启明星辰（002439）

费用端拖累业绩，Q4 增速有望继续向上

买入（维持）

2020 年 10 月 27 日

证券分析师 郝彪
执业证号：S0600516030001
021-60199781
haob@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3,089	3,568	4,771	6,310
同比（%）	22.5%	15.5%	33.7%	32.3%
归母净利润（百万元）	688	806	1,109	1,502
同比（%）	21.0%	17.1%	37.6%	35.4%
每股收益（元/股）	0.74	0.86	1.19	1.61
P/E（倍）	47	40	29	21

事件：

2020 年三季报营收 14.43 亿元、归母净利润 0.69 亿元、扣非净利润 0.28 亿元，同比分别减少 8.83%、29.06%、63.99%。

投资要点

- **费用端投入拖累业绩表现：**分季度来看，Q3 实现营收 6.89 亿元，同比下滑 1.76%；毛利率提升 6.37pct，主要受益于高毛利率自有安全产品收入占比提升。Q3 实现归母净利润 0.90 亿元，同比增长 8.31%，扣非净利润 0.78 亿元，同比下滑 2.13%。前三季度期间费用率整体大幅上涨，销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 35.36%、7.84%、34.02%，同比分别增加 7.73pct、0.6pct、6.28pct，主要是加大渠道销售体系建设和研发投入，相关人员增加导致费用增长。一方面渠道建设和产品研发与收入存在一定的滞后性，其次疫情影响了公司渠道建设的进度，预计随着后续渠道建设的推进和完善，将开始对营收产生较大的正向贡献。Q3 经营性现金流金额为 1.40 亿元，同比提升 393.86%，环比也改善明显。

- **Q4 业绩有望继续逐步向上：**上半年受全国疫情和北京二次疫情的影响，无论是客户的预算制定还是具体项目实施上，对公司订单增长和收入确认都带来了较大困难。7 月份开始，公司的整体订单迅速恢复，考虑到项目的实施周期，我们预计下半年的订单将会在 Q4 或者明年 Q1 逐步贡献业绩。

- **多点共振下网安行业需求旺盛，看好公司在新战略业务的前景：**从行业端开看，多项政策法规推动行业景气度提升，新技术、新赛道、主动防御、安全服务等正不断给行业带来新的增量，IDC 预测中国网安市场规模 2024 年将达到 179 亿美元，2020-2024 年 CAGR 为 18.7%，云安全、大数据安全、工控等细分赛道增速远高于行业。公司是行业内率先布局安全运营、工业互联网安全、云安全等新兴安全领域的企业之一，三大战略新业务过去几年收入均实现了翻倍的增长，今年受疫情影响速度有所放缓。随着影响业务发展的不利因素消失，我们仍十分看好公司在新战略业务的前景。

- **盈利预测与投资评级：**预计 2020-2022 年归母净利润分别为 8.06/11.09/15.02 亿元，目前股价对应 PE 分别为 40/29/21 倍。公司前三季度营收占公司全年营收占一半左右，全年来看安全运营、工业互联网安全、云安全等三大战略新业务仍有望继续保持高速增长，目标价 45.30 元，维持“买入”评级。

- **风险提示：**安全运营业务进展不及预期，单一行业采购进度不确定。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	34.33
一年最低/最高价	30.28/47.67
市净率(倍)	6.09
流通 A 股市值(百万元)	24511.86

基础数据

每股净资产(元)	5.64
资产负债率(%)	21.50
总股本(百万股)	933.58
流通 A 股(百万股)	714.01

相关研究

1、《启明星辰（002439）：Q2 环比改善明显，安全运营业绩亮眼》2020-08-04

2、《启明星辰（002439）：安全运营与服务转型成效显著，新兴安全业务翻倍增长》2020-04-30

3、《启明星辰（002439）：安全运营再下一省，新兴安全业务估值体系有望切换》2020-01-20

请务必阅读正文之后的免责声明部分

启明星辰三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**5,130**	**5,826**	**7,418**	**8,713**
现金	1,630	2,359	2,228	3,087
应收账款	2,064	2,121	3,476	3,926
存货	245	232	402	430
其他流动资产	1,192	1,114	1,313	1,269
非流动资产	**1,766**	**1,779**	**1,803**	**1,908**
长期股权投资	87	96	105	114
固定资产	278	298	386	489
在建工程	2	22	34	39
无形资产	213	179	93	81
其他非流动资产	1,187	1,185	1,185	1,184
资产总计	**6,896**	**7,605**	**9,221**	**10,621**
流动负债	**1,620**	**1,728**	**2,468**	**2,582**
短期借款	1	1	1	1
应付账款	725	773	1,219	1,393
其他流动负债	894	954	1,248	1,188
非流动负债	**908**	**739**	**570**	**412**
长期借款	850	680	512	354
其他非流动负债	58	58	58	58
负债合计	**2,528**	**2,467**	**3,038**	**2,994**
少数股东权益	4	-8	-22	-41
归属母公司股东权益	4,363	5,147	6,205	7,668
负债和股东权益	**6,896**	**7,605**	**9,221**	**10,621**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	497	841	195	1,182
投资活动现金流	-351	-105	-130	-159
筹资活动现金流	871	-7	-195	-163
现金净增加额	1,016	729	-131	860
折旧和摊销	127	142	163	116
资本开支	168	4	14	96
营运资本变动	-294	-30	-984	-324

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**3,089**	**3,568**	**4,771**	**6,310**
减:营业成本	1,057	1,215	1,616	2,119
营业税金及附加	33	42	57	73
营业费用	697	838	1,050	1,325
管理费用	164	871	1,140	1,483
财务费用	23	-15	-23	-31
资产减值损失	-21	0	0	0
加:投资净收益	20	29	29	29
其他收益	85	21	26	33
营业利润	**741**	**857**	**1,182**	**1,603**
加:营业外净收支	-3	1	1	1
利润总额	**738**	**858**	**1,184**	**1,604**
减:所得税费用	56	65	89	121
少数股东损益	-6	-12	-15	-19
归属母公司净利润	**688**	**806**	**1,109**	**1,502**
EBIT	745	824	1,134	1,539
EBITDA	872	966	1,297	1,655

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.74	0.86	1.19	1.61
每股净资产(元)	4.44	5.28	6.42	7.98
发行在外股份(百万股)	897	934	934	934
ROIC(%)	13.1%	12.6%	15.2%	17.3%
ROE(%)	15.6%	15.4%	17.7%	19.4%
毛利率(%)	65.8%	65.9%	66.1%	66.4%
销售净利率(%)	22.3%	22.6%	23.2%	23.8%
资产负债率(%)	36.7%	32.4%	32.9%	28.2%
收入增长率(%)	22.5%	15.5%	33.7%	32.3%
净利润增长率(%)	21.0%	17.1%	37.6%	35.4%
P/E	47	40	29	21
P/B	7.72	6.50	5.35	4.30
EV/EBITDA	34.83	30.65	22.79	17.24

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn