

投资评级 优于大市 维持

## Q3 收入增长提速，景气度持续提升，龙头显著受益

### 股票数据

10月25日收盘价(元)	33.22
52周股价波动(元)	18.38-36.27
总股本/流通A股(百万股)	897/634
总市值/流通市值(百万元)	30066/21267

### 相关研究

《收入增长稳健，看好行业景气度提升下龙头效应显现》2019.08.07

《营收有望加速增长，新战略业务拓展卓有成效》2019.04.23

《各业绩指标增长良好，新战略业务拓展成效显著》2019.02.22

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-1.7	12.1	18.2
相对涨幅(%)	-0.9	10.8	16.9

资料来源：海通证券研究所

分析师:郑宏达

Tel:(021)23219392

Email:zhhd10834@htsec.com

证书:S0850516050002

分析师:黄竞晶

Tel:(021)23154131

Email:hjj10361@htsec.com

证书:S0850518110001

分析师:杨林

Tel:(021)23154174

Email:yl11036@htsec.com

证书:S0850517080008

分析师:于成龙

Email:yycl12224@htsec.com

证书:S0850518090004

### 投资要点:

- **公司公布2019年三季报:** 公司2019年前三季度实现营业收入15.8亿元,同比增长21.6%;实现归母净利润9710万元,同比下降17.9%;扣非归母净利润7765万元,同比增长239.2%。
- **Q3单季收入增速显著上升,现金流良好:**
  - (1) 从单季度看, Q3公司实现营收7亿元,同比增长24.8%;实现归母净利润8334万元,同比减少12.3%;扣非归母净利润7976万元,同比减少12.5%。
  - (2) 今年以来公司单季收入增速呈上升趋势, Q1表观收入同比增长18.6%, Q2同比增长19.5%, Q3同比增长达到24.8%, 而如果考虑到安方高科18年Q4起不再并表的影响, 同比口径下公司前三季度营收增速比表观更高。
  - (3) 公司2019年前三季度归母净利增速和扣非归母净利增速差异较大, 主要因去年确认的非经常性损益参股公司恒安嘉新的投资收益金额较大; Q3单季扣非归母净利有所下降, 主要因Q3销售费用同比增长35.3%, 高于营收增速, 以及新增了发行可转换公司债券确认的财务费用。
  - (4) 公司19年前三季度经营活动产生的现金流量净额为-1.08亿元, 去年同期为-2.3亿元, 经营现金流有所改善, 主要因销售商品、提供劳务收到的现金有所增长。
- **市场景气度持续提升, 产品线全和新技术迭代投入能力的龙头有望显著受益:** 此前信息安全行业尽管有了顶层法案和规划, 但一直都缺乏一些相应的具体标准和可操作性准则。不过今年以来, 等保2.0标准的正式发布, 扩大了对云计算、移动互联、物联网、大数据等方面的要求, 再到针对工业互联网安全、云计算服务安全、电信和互联网行业提升网络数据安全保护能力的具体要求和专项行动方案等等, 越来越多的可操作性细则和方案逐步落地。我们认为, 合规需求的扩大, 用户安全建设进入系统性阶段, 相关顶层大型项目的增多, 产业规模有望获得长足发展, 而公司作为有政府客户资源、有技术迭代投入能力和产品线较全的行业龙头有望显著受益。
- **盈利预测与投资建议:** 我们看好政策驱动下行业景气度向好, 并预计今年公司收入增速有望提升, 上调公司19年收入预测。公司在网络安全行业深耕多年, 多项产品领先, 并在数据安全、态势感知、智慧城市安全运营等新领域不断拓展。预计公司2019~2021年EPS为0.82元/1.05元/1.36元, 看好景气度提升下公司作为龙头显著受益, 参考可比公司估值, 给予公司2019年40-50倍PE, 对应合理价值区间32.80-41元, 维持“优于大市”评级。
- **风险提示:** 部分行业订单回暖不及预期, 新业务拓展不达预期风险。

