

强烈推荐-A (维持)

启明星辰 002439.SZ

当前股价: 33.22 元
2019 年 10 月 27 日

优质客户结构充分受益等保 2.0, 安全运营快速增长

基础数据

上证综指	2955
总股本(万股)	89669
已上市流通股(万股)	63427
总市值(亿元)	298
流通市值(亿元)	211
每股净资产(MRQ)	4.2
ROE(TTM)	14.5
资产负债率	34.8%
主要股东	王佳
主要股东持股比例	26.14%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《启明星辰(002439)——短期订单波动不改行业长期景气》2018/8/2
- 2、《启明星辰(002439)——收入短期阵痛,趋势长期向好》2018/5/1
- 3、《启明星辰(002439)——业绩符合预期,景气周期开启》2018/3/28

刘泽晶

010-57601795
liuzejing@cmschina.com.cn
S1090516040001

范映蕊

fanyirui@cmschina.com.cn
S1090519100001

公司三季报剔除安方高科剥离影响,前三季度收入实现 26% 的增长,其中 19Q3 单季度收入实现 28% 的增长,前三季度扣非净利润实现大幅增长 239%。同时公司安全运营业务已开始从政府开始走向运营商、银行等非政府客户,市场空间进一步拓宽,未来业绩增长动力十足。

- **事件:** 公司发布第三季度报告,2019 年前三季度实现营业收入 15.83 亿元,同比增长 21.57%;实现归母净利润 0.97 亿元,同比下降 17.93%;实现扣非净利润 0.78 亿元,同比增长 239.18%。前三季度净利润下滑主要是因为 2018 年同期恒安嘉新核算方法转换确认投资收益所致,产生了 8769.83 万元收益。从扣非净利润角度而言,公司实现业绩大幅增长。
- **等保 2.0 驱动行业高景气度,公司第三季度收入增长提速。**等保 2.0 于 2019 年 5 月 13 日正式发布,2019 年 12 月 1 日正式实施。等保 2.0 对信息安全三级系统和二级系统提出了更加严格的要求,并且覆盖了云大物移等新兴产业,驱动信息安全行业加速发展。由于公司 2018 年 10 月剥离安方高科,19 前三季度收入剔除安方高科剥离影响收入同比增长 26%,19Q3 单季度同比增长 28%,延续高增长,印证信息安全业务景气度。
- **公司客户结构和全产品布局充分受益于等保 2.0。**公司是国内最早从事信息安全的公司之一,其客户以大中型机构为主,包括政府、运营商、能源、金融等。由于公安部对信息系统进行分类保护,往往对大中型机构的审核要严于小型机构,因此等保 2.0 对大中型机构信息安全投入节奏影响会更加明显。另外公司信息安全产品和服务覆盖齐全,在 UTM、入侵检测、入侵防御、防火墙等主流产品上面市占率靠前,并且领先于市场在工控安全和安全运营服务上面布局。我们认为凭借良好的客户基础和齐全的产品和服务能力,启明星辰有望持续受益于行业高景气度。
- **公司安全运营业务持续拓宽业务领域,为公司业绩增长提供新的增长点。**公司前三季度安全运营订单超过 2.5 亿,同时用户群体从政府开始走向运营商、银行、电力等非政府用户,市场空间进一步拓宽。公司商业模式由单纯提供运营服务变化为同步提供产品,更有利于公司加速收入确认,为公司业绩提供新的增长动力。
- **维持“强烈推荐-A”评级:**随着网安行业进入新的高景气周期,以及军改落地,公司城市级安全运营中心投入运营节奏加快,业务发展再迎提速。我们预计公司 19-21 年净利润为 7.15/8.99/11.7 亿元,维持“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示:**1) 城市级安运营中心落地缓慢;2) 行业景气度低于预期。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	2279	2522	3228	4196	5455
同比增长	18%	11%	28%	30%	30%
营业利润(百万元)	358	559	714	911	1201
同比增长	169%	56%	28%	28%	32%
净利润(百万元)	452	569	715	899	1170
同比增长	70%	26%	26%	26%	30%
每股收益(元)	0.50	0.63	0.80	1.00	1.31
PE	65.9	52.4	41.7	33.1	25.5
PB	9.5	8.3	7.0	5.8	4.8

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

1、19Q3 收入再提速，扣非净利润大幅增长.....	3
2、等保 2.0 将大力驱动行业高景气发展.....	3
3、公司优质客户结构将充分受益等保 2.0 落地.....	6
4、公司安全服务业务今年以来实现快速增长.....	6
5、投资建议：“强烈推荐-A”评级.....	7
附录：启明星辰 2019Q3 业绩电话会纪要.....	9

图表目录

图 1：公司收入及同比增速.....	3
图 2：公司收入及同比增速（剔除安方高科）.....	3
图 3：公司归母净利润及同比增速.....	3
图 4：公司扣非净利润及同比增速.....	3
图 5：定级要素与安全等级保护的关系.....	4
图 6：等保 2.0 第三级安全通用要求权重赋值表（安全审计部分）.....	4
图 7：2018-2022 年国内网络安全支出年复合增长率将达到 25%.....	5
图 8：未来 3 年国内物联网安全市场 CAGR 达 50.6%.....	5
图 9：未来 3 年国内大数据安全市场 CAGR 达 34.9%.....	5
图 10：未来 3 年国内云安全市场 CAGR 达 50.6%.....	5
图 11：2017-2018 年我国政府、通信、金融机构网络安全支出领跑其他行业.....	6
图 12：公司成都安全运营中心展示图.....	7
图 13：启明星辰历史 PE Band.....	8
图 14：启明星辰历史 PB Band.....	8
附：财务预测表.....	14

1、19Q3 收入再提速，扣非净利润大幅增长

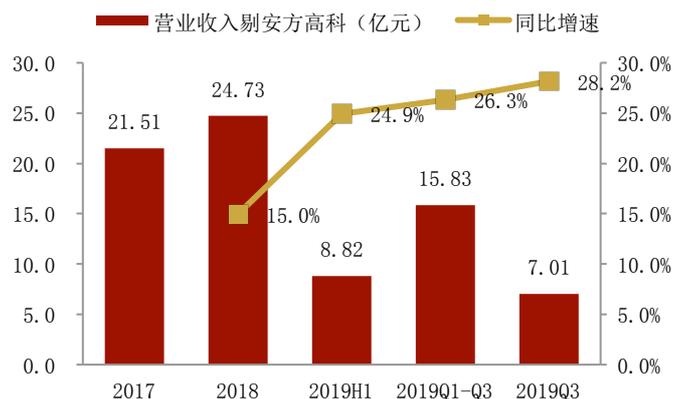
等保 2.0 驱动行业高景气度，公司第三季度收入增长提速。从收入端来看，公司 2019 年前三季度实现营业收入 15.83 亿元，同比增长 21.57%，由于公司 2018 年 10 月剥离安方高科，19 前三季度收入剔除安方高科剥离影响收入同比增长 26%，19Q3 单季度同比增长 28%，延续高增长，印证信息安全业务景气度。

图 1：公司收入及同比增速



资料来源：公司公告、招商证券

图 2：公司收入及同比增速（剔除安方高科）



资料来源：公司公告、招商证券

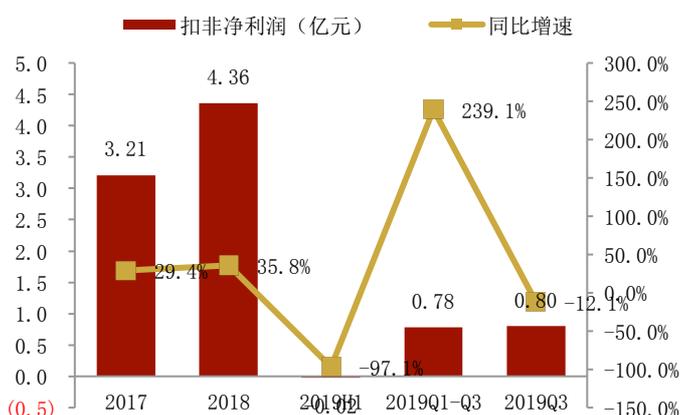
从利润端来看，公司前三季度实现归母净利润 0.97 亿元，同比下降 17.93%，主要是因为 2018 年同期恒安嘉新核算方法转换确认 8770 万元投资收益所致；前三季度实现扣非净利润 0.78 亿元，同比增长 239.18%，公司实现业绩大幅增长。

图 3：公司归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、招商证券

图 4：公司扣非净利润及同比增速



资料来源：公司公告、招商证券

2、等保 2.0 将大力驱动行业高景气发展

等级保护是对信息系统按照重要性进行分类保护的工作。等级保护具体条款和执行流程由公安部制定，信息系统使用者自愿申报定级和信息安全建设情况。等级保护工作会涉及五个流程：（1）定级，由企业自己评估系统应该在安全保护第几级；（2）备案，由公安部指定专家出具意见，是否能够获得公安部备案资格；（3）安全建设整改，

如果备案阶段失败，需要重新改造安全系统；（4）等级评测，每年由专门的安全等级评测机构年审；（5）监督检查。

图 5: 定级要素与安全等级保护的关系

受侵害的客体	对客体的侵害程度		
	一般损害	严重损害	特别严重损害
公民、法人和其他组织的合法权益	第一级	第二级	第二级
社会秩序、公共利益	第二级	第三级	第四级
国家安全	第三级	第四级	第五级

资料来源:《信息安全技术网络安全等级保护定级指南》招商证券

等保 2.0 于 2019 年 5 月 13 日正式发布，2019 年 12 月 1 日正式实施。相对于等保 1.0，等保 2.0 的核心变化有两点：（1）每级评审有新增内容，将增加对新设备的需求，并且等保 2.0 覆盖了之前等保 1.0 没有覆盖的云计算、移动互联、物联网、工业控制等新技术领域；（2）评审更加严格，等保 1.0 里面评分达到 60 分为及格，等保 2.0 里面评分达到 75 分为及格。

图 6: 等保 2.0 第三级安全通用要求权重赋值表（安全审计部分）

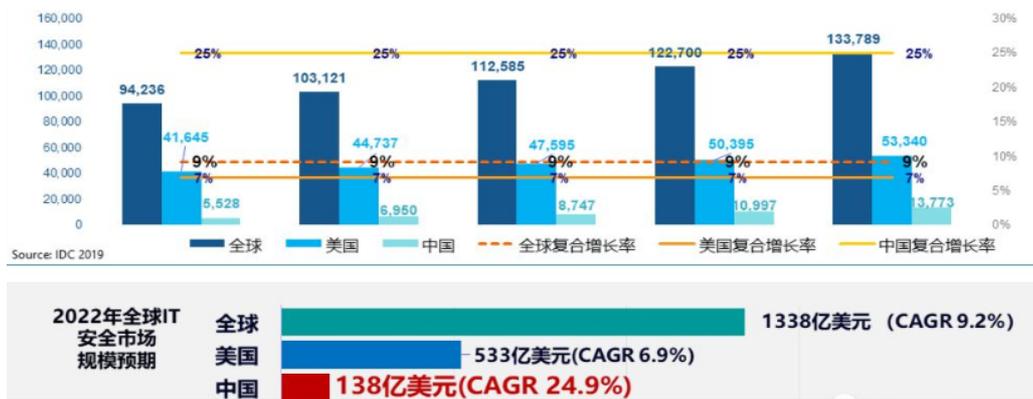
45	安全审计	应在网络边界、重要网络节点进行安全审计，审计覆盖到每个用户，对重要的用户行为和重要安全事件进行审计；	1
46		审计记录应包括事件的日期和时间、用户、事件类型、事件是否成功及其他与审计相关的信息；	1
47		应对审计记录进行保护，定期备份，避免受到未预期的删除、修改或覆盖等。	0.5
48		应确保审计记录的留存时间符合法律法规要求；	1
49		审计记录产生时的时间应由系统范围内唯一确定的时钟产生，以确保审计分析的正确性。	0.2
50		应对远程访问的用户行为、访问互联网的用户行为等单独进行行为审计和数据分析。	1

资料来源:《信息安全技术网络安全等级保护基本要求》招商证券

今年 9 月 IDC 发布网络安全支出指南中上调我国网安市场增速，预计 2019 年中国网络安全支出将达到 69.5 亿美元，2018-2022 年预测期内的年复合增长率（CAGR）

