启明星辰（002439）点评报告

牵手腾讯云，第三方独立安全运营受到认可

买入（维持）

2017 年 6 月 11 日

首席证券分析师 郝彪
执业资格证书号码：S0600516030001
haob@dwzq.com.cn
021-60199781

研究助理 陈晨
chenchen@dwzq.com.cn

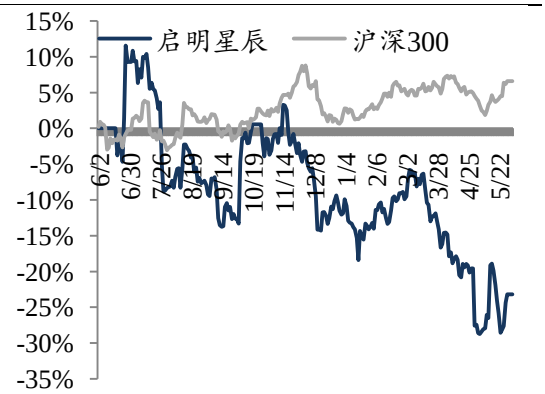
盈利及估值重要数据	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,927	2,482	3,577	5,113
同比(+/-%)	25.6%	28.8%	44.1%	43.0%
净利润(百万元)	265.17	456.38	626.10	913.94
同比(+/-%)	8.6%	72.1%	37.2%	46.0%
毛利率(%)	65.7%	67.6%	69.3%	70.7%
净资产收益率(%)	11.9%	16.2%	18.7%	22.2%
摊薄每股收益（元）	0.31	0.51	0.70	1.02
P/E	63	38	27	19
P/B	7	6	5	4

事件：腾讯云发布新闻[1]，2017 年 6 月 9 日，启明星辰集团与专业云计算服务巨头腾讯云，在北京签署了战略合作协议，双方共同为客户提供基于腾讯云的独立安全运营解决方案、安全产品和相关运营服务。

投资要点

- **龙头公司客户和综合技术优势得到认可，为云平台提供独立运营服务。**本次启明与腾讯云的合作内容主要在于为云上服务提供基于云计算的独立安全运营解决方案、安全产品和相关运营服务。从腾讯云的角度，首先，启明星辰长期深耕在政企客户网络安全领域，具有深厚的技术基础和丰富的政企客户资源，为腾讯云带来全新增量客户；其次，启明星辰的综合产品能力可以形成立体的防护和完整的解决方案，实现产品联动，为大数据分析和态势感知主动防御奠定基础；第三，对于腾讯云来说，采用第三方安全服务比其自行提供安全服务效率更高，对于用户来说，第三方安全服务也是一种独立的保障，减少云平台自身带来的数据安全与服务安全的威胁。对于启明来说，本次合作是对其技术和客户优势的认可，凸显了启明作为第三方安全厂商提供独立安全运营服务的重要地位。
- **从云安全产品走向云运营服务，云生态与安全生态正式结合打造行业标杆。**云平台与第三方安全厂商的合作并不新鲜，此前启明星辰与腾讯曾合作推出面向企业终端的“云子可信”网络防病毒系统，绿盟科技也曾与阿里云合作，推出在流量清洗领域共同打造全新 DDoS 防护产品“云上黑洞”。但我们观察到，之前云平台与安全厂商的合作由云平台主导，主要停留在产品层面，并未涉及云平台的安全运营。而本次合作则标志着云厂商与安全厂商在生态层面的对等合作。在这种模式下，云平台和安全厂商可以各自维持原来的独立地位，并形成客户资源、安全能力等方面的优势互补。相对此前云平台主导的合作模式，我们认为这种模式可以形成云平台与安全厂商在安全方面的制约，更有利于保护用户数据安全，有望成为行业标杆。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	19.1
一年最低价/最高价	16.70/26.90
市净率	6.39
流通 A 股市值(百万)	10680.8

