开源证券

启明星辰（002439.SZ）

2021 年 08 月 12 日

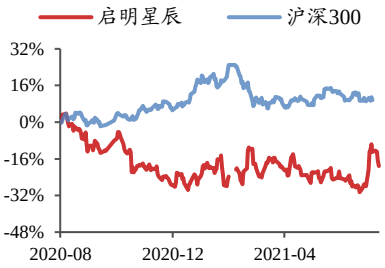
业绩符合预期，城市安全运营逐渐实现标准化复制

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2021/8/11
当前股价(元)	31.18
一年最高最低(元)	41.44/27.47
总市值(亿元)	298.00
流通市值(亿元)	230.96
总股本(亿股)	9.34
流通股本(亿股)	7.24
近 3 个月换手率(%)	92.43

股价走势图



数据来源：聚源数据

陈宝健（分析师）
chenbaojian@kysec.cn
证书编号：S0790520080001

刘逍遥（分析师）
liuxiaoyao@kysec.cn
证书编号：S0790520090001

● 持续加码战略新业务，看好公司长期发展，维持“买入”评级

网安行业高景气，公司有望实现高速增长。我们维持公司 2021-2023 年归母净利润预测为 10.51、13.72、16.85 亿元，EPS 为 1.13、1.47、1.80 元/股，当前股价对应 2021-2023 年 PE 为 27.7、21.2、17.3 倍，维持“买入”评级。

● 业绩符合预期，营销投入明显加大

2021 年上半年公司实现营业收入 12.12 亿元，同比增长 60.61%；实现归母净利润-1.07 亿元，同比下滑 401.92%；实现扣非归母净利润-1.31 亿元，同比下滑 160.71%。上半年公司销售费用率为 42.58%，同比提升 2.29 个百分点；研发费用率为 34.34%，同比下降 8.46 个百分点；管理费用率为 8.10%，同比下降 1.13 个百分点。公司毛利率为 60.83%，同比下降 10.46 个百分点，主要由于集成收入同比增加。公司合同负债较年初增长 67.06%，存货较年初增长 45.27%，一定程度说明公司在手订单充足。经营活动净现金流为-4.45 亿元，同比下滑 524.97%，主要由于购买商品和支付职工薪酬现金流出大幅增加所致。

● 三大战略新业务收入翻倍增长，布局更趋完善

上半年包括城市安全运营、工业互联网安全、云安全在内的战略新兴业务约实现收入 100%的增长，在总收入中占比进一步提升。城市安全运营业务，公司已在全国各地约 90 个城市和区域开展安全运营业务，已建运营中心的业务承接量持续增加，完成了标准化安全运营产品的产品化工作，下半年将逐步开始交付渠道销售。针对智慧政务的安全运营已渐趋成熟，同时完成了针对智慧医疗安全运营的试点，下半年将在已建运营中心逐步复制。云安全业务，公司云安全管理平台（云安全资源池）产品销售同比较大幅度增长，结合各地城市安全运营中心开展 SASE 模式云安全服务，持续加大拓展全新的云安全运营模式。

● 风险提示：宏观经济下行风险；市场竞争加剧；城市安全运营业务不达预期。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,089	3,647	4,675	5,970	7,290
YOY(%)	22.5	18.0	28.2	27.7	22.1
归母净利润(百万元)	688	804	1,051	1,372	1,685
YOY(%)	21.0	16.8	30.7	30.5	22.8
毛利率(%)	65.8	63.9	64.9	65.2	65.0
净利率(%)	22.3	22.0	22.5	23.0	23.1
ROE(%)	15.6	13.5	15.0	16.5	16.9
EPS(摊薄/元)	0.74	0.86	1.13	1.47	1.80
P/E(倍)	42.3	36.2	27.7	21.2	17.3
P/B(倍)	7.0	4.9	4.2	3.5	2.9

数据来源：聚源数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	5130	6396	7702	10132	11253
现金	1630	1469	2367	3126	3884
应收票据及应收账款	2156	2792	3155	4552	4888
其他应收款	100	114	163	191	241
预付账款	32	51	42	78	71
存货	245	372	331	570	547
其他流动资产	968	1598	1644	1616	1622
非流动资产	1766	1970	1984	2055	2184
长期投资	87	151	182	222	265
固定资产	278	291	370	461	540
无形资产	213	219	138	58	58
其他非流动资产	1188	1309	1293	1314	1320
资产总计	6896	8367	9687	12187	13437
流动负债	1620	2282	2615	3780	3381
短期借款	1	0	551	762	656
应付票据及应付账款	725	1126	863	1904	1287
其他流动负债	894	1156	1201	1114	1438
非流动负债	908	86	72	74	75
长期借款	850	0	0	0	0
其他非流动负债	58	86	72	74	75
负债合计	2528	2368	2687	3854	3457
少数股东权益	4	14	12	12	12
股本	897	934	934	934	934
资本公积	889	1942	1942	1942	1942
留存收益	2459	3220	4215	5517	7114
归属母公司股东权益	4363	5984	6988	8321	9968
负债和股东权益	6896	8367	9687	12187	13437

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3089	3647	4675	5970	7290
营业成本	1057	1318	1641	2075	2553
营业税金及附加	33	34	44	56	68
营业费用	697	796	1035	1301	1567
管理费用	164	162	245	300	350
研发费用	590	643	877	1104	1312
财务费用	23	-2	-2	17	4
资产减值损失	-21	-7	-8	-11	-13
其他收益	186	204	223	286	302
公允价值变动收益	85	49	50	50	50
投资净收益	20	42	34	44	54
资产处置收益	0	1	1	1	1
营业利润	741	902	1150	1508	1855
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	4	3	4	3	4
利润总额	738	901	1148	1506	1853
所得税	56	91	99	135	167
净利润	682	810	1049	1371	1686
少数股东损益	-6	6	-2	-0	1
归母净利润	688	804	1051	1372	1685
EBITDA	872	975	1228	1597	1858
EPS(元)	0.74	0.86	1.13	1.47	1.80

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	22.5	18.0	28.2	27.7	22.1
营业利润(%)	32.6	21.8	27.5	31.1	23.0
归属于母公司净利润(%)	21.0	16.8	30.7	30.5	22.8
获利能力					
毛利率(%)	65.8	63.9	64.9	65.2	65.0
净利率(%)	22.3	22.0	22.5	23.0	23.1
ROE(%)	15.6	13.5	15.0	16.5	16.9
ROIC(%)	13.1	12.8	13.3	14.6	15.3
偿债能力					
资产负债率(%)	36.7	28.3	27.7	31.6	25.7
净负债比率(%)	-17.1	-23.7	-25.3	-27.9	-31.9
流动比率	3.2	2.8	2.9	2.7	3.3
速动比率	3.0	2.6	2.8	2.5	3.1
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	1.6	1.5	1.6	1.5	1.5
应付账款周转率	1.6	1.4	1.6	1.5	1.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.74	0.86	1.13	1.47	1.80
每股经营现金流(最新摊薄)	0.53	0.70	0.50	0.76	1.07
每股净资产(最新摊薄)	4.44	6.41	7.48	8.91	10.68
估值比率					
P/E	42.3	36.2	27.7	21.2	17.3
P/B	7.0	4.9	4.2	3.5	2.9
EV/EBITDA	31.5	26.8	21.0	15.8	13.1

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	497	658	467	707	996
净利润	682	810	1049	1371	1686
折旧摊销	127	119	121	134	67
财务费用	23	-2	-2	17	4
投资损失	-20	-42	-34	-44	-54
营运资金变动	-294	-259	-627	-717	-656
其他经营现金流	-20	33	-40	-53	-51
投资活动现金流	-351	-857	3	-106	-160
资本支出	168	230	7	19	88
长期投资	-99	-60	-31	-40	-43
其他投资现金流	-282	-688	-21	-127	-115
筹资活动现金流	871	-20	-53	-53	-42
短期借款	1	-1	0	0	0
长期借款	850	-850	0	0	0
普通股增加	0	37	0	0	0
资本公积增加	-41	1053	0	0	0
其他筹资现金流	61	-259	-53	-53	-42
现金净增加额	1016	-221	347	548	864

数据来源：聚源数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上;
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%;
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动;
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现;
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平;
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn