

新兴安全业务保持高增长，重视估值切换+成长带来的机会

买入（维持）

2021年03月02日

证券分析师 郝彪

执业证号：S0600516030001

021-60199781

haob@dwzq.com.cn

研究助理 王紫敬

021-60199781

wangzj@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元） | 3,089 | 3,650 | 4,849 | 6,319 |
| 同比（%） | 22.5% | 18.2% | 32.8% | 30.3% |
| 归母净利润（百万元） | 688 | 793 | 1,100 | 1,442 |
| 同比（%） | 21.0% | 15.2% | 38.7% | 31.1% |
| 每股收益（元/股） | 0.74 | 0.85 | 1.18 | 1.54 |
| P/E（倍） | 43 | 37 | 27 | 20 |

事件：

公司发布业绩快报，2020年实现营业收入36.50亿元，同比增长18.16%，归母净利润7.93亿元，同比增长15.19%，扣非净利润7.02亿元，同比增长22.28%。

投资要点

■ **Q4单季实现大幅增长，2021年同比加速增长可期：**2020年实现营业收入36.50亿元，同比增长18.16%，归母净利润7.93亿元，同比增长15.19%，扣非净利润7.02亿元，同比增长22.28%。2020年前三季度的业务受到新冠疫情影响较大，导致业绩下滑。随着疫情好转，公司业务得以迅速恢复，尤其Q4单季实现营业收入22.07亿元，同比增长46.51%，创近几年单季增速峰值；实现归母净利润7.24亿，同比增长22.50%，实现扣非净利润6.74亿元，同比增长35.61%，增速环比大幅提升，预示网络安全景气度向好，同时随着公司加强收入端的考核，全年加速增长可期。

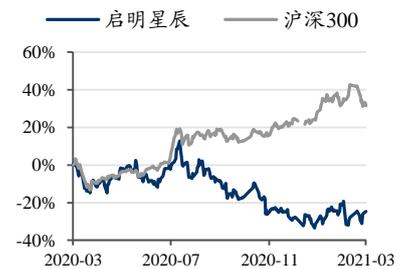
■ **三大新战略业务仍保持高速增长，新兴安全营收占比达到27.4%：**2020年公司围绕中长期发展战略及年度经营计划，继续加强市场开拓、行业布局及渠道建设。其中，对于城市安全运营业务的持续推进和渗透，在不断扩大区域覆盖的同时，也有力提升了多个区域市场的销售额，协同效应明显。公司持续加强研发投入，尤其战略新业务相关产品的开发，支撑了安全运营、云安全、工业互联网安全三大战略新业务的快速增长，全年销售额已达10亿规模，同比增长66.67%，仍处于快速增长中，营收占比从19.42%提升至27.40%，新兴安全已成为公司重要增长力量。

■ **转型厚积薄发，估值切换有望迎来价值重估：**最近几年公司处于转型之中，一方面，加大了渠道销售端的建设和人员扩张，但受疫情影响，相关投入尚未有效转化为业绩，随着疫情的逐步好转，有望厚积薄发；另一方面继续加大在安全运营、工业互联网安全、云安全等三大战略新业务的投入，2020年不惧疫情仍实现了较高的增长。随着公司新兴安全业务在营收的占比接近3成，我们认为公司的估值体系正由传统的PE估值向PE+PS估值切换，有望迎来价值重估。

■ **盈利预测与投资评级：**预计2020-2022年归母净利润分别为7.93/11.00/14.42亿元，目前股价对应PE分别为37/27/20倍。2021年网络安全景气度有望进一步上行，同时今年安全运营、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，预计2021年新安全业务收入到15亿，采取分部估值，给予15倍PS。传统安全产品33.49亿元，按照20%左右的净利率，给予40倍PE，对应市值267.92亿元，合计492.92亿元，对应目标价52.78元，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**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) | 31.51 |
| 一年最低/最高价 | 27.76/47.67 |
| 市净率(倍) | 5.59 |
| 流通A股市值(百万元) | 22498.36 |

基础数据

| | |
|-----------|--------|
| 每股净资产(元) | 5.64 |
| 资产负债率(%) | 21.50 |
| 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）：费用端拖累业绩，Q4增速有望继续向上》2020-10-28
- 2、《启明星辰（002439）：Q2环比改善明显，安全运营业绩亮眼》2020-08-04
- 3、《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