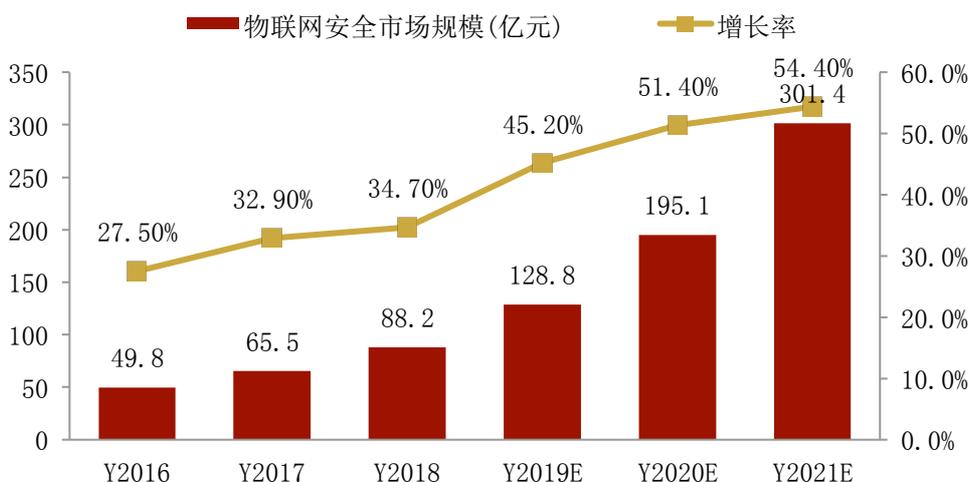
约为 25%，超过全球平均 9% 的复合增长率；2022 年市场规模将增至 137.7 亿美元，占全球网络安全市场份额将达到 10%。2019 年，安全硬件、安全软件和安全服务的行业占比预计分别为 61.9%、16.4% 和 21.7%，安全硬件仍占据市场主导地位。从各互联网应用领域来看，2018 年国内云安全/大数据/物联网安全市场规模分别为 38/28/88 亿元，未来 3 年复合增长率分别可达 45.19%/34.89%/50.62%。

图 7：2018-2022 年国内网络安全支出年复合增长率将达到 25%



资料来源：IDC、招商证券

图 8：未来 3 年国内物联网安全市场 CAGR 达 50.6%



资料来源：IDC、招商证券

图 9：未来 3 年国内大数据安全市场 CAGR 达 34.9%



资料来源：赛迪顾问、招商证券

图 10：未来 3 年国内云安全市场 CAGR 达 50.6%



资料来源：赛迪顾问、招商证券

3、公司优质客户结构将充分受益等保 2.0 落地

根据 IDC 统计，2018 年我国政府事业单位（25%）、通信（16%）、金融（15%）等基础性关键行业网络安全支出较高，基本与网络攻击事件行业分布相契合。

图 11：2017-2018 年我国政府、通信、金融机构网络安全支出领跑其他行业



资料来源：IDC、招商证券

公司客户结构和全产品布局充分受益于等保 2.0。公司是国内最早从事信息安全的公司之一，其客户以大中型机构为主，包括政府、运营商、能源、金融等。由于公安部对信息系统进行分类保护，往往对大中型机构的审核要严于小型机构，因此等保 2.0 对大中型机构信息安全投入节奏影响会更加明显。另外公司信息安全产品和服务覆盖齐全，在 UTM、入侵检测、入侵防御、防火墙等主流产品上面市占率靠前，并且领先于市场在工控安全和服务运营服务上面布局。我们认为凭借良好的客户基础和齐全的产品和服务能力，公司有望持续受益于行业高景气度。

4、公司安全服务业务今年以来实现快速增长

公司安全城市运营中心先发优势明显，今年以来订单快速增长。2017 年 12 月，国内规模最大、最具专业实力的企业级安全运营中心——启明星辰北斗成都安全运营中心正式启动，成都安全运营中心是启明星辰集团打造的首个北斗安全运营中心，也是目前全国首屈一指的安全运营中心，占地约 800 平米。

成都安全运营中心已成功通过等级保护三级测评、27001 等多项认证，并与东方电气、四川电信、四川多所著名高校分别成立国内领先的工控安全实验室、网络安全联合实验室、大学生实训基地，同期还设立大数据安全实验室、深度安全攻防实验室、培训服务中心等作为专项研究领域，为国家培养信息安全新型人才。

图 12: 公司成都安全运营中心展示图



资料来源：公司官网、招商证券

继 2017 年底全国首个成都城市安全运营中心启动后，2018 年公司进一步在济南、青岛、天津等城市建设了累计约 20 个运营中心；2019 年上半年，公司又募资建设济南、杭州、昆明、郑州四城市安全运营中心。目前，公司全国安全运营体系已基本形成北京、成都、广州、杭州四个运营业务支撑中心及二十余个城市级运营中心，并已形成成熟的标准化运营体系，未来在持续扩大已有运营中心业务的基础上，运营中心业务将向其他二三级城市拓展。近年来，公司凭借其良好的政府市场资源，在城市安全运营方面加大投入。公司计划到 2019 年年底建成运营中心达到 35 个，并将城市安全运营作为未来三至五年重点战略项目和发展方向，以期实现可持续的收入增长。

