开源证券

启明星辰（002439.SZ）

2020 年 10 月 28 日

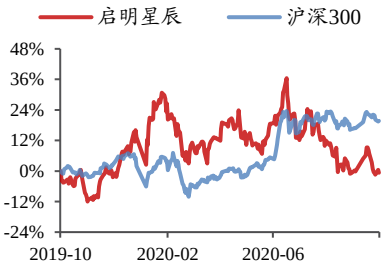
毛利率大幅提升，现金流表现优异

——公司 3 季报点评报告

投资评级：买入（维持）

日期	2020/10/27
当前股价(元)	34.33
一年最高最低(元)	47.67/30.30
总市值(亿元)	320.50
流通市值(亿元)	245.12
总股本(亿股)	9.34
流通股本(亿股)	7.14
近 3 个月换手率(%)	79.72

股价走势图



数据来源：贝格数据

陈宝健（分析师）
chenbaojian@kysec.cn
证书编号：S0790520080001

刘逍遥（分析师）
liuxiaoyao@kysec.cn
证书编号：S0790520090001

● 持续加码战略新业务，看好公司长期发展，维持“买入”评级

网络安全需求正在向更高层次、更广范围延伸拓展，从百亿级市场向千亿级市场迈进，同时公司也在持续加码战略新业务，我们看好公司的长期发展。我们维持预测公司 2020-2022 年归母净利润为 8.54、11.09、14.02 亿元，EPS 为 0.91、1.19、1.50 元/股，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 38、29、23 倍，维持“买入”评级。

● 毛利率大幅提升，现金流表现优异

前三季度公司实现营业收入 14.43 亿元，同比下滑 8.83%；实现归母净利润 6888.29 万元，同比下滑 29.06%，我们判断收入下滑主要是订单转化率低于往年及第三方产品销售减少所致。公司毛利率为 70.45%，同比上升 7.12 个百分点，主要由于第三方产品占比降低。此外，公司加大回款力度，前三季度经营活动现金流量净额为 6880.79 万元，同比增长 163.80%。

● “区域下沉+细分化”建设思路清晰，城市安全运营业务迈入新阶段

公司自 2018 年在全国启动安全运营业务，目前已形成成熟的标准化运营体系，下半年公司在持续扩大已有运营中心业务的基础上，将继续向其他三四级城市拓展。同时，公司细分建设思路，面向大中型智慧城市的不同业务场景如智慧政务、智慧医疗、智慧交通、智慧教育等，构建专题化安全运营中心；面向中小型智慧城市，推行标准化运营中心落地，针对用户远程提供安全运营服务。

● 三大战略新业务有望协同加速发展

上半年公司仍在继续加大新技术、新方向上的投入，持续在工业互联网行业场景深化上下功夫，推动网络安全与用户业务场景的进一步融合共建，中标多个工信部课题项目；公司云安全资源池产品销售比 2018 年同期也有较大幅度增长。未来工业互联网安全、云安全也有望与安全运营业务相互协同，共同实现加速发展。

● 风险提示： 宏观经济下行风险；市场竞争加剧；城市安全运营业务不达预期。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,522	3,089	3,978	5,086	6,210
YOY(%)	10.7	22.5	28.8	27.8	22.1
归母净利润(百万元)	569	688	854	1,109	1,402
YOY(%)	25.9	21.0	24.0	29.9	26.4
毛利率(%)	65.5	65.8	64.8	63.0	62.4
净利率(%)	22.6	22.3	21.5	21.8	22.6
ROE(%)	15.5	15.6	16.2	17.5	18.2
EPS(摊薄/元)	0.61	0.74	0.91	1.19	1.50
P/E(倍)	56.3	46.6	37.5	28.9	22.9
P/B(倍)	8.9	7.7	6.4	5.3	4.3

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2971	5130	6292	7976	8984
现金	672	1630	2252	2658	3400
应收票据及应收账款	1635	2156	2405	3552	3724
其他应收款	87	100	131	169	197
预付账款	18	32	45	49	65
存货	170	245	319	432	498
其他流动资产	389	968	1141	1117	1100
非流动资产	1929	1766	1675	1671	1724
长期投资	82	87	82	75	71
固定资产	249	278	329	392	446
无形资产	215	213	126	42	36
其他非流动资产	1383	1188	1139	1162	1172
资产总计	4900	6896	7968	9647	10708
流动负债	1218	1620	2006	2792	2668
短期借款	0	1	1	1	1
应付票据及应付账款	578	725	974	1537	1379
其他流动负债	640	894	1032	1254	1288
非流动负债	58	908	737	568	398
长期借款	0	850	680	510	340
其他非流动负债	58	58	57	58	58
负债合计	1277	2528	2743	3359	3066
少数股东权益	33	4	-7	-20	-37
股本	897	897	934	934	934
资本公积	930	889	889	889	889
留存收益	1804	2459	3256	4298	5617
归属母公司股东权益	3591	4363	5231	6308	7680
负债和股东权益	4900	6896	7968	9647	10708

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	310	497	591	657	966
净利润	560	682	842	1095	1385
折旧摊销	124	127	115	124	57
财务费用	-5	23	-11	-27	-43
投资损失	-96	-20	-40	-41	-43
营运资金变动	-320	-294	-324	-492	-390
其他经营现金流	46	-20	8	-1	-1
投资活动现金流	-197	-351	74	-76	-137
资本支出	125	168	-14	-10	52
长期投资	-29	-99	5	5	4
其他投资现金流	-101	-282	65	-80	-81
筹资活动现金流	-97	871	28	-176	-158
短期借款	-6	1	0	0	0
长期借款	0	850	-170	-170	-170
普通股增加	0	0	37	0	0
资本公积增加	-31	-41	0	0	0
其他筹资现金流	-60	61	161	-6	12
现金净增加额	17	1016	622	406	742

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2522	3089	3978	5086	6210
营业成本	871	1057	1401	1883	2333
营业税金及附加	31	33	42	54	66
营业费用	613	697	881	1078	1273
管理费用	158	164	237	265	311
研发费用	534	590	738	915	1081
财务费用	-5	23	-11	-27	-43
资产减值损失	38	-21	-26	-34	-41
其他收益	180	186	152	190	220
公允价值变动收益	0	85	0	0	0
投资净收益	96	20	40	41	43
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	559	741	908	1182	1494
营业外收入	45	1	1	1	1
营业外支出	4	4	4	4	4
利润总额	600	738	905	1179	1491
所得税	40	56	63	84	106
净利润	560	682	842	1095	1385
少数股东损益	-9	-6	-11	-14	-17
归母净利润	569	688	854	1109	1402
EBITDA	704	872	987	1248	1471
EPS(元)	0.61	0.74	0.91	1.19	1.50

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	10.7	22.5	28.8	27.8	22.1
营业利润(%)	56.2	32.6	22.6	30.1	26.4
归属于母公司净利润(%)	25.9	21.0	24.0	29.9	26.4
获利能力					
毛利率(%)	65.5	65.8	64.8	63.0	62.4
净利率(%)	22.6	22.3	21.5	21.8	22.6
ROE(%)	15.5	15.6	16.2	17.5	18.2
ROIC(%)	14.9	13.1	13.3	15.0	16.0
偿债能力					
资产负债率(%)	26.1	36.7	34.4	34.8	28.6
净负债比率(%)	-17.5	-17.1	-26.3	-31.1	-37.5
流动比率	2.4	3.2	3.1	2.9	3.4
速动比率	2.0	3.0	2.9	2.6	3.1
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	1.8	1.6	1.7	1.7	1.7
应付账款周转率	1.7	1.6	1.6	1.5	1.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.61	0.74	0.91	1.19	1.50
每股经营现金流(最新摊薄)	0.33	0.53	0.63	0.70	1.03
每股净资产(最新摊薄)	3.85	4.44	5.33	6.49	7.96
估值比率					
P/E	56.3	46.6	37.5	28.9	22.9
P/B	8.9	7.7	6.4	5.3	4.3
EV/EBITDA	44.7	34.8	30.1	23.3	19.2

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn