2020 年 08 月 04 日
证券研究报告•2020 年半年报点评
启明星辰（002439）计算机

买入（首次）
当前价：41.33 元
目标价：50.16 元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

业绩短期承压，安全运营业务加速行进

投资要点

- **业绩总结：**2020H1，公司实现营业收入 7.5 亿元，同比下降 14.5%；归母净利润为-0.2 亿元，同比下降 256%。报告期内公司费用同比增长 13%，其中销售费用率同比增长 10.4pp，研发费用率同比增长 10.6pp。
- **受疫情和公司战略因素影响，公司上半年业绩亏损，预计下半年将迎来高增长。**2020 Q1 营收大幅下滑（同比-33.8%）是导致 2020 上半年整体营收下降的主因。Q1 期间疫情严重，复工复产延迟导致公司部分合同在实施、交付及验收上推迟；加上公司总部位于北京，疫情期间北京隔离严格，故影响更为明显。伴随国内疫情的有效控制，公司加快复工复产，营收改善在二季度取得成效。2020H1 期间，疫情影响下收入端的下滑、公司在产品和营销方面加强投入带来费用端的增长，共同导致公司业绩亏损。随着疫情防控的稳定、公司经营的恢复，下半年公司业务将迎来高增长。**考虑到公司近三年 H1 收入占全年比重约 28%-30%，净利润仅占全年的 2%-4%，预计中报业绩对全年的影响相对有限。**
- **安全运营与服务业务加速放量，为公司业绩高增长提供主要驱动力。**2020H1，公司安全产品收入为 5.1 亿元，同比下降 24.6%；安全运营与服务收入为 2.4 亿元，同比增长 21.1%，收入占比进一步提升至 31.3%，较上年末增长 13.8%。此外，公司运营中心在城市覆盖方面进度乐观，截至 2019 年覆盖城市超 30 个，收入超 2.5 亿元；20H1 受疫情影响，运营中心新增速度放缓，期间新增 17 个，下半年公司将继续扩大运营中心业务，收入体量在未来几年有望达到十亿级。
- **信息安全行业景气度继续上行，公司未来将持续受益于行业红利。**2020 年是十三五的最后一年，政府端用户有望加大安全投入。2020 年 6 月 28 日，《中华人民共和国数据安全法（草案）》提请审议，建立健全数据安全治理体系成为大势所趋，有望催化出巨大的安全需求市场。公司是信息安全领域的龙头企业，未来有望持续受益于行业高景气的红利。报告期内公司将预收账款改计为合同负债，合同负债达 2.4 亿元，环比上年末增长 10.8%，可见公司订单量充沛。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2020-2022 年公司 EPS 分别为 0.88 元、1.11 元、1.35 元，未来三年归母净利润复合增长率有望达 22.41%，我们给予公司 2020 年 57 倍 PE 估值，对应目标价 50.16 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济下行可能导致需求波动；行业竞争加剧风险；信息安全市场发展不达预期；安全信创落地速度不达预期。

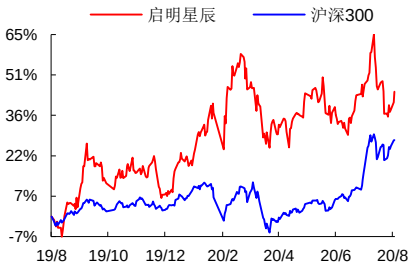
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3089.50	3750.33	4658.27	5745.89
增长率	22.51%	21.39%	24.21%	23.35%
归属母公司净利润（百万元）	688.28	819.52	1040.72	1262.58
增长率	20.97%	19.07%	26.99%	21.32%
每股收益 EPS（元）	0.74	0.88	1.11	1.35
净资产收益率 ROE	15.61%	15.90%	17.18%	17.64%
PE	56	47	37	31
PB	8.84	7.54	6.41	5.41

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：常潇雅
执业证号：S1250517050002
电话：021-58351932
邮箱：cxya@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	9.34
流通 A 股(亿股)	7.14
52 周内股价区间(元)	26.51-47.19
总市值(亿元)	385.85
总资产(亿元)	65.22
每股净资产(元)	5.55

相关研究

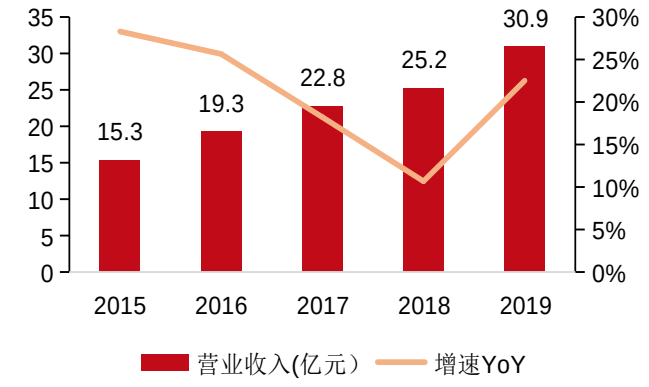
1 持续引领信息安全市场，运营业务发力驱动业绩增长

启明星辰是综合型的企业级网络安全厂商，为政企用户提供网络安全软件和硬件产品、安全管理平台、安全运营与服务等。公司不断进行业务拓宽，对网络安全、数据安全、应用业务安全等多领域实现覆盖，形成了全面的信息安全产业生态圈。根据 IDC、CCID 和 Frost&Sullivan 的报告显示，2019 年公司的入侵检测与防御（IDS/IPS）、统一威胁管理（UTM）、安全管理平台（SOC）、数据安全、数据库安全审计与防护、堡垒机、网闸等 9 款产品，在国内市场中占有率位居第一，持续引领中国网络安全市场。目前，公司拥有国内规模最大的国家级网络安全研究基地，取得了 400 余项国家专利、近 300 项计算机软件产品著作权。

公司近年来积极战略布局网络安全新业务。**1）安全运营：**目前，公司的全国安全运营体系已基本形成——北京、成都、广州、杭州四大业务支撑中心以及 30 余个城市运营中心，并且已经拥有成熟的标准化运营体系。今年上半年，公司新增城市安全运营中心 17 个，下半年将在持续扩大已有运营中心业务的基础上，继续向其他三四线城市拓展。2020 年，公司力争累计覆盖 80 个城市。**2）工业互联网安全：**公司坚持在行业场景深化方面下功夫，中标了多个工信部的课题项目，涉及工业互联网安全态势感知平台、综合防护平台等。公司将加强其与安全运营业务地协同效用，从而推动建设区域性的工业互联网安全运营中心。**3）云安全：**目前，公司的云安全主要客户群为政务云、运营商、大企业和教育行业，未来将继续在云安全的新方向上进行技术储备和布局。

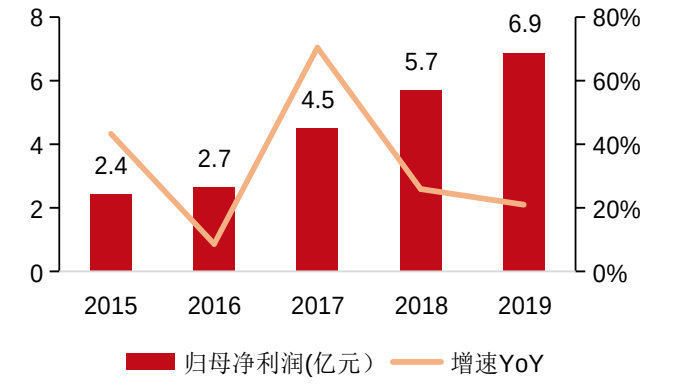
营业收入和净利润保持稳定增长，高复合增长率反映公司高质量增长。2015-2019 年，公司营业收入由 15.3 亿元增长至 30.9 亿元，五年内复合增长率约 15%；其中，2019 年同比增长 22.9%，主要是由于公司为了积极跟进客户需求而不断开拓新业务带来的增长，以及下游客户需求的进一步释放。2015-2019 年，公司归母净利润由 2.4 亿元增长至 6.9 亿元，复合增长率约为 23%；其中，2019 年同比增长 21%。2020H1 受疫情影响，公司营收和净利润短期内均出现明显下滑。由于国内疫情防控达到稳定状态，公司加快产出进度，下半年业绩有望大幅回暖。公司近三年 H1 收入占全年比重处于 28%-30%区间，预计中报业绩对 2020 年全年的影响相对有限。