公司今年前三季度安全运营订单已超过 2.5 亿，实现快速增长。同时用户群体从政府开始走向运营商、银行、电力等非政府用户，市场空间进一步拓宽。公司商业模式由单纯提供运营服务变化为同步提供产品，更有利于公司加速收入确认，为公司业绩提供新的增长动力。

5、投资建议：“强烈推荐-A”评级

公司长期领跑政府事业单位网络安全市场，在政府、电信、金融等行业具备丰富市场基础。公司在政府和军事领域实现 80% 市场覆盖率，对政策性银行、国有控股商业银行、全国性股份制商业银行实现 90% 市场覆盖率，为世界五百强中 60% 的中国企业客户提供安全产品及服务。公司在 IDS/IPS、统一威胁管理、安全管理平台、数据安全、数据库安全审计与防护、堡垒机、网闸等产品市场占有率位列第一，为市政、金融、烟草、通信、石油石化和教育等重要行业提供综合解决方案，并为等保 2.0 系统升级推出了包含云计算、IoT、移动互联网在内的等级保护技术解决方案。等保 2.0 在今年 12 月开始实施将有利加快公司业绩增长。

投资建议：随着网安行业进入新的高景气周期，以及军改落地，公司城市级安全运营中心投入运营节奏加快，公司业务发展将再度提速。我们预计公司 19-21 年净利润为 7.15/8.99/11.8 亿元，维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示:

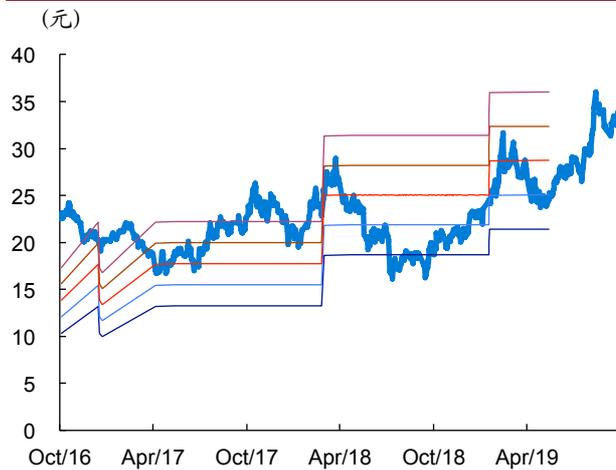
1、城市级安运营中心落地缓慢

公司城市级安全运营中心带来的商业模式转型，客户接受度存在逐步提升的过程，客户接受度提升的过程或使得服务型的运营进度到最终贡献收入的时间跨度增加，有可能造成后续订单落地缓慢。

2、行业景气度低于预期

网络安全行业下游客户超过 90%来自党政军、央企、国企，均为政策主要驱动行业，如果后续相关政策推出节奏放缓，或使得行业景气度低于预期。

图 13: 启明星辰历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 14: 启明星辰历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附录：启明星辰 2019Q3 业绩电话会议纪要

【公司三季报基本情况】

公司整体经营状况处于非常良好的阶段，前三季度收入同比增速 21%，剔除安方高科后同比增速达到 26%，19Q3 单季剔除安方高科后同比增速达 28%。同时，公司销售布局良好，三季度交通行业大幅度增长，能源、金融行业也有显著增长。

费用方面，前两个季度公司持续加大人员投入，由于到位需要时间，相关费用在本季度才体现出来，导致了费用波动，这也体现出公司在人员招聘、自主可控领域等的投入，目前还没有完全体现出来，但是对明年公司业绩有所助力。

利润方面，前三季度同比下降 17.9%，主要是受去年恒安嘉新投资收益影响比较大的影响，扣非后同比增长 239%，增速十分可观。

公司整体经营稳健、成长性良好，相应管理和战略部署正在有效落地执行并已经获得成效。

【Q&A】

【公司财务及业务相关】

Q: 公司 19 年非经常损益的大致估算？能否实现年初扣非 30%增长？

A: 从全年的展望来看的话，目前从订单情况和储备来看，认为能够达到年初目标。非经常损益这款，虽恒安嘉新未成功上市，但公司还有其他投资性企业，对它们的业务发展公司保持信心，今年也能够实现非经常性收入，基本能够与目标匹配。

Q: 护网/自主可控对公司业绩影响？

A: 由于今年是 70 周年国庆，护网行动在三季度结束后还会持续一段时间，目前已经对公司 Q3 业绩带来了一定的影响，预计这种影响还会持续。国家对网络安全保持高度关注，相关领域还有很大市场空间，公司在自主可控方面有较强国产化体系，技术和产品上能够全面覆盖，未来将能够有力地承接相关市场，在自主板块将能够实现比非自主板块更好的发展，但具体规模目前还难以量化。

Q: 公司管理费用为什么有较大的季节波动？

A: 奖金（在二或三季度发放）由于不完全按照季度进行平滑，导致管理费用波动较大。

Q: 第三季度公司现金流表现有所优化，是否收款方式有变化？

A: 没有实质变化，根据各个项目来决定收款方式，整体上保持一致性。

Q: 为什么公司第三季度存货规模比较大?

