

**证券研究报告—动态报告**

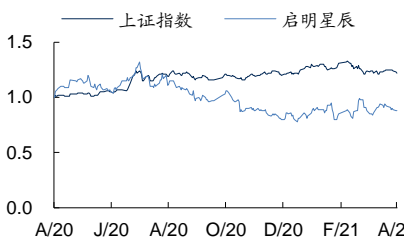
信息技术

软件与服务

**启明星辰(002439)**
**买入**
**2021年一季报业绩预告点评**

(维持评级)

2021年04月13日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	934/714
总市值/流通(百万元)	29,212/22,341
上证综指/深圳成指	3,396/13,528
12个月最高/最低(元)	47.67/27.58

**相关研究报告:**

《启明星辰-002439-2020年业绩快报点评:业绩符合预期,全年稳健增长》——2021-03-03  
 《启明星辰-002439-2020年三季报点评:三季度低于预期,员工持股计划彰显信心》——2020-10-28  
 《启明星辰-002439-2020年二季报点评:二季度恢复明显,依然看好下半年增长》——2020-08-05  
 《启明星辰-002439-2019年报及一季报点评:年报亮点颇多,一季度下滑较大》——2020-04-30  
 《启明星辰-002439-2019年业绩快报点评:业绩符合预期,龙头持续成长》——2020-03-02

**证券分析师:熊莉**

E-MAIL: xiongli1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519030002

**证券分析师:库宏彦**

电话: 021-60875168

E-MAIL: kuhongyao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520010001

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

**财报点评**

# 营收恢复迅速,网安持续景气

**● 营收同比增长 120%, 超市场预期**

公司发布 2021 年一季度业绩预告,营收较上年同期增长约 120%, 同比 2019 年增长 45%, 年复合增速恢复到 20% 以上, 营收表现超市场预期, 再次验证行业景气度。公司恢复顺利, 得益于行业回归正常增速外, 公司前期也加强区域市场、行业市场以及信创业务取得明显成效。归母净利润一季度预计亏损为 7300-7800 万元, 去年同期为亏损 7934.83 万元, 主要是公司研发和销售费用增长的同时, 本期员工持股计划产生的股份支付费用增加约 1900 万元。一季度在网络安全产业占比最低, 相关费用均摊下, 一季度亏损属正常现象。

**● 传统业务地位稳固, 新兴业务快速增长**

根据 IDC 2021 年最新数据, 公司在 IDPS 以 20.6% 的份额位居第一; UTM 以 17.3% 的份额位居第一; VPN 以 9.7% 的份额位居第二; 传统产品依然保持行业领先。新业务方面, 城市安全运营中心 2020 年公司目标是力争累计达到 80 个城市的覆盖。同时, 公司安全运营、云安全、工业互联网安全三大战略新业务快速增长, 全年销售额已达 10 亿, 营收占比由去年的 20%, 提升至当前的 27%。

**● 网安行业韧性依旧, 服务化和信创成为今年亮点**

根据 IDC 2021 预测, 21 年国内安全市场总体为 102 亿美元, 2020-2024 年预测期内的年 CAGR 为 16.8%, 在结束 20 年的低增长后, 21 年开始行业有望加速。同时, 今年网络市场的信创成为大年, 公司深耕政企安全领域, 有望充分受益。而网络攻防演习已经常态化, 2021 年有望进一步加大投入, 催生服务化转型。随着工控、关键基础设施等对安全的强调, 以及零信任、威胁情报、蜜罐等新产品开始逐步被市场接受, 网络安全产业增长点十足。

**● 风险提示: 等保等信息安全政策实施不及预期; 行业竞争加剧。**
**● 投资建议: 维持“买入”评级。**

预测 2020-2022 年归母净利润为 7.93/10.33/13.16 亿元, 年增速分别为 15%/30%/27%, 摊薄 EPS=0.85/1.11/1.41 元。维持“买入”评级。