图 1：公司近五年营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

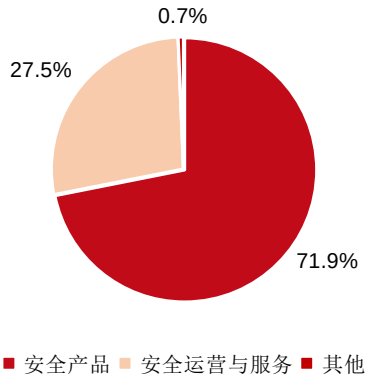
图 2：公司近五年净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

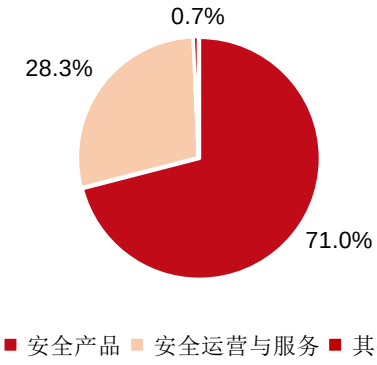
从营收结构来看，公司主营业务主要包括安全产品和安全运营与服务。2019 年，公司安全产品收入达 22.2 亿元，同比增长 19.8%，收入占比 71.9%，为公司营收的主要来源；安全运营与服务收入达 8.5 亿元，同比增长 31.7%，收入占比 27.5%。其中安全产品毛利率为 65%，贡献了公司 71.0%的毛利；安全运营与服务毛利率为 68%，毛利贡献占比 28.3%。2020H1，公司安全运营与服务收入占比 31.3%，占比同比增长 13.8%，成为公司收入增长的主要驱动业务。

图 3：公司 2019 年主营业务结构情况



数据来源：Wind，西南证券整理

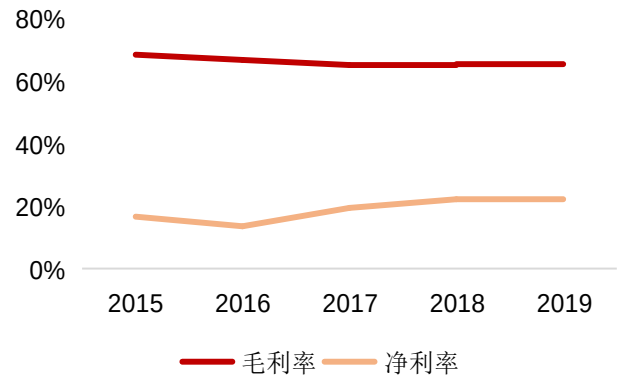
图 4：公司 2019 年主营业务毛利占比



数据来源：Wind，西南证券整理

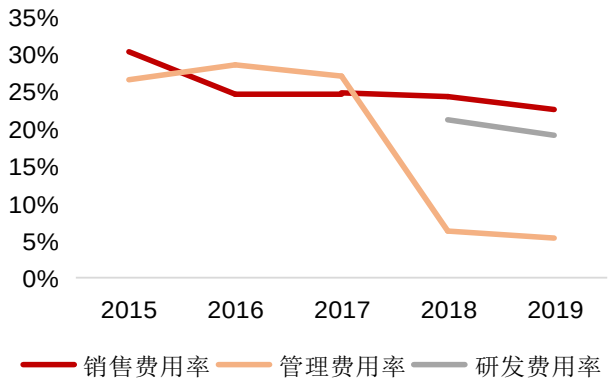
公司盈利能力稳定，费用支出控制成效明显。1）利润率方面：2019 年，公司毛利率为 65.8%，较去年同期增加 0.32pp；净利率为 22.1%，同去年基本持平。整体来看，2015-2019 年间公司综合毛利率维持在 65%左右，盈利水平较为稳定。**2）费用率方面：**2019 年，公司销售费用率为 22.6%，较去年同期下降 1.73pp；管理费用率为 5.3%，较去年同期下 0.94pp；研发费用率为 19.1%，较去年同期下降 2.08pp，可见公司在费用端控制效果明显。2020H1，公司总费用同比增长 12.98%，其中销售费用率同比增长 10.43pp，研发费用率同比增长 10.58pp，主要因为公司发力于产品和营销而增加人员投入，从而导致费用率短期提升。

