

启明星辰 (002439)

启明星辰的三季报意味着全行业开始向上加速

——启明星辰三季报点评

李沐华 (分析师)

010-59312799

limuhua@gtjas.com

证书编号 S0880519080009

本报告导读:

启明星辰三季度营收超预期,全行业景气度上行趋势已经确认,未来增速还将持续提升。

投资要点:

- 维持增持评级,维持目标价 40.13 元。维持 2019-2021 年 EPS 预测为 0.79/1.20/1.44 元,维持启明星辰目标价 40.13 元,对应 2020 年 33 倍 PE。
- 三季度营收增速超预期,标志着全行业景气度上行趋势确立。剔除安方高科影响,公司上半年收入增速 23.7%,单三季度收入增速 28%,拐点已经出现。其他友商同样出现收入加速增长的财务特征,我们认为,网络安全行业景气度提升已经毋庸置疑,并且仍将持续,2020 年将迎来行业增速全面提升。
- 受费用影响,公司单季度扣非下滑,但我们认为全年扣非依然将高速增长。第三季度启明星辰销售费用增长 35%,研发费用增长 25%,导致扣非净利润下滑,但我们认为整个下半年费用和收入将基本匹配,全年扣非净利润增速仍将保持高速增长。
- 城市安全运营订单高速增长,非政府客户开始认可商业模式,单城市价值量提升在即。公司前三季度城市安全运营订单超过 2.5 亿,各地运营商、银行、电力等单位开始认可城市安全运营模式,我们认为,这给未来城市安全运营单城市价值量提升打下了基础,未来省级城市的安全运营费有望达到 3000 万元/年,非省级城市的安全运营费有望达到 1000 万元/年。
- 风险提示:行业发展不及预期的风险,行业竞争加剧的风险

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,279	2,522	3,173	4,201	5,481
(+/-)%	18%	11%	26%	32%	30%
经营利润 (EBIT)	381	458	574	897	1,193
(+/-)%	99%	20%	25%	56%	33%
净利润 (归母)	452	569	706	1,074	1,289
(+/-)%	70%	26%	24%	52%	20%
每股净收益 (元)	0.50	0.63	0.79	1.20	1.44
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	16.7%	18.2%	18.1%	21.4%	21.8%
净资产收益率 (%)	14.4%	15.8%	16.4%	20.0%	19.4%
投入资本回报率 (%)	16.3%	17.4%	30.8%	45.8%	57.2%
EV/EBITDA	55.3	48.0	38.3	26.2	19.6
市盈率	63.3	50.3	40.5	26.7	22.2
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **40.13**

上次预测: 40.13

当前价格: 33.22

2019.10.27

交易数据

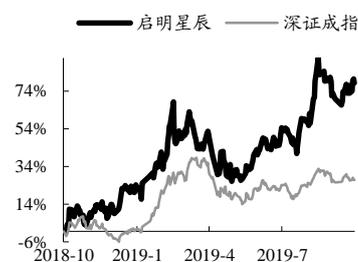
52 周内股价区间 (元)	18.38-36.27
总市值 (百万元)	29,788
总股本/流通 A 股 (百万股)	897/634
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	71%
日均成交量 (百万股)	10.28
日均成交值 (百万元)	325.21

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	3,770
每股净资产	4.20
市净率	7.9
净负债率	-20.82%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.02	0.02
Q2	0.01	0.01
Q3	0.11	0.09
Q4	0.50	0.67
全年	0.63	0.79

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-1%	14%	77%
相对指数	-1%	11%	48%