### 主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2279	2522	3146	3918	4868
(+/-)YoY(%)	18.2%	10.7%	24.8%	24.5%	24.2%
净利润(百万元)	452	569	731	945	1218
(+/-)YoY(%)	70.4%	25.9%	28.5%	29.3%	28.8%
全面摊薄EPS(元)	0.50	0.63	0.82	1.05	1.36
毛利率(%)	65.2%	65.5%	66.3%	66.9%	66.8%
净资产收益率(%)	14.4%	15.8%	16.9%	18.0%	18.8%

资料来源: 公司年报(2017-2018), 海通证券研究所  
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

**表 1 可比公司估值表**

代码	简称	10月25日收 盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
300369	绿盟科技	18.74	0.30	0.39	0.53	62.53	47.54	35.48
300352	北信源	7.38	0.12	0.17	0.23	62.02	43.82	31.88
002268	卫士通	25.81	0.33	0.51	0.72	78.79	51.07	36.00
300579	数字认证	36.08	0.57	0.77	1.06	63.77	46.77	34.14
600718	东软集团	10.99	0.18	0.29	0.41	59.89	37.56	26.84
300188	美亚柏科	16.77	0.45	0.59	0.79	37.18	28.23	21.24
	<b>平均</b>					<b>60.70</b>	<b>42.50</b>	<b>30.93</b>
002439	启明星辰	33.22	0.82	1.05	1.36	40.74	<b>31.51</b>	24.45

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 启明星辰预期 EPS 来自海通预测, 可比公司预期 EPS 来自 wind 一致预测。

**表 2 启明星辰分项收入预测 (万元)**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>安全产品业务</b>					
安全网关收入 (万元)	68714	60211	72254	91040	113800
增长率 (%)	17.0	-12.4	20.0	26.0	25.0
毛利率 (%)	74.8	75.6	75.4	75.4	74.8
安全检测收入 (万元)	49295	55258	69073	86341	107062
增长率 (%)	15.4	12.1	25.0	25.0	24.0
毛利率 (%)	77.5	75.6	75.4	75.4	74.9
数据安全与平台收入 (万元)	48086	61012	73214	95178	119924
增长率 (%)	30.3	26.9	20.0	30.0	26.0
毛利率 (%)	79.2	78.5	82.5	82.0	81.5
<b>安全产品业务收入合计 (万元)</b>	<b>166095</b>	<b>176481</b>	<b>214540</b>	<b>272558</b>	<b>340786</b>
增长率 (%)	17.0	6.3	21.6	27.0	25.0
毛利率 (%)	76.9	76.6	77.8	77.7	77.2
<b>安全服务业务</b>					
营业收入 (万元)	38413	42747	51724	66206	82758
增长率 (%)	25.5	11.3	21.0	28.0	25.0
毛利率 (%)	45.2	54.9	60.9	60.9	60.4
<b>硬件及其他</b>					
营业收入 (万元)	21242	30582	45873	50460	60552
增长率 (%)	18.5	44.0	50.0	10.0	20.0
毛利率 (%)	9.0	14.9	17.9	15.9	16.2
<b>其他业务</b>					
营业收入 (万元)	2102	2371	2490	2614	2745
增长率 (%)	-5.4	12.8	5.0	5.0	5.0
毛利率 (%)	72.4	76.5	77.5	77.0	76.9
<b>合计</b>					
总营业收入 (万元)	227853	252181	314626	391838	486841
增长率 (%)	18.2	10.7	24.8	24.5	24.2

