

启明星辰 (002439)

单季实际收入增长继续加速，新产品和新服务放量可期

买入 (维持)

2019年02月20日

证券分析师 郝彪

执业证号: S0600516030001

021-60199781

haob@dwzq.com.cn

| 盈利预测预估值 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 2,279 | 2,520 | 3,210 | 4,099 |
| 同比 (%) | 18.2% | 10.6% | 27.4% | 27.7% |
| 归母净利润 (百万元) | 452 | 569 | 706 | 962 |
| 同比 (%) | 70.4% | 25.9% | 24.1% | 36.3% |
| 每股收益 (元/股) | 0.50 | 0.63 | 0.79 | 1.07 |
| P/E (倍) | 50 | 40 | 32 | 24 |

事件

公司公布 2018 年业绩快报，实现营收 25.20 亿元，同比增长 10.58%；归母净利润 5.69 亿元，同比增长 25.87%；扣非净利润 4.37 亿元，同比增长 36.33%。

投资要点

■ **单季实际收入增速继续提升，费用持续改善：**2018 年实现营收 25.20 亿元，同比增长 10.58%；归母净利润 5.69 亿元，同比增长 25.87%；扣非净利润 4.37 亿元，同比增长 36.33%。四季度单季表现营收增速 10.43%，考虑到 2018 年四季度子公司安方高科剥离完成不再并表，同口径下的收入增速预计接近 16%，与第三季度单季收入增速 15.57% 环比基本持平。但我们预计公司增值税退税进展好于预期，收入端确认相对保守，因此公司四季度单季实际收入增速环比继续改善，在部分行业并未恢复增长的情况下，其它领域景气度提升进一步得到验证。公司扣非净利润增速远高于营收增速，一方面是低毛利率的安方高科剥离提升公司整体盈利水平，另一方面，公司继续改善管理，费用率持续优化。经营期内，公司的安全运营业务和工业互联网安全等战略新业务发展成效显著，有力促进了平台与数据安全和安全服务的业绩较快增长，带动公司整体业务持续增长、良性发展。

■ **等保 2.0 出台有望推动新产品持续放量，公司收入有望保持上升轨道：**目前行业传统边界安全类产品的增速预计仅 10% 出头，新产品和服务（态势感知、私有云安全、安全运营等）、新行业（工控、物联网等）和新用户（主要是中小用户的等保合规需求）成为行业主要的增长点。2015 年以来，公司已经陆续发布工控领域的完整产品体系，基于龙芯和飞腾芯片的自主可控网安产品，2018 年下半年陆续发布针对物联网摄像头视频安全的系列产品，等保 2.0 正式发布后，将会有力推动市场对工控和物联网、自主可控等领域的安全投入。新产品在 2019 年的放量将带动公司收入增长继续进入上升轨道。

■ **安全运营份额集中趋势显著：**2018 年 12 月 29 日公司公告可转债申请获得证监会核准。本次拟发行可转债计划募集资金总额不超过 10.45 亿，募集资金将用于济南、杭州、昆明（含网络安全培训中心）、郑州（含网络安全培训中心）等城市安全运营中心的项目建设。目前公司已在成都、济南、郑州、青海和宜昌建立了城市级安全运营中心，其中成都安全运营中心已实现海量网络数据的实时监测，对各类安全事件及情报的快速获取，通过专业安全团队，应用人工智能、大数据分析等技术，为用户提供事件分析与审计、风险评估与度量、预警与响应、安全态势分析等多项安全服务。根据中报披露，后续公司将在昆明、攀枝花、西

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元) | 25.35 |
| 一年最低/最高价 | 15.32/30.08 |
| 市净率(倍) | 7.14 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 15816.28 |

基础数据

| | |
|-------------|--------|
| 每股净资产(元) | 3.55 |
| 资产负债率(%) | 25.89 |
| 总股本(百万股) | 896.69 |
| 流通 A 股(百万股) | 623.92 |

相关研究

- 1、《启明星辰 (002439)：业务恢复好于预期，全年有望完成年初目标》2018-10-30
- 2、《启明星辰 (002439)：大幅上修三季度业绩，安全运营加速落地》2018-10-15
- 3、《启明星辰 (002439)：安全运营开始放量，全年增长目标不改》2018-08-03

宁、天津、武汉、重庆、西安、大连、青岛、无锡、南昌等城市启动安全运营中心的建设，其中省会级城市达到 12 个，市占率远高于公司传统业务的市占率（不到 10%）。从安全运营业务看，份额向综合型龙头公司集中的趋势明显。

