

2019年12月11日

证券分析师 郝彪

执业证号：S0600516030001

021-60199781

haob@dwzq.com.cn

首发国产化等保一体机，网络边界安全国产机会尚待认识
买入（维持）

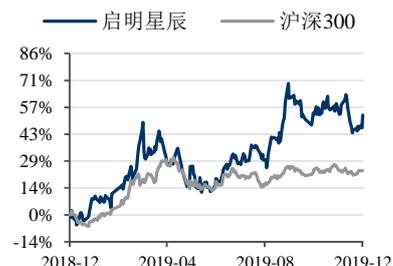
盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2,522	3,218	4,353	5,896
同比（%）	10.7%	27.6%	35.3%	35.4%
归母净利润（百万元）	569	675	948	1,336
同比（%）	25.9%	18.6%	40.4%	40.9%
每股收益（元/股）	0.63	0.75	1.06	1.49
P/E（倍）	51	43	31	22

事件：公司国内首发飞腾等保一体机，核心部件处理器和安全操作系统均实现自主化¹。

投资要点

- **发布基于飞腾芯片的国产化等保一体机**：此次发布的飞腾等保一体机是国内首发国产化等保一体机产品，核心部件处理器和安全操作系统均实现自主化。同时，在其他具有运算、存储的核心部件方面，也已采用或正在适配自主化的部件，如拥有自主知识产权的网络处理器、自主化的紫光华芯内存、自主化的大唐存储固态硬盘等。同时，在国产化处理器中内置了可信加密的功能。该一体机除了自主研发产品自带的国产化基因外，还具备高性能、高可靠性、简化运维、灵活扩展的能力。
- **国产化产品线不断完善，信息安全国产化龙头地位凸显**：启明星辰从等保 1.0 开始，对相关法规和市场做了大量调研，推出了等保安全产品解决方案，在等保 2.0 制定过程中，启明星辰也成为了唯一全部参与等保 2.0 三个部分（基本要求、测评要求、安全设计技术要求）起草单位的安全厂商。随着飞腾、申威等国产化处理器逐步成熟，同步启动了国产化网络安全设备的研发，并在 5 年前投入技术力量设计可弹性扩展的软硬件架构，启明星辰飞腾等保一体机就是上述技术研发的成果之一。此前，启明星辰也陆续发布了全球首款硬件入侵检测系统（IDS），之后发布国产化防火墙、国产化网关（UTM）、国产化入侵防御、国产化视频安全网关等多款安全产品，在信息安全国产化领域已成为龙头企业。
- **国产替代放量，边界网络安全尚未得到市场关注**：目前国产生态不断完善，明年党政领域信息创新有望率先放量。一个完整的计算机系统通常由 PC 终端、服务器、基础软件、网络设备、安全产品、应用层软件等多个环节组成，其中保护系统安全的网安产品，尤其是边界安全产品，同样需要从底层软硬件上实现自主可控。假定未来三年 3000 亿的计算机系统创新替换，中性估计的情况下，按照 5% 的边界安全占比测算，将会带来超 150 亿元的增量市场。假定公司 20% 的市场份额，将带来较高业绩弹性。
- **网络安全高景气度叠加渠道战略稳步推进，有望进入业绩加速期**：十三五信息化投入加快、等保 2.0 落地、网络安全攻防测试、自主可控信息创新等一系列因素，加速行业景气度提升，公司作为网络安全行业的龙头，有望率先享受行业本轮的景气周期。同时，公司在安全运营、工控安全、自主可控等战略部署也在稳步推进，营收逐季环比加速验证行业高确定性机会。与此同时，公司加强整个集团的渠道建设，加深新市场渗透，到三季度，公司已经有数十款产品导入渠道，基本覆盖全国所有省份。我们预计公司将进入业绩加速和市占率提升通道。
- **盈利预测与投资评级**：预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.75/1.06/1.49 元，目前股价对应 PE 分别为 43/31/22 倍。安全运营将带来网络安全行业的供给侧改革，龙头公司份额有望持续提升，云服务类业务占比提升带动公司估值提升，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)	32.48
一年最低/最高价	19.80/36.27
市净率(倍)	8.18
流通 A 股市值(百万元)	20601.09

基础数据

每股净资产(元)	3.97
资产负债率(%)	34.82
总股本(百万股)	896.69
流通 A 股(百万股)	634.27

相关研究

- 1、《启明星辰（002439）：营收增速环比提升，网安高景气度有望推动业绩进一步加速》2019-10-28
- 2、《启明星辰（002439）：景气提升继续得到确认，升级打造安全中台》2019-08-06
- 3、《启明星辰（002439）：营收增长加速趋势确立，引领安全中台建设》2019-04-29

¹ <https://mp.weixin.qq.com/s/QN2FtYvZEfrssB0prIqgDg>

启明星辰三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,971	3,992	5,018	6,869	营业收入	2,522	3,218	4,353	5,896
现金	672	1,056	1,228	1,907	减:营业成本	871	1,154	1,511	1,996
应收账款	1,560	1,988	2,812	3,690	营业税金及附加	31	41	54	74
存货	170	292	313	487	营业费用	613	766	1,001	1,327
其他流动资产	569	655	665	786	管理费用	158	859	1,132	1,504
非流动资产	1,929	1,959	1,973	2,014	财务费用	-5	-8	-10	-15
长期股权投资	82	92	103	113	资产减值损失	38	0	0	0
固定资产	249	296	377	486	加:投资净收益	96	74	70	75
在建工程	0	0	0	0	其他收益	0	0	0	0
无形资产	215	190	115	37	营业利润	559	680	967	1,376
其他非流动资产	1,383	1,381	1,378	1,378	加:营业外净收支	41	30	30	30
资产总计	4,900	5,951	6,991	8,883	利润总额	600	710	997	1,406
流动负债	1,218	1,642	1,799	2,433	减:所得税费用	40	47	66	93
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	-9	-11	-17	-22
应付账款	578	752	989	1,311	归属母公司净利润	569	675	948	1,336
其他流动负债	640	890	810	1,121	EBIT	580	684	962	1,359
非流动负债	58	58	58	58	EBITDA	704	816	1,116	1,541
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	58	58	58	58	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	1,277	1,700	1,858	2,491	每股收益(元)	0.63	0.75	1.06	1.49
少数股东权益	33	21	5	-18	每股净资产(元)	4.00	4.72	5.72	7.15
归属母公司股东权益	3,591	4,230	5,129	6,410	发行在外股份(百万股)	897	897	897	897
负债和股东权益	4,900	5,951	6,991	8,883	ROIC(%)	14.9%	15.0%	17.4%	19.7%
					ROE(%)	15.5%	15.6%	18.1%	20.5%
					毛利率(%)	65.5%	64.1%	65.3%	66.1%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	22.6%	21.0%	21.8%	22.7%
经营活动现金流	310	500	307	867	资产负债率(%)	26.1%	28.6%	26.6%	28.0%
投资活动现金流	-197	-88	-97	-148	收入增长率(%)	10.7%	27.6%	35.3%	35.4%
筹资活动现金流	-97	-28	-38	-40	净利润增长率(%)	25.9%	18.6%	40.4%	40.9%
现金净增加额	17	385	172	679	P/E	51	43	31	22
折旧和摊销	124	132	154	182	P/B	8.11	6.89	5.68	4.54
资本开支	125	20	3	31	EV/EBITDA	40.52	34.47	25.03	17.68
营运资本变动	-320	-212	-697	-538					

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>