资料来源: Wind, 海通证券研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>2522</b>	<b>3146</b>	<b>3918</b>	<b>4868</b>
每股收益	0.63	0.82	1.05	1.36	营业成本	871	1060	1297	1617
每股净资产	4.00	4.82	5.87	7.23	毛利率%	65.5%	66.3%	66.9%	66.8%
每股经营现金流	0.35	1.16	0.94	1.32	营业税金及附加	31	39	48	60
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	613	703	856	1015
P/E	52.36	40.74	31.51	24.45	营业费用率%	24.3%	22.3%	21.8%	20.8%
P/B	8.30	6.90	5.66	4.59	管理费用	158	165	206	251
P/S	11.81	9.47	7.60	6.12	管理费用率%	6.3%	5.3%	5.3%	5.2%
EV/EBITDA	66.17	38.91	29.73	22.31	EBIT	316	577	760	1004
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	-5	25	36	50
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-0.2%	0.8%	0.9%	1.0%
毛利率	65.5%	66.3%	66.9%	66.8%	资产减值损失	38	25	22	27
净利润率	22.6%	23.2%	24.1%	25.0%	投资收益	96	19	25	32
净资产收益率	15.8%	16.9%	18.0%	18.8%	<b>营业利润</b>	<b>559</b>	<b>753</b>	<b>976</b>	<b>1258</b>
资产回报率	11.6%	11.1%	12.1%	12.9%	营业外收支	41	21	25	31
投资回报率	11.2%	21.2%	25.7%	32.2%	<b>利润总额</b>	<b>600</b>	<b>774</b>	<b>1001</b>	<b>1290</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	440	727	928	1190
营业收入增长率	10.7%	24.8%	24.5%	24.2%	所得税	40	62	80	103
EBIT 增长率	15.1%	82.8%	31.8%	32.1%	有效所得税率%	6.6%	8.0%	8.0%	8.0%
净利润增长率	25.9%	28.5%	29.3%	28.8%	少数股东损益	-9	-19	-25	-32
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>569</b>	<b>731</b>	<b>945</b>	<b>1218</b>
资产负债率	26.1%	34.3%	33.0%	31.8%					
流动比率	2.4	3.4	3.5	3.5	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
速动比率	2.3	3.2	3.3	3.4	货币资金	672	2342	3042	4082
现金比率	0.6	1.7	1.8	1.9	应收账款及应收票据	1635	1533	2015	2506
<b>经营效率指标</b>					存货	170	206	260	321
应收账款周转天数	208.3	177.9	187.7	187.9	其它流动资产	494	506	535	570
存货周转天数	73.1	71.0	73.1	72.4	流动资产合计	2971	4587	5852	7478
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	长期股权投资	82	82	82	82
固定资产周转率	10.1	11.8	13.7	16.9	固定资产	249	286	288	287
					在建工程	0	1	4	7
					无形资产	190	225	206	180
					非流动资产合计	1929	2004	1991	1967
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>资产总计</b>	<b>4900</b>	<b>6592</b>	<b>7843</b>	<b>9445</b>
净利润	569	731	945	1218	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	-9	-19	-25	-32	应付票据及应付账款	578	526	676	844
非现金支出	162	175	190	213	预收账款	150	253	291	359
非经营收益	-93	-15	-13	-14	其它流动负债	490	582	724	903
营运资金变动	-320	170	-255	-198	流动负债合计	1218	1360	1691	2107
<b>经营活动现金流</b>	<b>310</b>	<b>1043</b>	<b>842</b>	<b>1187</b>	长期借款	0	0	0	0
资产	-124	-205	-130	-130	其它长期负债	58	898	898	898
投资	49	0	0	0	非流动负债合计	58	898	898	898
其他	-121	19	25	32	<b>负债总计</b>	<b>1277</b>	<b>2258</b>	<b>2589</b>	<b>3005</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-197</b>	<b>-186</b>	<b>-105</b>	<b>-98</b>	实收资本	897	897	897	897
债权募资	-1	840	0	0	普通股股东权益	3591	4320	5265	6483
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	33	14	-11	-43
其他	-97	-27	-36	-50	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>4900</b>	<b>6592</b>	<b>7843</b>	<b>9445</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-97</b>	<b>813</b>	<b>-36</b>	<b>-50</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>16</b>	<b>1670</b>	<b>700</b>	<b>1040</b>					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 25 日

资料来源: 公司年报 (2018), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

郑宏达 计算机行业  
黄竞晶 计算机行业  
杨林 计算机行业  
于成龙 计算机行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 佳都科技,四维图新,润和软件,广联达,用友网络,航天信息,金山办公,中科曙光,启明星辰,海康威视,金蝶国际,浪潮信息,大华股份,科大讯飞,恒生电子,宝信软件,南威软件,苏州科达

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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客户。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。在任何情况下,本公司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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。