图 5：公司毛利率和净利率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：公司费用率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司 2020 年全年业绩呈良好增长态势，下半年订单和收入加速增长。考虑到：1）2020Q2 公司实现营收 5.2 亿，同比-2%，较 Q1 同比-34%来看降幅明显收窄；公司实现净利润 5800 万，同比增长 7%，已于 Q2 达到正向拐点；2）2020H1，在疫情环境下公司预收及合同负债同比增长 26%实属不易，可推断下半年订单情况可期；3）公司近三年 H1 收入占全年比重约 28%-30%，净利润仅占全年的 2%-4%，公司订单招投标和收入主要于在 Q3、Q4 确认；故 2020H1 业绩下滑对全年业绩影响不大；4）十三五预算周期和等保 2.0 催化安全市场需求进一步上行。基于此，我们预计 2020 年全年公司业绩受疫情影响有限，整体仍呈良好增长态势。

假设 2：安全运营及服务业务将加速放量，公司业务结构有望持续优化。2020H1，公司营收下滑超过 14%，而安全运营与服务收入逆势而行，同比增长 21.1%，占主营业务比例较上年末增长 13.8%。基于此，我们预计 2020-2022 年，安全运营与服务将加速放量，在公司业务结构中地位逐渐提升。

假设 3：公司费用率短期提升，随后或将呈下降趋势。公司加强在产品战略和营销战略方面的投入，造成费用增长。我们预计，2020 年公司销售费用率和研发费用率将有所增长，而后将呈递减趋势。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2019A	2020E	2021E	2022E
安全产品	收入	22.21	25.54	29.63	34.22
	增速	25.8%	15.0%	16.0%	15.5%
	毛利率	65.0%	64.6%	64.5%	64.4%
安全运营及服务	收入	8.48	11.79	16.80	23.10
	增速	31.7%	39.0%	42.5%	37.5%
	毛利率	67.9%	68.9%	69.0%	69.1%
其他	收入	0.20	0.17	0.16	0.14
	增速	-13.8%	-15.0%	-10.0%	-10.0%
	毛利率	69.7%	69.2%	68.7%	68.2%
合计	收入	30.90	37.50	46.58	57.46
	增速	22.5%	21.4%	24.2%	23.3%
	毛利率	65.8%	66.0%	66.1%	66.3%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

我们从信息安全领域中选取三家主流公司。2019 年，三家公司平均 PE 为 79 倍，2020 年平均 PE 为 105 倍。公司系信息安全领域的头部公司，有望继续享受行业景气的红利。预计 2020-2022 年公司 EPS 分别为 0.88 元、1.11 元、1.35 元，未来三年归母净利润复合增长率有望达 22.41%。我们给予公司 2020 年 57 倍 PE 估值，对应目标价 50.16 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
300369	绿盟科技	22.73	0.28	0.40	0.54	0.70	63.85	56.60	42.23	32.49
688023	安恒信息	300.26	1.25	1.83	2.64	3.82	112.45	164.01	113.81	78.57
300454	深信服	209.98	1.86	2.23	3.02	3.98	61.64	94.00	69.47	52.73
平均值							79.31	104.87	75.17	54.60

数据来源：Wind，西南证券整理（数据截至 2020.08.04 收盘）

3 风险提示

宏观经济下行可能导致需求波动；行业竞争加剧风险；信息安全市场发展不达预期；安全信创落地速度不达预期。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3089.50	3750.33	4658.27	5745.89
营业成本	1056.91	1276.48	1577.94	1937.13
营业税金及附加	32.80	39.82	49.46	61.01
销售费用	697.17	850.53	1033.15	1245.64
管理费用	754.58	920.41	1119.95	1364.20
财务费用	23.10	31.06	-5.97	-8.96
资产减值损失	-20.54	-47.54	-52.54	-32.54
投资收益	20.20	45.40	37.00	39.80
公允价值变动损益	84.59	84.59	84.59	84.59
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	740.66	809.57	1057.88	1303.81
其他非经营损益	-3.08	64.19	54.57	47.55
利润总额	737.58	873.76	1112.44	1351.36
所得税	55.71	60.66	78.85	96.18
净利润	681.87	813.10	1033.59	1255.18
少数股东损益	-6.41	-6.42	-7.13	-7.40
归属母公司股东净利润	688.28	819.52	1040.72	1262.58