A: 存货主要是硬件设备, 因为四季度业务比较集中, 外加近期业务有所增长, 供货的时间要求比较紧张, 导致三季度存货量较高。

Q: 公司报表中“现金流出: 其他与经营活动有关的支出”变动较大的原因? 购买固定资产变动较高的原因?

A: 该项现金增减变动 13%, 主要是受季节性影响的支付保函带来的支出, 属于正常业务往来。公司在贵州购买了房产, 准备建设城市运营中心。

Q: 公司截至三季度订单增速是多少? 护网是否会对 Q4 订单产生刺激效果?

A: 30%以上, 整体状况较好。预计 Q4 订单会受到护网影响有所增长, 如果没有其他负面外部因素, 能够实现较高增长。

Q: 子公司书生/合众/赛博的业绩如何?

A: 书生去年没有达到预期, 目前发展潜力非常好, 因为和自主可控密切相关, 具备重要的市场地位, 前景广阔, 预计今年不会差于去年, 明年会有显著增长。合众前三季度业绩表现很好。赛博也和公司的主体业务整合发展。

Q: 公司对明年业绩的估计?

A: 由于明年是五年计划最后一年, 预期能够有超过 30% 的增长。

Q: 公司安全运营业务的情况?

A: 安全运营和云安全吻合度很大, 前三季度订单超过 2.5 亿, 发展势头良好。该板块业务原来只集中在政府, 现在非政府用户也开始高度认可该模式, 运营商、银行、电力区域市场开始解锁, 其商业模式的变化, 即由单纯提供运营服务变化为同步提供产品, 更有利于公司收入确认的提前。安全运营, 云计算, 工控, 新业务超过传统业务的增长率, 且增长势头可持续。全行业都在朝该方向发力, 证明这一市场具有相当增长潜力。年初我们制定了 30 个订单的全年目标, 目前已经完成 25 个, 我们认为这一板块能够达到年初的运营目标。

Q: 2.5 亿安全运营订单如何划分?

A: 运营收入三分之一, 平台和产品收入三分之二; 这部分产品不是公司销售的主要产品, 占比很小。

Q: 公司市场渠道建设情况?

A: 在产品市场方面, 公司 Q3 已经导入两位数的产品, 全国各省份的市场渠道都已经覆盖, 估计 Q4 和明年能够实现收入进一步兑现。同时, 本次护网行动促进大量政企的分支机构的安全要求提升, 也为公司进一步打开市场空间提供了助力。

在人员管理方面, 我们的渠道体系负责人在公司内 level 较高, 下沉过程中还会有双线的渠道经理, 主线仍是给当地区域负责人汇报, 我们也会下发 KPI 考核。今年仍处于结构搭建中, 已经初见雏形, 发展了很多渠道代理商, 明年效果会进一步体现。此外, 公司有完备的销量考核体系和相关人员管理制度。

在竞争关系方面, 绿盟、奇安信都在强化渠道建设、发展渠道市场, 深信服的渠道建设做得比较好, 产品、企业、技术能力、品牌都是提高竞争力的关键因素。此前公司也有一定的渠道建设, 今年这一板块重要性更高, 建设力度更大。

Q: 公司在云安全方面的发展情况如何?

A: 云安全板块主要市场是公有云安全市场, 目前公司还没有过多参与, 另外一个重要市场是云一体机和超融合。公司主要是围绕大型企业和政府机构的云安全进行业务拓展, 发展潜力也非常可观。同时, 私有云由于体量基数不大, 发展速度也较快, 公司在相关领域也有相应发展。

Q: 公司今年年底人员数量和明年招聘计划?

A: 今年大致 4200-4300 人, 明年正常情况下会保持 10% 左右的增长。

【行业发展趋势相关】

Q: 如何预期未来行业需求规模?

