

启明星辰（002439）

与中移动签署战略合作协议，业务协同可期

事件：公司发布《关于 2022 年度日常关联交易预计的公告》和《关于签署战略合作协议的公告》，预期 2022 年度与中移动发生的日常关联交易总额不超过 8 亿元（其中启明向中移动销售商品或提供劳务的交易金额约 7.5 亿元），同时公司将与中移动在未来三年战略协议期内，在安全业务市场联合拓展、安全产品服务共同打造、安全能力体系协同建设、安全前沿领域协同创新四个维度进行深入合作，开启安全产业的创新赛道。

点评：

此次战略合作覆盖对内和对外两个层面：

1) **对内**公司将支撑中移动网安能力体系建设，使得公司的网络安全能力由传统的企业级网络环境进一步深入到运营商大网场景，我们认为有望**提升公司在中移动自身安全预算上的渗透率**；

2) **对外**公司将联合中移动共同拓展安全市场，将安全应用场景从传统的政企端进一步延申至个人/家庭/新型领域，有望**扩展公司产品市场边界**。

具体到量化目标层面，未来三年公司与中移动有望实现：1) **产品采购层面**，支持中移动关键信息基础设施保护相关安全设备采购自研比率达到 20%；2) **政企安全层面**，重点行业打造 30 个千万元以上的行业示范项目；3) **商机共享层面**，合作项目落地省份覆盖率达到 70%；4) **运营中心层面**，合作城市安全运营中心数量达到 50 个以上；5) **产品研发层面**，打造 5 款销量超过亿元的核心标杆产品

参考 2022 年度关联交易规模预期，我们假设公司对中移动产品和服务销售金额达到 7.5 亿元，同时考虑到中移动 DICT 解决方案 2021 年收入 623 亿元，假设 DICT 项目网络安全投入比例以 3% 为基准，我们测算双方共同开拓外部市场有望为公司带来约 13 亿商机。内外因素叠加，以公司 2021 年收入为基准，我们估算与中移动的战略合作有望为公司收入体量带来 40%+ 增长空间。

投资建议：考虑到中国移动有望为公司带来丰富业务场景支持和战略资源，但同时也会带来费用端投入的增大，我们调整此前盈利预测，预计 2022-2024 年公司营业收入为 52.63/65.79/82.24 亿元（原预测 51.76/63.09/74.95 亿元），归母净利润为 8.64/11.39/14.82 亿元（原预测 9.39/11.86/13.95 亿元），维持“买入”评级。

风险提示：行业政策发生重大变化；市场竞争加剧风险；商机测算存在主观假设；《战略合作协议》仅反映合作意向或原则，具体项目实施需另行签署相关协议，所涉及的具体合作事宜以后续具体签订的协议为准

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,646.75	4,386.03	5,263.24	6,579.05	8,223.81
增长率(%)	18.04	20.27	20.00	25.00	25.00
EBITDA(百万元)	1,551.63	1,789.08	1,176.08	1,479.15	1,802.57
净利润(百万元)	804.06	861.53	864.40	1,139.31	1,481.81
增长率(%)	16.82	7.15	0.33	31.80	30.06
EPS(元/股)	0.84	0.90	0.91	1.20	1.56
市盈率(P/E)	24.42	22.79	22.71	17.23	13.25
市净率(P/B)	3.28	2.92	2.53	2.22	1.91
市销率(P/S)	5.38	4.48	3.73	2.98	2.39
EV/EBITDA	15.33	12.96	12.78	9.73	7.31

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	计算机/软件开发
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	20.61 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	952.60
流通 A 股股本(百万股)	724.41
A 股总市值(百万元)	19,633.16
流通 A 股市值(百万元)	14,930.14
每股净资产(元)	6.85
资产负债率(%)	22.73
一年内最高/最低(元)	30.98/15.66

作者

缪欣君	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080003	
miaoxinjun@tfzq.com	
刘静一	联系人
liujingyia@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《启明星辰-半年报点评:自有产品稳健增长，中移入股加速业绩修复》 2022-08-15
- 2 《启明星辰-公司点评:中移资本成为大股东，携手共创网安新篇章》 2022-06-19
- 3 《启明星辰-季报点评:收入稳步增长，盈利能力稳健》 2022-05-04

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,469.22	1,354.50	2,029.28	2,233.79	2,686.53
应收票据及应收账款	2,791.57	3,084.25	3,290.11	4,019.94	4,660.75
预付账款	51.19	49.65	59.02	86.89	93.62
存货	372.27	474.21	542.90	671.57	750.78
其他	1,683.78	1,548.77	2,006.77	2,383.64	3,006.52
流动资产合计	6,368.04	6,511.37	7,928.08	9,395.82	11,198.20
长期股权投资	150.89	163.62	163.62	163.62	163.62
固定资产	290.83	568.82	506.22	443.62	381.02
在建工程	132.23	1.05	1.05	1.05	1.05
无形资产	218.99	223.44	134.62	45.80	0.00
其他	1,177.16	1,412.21	1,491.72	1,628.86	1,803.75
非流动资产合计	1,970.10	2,369.14	2,297.23	2,282.94	2,349.44
资产总计	8,366.56	8,936.37	10,225.31	11,678.77	13,547.64
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	1,126.12	885.45	894.49	1,023.09	1,110.42
其他	914.10	902.88	1,376.16	1,565.53	1,864.04
流动负债合计	2,040.21	1,788.33	2,270.64	2,588.63	2,974.46
长期借款	0.00	1.26	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	85.77	142.68	171.22	214.02	267.53
非流动负债合计	85.77	143.94	171.22	214.02	267.53
负债合计	2,368.07	2,198.66	2,441.86	2,802.65	3,241.99
少数股东权益	14.11	16.13	17.31	18.86	20.89
股本	933.58	933.58	952.60	952.60	952.60
资本公积	1,941.88	2,018.67	2,214.53	2,214.53	2,214.53
留存收益	3,219.51	4,033.42	4,863.11	5,954.23	7,381.73
其他	(110.60)	(264.10)	(264.10)	(264.10)	(264.10)
股东权益合计	5,998.48	6,737.71	7,783.45	8,876.12	10,305.64
负债和股东权益总计	8,366.56	8,936.37	10,225.31	11,678.77	13,547.64

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	810.01	862.75	864.40	1,139.31	1,481.81
折旧摊销	118.81	143.71	151.42	151.42	108.40
财务费用	3.48	4.17	(18.81)	(23.90)	(27.58)
投资损失	(42.18)	(49.09)	(37.16)	(42.81)	(43.02)
营运资金变动	(21.01)	(658.87)	(124.09)	(739.59)	(485.18)
其它	(211.04)	15.16	51.22	52.07	52.32
经营活动现金流	658.07	317.84	886.98	536.51	1,086.75
资本支出	302.37	242.32	(28.54)	(42.80)	(53.51)
长期投资	64.32	12.72	0.00	0.00	0.00
其他	(1,224.10)	(364.57)	(381.18)	(264.84)	(553.70)
投资活动现金流	(857.42)	(109.52)	(409.71)	(307.64)	(607.20)
债权融资	(848.85)	11.60	17.41	23.90	27.58
股权融资	812.97	(100.41)	180.11	(48.25)	(54.39)
其他	15.87	(140.11)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(20.01)	(228.91)	197.52	(24.36)	(26.81)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(219.35)	(20.60)	674.79	204.51	452.74

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,646.75	4,386.03	5,263.24	6,579.05	8,223.81
营业成本	1,317.64	1,491.78	1,830.80	2,301.10	2,844.69
营业税金及附加	34.06	41.96	51.80	63.04	79.47
销售费用	795.66	1,102.32	1,258.44	1,510.50	1,907.12
管理费用	161.65	215.03	237.37	272.78	330.06
研发费用	643.21	845.68	962.65	1,210.75	1,477.47
财务费用	(2.10)	(10.20)	(18.81)	(23.90)	(27.58)
资产/信用减值损失	(90.93)	(85.14)	(81.58)	(85.88)	(84.20)
公允价值变动收益	49.06	50.92	49.99	50.45	50.22
投资净收益	42.18	49.09	37.16	42.81	43.02
其他	(206.16)	(251.48)	0.00	0.00	0.00
营业利润	902.46	936.09	946.56	1,252.15	1,621.62
营业外收入	1.31	4.82	0.00	0.00	0.00
营业外支出	3.21	2.70	0.00	0.00	0.00
利润总额	900.56	938.21	946.56	1,252.15	1,621.62
所得税	90.55	75.45	80.93	111.22	137.70
净利润	810.01	862.75	865.63	1,140.93	1,483.92
少数股东损益	5.94	1.22	1.23	1.62	2.11
归属于母公司净利润	804.06	861.53	864.40	1,139.31	1,481.81
每股收益（元）	0.84	0.90	0.91	1.20	1.56

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	18.04%	20.27%	20.00%	25.00%	25.00%
营业利润	21.85%	3.73%	1.12%	32.28%	29.51%
归属于母公司净利润	16.82%	7.15%	0.33%	31.80%	30.06%
获利能力					
毛利率	63.87%	65.99%	65.22%	65.02%	65.41%
净利率	22.05%	19.64%	16.42%	17.32%	18.02%
ROE	13.44%	12.82%	11.13%	12.86%	14.41%
ROIC	37.61%	33.98%	25.92%	35.34%	40.32%
偿债能力					
资产负债率	28.30%	24.60%	23.88%	24.00%	23.93%
净负债率	-24.49%	-20.08%	-26.07%	-25.17%	-26.07%
流动比率	2.80	3.20	3.49	3.63	3.76
速动比率	2.64	2.97	3.25	3.37	3.51
营运能力					
应收账款周转率	1.47	1.49	1.65	1.80	1.89
存货周转率	11.82	10.36	10.35	10.83	11.56
总资产周转率	0.48	0.51	0.55	0.60	0.65
每股指标（元）					
每股收益	0.84	0.90	0.91	1.20	1.56
每股经营现金流	0.69	0.33	0.93	0.56	1.14
每股净资产	6.28	7.06	8.15	9.30	10.80
估值比率					
市盈率	24.42	22.79	22.71	17.23	13.25
市净率	3.28	2.92	2.53	2.22	1.91
EV/EBITDA	15.33	12.96	12.78	9.73	7.31
EV/EBIT	16.57	14.02	14.67	10.84	7.77

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号 平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com