启明星辰：疫情影响短期增长，亟待新业务全面放量

方正证券研究所证券研究报告

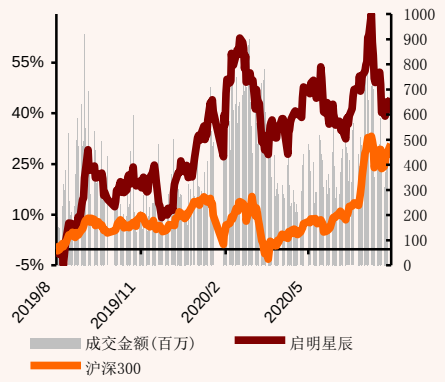
启明星辰(002439)　　公司研究

计算机行业　　公司财报点评

2020.08.04/强烈推荐(维持)

分析师　方闻千
执业证书编号：S1220517040005
E-mail　fangwenqian@foundersc.com
分析师：　陈杭
执业证书编号：S1220519110008
E-mail　chenhang@foundersc.com

历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

《启明星辰：主业稳健成长，看好新品放量》2020.02.29

《中报符合预期，城市运营中心持续落地》2019.08.05

《网安龙头竞争优势显著，多维布局增长即将提速》2019.03.06

请务必阅读最后特别声明与免责条款

公司发布2020年中报，上半年实现营业收入7.5亿元，同比下滑14.45%，实现归母净利润-0.2亿元，同比-255.46%，实现扣非后净利润-0.5亿元，同比-2282.66%。此外，公司二季度单季实现收入5.3亿元，同比-1.89%。

上半年受疫情影响公司收入增长承压，下半年行业有望全面复苏。今年上半年网络安全行业受疫情影响较为严重，包括网络安全公司对客户的现场实施交付以及头部客户在订单和项目落地上均出现了明显的推迟和延后，这也直接影响了包括公司在内的其他网络安全公司上半年的收入及订单增长。我们认为，随着疫情逐渐趋缓，以及下半年安全审查的启动和《数据安全法》、《个人隐私保护法》的出台，行业景气度有望全面复苏。

公司安全运营、云安全、工业互联网安全三大战略新业务收入超过1.6亿，与去年同期持平，下半年亟待放量。安全运营作为公司未来5年的战略级业务，目前在各地市落地进展顺利，上半年新增城市安全运营中心17个，且已占据明显先发优势。另一方面，包括公司向工业互联网安全、政务云/专有云/行业云安全在内的新兴安全领域拓展也取得了明显成效，特别是云安全资源池产品的销售相比去年同期有较大幅度增长。

政策提速、政企上云及安全威胁三大因素带动网络安全行业景气度持续上行。虽然短期受疫情影响，全年看国内网络安全行业在政策提速，叠加了等保2.0、关键基础设施保护条例，护网、国产替代，十四五开局等一系列影响下仍将保持高速成长。

投资逻辑：公司作为网安行业龙头，预计20/21年实现归母净利润8.7/11.6亿元，对应PE42X/31X。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：行业竞争加剧；新业务拓展不达预期；募投项目进展不达预期。

盈利预测：

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	3089.50	3757.37	4563.78	5521.66
(+/-)(%)	22.51	21.62	21.46	20.99
净利润	688.28	867.89	1159.62	1470.65
(+/-)(%)	20.97	26.10	33.61	26.82
EPS(元)	0.74	0.97	1.29	1.64
P/E	54.60	41.59	31.12	24.54

数据来源：wind 方正证券研究所

图表1： 分产品收入预测表

分产品(百万元)	2018	2019	2020	2021	2022
安全产品					
收入	1854.0	2221.0	2698.5	3246.2	3889.0
收入增长		19.8%	21.5%	20.3%	19.8%
毛利率	66.3%	65.0%	65.2%	65.0%	64.8%
毛利	1228.6	1442.7	1758.2	2108.7	2518.7
安全运营与服务					
收入	644.1	848.1	1032.2	1284.0	1590.9
收入增长		22.8%	21.7%	24.4%	23.9%
毛利率	62.8%	67.9%	68.1%	67.9%	67.7%
毛利	404.2	575.6	702.6	871.4	1076.5

资料来源：Wind，方正证券研究所

图表2： 可比公司估值表

代码	证券名称	股价	EPS			PE		
			20E	21E	22E	20E	21E	22E
002212	南洋股份	24.0	0.54	0.75	0.99	44.80	32.25	24.44
300369	绿盟科技	22.8	0.41	0.59	0.77	55.51	38.58	29.56
300454	深信服	219.1	2.24	3.05	4.03	97.82	71.84	54.37
300352	北信源	7.8	0.14	0.20	-	55.93	39.15	-
002268	卫士通	23.3	0.25	0.33	0.44	95.02	70.62	52.58
可比公司平均值						69.81	50.49	40.24
002439	启明星辰	40.3	0.97	1.29	1.64	41.59	31.12	24.54

资料来源：Wind，方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	**5130.33**	**7137.85**	**9307.87**	**10485.47**
现金	1630.32	3512.09	5159.54	5699.19
应收账款	2063.91	2058.84	2500.70	3025.57
其它应收款	99.55	96.48	114.67	136.15
预付账款	32.17	38.34	46.81	56.92
存货	244.54	330.39	405.73	493.86
其他	1059.84	1101.72	1080.43	1073.79
非流动资产	**1765.82**	**1700.49**	**1012.00**	**1707.75**
长期投资	290.18	290.18	333.18	390.18
固定资产	279.20	259.64	238.68	206.32
无形资产	921.61	875.84	165.31	836.42
其他	274.83	274.83	274.83	274.83
资产总计	**6896.16**	**8868.34**	**10349.87**	**12223.22**
流动负债	**1620.23**	**1697.89**	**2044.47**	**2478.47**
短期借款	1.00	1.00	1.00	1.00
应付账款	724.82	627.97	756.85	883.75
其他	894.41	1068.92	1286.62	1593.72
非流动负债	**908.16**	**1953.16**	**1953.16**	**1953.16**
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	908.16	1953.16	1953.16	1953.16
负债合计	**2528.39**	**3651.05**	**3997.63**	**4431.63**
少数股东权益	4.47	-13.90	-38.57	-69.86
股本	896.70	896.70	896.70	896.70
资本公积	888.80	888.80	888.80	888.80
留存收益	2459.02	3326.90	4486.52	5957.17
归属母公司股东权益	4363.30	5231.18	6390.80	7861.45
负债和股东权益	**6896.16**	**8868.34**	**10349.87**	**12223.22**

现金流量表	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**496.65**	**861.14**	**997.02**	**1247.33**
净利润	681.87	849.52	1134.95	1439.36
折旧摊销	126.75	87.70	87.06	76.94
财务费用	29.45	0.00	0.00	0.00
投资损失	-20.20	-30.00	-43.00	-57.00
营运资金变动	-294.46	-109.85	-239.26	-260.47
其他	-26.76	63.77	57.27	48.50
投资活动现金流	**-350.84**	**-24.37**	**650.43**	**-707.69**
资本支出	-167.51	-24.37	650.43	-707.69
长期投资	-98.62	0.00	0.00	0.00
其他	-84.71	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	**871.07**	**1045.00**	**0.00**	**0.00**
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	1036.14	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	-40.00	0.00
其他	-165.07	1045.00	40.00	0.00
现金净增加额	**1016.88**	**1881.77**	**1647.45**	**539.64**

利润表	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	**3089.50**	**3757.37**	**4563.78**	**5521.66**
营业成本	1056.91	1277.87	1560.22	1897.46
营业税金及附加	32.80	45.09	54.77	66.26
营业费用	697.17	789.05	912.76	1076.72
管理费用	164.17	225.44	273.83	331.30
财务费用	23.10	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-20.54	61.77	63.27	56.50
公允价值变动收益	84.59	0.00	0.00	0.00
投资净收益	20.20	30.00	43.00	57.00
营业利润	**740.66**	**920.26**	**1227.64**	**1556.52**
营业外收入	1.07	20.00	20.00	20.00
营业外支出	4.15	22.00	14.00	12.00
利润总额	**737.58**	**918.26**	**1233.64**	**1564.52**
所得税	55.71	68.74	98.69	125.16
净利润	**681.87**	**849.52**	**1134.95**	**1439.36**
少数股东损益	-6.41	-18.37	-24.67	-31.29
归属母公司净利润	**688.28**	**867.89**	**1159.62**	**1470.65**
EBITDA	674.78	793.72	1004.97	1232.96
EPS（元）	0.74	0.97	1.29	1.64

主要财务比率	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	0.23	0.22	0.21	0.21
营业利润	0.33	0.24	0.33	0.27
归属母公司净利润	0.21	0.26	0.34	0.27
获利能力				
毛利率	0.66	0.66	0.66	0.66
净利率	0.22	0.23	0.25	0.27
ROE	0.16	0.17	0.18	0.19
ROIC	0.21	0.27	0.46	0.40
偿债能力				
资产负债率	0.37	0.41	0.39	0.36
净负债比率	0.20	0.36	0.30	0.24
流动比率	3.17	4.20	4.55	4.23
速动比率	3.02	4.01	4.35	4.03
营运能力				
总资产周转率	0.52	0.48	0.48	0.49
应收账款周转率	1.71	1.82	2.00	2.00
应付账款周转率	4.74	5.56	6.59	6.73
每股指标(元)				
每股收益	0.74	0.97	1.29	1.64
每股经营现金	0.53	0.92	1.07	1.34
每股净资产	4.67	5.60	6.85	8.42
估值比率				
P/E	54.60	41.59	31.12	24.54
P/B	8.61	7.18	5.88	4.78
EV/EBITDA	52.33	-2.04	-3.25	-3.08

数据来源：wind 方正证券研究所

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，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。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。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。

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制度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，本公司的董事、高级职员或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为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

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，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；
推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；
中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；
减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；
中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；
减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼（200120）	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com