A: 行业产业前景非常乐观。安全产业行业规模目前是 500 多亿, 而政策要求是在两到五年内达到 2000 亿, 未来在规模扩展的同时, 对技术和服务的质量还会有越来越高的要求, 因此公司虽然在很多产品上占据市场领先地位, 仍然保持较高的研发投入, 尽力拓展新产品和领域, 这些领域目前利润性可能不高, 未来挑战和机遇并存。

Q: 安全类业务独立化对公司的影响?

A: 随着安全业务在网络信息行业地位的提升, 安全业务逐渐独立于其他业务, 市场对安全厂商技术和服务水平的要求越来越高, 对行业龙头企业, 包括我们公司是有益的。同时安全预算加大, 行业市场规模也存在加大趋势。

Q: 甲方自建安全团队对行业和公司未来的影响?

A: 甲方自建安全团队是市场大趋势, 典型代表是阿里和腾讯, 它们自身都具备很有实力的安全团队, 但是光靠这部分团队仍然是不足的, 安全行业厂商仍然是必要的, 未来可能是双方合作的市场结构。

Q: 市场碎片化对公司的影响?

A: 碎片化导致各个用户需要特异的、定制化的服务和产品, 这为公司带来一定优势。为各个用户提供定制化的服务和产品是行业内厂商的核心竞争力, 公司在行业内具有优势。

Q: 等保 2.0 对行业需求的影响?

A: 等保 2.0 带来的是法律层面的刚性要求, 会和客户本身的个性化的要求叠加, 对市场空间带来增厚。等保 2.0 检测即将到来, 对市场需求的刺激是较高的, 目前很多客户已经开始相关的合规咨询、测评。

Q: 政府对于把安全产品统一外包给一家厂商接受度如何?

A: 目前政府工作重点是把信息化和安全保护分开, 安全产品板块内再分不是目前政府相关工作的着力点。

【同业竞争相关】

Q: 公司在部分产品市场份额下降原因?

A: 由于华为等厂商介入相关市场, 市场份额不可避免有所下降, 但是绝对值仍然是处于增长态势, 市场空间也在持续增大。

Q: 公司和友商城市运营业务的主要差异? 该类业务是否具有较高的粘性?

A: 这类业务市场高度集中的可能性不大, 我们很高兴看到同类企业在该领域有所发展。安全运营类型复杂, 主要竞争优势在于运营的独立地位、对结果负责的责任体系和预算体系; 用户对安全运营厂商具有比较灵活的选择性, 对行业也是一种鞭策, 激励相关厂商提高技术和服务水平。

Q: 公司安全运营和 360 智慧城市安全大脑的区别?

A: 360 城市安全大脑主要解决威胁情报和境外 APT 攻击, 在行业内具有一定优势, 和我们的安全运营产品定位有所差异。公司和三六零具有合作空间。

Q: 公司如何看待和奇安信的发展?

A: 奇安信增速很快, 人员扩张明显, 提出了一些先进理念, 和我们公司的发展思路整体是接近的, 也在一些领域和公司形成了直接竞争。我们欢迎这种竞争, 相信这种市场环境能够为企业带来发展动力。

Q: 公司和其他一些安全厂商在哪些方面存在竞争, 比如天融信?

A: 天融信具备 20 多年的运营经验, 专注于安全产业, 集中在党政领域业务, 和公司在部分业务上有竞争关系, 从业务规模上看可能是公司最大的竞争对手。

Q: 绿盟拥有央企股权背景, 政府类订单采购是否会更看重央企背景的企业?

A: 目前不存在这样的趋势。绿盟拥有央企股权背景后可能会进一步扩展政企市场, 但还需要一定时间来开拓。

Q: 华为、华三都在做硬件, 竞争环境是否会更加严峻? 客户所指的安全产品是指云上还是包括防火墙、IDT 等基础产品?

A: 都包括。公司基本能保持市场地位不下降。华三结合渠道销售和私有云销售, 如果安全产业独立性更高, 公司会有更高的优势。

Q: 行业内人才竞争激烈, 是否会对公司造成影响?