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 | 6,017 | 7,496 | 8,846 | 营业收入 | 3,089 | 3,650 | 4,849 | 6,319 |
| 现金 | 1,630 | 2,334 | 2,276 | 3,055 | 减:营业成本 | 1,057 | 1,244 | 1,644 | 2,131 |
| 应收账款 | 2,156 | 2,324 | 3,627 | 4,127 | 营业税金及附加 | 33 | 43 | 58 | 73 |
| 存货 | 245 | 244 | 401 | 435 | 营业费用 | 697 | 876 | 1,135 | 1,415 |
| 其他流动资产 | 1,100 | 1,116 | 1,191 | 1,228 | 管理费用 | 755 | 931 | 1,169 | 1,491 |
| 非流动资产 | 1,766 | 1,739 | 1,763 | 1,867 | 研发费用 | 590 | 730 | 917 | 1,175 |
| 长期股权投资 | 87 | 92 | 97 | 101 | 财务费用 | 23 | -7 | -23 | -31 |
| 固定资产 | 278 | 306 | 393 | 488 | 资产减值损失 | -21 | 1 | 0 | 0 |
| 在建工程 | 2 | 22 | 33 | 38 | 加:投资净收益 | 20 | 22 | 21 | 21 |
| 无形资产 | 213 | 135 | 56 | 56 | 其他收益 | 186 | 166 | 195 | 200 |
| 其他非流动资产 | 1,187 | 1,185 | 1,185 | 1,184 | 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 6,896 | 7,756 | 9,259 | 10,712 | 营业利润 | 741 | 771 | 1,110 | 1,493 |
| 流动负债 | 1,620 | 1,858 | 2,494 | 2,720 | 加:营业外净收支 | -3 | 79 | 57 | 44 |
| 短期借款 | 1 | 1 | 1 | 1 | 利润总额 | 738 | 850 | 1,167 | 1,536 |
| 应付账款 | 725 | 809 | 1,217 | 1,410 | 减:所得税费用 | 56 | 69 | 82 | 112 |
| 其他流动负债 | 894 | 1,048 | 1,276 | 1,309 | 少数股东损益 | -6 | -12 | -15 | -18 |
| 非流动负债 | 908 | 734 | 567 | 409 | 归属母公司净利润 | 688 | 793 | 1,100 | 1,442 |
| 长期借款 | 850 | 676 | 508 | 351 | EBIT | 745 | 816 | 1,118 | 1,470 |
| 其他非流动负债 | 58 | 58 | 58 | 58 | EBITDA | 872 | 933 | 1,244 | 1,535 |
| 负债合计 | 2,528 | 2,593 | 3,060 | 3,129 | 重要财务与估值指标 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 少数股东权益 | 4 | -7 | -22 | -40 | 每股收益(元) | 0.74 | 0.85 | 1.18 | 1.54 |
| 归属母公司股东权益 | 4,363 | 5,171 | 6,221 | 7,623 | 每股净资产(元) | 4.44 | 5.27 | 6.39 | 7.90 |
| 负债和股东权益 | 6,896 | 7,756 | 9,259 | 10,712 | 发行在外股份(百万股) | 897 | 934 | 934 | 934 |
| | | | | | ROIC(%) | 31.3% | 33.2% | 32.5% | 37.2% |
| | | | | | ROE(%) | 15.6% | 15.2% | 17.6% | 18.9% |
| | | | | | 毛利率(%) | 65.8% | 65.9% | 66.1% | 66.3% |
| | | | | | 销售净利率(%) | 22.3% | 21.7% | 22.7% | 22.8% |
| | | | | | 资产负债率(%) | 36.7% | 33.4% | 33.1% | 29.2% |
| | | | | | 收入增长率(%) | 22.5% | 18.2% | 32.8% | 30.3% |
| | | | | | 净利润增长率(%) | 21.7% | 14.6% | 39.0% | 31.2% |
| | | | | | P/E | 42.74 | 37.09 | 26.74 | 20.40 |
| | | | | | P/B | 7.09 | 5.98 | 4.93 | 3.99 |
| | | | | | EV/EBITDA | 31.81 | 28.96 | 21.60 | 16.89 |

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>