

2020年08月03日

启明星辰 (002439.SZ)

Q2 收入基本追平去年同期，复工复产成效显著

■业绩符合预期。公司发布 2020 年中报，上半年实现收入 7.55 亿，同比下降 14.45%。实现归母净利润-2138 万元，同比下降 255.46%。

■基础财务指标受疫情影响较大。1) 成本方面，毛利率较去年同期增加 7.82pct。2) 费用方面，收入受疫情影响出现下滑而人员成本继续增长，使得期间费用率较去年同期增加 22.48.pct，其中管理费用率增加 12.53pct，销售费用率增加 10.43pct。3) 现金流方面，受益于增值税退税及销售回款的增加，上半年经营性现金流净额为-7117 万元，同比增长 47.74%。

■Q2 复工复产明显加速。随着国内疫情得到有效控制，公司加快复工复产，积极全力推进产品生产交付、项目实施及验收工作，取得了较为明显的成效，Q2 单季度收入恢复至接近去年同期的水平，比 Q1 实现大幅改善。考虑到公司近年 H1 收入的全年占比约为 28%，预计中报业绩对全年的影响和指引相对有限。分产品看，得益于公司大力推进新兴业务的战略，上半年安全运营服务实现收入 2.36 亿元，同比增长 21.14%。

■作为网安一线厂商充分受益行业高景气。参考 IDC、CCID、Frost&Sullivan 等研究数据，公司入侵检测与防御 (IDS/IPS)、统一威胁管理 (UTM)、安全管理平台 (SOC)、数据安全、数据库安全审计与防护、堡垒机、网闸等 9 项产品的市场占有率第一。近年来公司积极推进安全运营、工业互联网、云安全等战略新兴业务，以求实现商业模式的升级，促进体系有序发展以及行业市场与区域市场的进一步协同，并取得了阶段性的成效，作为网络安全一线厂商充分受益于行业景气度上升的红利。

■投资建议：预计 2020 年~2021 年 EPS 分别为 0.92 元、1.18 元，维持“买入-A”评级。

■风险提示：网络安全政策实施不及预期；行业竞争加剧

公司快报

证券研究报告

基础软件及套装软件

投资评级 **买入-A**
维持评级

股价 (2020-08-03) **40.25 元**

交易数据

总市值 (百万元)	37,576.75
流通市值 (百万元)	28,738.79
总股本 (百万股)	933.58
流通股本 (百万股)	714.01
12 个月价格区间	26.51/47.19 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-18.12	-33.41	-22.99
绝对收益	-4.42	-2.24	40.97

胡又文

分析师
SAC 执业证书编号: S1450511050001
huyw@essence.com.cn
021-35082010

徐文杰

分析师
SAC 执业证书编号: S1450517070001
xuwj@essence.com.cn
010-83321050

相关报告

启明星辰: 业绩符合预期, 新安全业务高速增长/胡又文	2020-04-29
启明星辰: 业绩符合预期, 全面布局新兴业务/胡又文	2020-02-29
启明星辰: 受益于行业高景气, 收入增速进一步上行/胡又文	2019-10-25
启明星辰: 整体经营稳健, 费用率下降明显/胡又文	2019-08-05

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	2,521.8	3,089.5	3,954.6	5,022.3	6,277.9
净利润	569.0	688.3	862.7	1,101.7	1,370.4
每股收益(元)	0.61	0.74	0.92	1.18	1.47
每股净资产(元)	3.85	4.67	5.45	6.54	7.91
盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	66.0	54.6	43.6	34.1	27.4
市净率(倍)	10.5	8.6	7.4	6.2	5.1
净利润率	22.6%	22.3%	21.8%	21.9%	21.8%
净资产收益率	15.8%	15.8%	17.0%	18.0%	18.6%
股息收益率	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%
ROIC	25.4%	31.0%	39.1%	46.0%	41.8%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,521.8	3,089.5	3,954.6	5,022.3	6,277.9	成长性					
减:营业成本	870.8	1,056.9	1,365.1	1,728.7	2,158.6	营业收入增长率	10.7%	22.5%	28.0%	27.0%	25.0%
营业税费	30.6	32.8	47.1	58.1	71.3	营业利润增长率	56.2%	32.6%	24.5%	27.6%	24.3%
销售费用	612.8	697.2	790.9	1,004.5	1,255.6	净利润增长率	25.9%	21.0%	25.3%	27.7%	24.4%
管理费用	157.7	164.2	850.2	1,104.9	1,381.1	EBITDA 增长率	228.9%	34.9%	-26.0%	24.8%	17.8%
财务费用	-4.7	23.1	-16.5	-16.1	-25.0	EBIT 增长率	380.9%	39.2%	-28.3%	28.2%	23.9%
资产减值损失	37.9	-20.5	42.1	19.8	13.8	NOPLAT 增长率	54.9%	36.5%	19.3%	28.2%	23.9%
加:公允价值变动收益	-	84.6	-0.0	-	-	投资资本增长率	11.5%	-5.3%	8.9%	36.4%	-5.5%
投资和汇兑收益	95.8	20.2	46.5	54.2	40.3	净资产增长率	14.1%	20.5%	16.3%	20.0%	20.7%
营业利润	558.7	740.7	922.0	1,176.6	1,462.8	利润率					
加:营业外净收支	41.0	-3.1	-3.0	-3.0	-3.0	毛利率	65.5%	65.8%	65.5%	65.6%	65.6%
利润总额	599.7	737.6	919.0	1,173.6	1,459.8	营业利润率	22.2%	24.0%	23.3%	23.4%	23.3%
减:所得税	39.6	55.7	64.3	82.2	102.2	净利润率	22.6%	22.3%	21.8%	21.9%	21.8%
净利润	569.0	688.3	862.7	1,101.7	1,370.4	EBITDA/营业收入	40.8%	44.9%	26.0%	25.5%	24.0%
						EBIT/营业收入	36.0%	40.9%	22.9%	23.1%	22.9%
						运营效率					
						固定资产周转天数	36	31	24	16	11
						流动资产周转天数	133	117	99	124	124
						流动资产周转天数	385	472	488	464	471
						应收帐款周转天数	209	222	203	211	212
						存货周转天数	25	24	25	25	25
						总资产周转天数	655	687	640	572	552
						投资资本周转天数	308	258	205	199	178
						投资回报率					
						ROE	15.8%	15.8%	17.0%	18.0%	18.6%
						ROA	11.4%	9.9%	11.9%	12.4%	13.0%
						ROIC	25.4%	31.0%	39.1%	46.0%	41.8%
						费用率					
						销售费用率	24.3%	22.6%	20.0%	20.0%	20.0%
						管理费用率	6.3%	5.3%	21.5%	22.0%	22.0%
						财务费用率	-0.2%	0.7%	-0.4%	-0.3%	-0.4%
						三费/营业收入	30.4%	28.6%	41.1%	41.7%	41.6%
						偿债能力					
						资产负债率	26.1%	36.7%	29.0%	30.7%	29.7%
						负债权益比	35.2%	57.9%	40.8%	44.3%	42.2%
						流动比率	2.44	3.17	3.23	3.34	3.57
						速动比率	2.30	3.02	3.04	3.16	3.37
						利息保障倍数	-191.73	54.70	-54.96	-72.10	-57.43
						分红指标					
						DPS(元)	0.04	0.02	0.06	0.08	0.10
						分红比率	6.3%	3.4%	7.0%	7.0%	7.0%
						股息收益率	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%