基础数据

每股净资产（元）	2.99
资产负债率（%）	30.59
总股本（百万股）	896.69
流通 A 股(百万股)	558.91

相关研究

启明星辰：与云南政府签订战略合作协议，开启网安服务新模式
2017 年 6 月 1 日

启明星辰：抢占云安全战略据点，工控布局日趋完善
2016 年 8 月 30 日

启明星辰：拓展加密打造信息安全旗舰，引领构建开放式安全生态圈
2016 年 6 月 21 日

[1] http://mp.weixin.qq.com/s/ytcDcaph7wDTn5eBUJCSBQ

请务必阅读正文之后的免责声明部分

- **行业三重拐点来临，龙头份额有望大幅提升。**我们判断网络安全行业迎来全新发展拐点，随着市场的逐步集中，行业龙头有望享受高于行业增速的成长性。第一是迎来行业增长拐点，军改之后相关领域订单有望恢复，工控安全领域、云安全领域有望放量；第二是迎来竞争格局的拐点，5 月底启明刚与云南省政府签订了至上而下的战略合作协议，叠加本次与腾讯的安全运营协议，我们判断竞争格局将会发生重大变化，市场份额逐步向龙头集中；第三是商业模式拐点，安全厂商迎来云安全产品到云安全运营的变迁，尤其是第三方独立安全公司的云安全运营模式正在得到认可。我们判断在三重行业拐点的叠加之下，启明星辰作为行业当之无愧的龙头公司，将在未来的行业增长与竞争格局中，享有高于行业增速的增长，实现更大的市场份额。
- **估值及投资建议：**预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.51 元/0.70 元/1.02 元，目前股价对应 PE 分别为 38/27/19 倍，公司作为网安领域布局最全的龙头，综合优势日益显著，维持 “买入”评级。
- **风险提示：**网络安全推进低于预期；业绩承诺不达预期。

资产负债表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	**2147.9**	**2432.2**	**3446.3**	**4867.2**
现金	522.2	719.8	998.4	1390.6
应收款项	1002.2	1087.9	1567.8	2241.4
存货	167.1	252.3	343.6	468.1
其他	456.4	372.3	536.5	767.0
非流动资产	**1107.0**	**1610.8**	**1600.7**	**1585.0**
长期股权投资	89.5	287.5	287.5	287.5
固定资产	228.5	343.3	340.1	331.3
无形资产	208.1	399.2	392.3	385.3
其他	580.8	580.8	580.8	580.8
资产总计	**3255.0**	**4043.1**	**5047.0**	**6452.2**
流动负债	**930.6**	**1132.8**	**1604.5**	**2232.9**
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	347.4	399.5	544.0	741.2
其他	583.2	733.3	1060.5	1491.6
非流动负债	**65.0**	**65.0**	**65.0**	**65.0**
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	65.0	65.0	65.0	65.0
负债总计	**995.6**	**1197.7**	**1669.5**	**2297.8**
少数股东权益	33.9	33.9	33.9	33.9
归属母公司股东权益	2225.5	2811.5	3343.6	4120.5
负债和股东权益总计	**3255.0**	**4043.1**	**5047.0**	**6452.2**

现金流量表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	94.7	531.0	439.0	595.3
投资活动现金流	-413.0	-265.0	-66.4	-66.0
筹资活动现金流	40.2	-68.5	-93.9	-137.1
现金净增加额	-278.0	197.6	278.6	392.2
企业自由现金流	-240.9	295.7	156.6	275.0

利润表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	**1927.4**	**2481.7**	**3576.5**	**5113.2**
营业成本	639.7	767.4	1045.0	1423.9
营业税金及附加	22.0	36.0	51.9	74.1
营业费用	474.5	719.7	1090.8	1559.5
管理费用	620.2	615.0	901.1	1285.2
财务费用	-7.3	-2.2	-3.0	-4.2
投资净收益	-3.0	15.0	13.0	10.0
其他	-42.3	-23.1	-28.1	-33.1
营业利润	**133.1**	**337.8**	**475.7**	**751.5**
营业外净收支	165.2	165.3	220.0	264.0
利润总额	**298.3**	**503.1**	**695.7**	**1015.5**
所得税费用	37.1	46.7	69.6	101.5
少数股东损益	-4.0	0.0	0.0	0.0
归属母公司净利润	**265.2**	**456.4**	**626.1**	**913.9**
EBIT	240.8	350.6	494.7	777.3
EBITDA	340.7	391.9	536.2	819.1

重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.31	0.51	0.70	1.02
每股净资产(元)	2.56	3.13	3.73	4.59
发行在外股份(百万股)	868.9	897.0	897.0	897.0
ROIC(%)	10.8%	14.0%	18.0%	25.1%
ROE(%)	11.9%	16.2%	18.7%	22.2%
毛利率(%)	65.7%	67.6%	69.3%	70.7%
EBIT Margin(%)	12.5%	14.1%	13.8%	15.2%
销售净利率(%)	13.8%	18.4%	17.5%	17.9%
资产负债率(%)	30.6%	29.6%	33.1%	35.6%
收入增长率(%)	25.6%	28.8%	44.1%	43.0%
净利润增长率(%)	8.6%	72.1%	37.2%	46.0%

数据来源：Wind 资讯，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。

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 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上;

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

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