计算机

Q2 业绩回暖，安全运营中心拓展顺利

2020 年 08 月 05 日

——启明星辰（002439.SZ）20 年中报点评

公司评级：增持（维持）

分析师：陈建生

执业证书号：S1030519080002

电话：0755-23602373

邮箱：chenjs2@csco.com.cn

研究助理：罗云扬

电话：0755-83199599

邮箱：luoyy1@csco.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

相关报告

1. 启明星辰深度研究报告：全领域布局，新增动力源源不断-190520

2. 启明星辰半年报点评：业绩基本符合预期，城市运营体系成熟-190806

3. 启明星辰年报点评：业绩符合预期，新安全业务高速增长-200430

启明星辰(002439.SZ)与沪深 300 对比表现



公司数据	Wind 资讯
总市值（百万）	38,585
流通市值（百万）	26,844
总股本（百万股）	934
流通股本（百万股）	714
日均成交额（百万）	567
近一个月换手（%）	41.0
第一大股东	王佳

请务必阅读文后重要声明及免责条款

核心观点：

1) **上半年业绩亏损。**2020 年 1-6 月，公司实现营业收入 7.55 亿元，同比下滑 14.45%，归母净利润为-0.21 亿元，同比减少 223%。

2) **复工复产顺利，二季度盈利实现同比正增长。**受新冠疫情影响，20 年一季度公司及公司上下游客户复工复产延迟，导致部分合同实施与验收延迟。公司 20 年 Q1 收入下滑 33.8%，归母净利润下滑 95.9%。而随着国内疫情逐步得到控制，公司在二季度加快复工复产，完成项目验收。20 年 Q2 公司收入小幅下滑 1.89%，降幅收窄，归母净利润同比增长 6.82%。

3) **安全运营与服务业务表现优异，城市安全运营中心下半年将继续拓展。**公司传统安全产品业务因项目交付延迟，收入下滑 24.6%。而以城市独立运营中心为核心的安全服务业务实现收入 2.36 亿元，同比增长 21.1%。2020 年上半年公司新增城市安全运营中心 17 个，下半年将继续向三四线城市拓展，进一步提升区域市场业务规模。

4) **数据安全法首次公开征求意见，新安全大势所趋。**20 年 6 月 28 日，《中华人民共和国数据安全法（草案）》首次面向社会公众征求意见。这是继《网络安全法》后，国家在新技术、新业态下信息安全领域又一重要法案。我们认为，信息安全需求与政策要求高度相关，20 年是“等保 2.0”实施第一年，未来基于主动防御和态势感知的云安全、工业互联网安全、物联网安全、数据安全等新安全业务需求旺盛。

5) **维持“增持”评级。**预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 EPS 分别为 0.89 元/1.08 元/1.32 元，对应市盈率为 46 倍/38 倍/31 倍。公司是信息安全龙头厂商，城市安全运营中心业务进展顺利，未来发展前景广阔，维持“增持”评级。

6) **风险提示：**行业竞争加剧，新安全业务拓展不及预期。

预测指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3089.50	3788.12	4651.91	5721.54
收入同比	22.5%	22.6%	22.8%	23.0%
净利润(百万元)	688.28	832.26	1009.39	1229.78
净利润同比	21.0%	20.9%	21.3%	21.8%
毛利率	65.8%	65.9%	65.9%	66.0%
销售净利率	22.1%	21.6%	21.4%	21.2%
EPS（元）	0.74	0.89	1.08	1.32
PE（倍）	56.06	46.36	38.23	31.38

盈利预测与评级

收入预测：

安全产品：公司下游客户主要是军政和大型企业，19 年“等保 2.0”正式发布，受政策驱动，预计未来下游需求旺盛。我们认为，疫情导致收入下滑是暂时的，在国际形势愈发不明朗的态势下，军政国企等核心企业的信息安全保障需求将加大，短期项目延缓不影响全年业绩预期。预计 2020-2022 年公司安全产品收入增速维持在 20.0%左右。

安全运营与服务：公司城市运营业务目前已经覆盖全国超 47 个城市，其中 2020 年上半年新增 17 个，计划年内实现 80 个城市的覆盖。我们认为，安全运营与服务业务一旦实现城市覆盖，客户粘性强，未来有望持续带来稳定收入。预计 2020-2022 年公司安全运营与服务业务收入增速维持在 30.0%左右。

其他业务：预计 2020-2022 年公司其他业务收入保持稳定。

Figure 1 收入预测

收入预测(亿元)					
年份	2018	2019	2020E	2021E	2022E
安全产品	18.54	22.21	26.65	31.98	38.38
增速	-	19.8%	20.0%	20.0%	20.0%
安全运营与服务	6.44	8.48	11.03	14.33	18.63
增速	-	31.7%	30.0%	30.0%	30.0%
其他	0.24	0.20	0.20	0.20	0.20
增速	-	-13.9%	0.0%	0.0%	0.0%
合计	25.22	30.89	37.88	46.52	57.22
增速	-	22.5%	22.6%	22.8%	23.0%

资料来源：Wind，世纪证券研究所

毛利率预测：

安全产品：公司安全产品主要以传统信息安全防护软/硬件为主，20 年 H1 虽毛利率有所回升，我们认为主要是因疫情影响收入规模下降情况下，公司主动选择利润率较高业务进行实施所致，未来随竞争不断加剧，该分项业务毛利率或将逐年下降。预计 2020-2022 年，公司安全产品业务毛利率分别为 65.0%、64.5%和 64.0%。

安全运营与服务：公司是国内少数几家信息安全领域布局的厂商，具备完善的安全运营和服务能力，在安全运营领域竞争优势显著。公司目前已经覆盖全国 47 个主要城市，未来随着各城市安全运营中心与当地主要客户进入长期合作阶段，竞争者将难以介入。预计 2020-2022 年，公司安全运营与服务业务毛利率分别为 68.0%、69.0%和 70.0%。

其他业务：预计 2020-2022 年，公司其他业务毛利率维持在 70%左右。

预计 2020-2022 年，公司综合毛利率分别为：65.9%、65.9%和 66.0%。

Figure 2 毛利率预测

毛利率预测					
年份	2018	2019	2020E	2021E	2022E
安全产品	66.3%	65.0%	65.0%	64.5%	64.0%
安全运营与服务	62.8%	67.9%	68.0%	69.0%	70.0%
其他	76.5%	69.7%	70.0%	70.0%	70.0%
综合毛利率	65.5%	65.8%	65.9%	65.9%	66.0%

资料来源：Wind，世纪证券研究所

费用率预测

销售费率：随着未来规模效应显现，公司销售费率有望继续下降。预计 2020-2022 年，公司销售费率分别为：22.0%、21.0%和 20.0%。

管理费率：公司重视技术研发，未来研发费用将持续增长，预计 2020-2022 年，公司综合管理费率分别为 25.0%、25.5%和 26.0%。

财务费率：预计 2020-2022 年，公司综合财务费率保持在 0.3%左右。

Figure 3 费用率预测

费率预测					
年份	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费率	24.3%	22.6%	22.0%	21.0%	20.0%
管理费率(除研发)	6.3%	5.3%	5.0%	5.0%	5.0%
研发费率	21.2%	19.1%	20.0%	20.5%	21.0%
财务费率	-0.2%	0.7%	0.3%	0.3%	0.3%

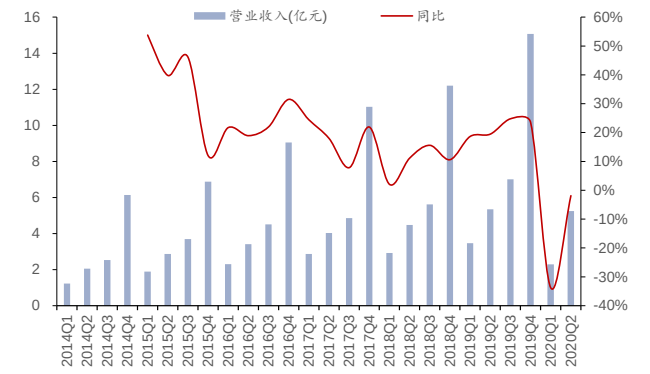
资料来源：Wind，世纪证券研究所

盈利预测与评级：

根据我们的假设，预测 2020-2022 年，公司营业收入分别为 37.88 亿元、46.51 亿元和 57.22 亿元，同比增速分别为 22.6%、22.8%和 23.0%；归母净利润分别为 8.32 亿元、10.09 亿元和 12.30 亿元，同比增速分别为 20.9%、21.3%和 21.8%；2020-2022 年 EPS 分别为 0.89 元/1.08 元/1.32 元，对应市盈率为 446 倍/38 倍/31 倍。

