

Q2 环比改善明显，安全运营业绩亮眼 买入（维持）

2020年08月04日

证券分析师 郝彪

执业证号：S0600516030001

021-60199781

haob@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3,089	4,023	5,379	7,113
同比（%）	22.5%	30.2%	33.7%	32.2%
归母净利润（百万元）	688	896	1,209	1,616
同比（%）	21.0%	30.2%	34.9%	33.6%
每股收益（元/股）	0.74	0.96	1.29	1.73
P/E（倍）	56	43	32	24

事件：2020 年半年报营收 7.55 亿元、归母净利润-0.21 亿元、扣非净利润-0.50 亿元，同比分别减少 14.45%、255.46%、2282.66%。

投资要点

■ **安全运营业务逆势高增，营收占比进一步提升：**分季度来看，Q2 实现营收 5.25 亿元，同比下滑 1.89%，增速环比改善明显（Q1 同比下滑 33.81%）；Q2 实现归母净利润 0.58 亿元，同比增长 6.82%，扣非净利润 0.41 亿元，同比下滑 4.88%。具体到产品，安全产品营收 5.11 亿（同比 -24.57%），营收占比 67.79%（同比 -9.08pct），毛利率 71.98%（同比 11.68pct）；安全运营与服务 2.36 亿（同比 21.14%），营收占比 31.25%（同比 +9.19pct），毛利率 70.01%（同比 -3.99pct）。整体毛利率提升 7.82pct，主要受益于高毛利率自有安全产品收入占比提升。期间费用率整体上涨，销售费用率、管理费用率、研发费用率同比分别增加 10.43pct、1.96pct、10.58pct，主要是加大渠道销售体系建设和研发投入，相关人员增加导致费用增长，2020 年年中员工 4900 多人，同比增长了 600 多人。经营性现金流方面，同比提升 47.74%，主要是销售回款和增值税退税增加。

■ **三大战略新业务营收同比持平，新增 17 个城市安全运营中心：**上半年受疫情影响安全运营、工业互联网安全、云安全三大战略新业务收入超 1.6 亿元，与上年同期相比基本持平。**安全运营：**继续借助安全运营中心推进 SecaaS/SocaaS（安全即服务）的发展战略。上半年受到疫情影响，城市安全运营业务的推进速度有所放缓，在原有四大支撑中心和 30 多个城市运营中心基础上，新增了 17 个城市安全运营中心。下半年将协同公司渠道体系建设，继续向其他三四线城市拓展，提升区域市场业务规模。同时细分建设思路，面向大中型智慧城市不同业务场景如智慧政务、智慧医疗、智慧交通、智慧教育等，构建专题化安全运营中心，如智慧城市数据安全运营中心、智慧城市工业互联网安全运营中心、智慧城市政务安全运营中心等；面向中小型智慧城市，推行标准化运营中心落地，针对用户远程提供安全运营服务。**云安全：**上半年云安全资源池产品的销售相比去年同期有较大幅度增长，主要客户群为政务云、运营商、大企业及教育行业。同时，加强面向云计算 IaaS、PaaS、SaaS 层的整体安全体系，围绕新基建和数字化转型的新需求，持续加大拓展云安全运营模式，与各地城市安全运营中心紧密配合提供能力支持。

■ **盈利预测与投资评级：**预计 2020-2022 年归母净利润分别为 8.96/12.09/16.16 亿元，目前股价对应 PE 分别为 43/32/24 倍。公司上半年营收占在公司全年营收占比较小，根据统计的招标信息显示，公司 Q2 订单金额和订单数量同比增长较快，预计将在三季度逐步贡献业绩。全年来看安全运营、工业互联网安全、云安全等三大战略新业务仍有望继续保持高速增长，维持目标价 50.34 元，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)	41.33
一年最低/最高价	26.03/47.67
市净率(倍)	7.45
流通 A 股市值(百万元)	29509.91

基础数据

每股净资产(元)	5.55
资产负债率(%)	20.53
总股本(百万股)	933.58
流通 A 股(百万股)	714.01

相关研究

- 1、《启明星辰（002439）：安全运营与服务转型成效显著，新兴安全业务翻倍增长》2020-04-30
- 2、《启明星辰（002439）：安全运营再下一省，新兴安全业务估值体系有望切换》2020-01-20
- 3、《启明星辰（002439）：首发国产化等保一体机，网络边界安全国产机会尚待认识》2019-12-12

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)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	5,130	6,173	7,654	9,373	营业收入	3,089	4,023	5,379	7,113
现金	1,630	2,057	2,246	2,821	减:营业成本	1,057	1,391	1,850	2,426
应收账款	2,064	2,655	3,655	4,689	营业税金及附加	33	47	64	83
存货	245	302	425	528	营业费用	697	893	1,157	1,494
其他流动资产	1,192	1,160	1,329	1,335	管理费用	164	986	1,286	1,672
非流动资产	1,766	1,825	1,858	1,975	财务费用	23	-8	-15	-22
长期股权投资	87	96	105	114	资产减值损失	-21	0	0	0
固定资产	278	344	441	555	加:投资净收益	20	29	29	29
在建工程	2	22	34	39	其他收益	85	21	26	33
无形资产	213	179	93	81	营业利润	741	954	1,289	1,724
其他非流动资产	1,187	1,185	1,185	1,184	加:营业外净收支	-3	1	1	1
资产总计	6,896	7,998	9,512	11,348	利润总额	738	955	1,290	1,726
流动负债	1,620	2,027	2,567	3,004	减:所得税费用	56	72	97	130
短期借款	1	1	1	1	少数股东损益	-6	-14	-16	-20
应付账款	725	990	1,290	1,700	归属母公司净利润	688	896	1,209	1,616
其他流动负债	894	1,036	1,276	1,303	EBIT	745	925	1,246	1,664
非流动负债	908	743	574	417	EBITDA	872	1,070	1,415	1,789
长期借款	850	685	516	359					
其他非流动负债	58	58	58	58	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	2,528	2,770	3,141	3,421	每股收益(元)	0.74	0.96	1.29	1.73
少数股东权益	4	-9	-25	-45	每股净资产(元)	4.44	5.38	6.62	8.31
					发行在外股份(百万股)	897	934	934	934
归属母公司股东权益	4,363	5,237	6,396	7,972	ROIC(%)	13.1%	14.0%	16.2%	18.0%
负债和股东权益	6,896	7,998	9,512	11,348	ROE(%)	15.6%	16.9%	18.7%	20.1%
					毛利率(%)	65.8%	65.4%	65.6%	65.9%
					销售净利率(%)	22.3%	22.3%	22.5%	22.7%
					资产负债率(%)	36.7%	34.6%	33.0%	30.1%
					收入增长率(%)	22.5%	30.2%	33.7%	32.2%
					净利润增长率(%)	21.0%	30.2%	34.9%	33.6%
					P/E	56	43	32	24
					P/B	9.30	7.68	6.24	4.97
					EV/EBITDA	42.33	34.07	25.50	19.75

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>