	1127	1127
应收票据	53	79	83	98	116
应收款项	3853	4871	5114	6076	7182
其它应收款	94	81	85	101	119
存货	448	485	483	573	678
其他	100	219	229	272	321
非流动资产	2661	3051	2909	2782	2668
长期股权投资	222	412	412	412	412
固定资产	668	624	586	551	520
无形资产商誉	931	969	873	785	707
其他	840	1045	1039	1034	1030
资产总计	10002	14865	15256	16299	17516
流动负债	2455	2637	2590	2909	3277
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1162	1429	1421	1689	1996
预收账款	201	260	259	307	363
其他	1092	948	910	914	918
长期负债	137	218	218	218	218
长期借款	0	0	0	0	0
其他	137	218	218	218	218
负债合计	2592	2855	2809	3128	3495
股本	953	1227	1227	1227	1227
资本公积金	1814	5598	5598	5598	5598
留存收益	4624	5171	5611	6337	7189
少数股东权益	19	14	12	10	8
归属于母公司所有者权益	7391	11996	12435	13161	14013
负债及权益合计	10002	14865	15256	16299	17516

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	(11)	(393)	404	83	121
净利润	627	740	769	955	1137
折旧摊销	173	182	163	149	136
财务费用	3	(7)	(40)	(42)	(42)
投资收益	(87)	(220)	(220)	(170)	(180)
营运资金变动	(700)	(1036)	(269)	(813)	(935)
其它	(27)	(51)	(0)	5	5
投资活动现金流	(252)	285	199	149	159
资本支出	(237)	(159)	(21)	(21)	(21)
其他投资	(16)	444	220	170	180
筹资活动现金流	253	3720	(329)	(189)	(245)
借款变动	213	(194)	(37)	0	0
普通股增加	19	274	0	0	0
资本公积增加	46	3783	0	0	0
股利分配	(23)	(191)	(331)	(231)	(287)
其他	(2)	47	40	42	42
现金净增加额	(10)	3612	274	43	35

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	4437	4507	4732	5622	6645
营业成本	1657	1904	1893	2249	2658
营业税金及附加	39	36	38	45	53
营业费用	1162	1032	1069	1265	1482
管理费用	209	193	194	230	266
研发费用	939	815	842	995	1170
财务费用	(8)	(16)	(40)	(42)	(42)
资产减值损失	(117)	(273)	(150)	(49)	(49)
公允价值变动收益	20	90	20	10	10
其他收益	219	186	150	150	150
投资收益	87	220	50	10	20
营业利润	648	767	806	1001	1191
营业外收入	1	2	2	2	2
营业外支出	4	7	7	7	7
利润总额	645	762	801	996	1186
所得税	19	23	31	41	49
少数股东损益	1	(2)	(2)	(2)	(2)
归属于母公司净利润	626	741	771	957	1139

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	1%	2%	5%	19%	18%
营业利润	-31%	18%	5%	24%	19%
归母净利润	-27%	18%	4%	24%	19%
获利能力					
毛利率	62.7%	57.8%	60.0%	60.0%	60.0%
净利率	14.1%	16.4%	16.3%	17.0%	17.1%
ROE	8.9%	7.6%	6.3%	7.5%	8.4%
ROIC	8.8%	7.4%	6.0%	7.2%	8.1%
偿债能力					
资产负债率	25.9%	19.2%	18.4%	19.2%	20.0%
净负债比率	0.0%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.0	4.5	4.8	4.6	4.5
速动比率	2.8	4.3	4.6	4.4	4.3
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.3	0.4	0.4
存货周转率	3.6	4.1	3.9	4.3	4.3
应收账款周转率	1.3	1.0	0.9	1.0	1.0
应付账款周转率	1.6	1.5	1.3	1.4	1.4
每股资料(元)					
EPS	0.51	0.61	0.63	0.79	0.94
每股经营净现金	-0.01	-0.32	0.33	0.07	0.10
每股净资产	6.07	9.85	10.21	10.80	11.50
每股股利	0.16	0.27	0.19	0.24	0.28
估值比率					
PE	33.8	28.6	27.5	22.1	18.6
PB	2.9	1.8	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	27.0	23.2	20.3	17.1	14.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。