

启明星辰（002439.SZ）——2022 年年报点评

数据安全快速增长，22 年依然保持较高目标

买入

核心观点

公司业绩保持稳定增长。2021 年公司实现收入 43.86 亿元（+20.27%），归母净利润 8.62 亿元（+7.15%），扣非归母净利润 7.64 亿元（+8.74%）。单 Q4 来看，公司实现收入 22.89 亿元（+3.86%），归母净利润 8.77 亿元（+19.24%），扣非归母净利润 8.15 亿元（+20.80%）。由于 2020 年疫情导致的基数效应，2021 年整体收入增速呈现逐步下降趋势。同时，2021 年公司员工持股计划产生的股份支付 7680 万元和 2020 年因疫情社保减免两项合计约 1.47 亿元，剔除该因素后，归母净利润增长约 14%。

毛利率有所提升，2021 年加大战略投入。2021 年公司毛利率达到 65.99%，相比去年提升 2.12pct。2021 年公司加大人员招募力度，员工数达到 6587 人（+22.41%）；费用方面，销售费用率为 25.13%（+3.31pct），管理费用率为 4.90%（+0.47pct），研发费用率为 19.28%（+1.64pct），且研发资本化率下降了 3.22pct。研发重点投入高增长业务、创新业务以及成熟业务中的新赛道产品。营销投入重点围绕安全运营中心战略。在加大投入下，公司净利率下滑 2.94pct，但依然保持在 19.67%的行业较高水平。

新安全业务保持较快增长。公司创新性提出数据安全从 1.0 的数据对象安全，到 2.0 的数据汇聚安全，再到 3.0 的数据流通安全的产品架构，2021 年实现数据安全 9.12 亿元（+52%），其中数据安全 2.0 和 3.0 实现营业收入 3.12 亿元。公司在数据安全 2.0 和 3.0、安全运营中心、工业互联网安全和云安全等新业务板块，实现营业收入 15.54 亿元，较上年同期增长 48%。公司 EDR、全流量检测、欺骗防御、信创产品、攻击面管理等新赛道产品营业收入均实现 300%以上的增长。从公司拆分口径看，安全产品收入 29.27 亿元（+15.47%），安全运营与服务收入 14.32 亿元（+30.95%），公司已累计建设了 119 个城市安全运营中心。

股权激励验证公司信心。22 年 3 月公司发布股权激励计划，本次激励考核目标，以 2021 年营收为基数，22-24 年收入增速不低于 20%/45%/70%；或者以 2021 年净利润为基数，22-24 年净利润增长率不低于 25%/55%/85%。公司一直保持着稳定的成长性，预计全年实现 25%的收入增长。

风险提示：疫情反复影响公司正常经营节奏，行业竞争加剧等

投资建议：维持“买入”评级。预计 2022-2024 年营业收入为 55.74/69.54/84.94 亿元，增速分别为 27%/25%/22%，归母净利润为 10.83/13.73/16.87 亿元，对应当前 PE 为 18/14/11 倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,647	4,386	5,574	6,954	8,494
(+/-%)	18.0%	20.3%	27.1%	24.8%	22.1%
净利润(百万元)	804	862	1083	1373	1687
(+/-%)	16.8%	7.1%	25.7%	26.8%	22.9%
每股收益(元)	0.86	0.92	1.16	1.47	1.81
EBIT Margin	19.0%	15.7%	17.0%	18.0%	18.6%
净资产收益率(ROE)	13.4%	12.8%	14.0%	15.2%	15.9%
市盈率(PE)	23.8	22.2	17.7	14.0	11.4
EV/EBITDA	26.6	25.9	21.8	17.0	14.0
市净率(PB)	3.20	2.85	2.47	2.12	1.80

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

公司研究·财报点评

计算机·软件开发

证券分析师：熊莉

021-61761067

xiongli1@guosen.com.cn

S0980519030002

证券分析师：库宏焱

021-60875168

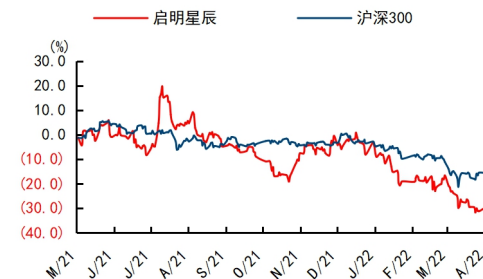
kuhongyao@guosen.com.cn

S0980520010001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	20.53 元
总市值/流通市值	19175/14864 百万元
52 周最高价/最低价	36.88/20.31 元
近 3 个月日均成交额	300.39 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《启明星辰-002439-2021 三季报点评：业绩稳定增长，新安全不断突破》——2021-11-01

《启明星辰-002439-2021 年中报点评：数据安全能力不容忽视，运营中心持续成长》——2021-08-12

《启明星辰-002439-2021 年一季报点评：一季度现金流优异，发布全新云安全产品》——2021-05-05

《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

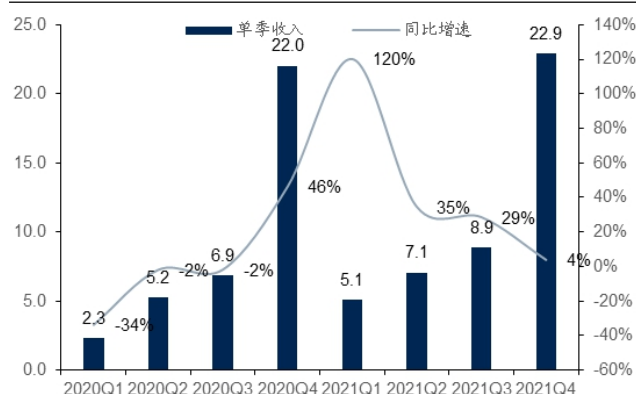
2022 年公司业绩稳定增长，符合业绩预告区间。2021 年公司实现收入 43.86 亿元(+20.27%)，归母净利润 8.62 亿元(+7.15%)，扣非归母净利润 7.64 亿元(+8.74%)。单 Q4 来看，公司实现收入 22.89 亿元(+3.86%)，归母净利润 8.77 亿元(+19.24%)，扣非归母净利润 8.15 亿元(+20.80%)。由于 2020 年疫情导致的基数效应，2021 年整体收入增速呈现逐步下降趋势。同时，2021 年公司员工持股计划产生的股份支付 7680 万元和 2020 年因疫情社保减免两项合计约 1.47 亿元，剔除该因素后，归母净利润增长约 14%。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



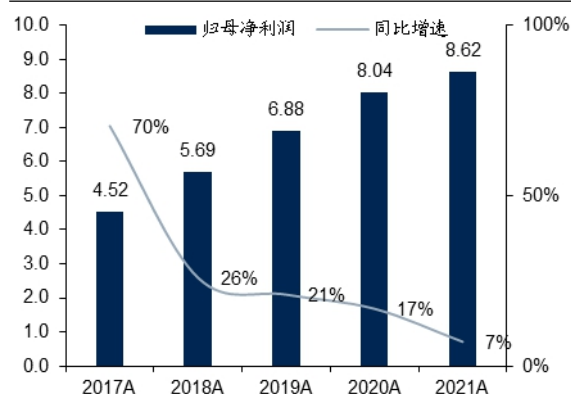
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



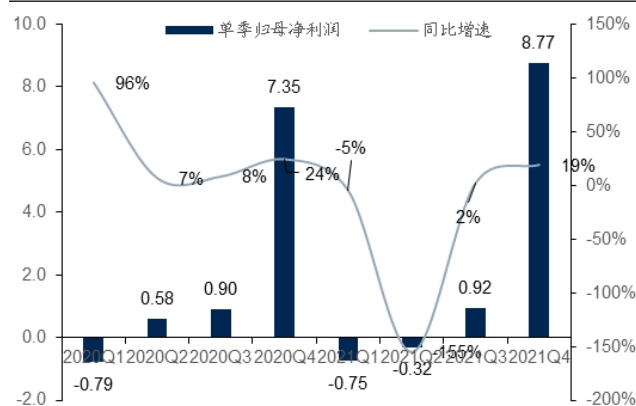
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



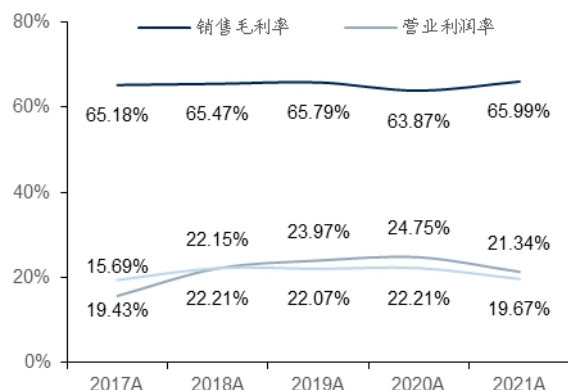
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）

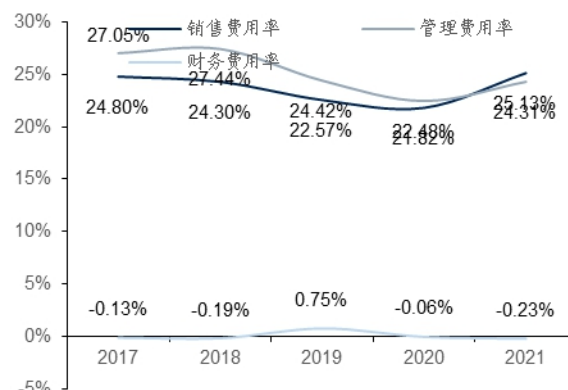


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率有所提升，2021 年加大战略投入。2021 年公司毛利率达到 65.99%，相比去年提升 2.12pct。2021 年公司加大人员招募力度，员工数达到 6587 人(+22.41%)；费用方面，销售费用率为 25.13%(+3.31pct)，管理费用率为 4.90%(+0.47pct)，研发费用率为 19.28%(+1.64pct)，且研发资本化率下降了 3.22pct。研发重点投入高增长业务、创新业务以及成熟业务中的新赛道产品。营销投入重点围绕安全运营中心战略。在加大投入下，公司净利率下滑 2.94pct，但依然保持在 19.67%的行业较高水平。

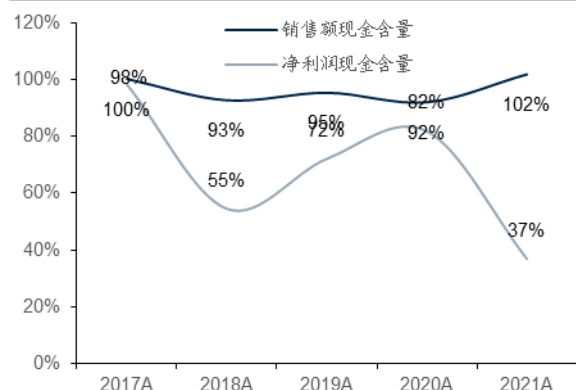
图5：公司毛利率、净利率变化情况


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司三项费用率变化情况


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司 2021 年经营活动净现金流为 3.18 亿元（-51.70%）。公司加强应收账款管理，应收账款增速同比减少 21.39 个百分点，增速放缓。实现销售回款 44.69 亿元，较上年同期增长 33.09%。存货有所增长。

图7：公司经营性现金流情况


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司主要流动资产周转情况


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：预计 2022-2024 年营业收入为 55.74/69.54/84.94 亿元，增速分别为 27%/25%/22%，归母净利润为 10.83/13.73/16.87 亿元，对应当前 PE 为 18/14/11 倍，维持“买入”评级

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (21A)	PEG (22E)	投资 评级
				20A	21A	22E	23E	20A	21A	22E	23E			
002439	启明星辰	20.53	191.66	0.9	0.9	1.2	1.5	23.9	22.3	17.7	14.0	12.8	0.69	买入
300369	绿盟科技	11.40	91.04	0.4	0.5	0.7	0.9	30.0	23.3	17.3	13.0	10.3	0.52	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）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1469	1354	2052	2647	3485	营业收入	3647	4386	5574	6954	8494
应收款项	2906	3197	4063	5068	6191	营业成本	1318	1492	1935	2413	2945
存货净额	372	474	613	764	933	营业税金及附加	34	42	54	67	82
其他流动资产	98	139	176	220	269	销售费用	796	1102	1349	1655	1979
流动资产合计	6396	6567	8307	10102	12280	管理费用	162	215	175	209	254
固定资产	423	570	738	890	1024	研发费用	643	846	1115	1356	1656
无形资产及其他	207	187	180	174	168	财务费用	(2)	(10)	(10)	(10)	(17)
投资性房地产	1189	1449	1449	1449	1449	投资收益	42	49	40	40	40
长期股权投资	151	164	166	168	170	资产减值及公允价值变动	56	70	(60)	(60)	(60)
资产总计	8367	8936	10840	12783	15090	其他收入	(535)	(728)	(875)	(1106)	(1396)
短期借款及交易性金融负债	0	0	300	300	300	营业利润	902	936	1177	1494	1835
应付款项	1126	885	1145	1427	1742	营业外净收支	(2)	2	2	2	2
其他流动负债	1156	1169	1480	1831	2217	利润总额	901	938	1179	1496	1837
流动负债合计	2282	2055	2924	3558	4259	所得税费用	91	75	95	120	148
长期借款及应付债券	0	1	1	1	1	少数股东损益	6	1	2	2	2
其他长期负债	86	143	153	163	173	归属于母公司净利润	804	862	1083	1373	1687
长期负债合计	86	144	154	164	174	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	2368	2199	3078	3722	4433	净利润	804	862	1083	1373	1687
少数股东权益	14	16	18	19	22	资产减值准备	(68)	12	4	3	4
股东权益	5984	6722	7744	9042	10636	折旧摊销	116	135	75	92	110
负债和股东权益总计	8367	8936	10840	12783	15090	公允价值变动损失	(56)	(70)	60	60	60
						财务费用	(2)	(10)	(10)	(10)	(17)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(188)	(851)	(458)	(554)	(625)
每股收益	0.86	0.92	1.16	1.47	1.81	其它	74	(11)	(3)	(2)	(2)
每股红利	0.02	0.05	0.06	0.08	0.10	经营活动现金流	682	77	761	973	1235
每股净资产	6.41	7.20	8.30	9.69	11.39	资本开支	0	(276)	(301)	(301)	(301)
ROIC	30%	32%	34%	38%	41%	其它投资现金流	(598)	148	0	0	0
ROE	13%	13%	14%	15%	16%	投资活动现金流	(663)	(141)	(303)	(303)	(303)
毛利率	64%	66%	65%	65%	65%	权益性融资	(1)	0	0	0	0
EBIT Margin	19%	16%	17%	18%	19%	负债净变化	0	1	0	0	0
EBITDA Margin	22%	19%	18%	19%	20%	支付股利、利息	(23)	(48)	(60)	(76)	(93)
收入增长	18%	20%	27%	25%	22%	其它融资现金流	(132)	42	300	0	0
净利润增长率	17%	7%	26%	27%	23%	融资活动现金流	(180)	(51)	240	(76)	(93)
资产负债率	28%	25%	29%	29%	30%	现金净变动	(161)	(115)	698	594	838
股息率	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%	货币资金的期初余额	1630	1469	1354	2052	2647
P/E	23.8	22.2	17.7	14.0	11.4	货币资金的期末余额	1469	1354	2052	2647	3485
P/B	3.2	2.9	2.5	2.1	1.8	企业自由现金流	0	(358)	186	390	636
EV/EBITDA	26.6	25.9	21.8	17.0	14.0	权益自由现金流	0	(315)	496	399	651

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 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 层

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