**盈利预测和财务指标**

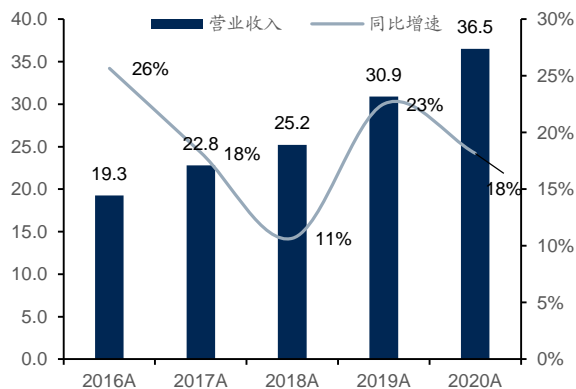
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,522	3,089	3,651	4,590	5,636
(+/-%)	10.7%	22.5%	18.2%	25.7%	22.8%
净利润(百万元)	569	688	793	1033	1316
(+/-%)	25.9%	21.0%	15.2%	30.2%	27.4%
摊薄每股收益(元)	0.63	0.77	0.85	1.11	1.41
EBIT Margin	33.7%	36.8%	17.2%	19.0%	20.4%
净资产收益率(ROE)	15.8%	15.8%	15.5%	16.9%	17.9%
市盈率(PE)	46.0	38.1	34.4	26.4	20.7
EV/EBITDA	28.3	22.8	45.2	33.7	26.2
市净率(PB)	7.3	6.00	5.33	4.47	3.71

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

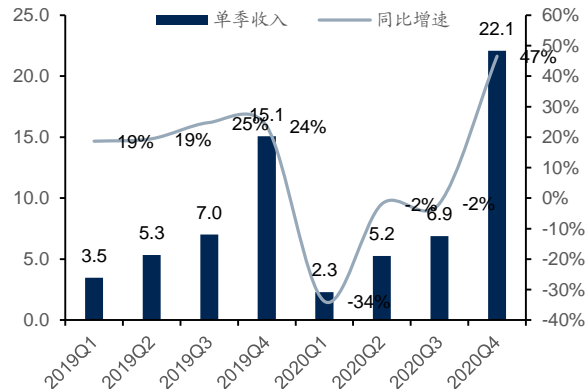
一季度预告超市场预期，彰显网安行业增长韧性。公司 2021 年一季度营收较上年同期增长约 120%，同比 2019 年增长 45%，年复合增速恢复到 20% 以上，进一步验证行业持续成长动力。2020Q1 受到疫情影响较大，公司营收下滑较大，但毛利率上升，主要系集成业务占比下降。2021Q1 各项业务有望恢复顺利。

图 1：启明星辰营业收入及增速（单位：亿元、%）



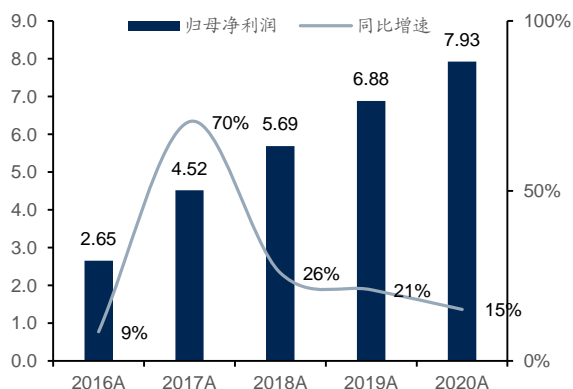
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：启明星辰单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



