

证券研究报告—动态报告

信息技术

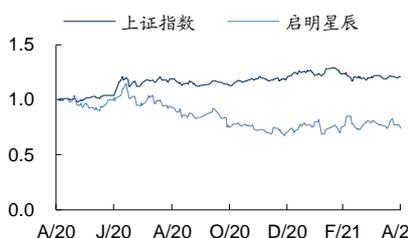
软件与服务

启明星辰(002439)
买入

2021年一季报点评

(维持评级)

2021年05月03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)	28,334/21,670
上证综指/深圳成指	3,447/14,439
12个月最高/最低(元)	47.67/27.58

相关研究报告:

《启明星辰-002439-2020年报点评:业绩稳健增长,安全运营中心全国拓展顺利》——2021-04-20

《启明星辰-002439-2021年一季度业绩预告点评:营收恢复迅速,网安持续景气》——2021-04-13

《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

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:库宏焱

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

一季度现金流优异,发布全新云安全产品

● 一季度现金流和合同负债高增长

2021年一季度,公司实现收入5.06亿元(+120.18%),相比2019Q1增长45.82%;归母净利润为-0.75亿元(+4.94%),扣非归母净利润为-0.86亿元(+5.14%)。公司一季度恢复迅速,提供商品和劳务收到现金9.87亿元,经营性现金净流量达到0.46亿元,是历史上首次一季度净现金流转正。费用率方面,销售费用同比增长68.70%,管理费用同比增长43.07%,研发费用同比增长43.35%。公司21Q1合同负债达到4.25亿,相比20年底增长1.83亿元。

● 安全运营中心持续引领,优质商业模式被忽视

公司把握头部客户运营和服务的特性,业内首推安全运营中心,目前已经在全国覆盖75+城市和地区的安全运营体系,2021年力争累计达到120个城市的覆盖,引领行业发展。随着运营中心建设在各地逐步深耕,其“渠道”角色下,新的服务和产品不断赋能,单体营收有望持续增长。同时公司也在构建不同场景的运营中心,如工业互联网场景等;也与中国电信签署创新合作协议,未来有望开拓与运营商共建的业务模式。安全服务化趋势下,公司各地安全运营中心有望大幅提升人均产值,可持续收入将减缓行业季节性波动。

● 发布全新云安全产品,网安行业依然景气

公司发布下一代云安全管理平台、SASE安全访问服务边缘。公司在云安全管理平台上已积累多年,下一代产品直面当前多云环境下安全运营问题,将安全能力原子化。SASE业务主要面向工业互联网场景,对海量的工业传感器等数据在云端保护和汇聚。随着IT产业的持续迭代,新兴安全增长点持续涌现,叠加信创和不断加大投入的攻防演习,行业有望恢复高增长;公司2021年经营目标是实现30%以上业绩增长。

● 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2021-2023年公司营收为46.46/58.17/71.51亿元,归母净利润为10.53/13.28/16.66亿元, EPS=1.13/1.42/1.78元。维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

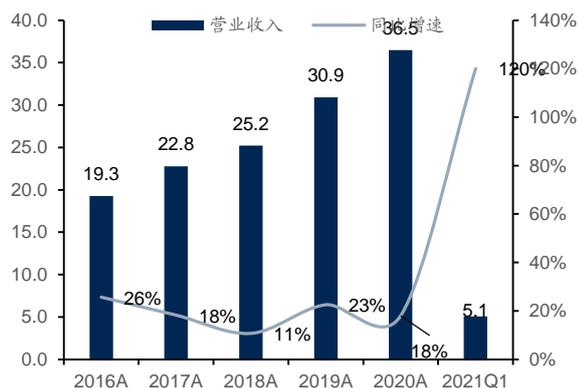
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,089	3,647	4,646	5,817	7,151
(+/-%)	22.5%	18.0%	27.4%	25.2%	22.9%
净利润(百万元)	688	804	1,053	1,328	1,666
(+/-%)	21.0%	16.8%	31.0%	26.1%	25.4%
摊薄每股收益(元)	0.77	0.90	1.13	1.42	1.78
EBIT Margin	36.8%	36.7%	19.7%	20.5%	21.4%
净资产收益率(ROE)	15.8%	13.4%	15.0%	16.0%	16.8%
市盈率(PE)	39.5	33.8	26.9	21.3	17.0
EV/EBITDA	23.6	20.3	33.3	26.3	21.1
市净率(PB)	6.2	4.55	4.04	3.41	2.86

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

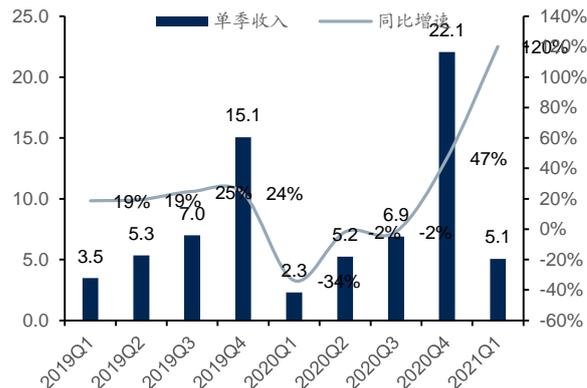
一季度营收高增长，现金流和合同负债表现亮眼。2021年一季度，公司实现收入 5.06 亿元（+120.18%），相比 2019Q1 增长 45.82%；归母净利润为-0.75 亿元（+4.94%），扣非归母净利润为-0.86 亿元（+5.14%）。公司一季度恢复迅速，提供商品和劳务收到现金 9.87 亿元，经营性现金净流量达到 0.46 亿元，是历史上首次一季度净现金流转正。费用率方面，销售费用同比增长 68.70%，管理费用同比增长 43.07%，研发费用同比增长 43.35%。公司 21Q1 合同负债达到 4.25 亿，相比 20 年底增长 1.83 亿元。

图 1: 公司营业收入及增速 (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: 公司单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



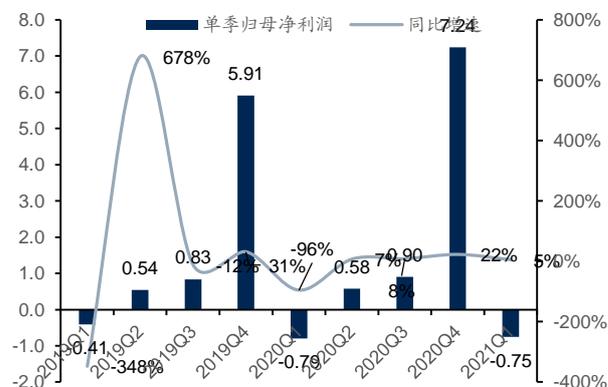
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 公司归母净利润及增速 (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: 公司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 2021-2023 年公司营收为 46.46/58.17/71.51 亿元，归母净利润为 10.53/13.28/16.66 亿元，年增速分别为 31%/26%/25%，摊薄 EPS=1.13/1.42/1.78 元。维持“买入”评级。

表 1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 210430	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (20A)	PEG (21E)	投资 评级
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E			
002212	天融信	18.12	213.26	0.4	0.6	0.9	1.2	51.8	29.2	21.1	15.4	4.2	0.37	增持
002439	启明星辰	30.35	283.34	0.9	1.1	1.4	1.8	33.7	26.9	21.4	17.1	13.4	0.87	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1469	2746	3736	5018	营业收入	3647	4646	5817	7151
应收款项	2906	3702	4635	5698	营业成本	1318	1672	2091	2569
存货净额	372	475	593	730	营业税金及附加	34	43	54	67
其他流动资产	98	125	156	192	销售费用	796	994	1222	1466
流动资产合计	6396	8599	10672	13190	管理费用	162	1021	1259	1517
固定资产	423	458	484	502	财务费用	(2)	(28)	(28)	(36)
无形资产及其他	207	199	192	185	投资收益	42	61	60	60
投资性房地产	1189	1189	1189	1189	资产减值及公允价值变动	56	(50)	(50)	(50)
长期股权投资	151	215	280	344	其他收入	(535)	215	215	235
资产总计	8367	10661	12817	15410	营业利润	902	1169	1444	1814
短期借款及交易性金融负债	0	10	10	10	营业外净收支	(2)	10	10	10
应付款项	1126	1436	1795	2207	利润总额	901	1179	1454	1824
其他流动负债	1156	1943	2409	2928	所得税费用	91	118	116	146
流动负债合计	2282	3389	4214	5145	少数股东损益	6	8	10	12
长期借款及应付债券	0	129	134	139	归属于母公司净利润	804	1053	1328	1666
其他长期负债	86	113	141	168					
长期负债合计	86	242	275	307	现金流量表 (百万元)				
负债合计	2368	3632	4489	5452	净利润	804	1053	1328	1666
少数股东权益	14	22	31	43	资产减值准备	(68)	3	0	0
股东权益	5984	7007	8297	9915	折旧摊销	116	45	57	65
负债和股东权益总计	8367	10661	12817	15410	公允价值变动损失	(56)	50	50	50
					财务费用	(2)	(28)	(28)	(36)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(188)	202	(231)	(276)
	2020	2021E	2022E	2023E	其它	74	5	9	11
每股收益	0.90	1.13	1.42	1.78	经营活动现金流	682	1358	1214	1516
每股红利	0.03	0.03	0.04	0.05	资本开支	(167)	(126)	(126)	(126)
每股净资产	6.67	7.51	8.89	10.62	其它投资现金流	(598)	0	0	0
ROIC	30%	19%	25%	30%	投资活动现金流	(830)	(190)	(190)	(190)
ROE	13%	15%	16%	17%	权益性融资	4	0	0	0
毛利率	64%	64%	64%	64%	负债净变化	0	129	5	5
EBIT Margin	37%	20%	20%	21%	支付股利、利息	(23)	(30)	(38)	(48)
EBITDA Margin	40%	21%	21%	22%	其它融资现金流	29	10	0	0
收入增长	18%	27%	25%	23%	融资活动现金流	(13)	109	(33)	(43)
净利润增长率	17%	31%	26%	25%	现金净变动	(161)	1277	990	1283
资产负债率	28%	34%	35%	36%	货币资金的期初余额	1630	1469	2746	3736
息率	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	货币资金的期末余额	1469	2746	3736	5018
P/E	33.8	26.9	21.3	17.0	企业自由现金流	964	945	796	1073
P/B	4.5	4.0	3.4	2.9	权益自由现金流	993	1109	827	1111
EV/EBITDA	20.3	33.3	26.3	21.1					

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