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	681.87	813.10	1033.59	1255.18
折旧与摊销	126.75	77.23	91.08	104.92
财务费用	23.10	31.06	-5.97	-8.96
资产减值损失	-20.54	-47.54	-52.54	-32.54
经营营运资本变动	138.26	11.87	-117.85	-147.05
其他	-452.80	-64.55	-51.15	-73.95
经营活动现金流净额	496.65	821.17	897.15	1097.59
资本支出	-86.35	-211.13	-83.46	-83.46
其他	-264.49	91.65	90.46	90.04
投资活动现金流净额	-350.84	-119.48	7.00	6.58
短期借款	1.00	-1.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	-41.11	0.00	0.00	0.00
支付股利	0.00	-68.29	-81.31	-103.26
其他	911.18	-881.15	-43.12	-40.64
筹资活动现金流净额	871.07	-950.43	-124.43	-143.90
现金流量净额	1016.46	-248.75	779.73	960.28

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1630.32	1381.58	2161.30	3121.58
应收和预付款项	2282.97	2464.87	2967.76	3546.00
存货	244.54	290.28	359.74	445.94
其他流动资产	972.49	976.72	982.53	989.48
长期股权投资	86.58	86.58	86.58	86.58
投资性房地产	103.62	100.70	102.43	102.05
固定资产和在建工程	279.20	406.48	403.63	398.31
无形资产和开发支出	917.77	924.77	920.39	904.64
其他非流动资产	378.65	419.54	448.56	482.90
资产总计	6896.16	7051.50	8432.92	10077.47
短期借款	1.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	1496.86	1733.06	2176.37	2677.02
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	1030.53	205.86	241.68	283.66
负债合计	2528.39	1938.92	2418.05	2960.68
股本	896.70	933.58	933.58	933.58
资本公积	888.80	851.92	851.92	851.92
留存收益	2459.02	3210.25	4169.66	5328.99
归属母公司股东权益	4363.30	5114.53	6023.94	7133.27
少数股东权益	4.47	-1.95	-9.08	-16.48
股东权益合计	4367.77	5112.58	6014.86	7116.79
负债和股东权益合计	6896.16	7051.50	8432.92	10077.47

财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
销售收入增长率	22.51%	21.39%	24.21%	23.35%
营业利润增长率	32.57%	9.30%	30.67%	23.25%
净利润增长率	21.74%	19.25%	27.12%	21.44%
EBITDA 增长率	31.27%	3.07%	24.53%	22.47%
获利能力				
毛利率	65.79%	65.96%	66.13%	66.29%
三费率	47.74%	48.05%	46.09%	45.26%
净利率	22.07%	21.68%	22.19%	21.84%
ROE	15.61%	15.90%	17.18%	17.64%
ROA	9.89%	11.53%	12.26%	12.46%
ROIC	23.72%	24.84%	28.06%	30.98%
EBITDA/销售收入	28.82%	24.47%	24.54%	24.36%
营运能力				
总资产周转率	0.52	0.54	0.60	0.62
固定资产周转率	11.74	13.52	16.89	21.15
应收账款周转率	1.71	1.76	1.93	1.99
存货周转率	4.06	3.78	3.82	3.80
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	95.40%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	36.66%	27.50%	28.67%	29.38%
带息债务/总负债	33.66%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	3.17	2.72	2.74	2.79
速动比率	3.02	2.56	2.59	2.64
股利支付率	0.00%	8.33%	7.81%	8.18%
每股指标				
每股收益	0.74	0.88	1.11	1.35
每股净资产	4.67	5.48	6.45	7.64
每股经营现金	0.53	0.88	0.96	1.18
每股股利	0.00	0.07	0.09	0.11

业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	890.52	917.86	1142.99	1399.76
PE	56.06	47.08	37.08	30.56
PB	8.84	7.54	6.41	5.41
PS	12.49	10.29	8.28	6.72
EV/EBITDA	38.90	38.71	30.38	24.09
股息率	0.00%	0.18%	0.21%	0.27%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn