

启明星辰 (002439.SZ)

收入快速增长，研发、销售投入力度加大

核心观点：

- 公司发布前三季度业绩报告：营业收入 21.0 亿元，同比增加 45.3%；较 2019 年同期增加 32.5%，2019 前三季度-2021 前三季度营收的 CAGR 为 15.1%；归母净利-1508 万元，同比减少 121.9%；扣非归母净利-5098 万元，同比减少 282.3%。**Q3：**营业收入 8.9 亿元，同比增加 28.6%；归母净利 9224 万元，同比增加 2.2%；扣非归母净利 7961 万元，同比增加 2.0%。前三季度收入实现可观增长，政府是公司的优势行业，受益于信创推进，推测政府行业表现较好。剔除股份支付费用影响，前三季度归母净利 3,387.37 万元。三季度归母净利润约 1.09 亿元，同比增长 20.27%。
- 毛利率为 63.2%，同比下降 7.2PCT，较 2019 年同期下降 0.1PCT，毛利率波动推测主要与公司集成业务收入占比变化有关。
- 市场端，加大对行业、渠道的投入力度，2021 年前三季度销售费用 8.0 亿元，同比增加 56.6%。
- 持续重视研发投入，前三季度研发费用 6.1 亿元，同比增加 24.7%。
- 2021 年前三季度公司经营活动现金流量净额-3.9 亿元，同比减少 668.8%。合同负债 4.0 亿，较去年同期增加 42.4%。对 Q4 收入持续快速增长有一定支撑。结合合同负债看，可能有些项目体量大，回款周期较长。
- **盈利预测与投资建议：**预计 21-23 年业绩分别为 0.99 元/股、1.24 元/股、1.52 元/股。公司作为信息安全头部公司，未来有望分享行业提速红利，对比同行，予以公司 21 年 38 倍 PE，合理价值为 37.49 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争或加剧；运营中心的经济效益体现时点存在不确定性；收入体量大，表观增速不突出。

盈利预测：

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	3,089	3,647	4,493	5,427	6,564
增长率（%）	22.5	18.0	23.2	20.8	21.0
EBITDA（百万元）	675	813	927	1,098	1,340
归母净利润（百万元）	688	804	921	1,154	1,417
增长率（%）	21.0	16.8	14.5	25.3	22.8
EPS（元/股）	0.77	0.86	0.99	1.24	1.52
市盈率（P/E）	44.04	33.92	25.88	20.65	16.82
ROE（%）	15.8	13.4	13.3	14.3	14.9
EV/EBITDA	43.76	31.72	22.93	18.42	14.15

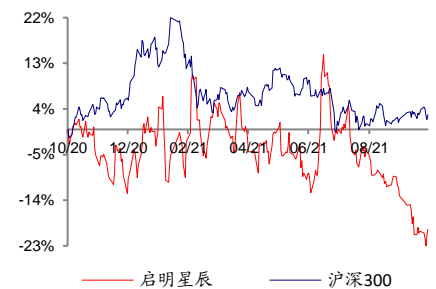
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	25.53 元
合理价值	37.49 元
前次评级	买入
报告日期	2021-10-31

相对市场表现



分析师：

刘雪峰



SAC 执证号：S0260514030002

SFC CE No. BNX004



021-38003675



gfliuxuefeng@gf.com.cn

分析师：

庞倩倩



SAC 执证号：S0260519010004

SFC CE No. BON635



021-38003674



pangqianqian@gf.com.cn

相关研究：

启明星辰 (002439.SZ) : 毛利率 2021-08-13
率或受集成业务影响，加大销售投入

启明星辰 (002439.SZ) : Q4 2021-04-18
业绩恢复情况好，新型业务发展迅速

一、公司主要财务指标

(一) 21 年前三季财务指标

业绩表现:

营业收入21.0亿元, 同比增加45.3%; 较2019年同期增加32.5%, 2019前三季度-2021前三季度营收的CAGR为15.1%;

营业利润-8045万元, 同比减少397.2%; 较2019年同期减少255.6%;

归母净利-1508万元, 同比减少121.9%; 较2019年同期减少115.5%;

扣非归母净利-5098万元, 同比减少282.3%; 较2019年同期减少165.7%。

毛利率为63.2%, 同比下降7.2PCT, 较2019年同期下降0.1PCT;

净利率为-0.6%, 同比下降5.2PCT, 较2019年同期下降6.2PCT。

期间费用:

2021年前三季度销售费用8.0亿元, 同比增加56.6%, 销售费用率38.1%;

2021年前三季度管理费用1.5亿元, 同比增加33.9%, 管理费用率7.2%;

2021年前三季度研发费用6.1亿元, 同比增加24.7%, 研发费用率29.2%;

2021年前三季度财务费用-631万元, 同比下降1381.1%, 财务费用率-0.3%。

现金流:

2021年前三季度公司经营活动现金流量净额-3.9亿元, 同比减少668.8%;

2021年前三季度公司投资活动现金流量净额1.5亿元, 同比增加119.9%;

2021年前三季度公司筹资活动现金流量净额-1.8亿元, 同比减少695.3%。

业绩变动说明:

- 1.前期对市场开拓取得显著成效, 相应成本增加;
- 2.持续加大研发投入和加强市场区域以及行业渠道拓展;
- 3.员工持股计划产生的股份支付费用也对本期利润构成一定影响。

表1: 财务数据

主要财务指标 (亿元)	21Q1-Q3	20Q1-Q3	19Q1-Q3
营业收入	20.97	14.43	15.83
营业成本	7.71	4.26	5.80
销售费用	7.99	5.10	4.37
管理费用 (不含研发费用)	1.51	1.13	1.15
研发费用	6.12	4.91	4.39

财务费用	-0.06	0.00	0.15
投资净收益	0.34	0.30	-0.03
其他收益	1.58	1.39	1.07
归母净利润	-0.15	0.69	0.97
扣非后归母净利润	-0.51	0.28	0.78
YOY (%)	21Q1-Q3	20Q1-Q3	19Q1-Q3
营业收入	45.33%	-8.83%	21.57%
归母净利润	-121.90%	-29.06%	-17.93%
扣非后归母净利润	-282.30%	-63.99%	239.18%
主要比率 (%)	21Q1-Q3	20Q1-Q3	19Q1-Q3
毛利率	63.22%	70.45%	63.33%
销售费用率	38.11%	35.36%	27.63%
管理费用率 (不含研发费用)	7.22%	7.84%	7.24%
研发费用率	29.18%	34.02%	27.74%
财务费用率	-0.30%	-0.03%	0.96%
净利率	-0.72%	4.77%	6.13%
扣非净利率	-2.43%	1.94%	4.91%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

(二) 21Q3 财务指标

营业收入8.9亿元，同比增加28.6%；较2019年同期增加26.3%；

营业利润9946万元，同比增加5.5%；较2019年同期增加25.1%；

归母净利润9224万元，同比增加2.2%；较2019年同期增加10.7%；

扣非归母净利7961万元，同比增加2.0%；较2019年同期减少0.2%。

表2：季度财务数据

财报数据 (亿元)	21Q3	21Q2	21Q1	20Q4	20Q3	20Q2
营业收入	8.85	7.06	5.06	22.04	6.89	5.25
营业成本	2.97	2.76	1.99	8.91	2.10	1.48
销售费用	2.83	2.74	2.42	2.85	2.06	1.51
管理费用 (不含研发费用)	0.53	0.55	0.43	0.49	0.43	0.39
研发费用	1.96	2.19	1.97	1.52	1.68	1.86
财务费用	-0.01	-0.02	-0.03	-0.02	-0.02	-0.02
投资净收益	0.15	0.08	0.11	0.12	0.10	0.15
其他收益	0.47	0.48	0.63	0.66	0.36	0.38
归母净利润	0.92	-0.32	-0.75	7.35	0.90	0.58
扣非归母净利润	0.80	-0.44	-0.86	6.75	0.78	0.41
YoY (%)	21Q3	21Q2	21Q1	20Q4	20Q3	20Q2
营业收入	28.58%	34.54%	120.18%	46.27%	-1.76%	-1.89%
归母公司净利润	2.19%	-155.03%	4.94%	24.36%	8.31%	6.82%
扣非净利润	1.99%	-209.26%	5.14%	35.83%	-2.13%	-4.88%
主要比率 (%)	21Q3	21Q2	21Q1	20Q4	20Q3	20Q2

毛利率	66.49%	60.89%	60.74%	59.56%	69.52%	71.85%
销售费用率	31.99%	38.77%	47.90%	12.95%	29.95%	28.84%
管理费用率（不含研发费用）	6.01%	7.81%	8.52%	2.20%	6.31%	7.53%
研发费用率	22.12%	31.04%	38.95%	6.91%	24.40%	35.34%
财务费用率	-0.16%	-0.27%	-0.59%	-0.08%	-0.35%	-0.41%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

二、盈利预测与投资建议

预计21-23年业绩分别为0.99元/股、1.24元/股、1.52元/股。公司作为信息安全头部公司，未来有望分享行业提速红利，维持上一篇报告的估值水平，予以公司21年38倍PE，合理价值为37.49元/股，维持“买入”评级。

三、风险提示

市场竞争或加剧；运营中心的经济效益体现时点存在不确定性；收入体量大，表观增速不突出。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	5,130	6,396	7,771	9,565	11,756
货币资金	1,630	1,469	2,575	3,604	4,880
应收及预付	2,188	2,843	3,111	3,757	4,545
存货	245	372	359	441	530
其他流动资产	1,067	1,712	1,726	1,763	1,801
非流动资产	1,766	1,970	1,842	1,726	1,609
长期股权投资	87	151	151	151	151
固定资产	278	291	255	219	184
在建工程	2	132	132	132	132
无形资产	193	207	126	46	-34
其他长期资产	1,207	1,189	1,177	1,177	1,177
资产总计	6,896	8,367	9,612	11,291	13,365
流动负债	1,620	2,282	2,590	3,105	3,752
短期借款	1	0	0	0	0
应付及预收	939	1,135	1,203	1,430	1,736
其他流动负债	681	1,148	1,387	1,676	2,016
非流动负债	908	86	86	86	86
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	850	0	0	0	0
其他非流动负债	58	86	86	86	86
负债合计	2,528	2,368	2,675	3,191	3,838
股本	897	934	934	934	934
资本公积	889	1,942	1,942	1,942	1,942
留存收益	2,459	3,220	4,141	5,295	6,712
归属母公司股东权益	4,363	5,984	6,916	8,070	9,488
少数股东权益	4	14	21	29	40
负债和股东权益	6,896	8,367	9,612	11,291	13,365

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	497	658	1,061	1,009	1,256
净利润	682	810	928	1,163	1,428
折旧摊销	127	119	116	116	116
营运资金变动	-294	-259	-22	-263	-283
其它	-18	-11	39	-7	-5
投资活动现金流	-351	-857	34	20	20
资本支出	-168	-227	14	0	0
投资变动	-99	-60	0	0	0
其他	-85	-570	20	20	20
筹资活动现金流	871	-20	11	0	0
银行借款	1	-2	0	0	0
股权融资	1,036	4	0	0	0
其他	-166	-21	11	0	0
现金净增加额	1,017	-219	1,106	1,029	1,276
期初现金余额	529	1,546	1,469	2,575	3,604
期末现金余额	1,546	1,325	2,575	3,604	4,880

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	22.5%	18.0%	23.2%	20.8%	21.0%
营业利润增长	32.6%	21.8%	13.0%	26.0%	22.6%
归母净利润增长	21.0%	16.8%	14.5%	25.3%	22.8%
获利能力					
毛利率	65.8%	63.9%	63.9%	64.0%	64.0%
净利率	22.1%	22.2%	20.7%	21.4%	21.7%
ROE	15.8%	13.4%	13.3%	14.3%	14.9%
ROIC	19.2%	21.0%	26.2%	30.2%	35.8%
偿债能力					
资产负债率	36.7%	28.3%	27.8%	28.3%	28.7%
净负债比率	12.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.17	2.80	3.00	3.08	3.13
速动比率	3.00	2.62	2.84	2.91	2.97
营运能力					
总资产周转率	0.52	0.48	0.50	0.52	0.53
应收账款周转率	1.63	1.47	1.47	1.47	1.47
存货周转率	5.09	4.27	4.52	4.43	4.46
每股指标 (元)					
每股收益	0.77	0.86	0.99	1.24	1.52
每股经营现金流	0.55	0.70	1.14	1.08	1.35
每股净资产	4.87	6.41	7.41	8.64	10.16
估值比率					
P/E	44.04	33.92	25.88	20.65	16.82
P/B	6.95	4.56	3.45	2.95	2.51
EV/EBITDA	43.76	31.72	22.93	18.42	14.15

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,089	3,647	4,493	5,427	6,564
营业成本	1,057	1,318	1,621	1,956	2,363
营业税金及附加	33	34	42	51	61
销售费用	697	796	943	1,140	1,346
管理费用	164	162	199	241	291
研发费用	590	643	876	1,058	1,280
财务费用	23	-2	-19	-46	-64
资产减值损失	21	7	61	13	15
公允价值变动收益	85	49	0	0	0
投资净收益	20	42	20	20	20
营业利润	741	902	1,020	1,285	1,576
营业外收支	-3	-2	2	0	0
利润总额	738	901	1,022	1,285	1,576
所得税	56	91	94	122	148
净利润	682	810	928	1,163	1,428
少数股东损益	-6	6	7	9	10
归属母公司净利润	688	804	921	1,154	1,417
EBITDA	675	813	927	1,098	1,340
EPS (元)	0.77	0.86	0.99	1.24	1.52

广发计算机行业研究小组

- 刘雪峰：首席分析师，东南大学工学士，中国人民大学经济学硕士，1997年起先后在数家IT行业跨国公司从事技术、运营与全球项目管理的工作。2010年7月始就职于招商证券研究发展中心负责计算机组行业研究工作，2014年1月加入广发证券发展研究中心。
- 庞倩倩：资深分析师，华南理工大学管理学硕士，曾就职于华创证券，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 李傲远：资深分析师，重庆大学金融学硕士，曾任职于国泰君安、安信基金，2020年9月加入广发证券发展研究中心。4年证券行业研究经验。
- 雷棠棣：研究助理，电子科技大学软件工程学士，哈尔滨工业大学软件工程硕士，悉尼大学商科硕士（金融学与商业分析方向），注册会计师非执业会员。曾在四大行IT部门工作3年，2020年4月加入广发证券发展研究中心。
- 吴祖鹏：资深分析师，中南大学材料工程学士，复旦大学经济学硕士，曾先后任职于华泰证券、华西证券，2021年2月加入广发证券发展研究中心。3年证券行业研究经验。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦37楼	香港德辅道中189号李宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。