A: 公司人员管理平稳发展, 有合理的员工激励制度、合伙人制度等, 行业内存在互相的人才流动, 但是是属于正常的行业竞争现象, 对公司没有特殊的影响。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2423	2971	3937	5247	6955
现金	596	672	1281	1704	2295
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	23	75	96	125	163
应收款项	1221	1560	1737	2347	3106
其它应收款	61	83	106	138	179
存货	179	170	193	251	326
其他	343	411	524	681	886
非流动资产	1852	1929	1904	1882	1862
长期股权投资	117	82	82	82	82
固定资产	252	249	244	240	237
无形资产	191	190	171	153	138
其他	1291	1409	1407	1406	1405
资产总计	4275	4900	5841	7128	8818
流动负债	1046	1218	1491	1939	2520
短期借款	6	0	0	0	0
应付账款	426	578	686	891	1159
预收账款	194	150	178	232	301
其他	420	490	628	816	1061
长期负债	52	58	58	58	58
长期借款	0	0	0	0	0
其他	52	58	58	58	58
负债合计	1098	1277	1550	1997	2579
股本	897	897	897	897	897
资本公积金	961	888	888	888	888
留存收益	1280	1804	2483	3337	4463
少数股东权益	42	33	22	8	(10)
归属于母公司所有者权益	3135	3591	4270	5124	6249
负债及权益合计	4275	4900	5841	7128	8818

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	444	310	619	442	610
净利润	452	569	715	899	1170
折旧摊销	126	124	54	51	49
财务费用	(1)	2	(5)	(5)	(5)
投资收益	(23)	(96)	(50)	(50)	(50)
营运资金变动	(78)	(281)	(87)	(449)	(550)
其它	(31)	(8)	(8)	(4)	(5)
投资活动现金流	(509)	(197)	21	21	21
资本支出	(298)	(125)	(29)	(29)	(29)
其他投资	(211)	(72)	50	50	50
筹资活动现金流	72	(97)	(31)	(40)	(40)
借款变动	(384)	17	0	0	0
普通股增加	28	0	0	0	0
资本公积增加	523	(73)	0	0	0
股利分配	(87)	(45)	(36)	(45)	(45)
其他	(7)	4	5	5	5
现金净增加额	7	16	609	424	591

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2279	2522	3228	4196	5455
营业成本	793	871	1033	1343	1746
营业税金及附加	30	31	39	51	66
营业费用	565	613	775	1007	1309
管理费用	148	158	194	252	327
研发费用	469	534	710	923	1200
财务费用	(3)	(5)	(5)	(5)	(5)
资产减值损失	109	38	50	66	51
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	23	96	50	50	50
营业利润	358	559	714	911	1201
营业外收入	115	45	50	50	50
营业外支出	3	4	3	3	3
利润总额	470	600	761	958	1248
所得税	27	40	57	73	96
净利润	443	560	704	885	1152
少数股东损益	(9)	(9)	(11)	(14)	(18)
归属于母公司净利润	452	569	715	899	1170

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	18%	11%	28%	30%	30%
营业利润	169%	56%	28%	28%	32%
净利润	70%	26%	26%	26%	30%
获利能力					
毛利率	65.2%	65.5%	68.0%	68.0%	68.0%
净利率	19.8%	22.6%	22.1%	21.4%	21.5%
ROE	14.4%	15.8%	16.7%	17.5%	18.7%
ROIC	10.5%	14.1%	15.2%	16.2%	17.6%
偿债能力					
资产负债率	25.7%	26.1%	26.5%	28.0%	29.2%
净负债比率	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.3	2.4	2.6	2.7	2.8
速动比率	2.1	2.3	2.5	2.6	2.6
营运能力					
资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
存货周转率	4.6	5.0	5.7	6.1	6.1
应收帐款周转率	2.1	1.8	2.0	2.1	2.0
应付帐款周转率	2.1	1.7	1.6	1.7	1.7
每股资料 (元)					
EPS	0.50	0.63	0.80	1.00	1.31
每股经营现金	0.50	0.35	0.69	0.49	0.68
每股净资产	3.50	4.00	4.76	5.71	6.97
每股股利	0.05	0.04	0.05	0.05	0.05
估值比率					
PE	65.9	52.4	41.7	33.1	25.5
PB	9.5	8.3	7.0	5.8	4.8
EV/EBITDA	77.6	51.6	39.8	31.7	24.4

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。

刘泽晶：2014/15 年新财富计算机行业团队第三、第五名，2014 年水晶球团队第三名。中央财经大学硕士毕业，8 年从业经验。

刘玉萍：招商证券计算机行业分析师，北京大学汇丰商学院金融学硕士，对外经济贸易大学经济学学士。2017 年加入招商证券研究所。

范映蕊：招商证券计算机行业分析师，美国本特利大学商业分析专业硕士，中央财经大学管理学学士。2017 年 8 月加入招商证券研究所。

周翔宇：招商证券计算机行业分析师，三年中小盘研究经历，获得 2016/17 年新财富中小市值团队第五、第二名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

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。