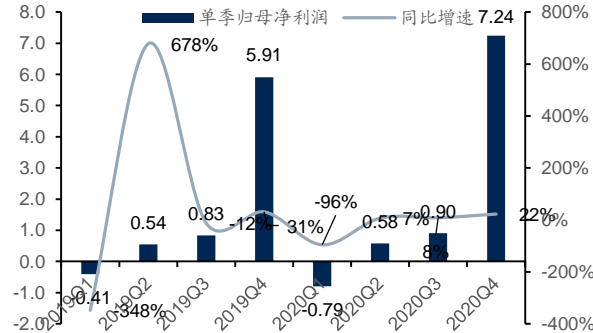
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：启明星辰归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：启明星辰单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**投资建议：维持“买入”评级。**预测 2020-2022 年归母净利润由 8.01/10.21/12.70 亿元，调整为 7.93/10.33/13.16 亿元，年增速分别为 15%/30%/27%，摊薄 EPS=0.85/1.11/1.41 元。维持“买入”评级。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	1630	2647	3356	4298	营业收入	3089	3651	4590	5636
应收款项	2251	2660	3344	4106	营业成本	1057	1168	1500	1841
存货净额	245	271	349	429	营业税金及附加	33	39	49	60
其他流动资产	52	61	77	95	销售费用	697	840	1001	1195
<b>流动资产合计</b>	<b>5130</b>	<b>6592</b>	<b>8079</b>	<b>9880</b>	管理费用	164	975	1169	1389
固定资产	279	342	401	450	财务费用	23	1	4	(1)
无形资产及其他	193	186	179	172	投资收益	20	30	30	30
投资性房地产	1207	1207	1207	1207	资产减值及公允价值变动	105	(10)	(10)	(10)
长期股权投资	87	91	96	100	其他收入	(500)	196	215	235
<b>资产总计</b>	<b>6896</b>	<b>8418</b>	<b>9962</b>	<b>11811</b>	营业利润	741	844	1102	1407
短期借款及交易性金融负债	1	10	10	10	营业外净收支	(3)	10	10	10
应付款项	725	803	1033	1270	<b>利润总额</b>	<b>738</b>	<b>854</b>	<b>1112</b>	<b>1417</b>
其他流动负债	894	1456	1794	2165	所得税费用	56	68	89	113
<b>流动负债合计</b>	<b>1620</b>	<b>2269</b>	<b>2837</b>	<b>3445</b>	少数股东损益	(6)	(7)	(10)	(12)
长期借款及应付债券	850	979	984	989	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>688</b>	<b>793</b>	<b>1033</b>	<b>1316</b>
其他长期负债	58	58	58	58					
<b>长期负债合计</b>	<b>908</b>	<b>1037</b>	<b>1042</b>	<b>1047</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>2528</b>	<b>3306</b>	<b>3879</b>	<b>4492</b>	净利润	688	793	1033	1316
少数股东权益	4	(3)	(12)	(23)	资产减值准备	37	13	10	12
股东权益	4363	5115	6095	7343	折旧摊销	123	47	54	61
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6896</b>	<b>8418</b>	<b>9962</b>	<b>11811</b>	公允价值变动损失	(105)	10	10	10
					财务费用	23	1	4	(1)
关键财务与估值指标					营运资本变动	391	208	(199)	(240)
每股收益	0.77	0.85	1.11	1.41	其它	(43)	(20)	(20)	(24)
每股红利	0.04	0.04	0.06	0.07	<b>经营活动现金流</b>	<b>1092</b>	<b>1050</b>	<b>888</b>	<b>1136</b>
每股净资产	4.87	5.48	6.53	7.86	资本开支	(208)	(126)	(126)	(126)
ROIC	29%	14%	19%	23%	其它投资现金流	(953)	0	0	0
ROE	16%	16%	17%	18%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(1165)</b>	<b>(131)</b>	<b>(131)</b>	<b>(131)</b>
毛利率	66%	68%	67%	67%	权益性融资	1036	0	0	0
EBIT Margin	37%	17%	19%	20%	负债净变化	0	129	5	5
EBITDA Margin	41%	19%	20%	22%	支付股利、利息	(36)	(41)	(54)	(68)
收入增长	23%	18%	26%	23%	其它融资现金流	68	9	0	0
净利润增长率	21%	15%	30%	27%	<b>融资活动现金流</b>	<b>1032</b>	<b>97</b>	<b>(49)</b>	<b>(63)</b>
资产负债率	37%	39%	39%	38%	<b>现金净变动</b>	<b>959</b>	<b>1017</b>	<b>709</b>	<b>942</b>
息率	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	货币资金的期初余额	672	1630	2647	3356
P/E	38.1	34.4	26.4	20.7	货币资金的期末余额	1630	2647	3356	4298
P/B	6.0	5.3	4.5	3.7	企业自由现金流	1359	707	530	755
EV/EBITDA	22.8	45.2	33.7	26.2	权益自由现金流	1427	844	531	761

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032