

启明星辰（002439.SZ）——2023 年报点评

安全运营和服务增长超 30%，移动注入成长动能

买入

核心观点

2023 年收入增长承压。公司发布 2023 年报，全年实现营收 45.07 亿元（+1.58%），归母净利润 7.41 亿元（+18.37%），扣非归母净利润 4.71 亿元（-9.61%）。单 Q4 来看，公司收入 19.73 亿元（-13.01%），归母净利润 5.0 亿元（-42.93%），扣非归母净利润 4.70 亿元（-42.48%）。公司非经常损益较大，主要系参股多家上市公司估值变化带来的收益。

24Q1 增长不俗，回款改善明显。公司同时发布 24Q1 业绩预告，预计 24Q1 收入 9.0-9.5 亿元，同比增长 14.26%-20.61%；归母净利润-1.33 至-0.93 亿元，亏损扩大系去年投资收益等较大；扣非归母净利润-0.58 至-0.38 亿元，亏损收窄 41.82%至 61.88%。公司与移动关联业务发展进一步加速。公司加强应收账款与回款管理，回款同比提升 60%以上。

整体毛利率下降，人效有所提升。公司 23 年毛利率为 57.76%，下降 4.90 个百分点；毛利率下降主要是中国移动合作的集成项目有所增加。公司销售、管理、研发费用率分别下降 3.29、0.42、3.09 个百分点，三费总额较上年同期下降 11.69%。同时，公司 23 年人员为 6503 人，下降 5.79%，人均效率显著提升。

安全运营及服务和新业务增长较快。安全产品收入 25.78 亿元（-12.81%），毛利率下降 2.74 个百分点；安全运营与服务收入 18.99 亿元（+30.63%），毛利率下降 8.08 个百分点。新业务板块（涉云安全、数据安全 2.0&3.0、工业互联网安全、安全运营）实现收入 21.42 亿元，同比增长 13.82%，占全年营收的 47.54%。其中涉云安全业务实现收入 5.72 亿（+34.50%）；安全运营中心收入 10.61 亿元（+13.01%）。

移动注入成长动能。中国移动集团已正式成为公司实际控制人，公司预计 2024 年将向中国移动集团及其控制的其他企业销售商品及提供劳务 18.5 亿元，数额进一步增长。公司已与中国移动集团及下属公司签署 62 份战略合作协议。以中国移动“BASIC6”科创计划为指引，公司将面向云、大数据、算力网络、物联网、卫星互联网等业务场景构建体系化安全能力。

风险提示：宏观经济影响 IT 支出；行业竞争加剧；新业务拓展不及预期。

投资建议：维持“买入”评级。由于经济恢复和项目确认节奏影响，我们下修盈利。预计 2024-2026 年归母净利润为 9.09/11.11/13.84 亿元（原预测 24-25 年为 13.88/18.22 亿元），对应当前 PE 为 26/21/17 倍。考虑到中国移动协同效应显著，公司有望重回高增长，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,437	4,507	5,421	6,624	8,100
(+/-%)	1.2%	1.6%	20.3%	22.2%	22.3%
净利润(百万元)	626	741	909	1111	1384
(+/-%)	-27.3%	18.4%	22.7%	22.2%	24.5%
每股收益(元)	0.66	0.60	0.74	0.91	1.13
EBIT Margin	9.7%	11.7%	13.1%	14.0%	14.9%
净资产收益率 (ROE)	8.5%	6.2%	7.2%	8.2%	9.5%
市盈率 (PE)	29.1	31.6	25.8	21.1	16.9
EV/EBITDA	35.5	38.3	34.6	27.6	22.1
市净率 (PB)	2.46	1.95	1.85	1.74	1.61

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

计算机·软件开发

证券分析师：熊莉

021-61761067

xiongli1@guosen.com.cn

S0980519030002

证券分析师：库宏焱

021-60875168

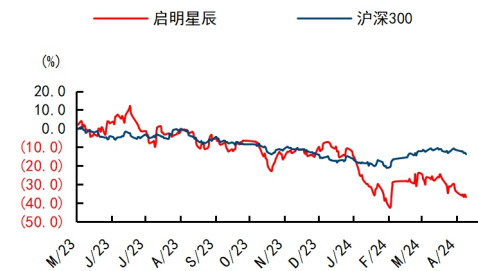
kuhongyao@guosen.com.cn

S0980520010001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	19.10 元
总市值/流通市值	23432/13857 百万元
52 周最高价/最低价	37.77/16.75 元
近 3 个月日均成交额	405.65 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《启明星辰（002439.SZ）-单 Q2 扣非净利润转正，AI 助力安全运营可期》——2023-08-30

《启明星辰（002439.SZ）-一季度预期增速 40%左右，运营商+数据安全形成产业共振》——2023-04-23

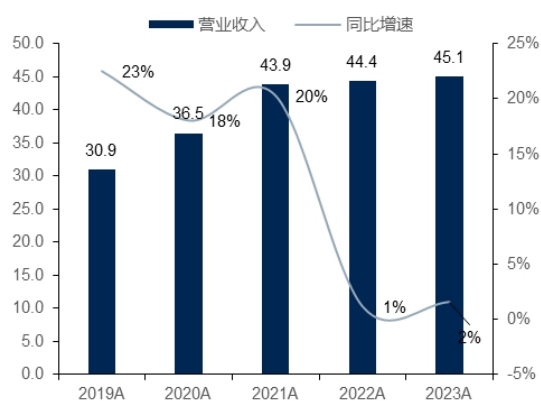
《启明星辰（002439.SZ）——2022 三季度点评-Q3 收入增速恢复至 8%，移动协同效应逐步显现》——2022-10-31

《启明星辰（002439.SZ）——2022 中报点评-费用控制良好，移动协同和数据安全启动新增长》——2022-08-15

《启明星辰（002439.SZ）-中国移动入股，双方场景化创新可期》——2022-06-19

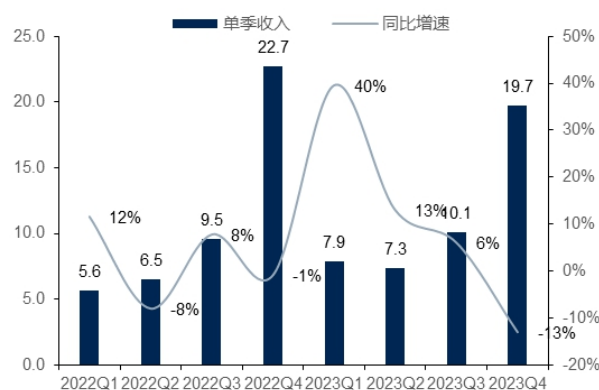
公司发布 2023 年报，全年实现营收 45.07 亿元（+1.58%），归母净利润 7.41 亿元（+18.37%），扣非归母净利润 4.71 亿元（-9.61%）。单 Q4 来看，公司收入 19.73 亿元（-13.01%），归母净利润 5.0 亿元（-42.93%），扣非归母净利润 4.70 亿元（-42.48%）。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



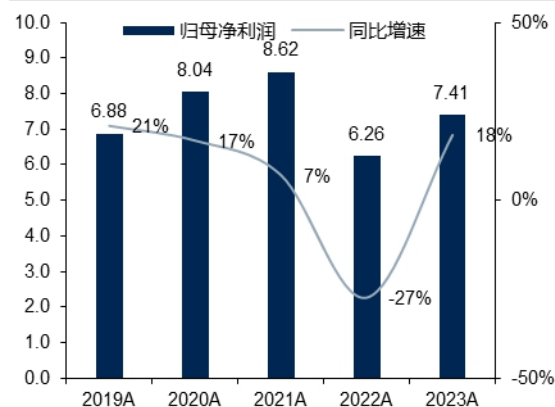
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



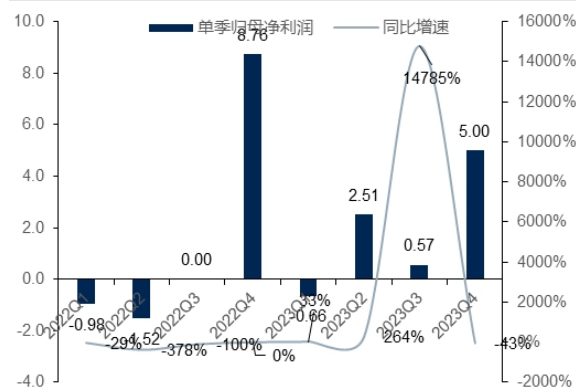
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

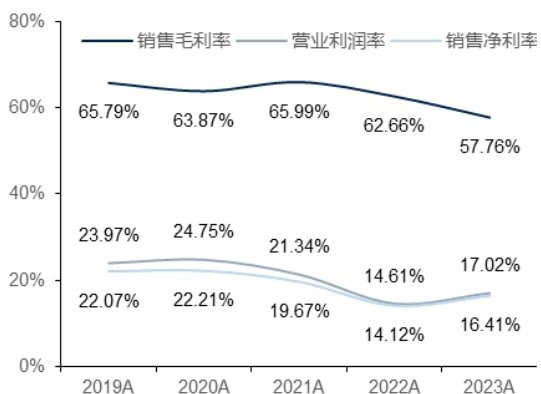
图4：公司单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

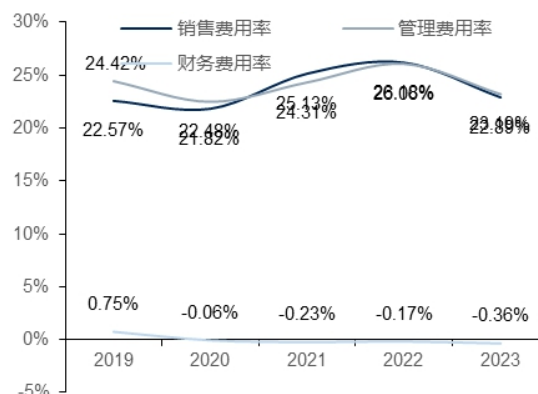
公司 23 年毛利率为 57.76%，下降 4.90 个百分点；毛利率下降主要是中国移动合作的集成项目有所增加。公司销售、管理、研发费用率分别下降 3.29、0.42、3.09 个百分点，三费总额较上年同期下降 11.69%。

图5: 公司毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

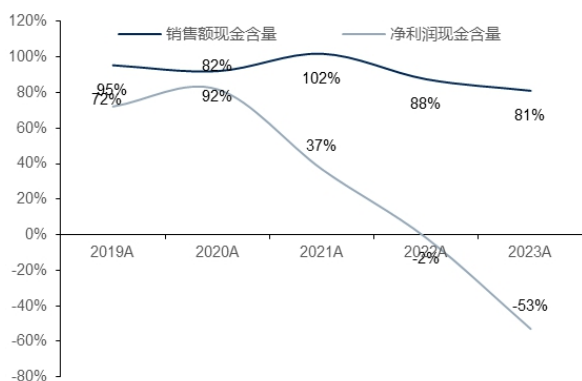
图6: 公司三项费用率变化情况 (管理费用包括研发费用)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

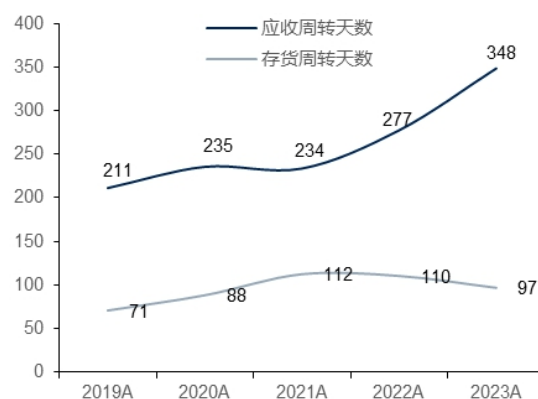
受宏观经济影响, 行业近年来经营整体承压。公司 2023 年经营活动现金净流量为 -3.93 亿元, 同比下降较大。公司销售收款较去年同期有所下降, 应收账款金额相对较高且增加较大。公司存货整体保持稳定。

图7: 公司经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 维持“买入”评级。由于经济恢复和项目确认节奏影响, 我们下修盈利。预计 2024-2026 年归母净利润为 9.09/11.11/13.84 亿元 (原预测 24-25 年为 13.88/18.22 亿元), 对应当前 PE 为 26/21/17 倍。考虑到中国移动协同效应显著, 公司有望重回高增长, 维持“买入”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1340	4953	5332	5393	5482	营业收入	4437	4507	5421	6624	8100
应收款项	3999	5030	6051	7393	9040	营业成本	1657	1904	2290	2807	3440
存货净额	448	485	589	723	889	营业税金及附加	39	36	52	64	78
其他流动资产	83	94	114	139	170	销售费用	1162	1032	1193	1424	1701
流动资产合计	7341	11814	13336	14900	16832	管理费用	209	193	201	245	298
固定资产	668	624	607	582	547	研发费用	939	815	976	1159	1377
无形资产及其他	168	155	150	145	140	财务费用	(8)	(16)	(44)	(40)	(41)
投资性房地产	1603	1859	1859	1859	1859	投资收益	87	220	80	80	80
长期股权投资	222	412	422	432	442	资产减值及公允价值变动	39	93	(100)	(100)	(100)
资产总计	10002	14865	16375	17918	19820	其他收入	(856)	(906)	(776)	(939)	(1137)
短期借款及交易性金融负债	0	37	300	300	300	营业利润	648	767	933	1165	1467
应付款项	1162	1429	1734	2131	2617	营业外净收支	(3)	(5)	2	2	2
其他流动负债	1293	1170	1426	1736	2112	利润总额	645	762	935	1167	1469
流动负债合计	2455	2637	3460	4167	5030	所得税费用	19	23	28	58	88
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	1	(2)	(2)	(2)	(3)
其他长期负债	137	218	228	238	248	归属于母公司净利润	626	741	909	1111	1384
长期负债合计	137	218	228	238	248	现金流量表 (百万元)					
负债合计	2592	2855	3689	4405	5278	净利润	626	741	909	1111	1384
少数股东权益	19	14	13	11	8	资产减值准备	0	(16)	(0)	(0)	(0)
股东权益	7391	11996	12673	13502	14533	折旧摊销	153	158	73	82	91
负债和股东权益总计	10002	14865	16375	17918	19820	公允价值变动损失	(39)	(93)	100	100	100
关键财务与估值指标						财务费用	(8)	(16)	(44)	(40)	(41)
每股收益	0.66	0.60	0.74	0.91	1.13	营运资本变动	(479)	(1126)	(573)	(786)	(970)
每股红利	0.02	0.15	0.19	0.23	0.29	其它	0	15	(1)	(2)	(2)
每股净资产	7.76	9.78	10.33	11.01	11.85	经营活动现金流	261	(322)	509	505	603
ROIC	26%	17%	18%	25%	27%	资本开支	0	(99)	(151)	(151)	(151)
ROE	8%	6%	7%	8%	10%	其它投资现金流	(69)	220	0	0	0
毛利率	63%	58%	58%	58%	58%	投资活动现金流	(127)	(68)	(161)	(161)	(161)
EBIT Margin	10%	12%	13%	14%	15%	权益性融资	4	4048	0	0	0
EBITDA Margin	13%	15%	14%	15%	16%	负债净变化	(1)	0	0	0	0
收入增长	1%	2%	20%	22%	22%	支付股利、利息	(24)	(189)	(232)	(283)	(352)
净利润增长率	-27%	18%	23%	22%	25%	其它融资现金流	(102)	332	263	0	0
资产负债率	26%	19%	23%	25%	27%	融资活动现金流	(148)	4003	31	(283)	(352)
股息率	0.1%	0.8%	1.0%	1.2%	1.5%	现金净变动	(14)	3613	379	61	89
P/E	29.1	31.6	25.8	21.1	16.9	货币资金的期初余额	1354	1340	4953	5332	5393
P/B	2.5	2.0	1.8	1.7	1.6	货币资金的期末余额	1340	4953	5332	5393	5482
EV/EBITDA	35.5	38.3	34.6	27.6	22.1	企业自由现金流	0	(554)	38	24	104
						权益自由现金流	0	(222)	343	62	142

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032