相关报告

《行业景气度与经营双重拐点到来,迎接戴维斯双击》2019.09.03

《恒安嘉新 IPO 受阻对启明星辰无实质影响》2019.09.01

《与众不同的逻辑——公司扣非增速将超市场预期》2019.08.29

《公司经营战略积极变化需要重点关注》2019.08.11

《等保将至,自主可控尚未反映在预期》2019.04.25

模型更新时间: 2019.10.27

股票研究

信息科技
计算机

启明星辰 (002439)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **40.13**

上次预测: 40.13

当前价格: 33.22

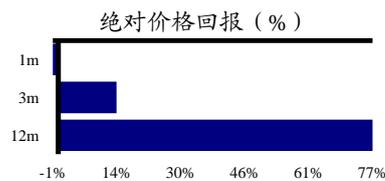
公司网址

www.venustech.com.cn

公司简介

公司是国内极具实力的、拥有完全自主知识产权的网络安全产品、可信安全管理平台、安全服务与解决方案的综合提供商。

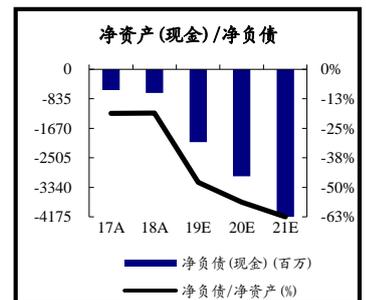
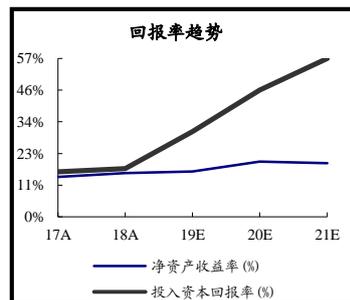
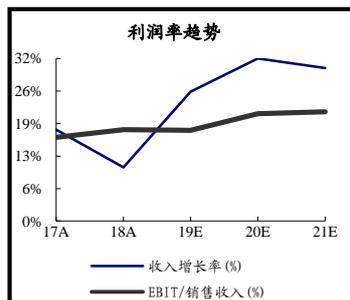
目前,启明星辰已对网御星云、杭州合众、书生电子进行了全资收购,自此,集团成功实现了对网络安全、数据安全、应用业务安全等多领域的覆盖,形成了信息安全产业生态圈。



52 周价格范围 18.38-36.27
市值 (百万) 29,788

财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
损益表					
营业收入	2,279	2,522	3,173	4,201	5,481
营业成本	793	871	1,149	1,614	2,248
税金及附加	30	31	39	51	67
销售费用	565	613	714	819	987
管理费用	148	158	698	819	987
EBIT	381	458	574	897	1,193
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	23	96	50	120	50
财务费用	-3	-5	-14	-25	-36
营业利润	358	559	637	1,043	1,279
所得税	27	40	49	74	90
少数股东损益	-9	-9	-12	-19	-22
净利润	452	569	706	1,074	1,289
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	596	672	2,061	3,026	4,175
其他流动资产	307	393	0	0	0
长期投资	399	515	515	515	515
固定资产合计	252	249	212	176	140
无形及其他资产	1,127	1,085	841	793	767
资产合计	4,275	4,900	5,818	7,428	9,436
流动负债	1,046	1,218	1,502	2,057	2,797
非流动负债	52	58	0	0	0
股东权益	3,135	3,591	4,295	5,369	6,658
投入资本(IC)	2,201	2,457	1,740	1,830	1,948
现金流量表					
NOPLAT	359	428	536	838	1,114
折旧与摊销	126	124	119	79	57
流动资金增量	-200	-209	0	-174	-180
资本支出	-298	-124	269	91	83
自由现金流	-13	219	924	835	1,074
经营现金流	444	310	1,111	753	1,016
投资现金流	-509	-197	319	211	133
融资现金流	72	-97	-40	0	0
现金流净增加额	7	16	1,390	965	1,149
财务指标					
成长性					
收入增长率	18.2%	10.7%	25.8%	32.4%	30.5%
EBIT 增长率	99.3%	20.4%	25.1%	56.5%	32.9%
净利润增长率	70.4%	25.9%	24.2%	52.0%	20.0%
利润率					
毛利率	65.2%	65.5%	63.8%	61.6%	59.0%
EBIT 率	16.7%	18.2%	18.1%	21.4%	21.8%
净利润率	19.8%	22.6%	22.3%	25.6%	23.5%
收益率					
净资产收益率(ROE)	14.4%	15.8%	16.4%	20.0%	19.4%
总资产收益率(ROA)	10.6%	11.6%	12.1%	14.5%	13.7%
投入资本回报率(ROIC)	16.3%	17.4%	30.8%	45.8%	57.2%
运营能力					
存货周转天数	80	73	73	73	73
应收账款周转天数	172	201	201	201	201
总资产周转天数	603	664	616	575	561
净利润现金含量	0.98	0.55	1.57	0.70	0.79
资本支出/收入	13%	5%	-8%	-2%	-2%
偿债能力					
资产负债率	25.7%	26.1%	25.8%	27.7%	29.6%
净负债率	-18.8%	-18.7%	-48.0%	-56.4%	-62.7%
估值比率					
PE	63.3	50.3	40.5	26.7	22.2
PB	9.1	8.0	6.7	5.3	4.3
EV/EBITDA	55.3	48.0	38.3	26.2	19.6
P/S	12.6	11.3	9.0	6.8	5.2
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		