资产负债表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	671.6	1,630.3	1,669.9	2,008.9	3,457.9
交易性金融资产	-	952.7	952.7	952.7	952.7
应收帐款	1,643.0	2,158.9	2,297.9	3,590.7	3,796.4
应收票据	75.3	91.9	59.9	160.3	125.1
预付帐款	17.7	32.2	61.1	40.8	84.8
存货	170.4	244.5	314.7	378.5	487.2
其他流动资产	393.1	19.8	240.1	217.7	159.2
可供出售金融资产	327.8	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	82.0	86.6	86.6	86.6	86.6
投资性房地产	105.2	103.6	103.6	103.6	103.6
固定资产	248.9	277.6	244.1	210.7	177.2
在建工程	-	1.6	1.6	1.6	1.6
无形资产	215.3	213.3	125.7	38.0	-
其他非流动资产	949.9	1,083.1	996.5	1,005.3	1,026.5
资产总额	4,900.2	6,896.2	7,154.5	8,795.3	10,458.9
短期债务	-	1.0	-	29.3	-
应付帐款	649.2	844.1	909.2	1,402.7	1,500.2
应付票据	-	-	-	-	-
其他流动负债	569.3	775.2	825.5	770.7	1,041.5
长期借款	-	-	-	62.7	-
其他非流动负债	58.3	908.2	339.6	435.3	561.0
负债总额	1,276.7	2,528.4	2,074.3	2,700.8	3,102.7
少数股东权益	32.9	4.5	-3.6	-13.8	-26.6
股本	896.7	896.7	933.6	933.6	933.6
留存收益	2,734.3	3,347.8	4,150.2	5,174.8	6,449.2
股东权益	3,623.5	4,367.8	5,080.2	6,094.6	7,356.2

现金流量表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	560.1	681.9	862.7	1,101.7	1,370.4
加:折旧和摊销	124.4	126.8	121.1	121.1	71.5
资产减值准备	37.9	74.9	-	-	-
公允价值变动损失	-	-84.6	-0.0	-	-
财务费用	1.7	29.4	-16.5	-16.1	-25.0
投资损失	-95.8	-20.2	-46.5	-54.2	-40.3
少数股东损益	-8.8	-6.4	-8.0	-10.3	-12.8
营运资金的变动	-307.3	83.6	-226.4	-982.8	81.9
经营活动产生现金流量	310.2	496.7	686.5	159.5	1,445.6
投资活动产生现金流量	-196.5	-350.8	46.5	54.2	40.3
融资活动产生现金流量	-97.4	871.1	-693.4	125.4	-36.9

业绩和估值指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
EPS(元)	0.61	0.74	0.92	1.18	1.47
BVPS(元)	3.85	4.67	5.45	6.54	7.91
PE(X)	66.0	54.6	43.6	34.1	27.4
PB(X)	10.5	8.6	7.4	6.2	5.1
P/FCF	114.7	22.6	363.8	86.3	23.8
P/S	14.9	12.2	9.5	7.5	6.0
EV/EBITDA	16.7	20.3	33.9	27.0	22.0
CAGR(%)	24.9%	25.8%	24.5%	24.9%	25.8%
PEG	2.7	2.1	1.8	1.4	1.1
ROIC/WACC	2.4	3.0	3.7	4.4	4.0
REP	3.1	4.4	4.0	2.5	2.7

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

胡又文、徐文杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本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、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn	
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn	
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn	
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn	
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn	
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn	
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn	
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn	
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn	
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn	
北京联系人	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn	
	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn	
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn	
	姜东亚	北京区域销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn	
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn	
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn	
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn	
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn	
	深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
		侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
胡珍		深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn	
范洪群		深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn	
聂欣		深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn	
杨萍		深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn	
黄秋琪		深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn	
喻聪		深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn	
马田田		深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034