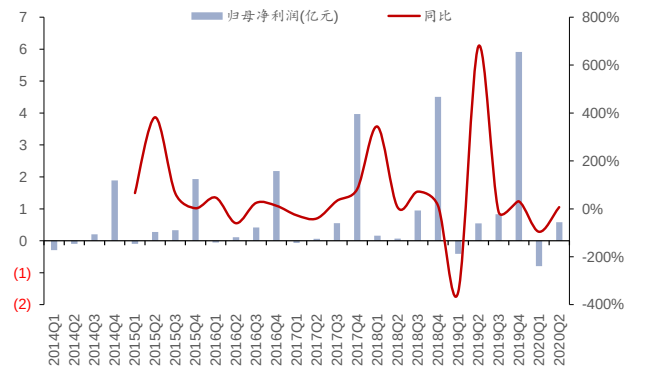
公司是国内全领域布局的信息安全龙头厂商，战略新兴业务高速增长，其中安全运营业务已覆盖全国超 47 个主要城市，未来发展前景广阔。维持“增持”评级。

Figure 4 公司营业收入与增速



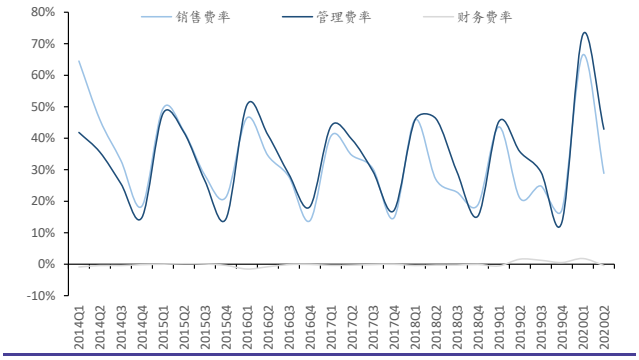
数据来源：Wind，世纪证券研究所

Figure 5 公司归母净利润与增速



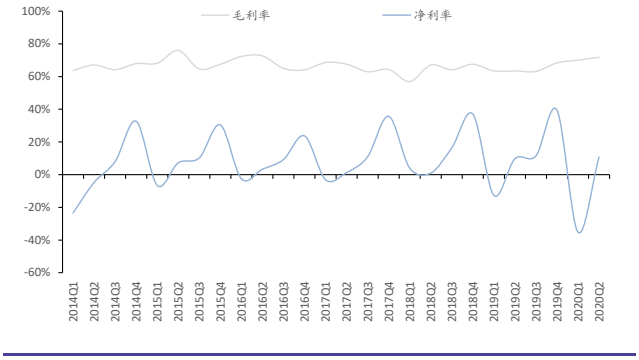
数据来源：Wind，世纪证券研究所

Figure 6 公司三项费率



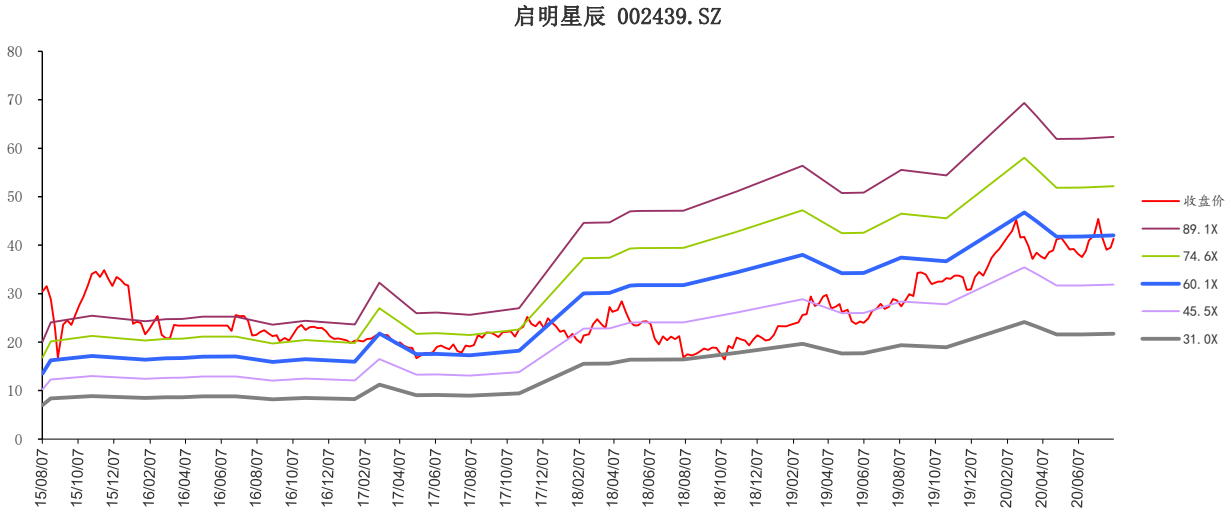
数据来源：Wind，世纪证券研究所

Figure 7 公司销售毛利率与销售净利率



数据来源：Wind，世纪证券研究所

Figure 8 P/E（TTM）Band



资料来源：wind、世纪证券研究所

风险提示

- **行业竞争加剧**

  信息安全行业细分领域繁杂，集中度仍然较低，即使作为行业龙头，公司也无法在所有领域都拥有显著竞争优势，如果行业内竞争对手发生一定数量的并购整合，公司在业内竞争优势或将下降。

- **新安全业务拓展不及预期**

  目前信息安全行业正从“被动防御”转向“主动安全”，如果公司在云安全、工业互联网安全等领域中未能实现快速业务拓展，未来发展空间或将萎缩。

附：报表预测

报表预测(百万元)					
利润表	**2018A**	**2019A**	**2020E**	**2021E**	**2022E**
营业收入	2521.81	3089.50	3788.12	4651.91	5721.54
减：营业成本	870.80	1056.91	1291.74	1585.81	1946.73
营业税金及附加	30.63	32.80	40.22	49.39	60.75
营业费用	612.76	697.17	833.39	976.90	1144.31
管理费用	157.71	164.17	189.41	232.60	286.08
财务费用	-4.73	23.10	11.36	13.96	17.16
资产减值损失	37.88	-20.54	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	95.79	20.20	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	84.59	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	-534.31	-685.87	-757.62	-953.64	-1201.52
营业利润	378.25	554.80	664.37	839.62	1064.99
加：其他非经营损益	221.43	182.78	300.00	330.00	360.00
利润总额	599.68	737.58	964.37	1169.62	1424.99
减：所得税	39.55	55.71	144.66	175.44	213.75
净利润	560.13	681.87	819.72	994.18	1211.24
减：少数股东损益	-8.83	-6.41	-12.54	-15.21	-18.54
归属母公司股东净利润	568.95	688.28	832.26	1009.39	1229.78
每股收益(元)	0.609	0.737	0.891	1.081	1.317
财务分析和估值指标汇总					
	2018A	**2019A**	**2020E**	**2021E**	**2022E**
收益率					
毛利率	65.47%	65.79%	65.90%	65.91%	65.98%
三费/销售收入	30.36%	28.63%	27.30%	26.30%	25.30%
EBIT/销售收入	23.58%	24.62%	25.95%	25.33%	24.86%
EBITDA/销售收入	28.51%	28.72%	26.06%	25.42%	24.90%
销售净利率	22.21%	22.07%	21.64%	21.37%	21.17%
资产获利率					
ROE	15.85%	15.77%	16.26%	16.73%	17.20%
ROA	13.44%	12.12%	13.81%	14.08%	14.71%
ROIC	13.43%	15.17%	18.85%	21.45%	23.30%
增长率					
销售收入增长率	10.68%	22.51%	22.61%	22.80%	22.99%
EBIT 增长率	27.95%	27.90%	29.25%	19.89%	20.69%
EBITDA 增长率	21.74%	23.40%	11.25%	19.81%	20.45%
净利润增长率	26.52%	21.74%	20.22%	21.28%	21.83%
总资产增长率	14.19%	41.91%	13.41%	17.58%	15.55%
股东权益增长率	14.53%	21.52%	17.31%	17.90%	18.50%
经营营运资本增长率	31.42%	-0.35%	18.92%	28.72%	20.71%
资本结构					
资产负债率	18.07%	30.41%	28.20%	28.17%	26.49%
投资资本/总资产	68.79%	49.07%	47.24%	46.31%	45.02%
带息债务/总负债	0.00%	44.58%	42.33%	36.04%	33.18%
流动比率	3.22	4.36	4.71	4.45	4.68
速动比率	2.52	4.11	4.47	4.20	4.44
股利支付率	7.88%	0.00%	9.24%	9.24%	9.24%
收益留存率	92.12%	100.00%	90.76%	90.76%	90.76%
资产管理效率					
总资产周转率	0.57	0.49	0.53	0.56	0.59
固定资产周转率	10.13	11.13	13.58	16.68	20.53
应收账款周转率	1.54	1.43	1.52	1.45	1.50
存货周转率	5.11	4.32	4.92	4.41	4.82

资料来源：wind、世纪证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、数量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

投资评级标准

股票投资评级说明：	行业投资评级说明：
报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买　　入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上； 增　　持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%～20%之间； 中　　性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间； 卖　　出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。	强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上； 中　　性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间； 弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

世纪证券有限责任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。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（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。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，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，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。