- **安全运营业务今年放量可期：**单个省会城市的安全运营年服务费可达数千万，从公司跑马圈地情况看，2019 年签单有望达到 5 亿。运营项目以覆盖全省为主，服务用户除了电子政务外，目前还进一步拓展至央企、名民和中小型企业，可进一步实现费用的均摊，提升整体运营效率。安全运营业务以远程云服务为主，公司目前和客户签订的是标准服务型合同，通常为长期订单，季度付费的方式有望改善公司业务的季节性。同时，转型安全运营后，为了实现更好的软硬件融合，公司的运营中心会更多采用自身的安全硬件产品，有望带动公司的产品协同增长。
- **盈利预测与投资评级：**预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.63/0.79/1.07 元，目前股价对应 PE 分别为 40/32/24 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。

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) | | | | |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 流动资产 | 2,423 | 3,067 | 4,011 | 4,921 | 营业收入 | 2,279 | 2,520 | 3,210 | 4,099 |
| 现金 | 596 | 1,267 | 1,371 | 2,105 | 减:营业成本 | 793 | 860 | 1,070 | 1,268 |
| 应收账款 | 1,221 | 1,153 | 1,870 | 1,990 | 营业税金及附加 | 30 | 34 | 42 | 52 |
| 存货 | 179 | 196 | 270 | 282 | 营业费用 | 565 | 625 | 770 | 963 |
| 其他流动资产 | 428 | 450 | 500 | 543 | 管理费用 | 616 | 682 | 868 | 1,109 |
| 非流动资产 | 1,852 | 1,855 | 1,853 | 1,860 | 财务费用 | -3 | -7 | -15 | -18 |
| 长期股权投资 | 117 | 140 | 162 | 184 | 资产减值损失 | 109 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 252 | 261 | 315 | 382 | 加:投资净收益 | 23 | 68 | 17 | 14 |
| 在建工程 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其他收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 230 | 202 | 125 | 44 | 营业利润 | 358 | 576 | 721 | 994 |
| 其他非流动资产 | 1,253 | 1,252 | 1,251 | 1,249 | 加:营业外净收支 | 112 | 30 | 30 | 30 |
| 资产总计 | 4,275 | 4,922 | 5,864 | 6,780 | 利润总额 | 470 | 606 | 751 | 1,024 |
| 流动负债 | 1,046 | 1,167 | 1,452 | 1,455 | 减:所得税费用 | 27 | 35 | 44 | 59 |
| 短期借款 | 6 | 53 | 55 | 6 | 少数股东损益 | -9 | 2 | 2 | 3 |
| 应付账款 | 426 | 412 | 631 | 605 | 归属母公司净利润 | 452 | 569 | 706 | 962 |
| 其他流动负债 | 614 | 702 | 766 | 845 | EBIT | 452 | 579 | 715 | 974 |
| 非流动负债 | 52 | 52 | 52 | 52 | EBITDA | 578 | 706 | 857 | 1,139 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 其他非流动负债 | 52 | 52 | 52 | 52 | 重要财务与估值指标 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 负债合计 | 1,098 | 1,219 | 1,504 | 1,508 | 每股收益(元) | 0.50 | 0.63 | 0.79 | 1.07 |
| 少数股东权益 | 42 | 43 | 45 | 48 | 每股净资产(元) | 3.50 | 4.08 | 4.81 | 5.83 |
| | | | | | 发行在外股份(百万股) | 897 | 897 | 897 | 897 |
| 归属母公司股东权益 | 3,135 | 3,659 | 4,315 | 5,225 | ROIC(%) | 13.4% | 14.6% | 15.3% | 17.4% |
| 负债和股东权益 | 4,275 | 4,922 | 5,864 | 6,780 | ROE(%) | 13.9% | 15.4% | 16.2% | 18.3% |
| | | | | | 毛利率(%) | 65.2% | 65.9% | 66.7% | 69.1% |
| 现金流量表 (百万元) | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | 销售净利率(%) | 19.8% | 22.6% | 22.0% | 23.5% |
| 经营活动现金流 | 444 | 723 | 260 | 975 | 资产负债率(%) | 25.7% | 24.8% | 25.6% | 22.2% |
| 投资活动现金流 | -509 | -61 | -122 | -158 | 收入增长率(%) | 18.2% | 10.6% | 27.4% | 27.7% |
| 筹资活动现金流 | 72 | -38 | -36 | -34 | 净利润增长率(%) | 70.4% | 25.9% | 24.1% | 36.3% |
| 现金净增加额 | 6 | 624 | 101 | 783 | P/E | 50 | 40 | 32 | 24 |
| 折旧和摊销 | 126 | 126 | 142 | 165 | P/B | 7.25 | 6.21 | 5.27 | 4.35 |
| 资本开支 | 298 | -19 | -25 | -15 | EV/EBITDA | 38.42 | 30.61 | 25.08 | 18.19 |
| 营运资本变动 | -188 | 101 | -558 | -123 | | | | | |

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>

