

营收结构符合预期，新型赛道凸显拉动效应

2022 年 04 月 08 日

➤ **事件：**4 月 8 日，公司发布 2021 年年报，实现营收 43.86 亿元，同比增长 20.27%；归母净利润 8.62 亿元，同比增长 7.15%；扣非归母净利润 7.64 亿元，同比增长 8.74%。

➤ **新兴赛道凸显拉动效应，数据绿洲技术框架布局落地。**公司以数据安全三级划分，提出 1.0 的数据对象安全，到 2.0 的数据汇聚安全，再到 3.0 的数据流通安全的演化路径。数据安全业务实现营业收入 9.12 亿元，同比增长 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新业务板块，实现营业收入 15.54 亿元，同比增长 48%。公司不断推陈出新，EDR（终端检测与响应）、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。

➤ **新业务带动利润侧承压的背景下，财务指标保持稳步增长。**公司于 2021 年全面布局新业务，2021 年公司员工共 6587 人，同比增长 22.41%；研发及营销费用共 10.61 亿元，同比增长 35.38%；员工持股计划产生的股份支付约为 7,680 万元。公司在利润侧承受较大压力的同时，通过加强应收账款与销售渠道管理以及研发重点投入高增长业务、创新业务等规划，实现营业收入、利润、毛利率等财务指标的稳步增长。

➤ **应用场景持续演进，城市级运营中心助力长期战略推进。**2021 年公司开启数据安全 3.0 的新元年，同时大力投入并加强云安全和工控安全的业务建设；在区域市场推进“市长计划”与独立安全运营中心战略相结合，区域市场的精耕细作使客户价值大幅提升；与行业用户的场景化需求相结合，提升了客户粘性，进一步加强在政府、金融、运营商、能源、企业等行业客户的市场竞争优势。而每轮监管方向改变映射至网络安全的场景需求不断替换。纵观网安发展历史大致分为合规时代、攻防实战时代以及即将到来的数据安全时代。时代的切换不仅助力创新赛道的快速落地，同时也带动传统赛道的新一轮替换。公司提前布局新时代，创新地将客户定位于“运营+监管”的双重身份，有望实现产品全象限高速增长的前景。

➤ **投资建议：**作为国内深耕已久网络安全厂商，在数据作为核心要素的背景下，超前以城市级客户为切入点，有望实现数据流通中全环节覆盖的安全运营。预计 2022-2024 年公司收入分别为 54.13/68.53/84.99 亿元，归母净利润分别为 11.60/14.63/18.50 亿元，22/23 年对应 PE 为 17X 与 13X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**城市运营中心建设不及预期，政府 IT 投入预算不及预期，行业竞争加剧。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	4386	5413	6853	8499
增长率（%）	20.3	23.4	26.6	24.0
归属母公司股东净利润（百万元）	862	1160	1463	1850
增长率（%）	7.1	34.6	26.2	26.4
每股收益（元）	0.92	1.24	1.57	1.98
PE	22	17	13	10
PB	2.9	2.4	2.1	1.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 4 月 7 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

20.53 元



分析师：吕伟

执业证号：S0100521110003

电话：021-80508288

邮箱：lvwei_yj@mszq.com

相关研究

1. 启明星辰 (002439) 事件点评：高标准股权激励计划发布，网安龙头迎来发展新阶段
2. 启明星辰 2021 年业绩预告点评：实现高质量增长，超前布局数据安全全环节
3. 启明星辰 (002439) 2021 年三季报点评：Q3 收入增速近三成，单季利润出现边际改善
4. 启明星辰 (002439) 2021 年一季报点评：收入翻倍增长，合同负债大幅提升反映业务景气度
5. 启明星辰 (002439) 2020 年年报点评：业绩稳步提升，新安全增速超六成

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	4386	5413	6853	8499
营业成本	1492	1722	2157	2752
营业税金及附加	42	49	77	78
销售费用	1102	1365	1653	1896
管理费用	215	342	415	452
研发费用	846	1230	1417	1738
EBIT	689	706	1134	1582
财务费用	-10	-1	-2	-3
资产减值损失	-19	-5	-5	-4
投资收益	49	159	143	160
营业利润	936	1264	1619	2107
营业外收支	2	0	-2	0
利润总额	938	1264	1616	2107
所得税	75	104	153	257
净利润	863	1160	1463	1850
归属于母公司净利润	862	1160	1463	1850
EBITDA	862	794	1221	1671

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1354	2301	3070	4220
应收账款及票据	3084	3909	5005	6107
预付款项	50	59	76	94
存货	474	472	627	810
其他流动资产	1605	1634	1697	1756
流动资产合计	6567	8376	10475	12988
长期股权投资	164	191	226	250
固定资产	569	565	561	557
无形资产	187	186	184	176
非流动资产合计	2369	2392	2420	2433
资产合计	8936	10767	12895	15421
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	885	1225	1553	1858
其他流动负债	1169	1501	1838	2209
流动负债合计	2055	2726	3390	4067
长期借款	1	1	1	1
其他长期负债	143	143	143	143
非流动负债合计	144	144	144	144
负债合计	2199	2870	3534	4211
股本	934	934	934	934
少数股东权益	16	16	16	16
股东权益合计	6738	7897	9360	11210
负债和股东权益合计	8936	10767	12895	15421

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	20.27	23.42	26.60	24.01
EBIT 增长率	-0.75	2.40	60.65	39.52
净利润增长率	7.15	34.59	26.18	26.44
盈利能力 (%)				
毛利率	65.99	68.20	68.52	67.61
净利润率	19.67	21.42	21.35	21.77
总资产收益率 ROA	9.64	10.77	11.35	12.00
净资产收益率 ROE	12.82	14.71	15.66	16.53
偿债能力				
流动比率	3.20	3.07	3.09	3.19
速动比率	2.91	2.86	2.86	2.95
现金比率	0.66	0.84	0.91	1.04
资产负债率 (%)	24.60	26.65	27.41	27.30
经营效率				
应收账款周转天数	248.35	254.37	257.89	253.54
存货周转天数	116.03	101.20	106.78	108.00
总资产周转率	0.49	0.50	0.53	0.55
每股指标 (元)				
每股收益	0.92	1.24	1.57	1.98
每股净资产	7.20	8.44	10.01	11.99
每股经营现金流	0.34	0.96	0.80	1.17
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	22	17	13	10
PB	2.9	2.4	2.1	1.7
EV/EBITDA	20.73	21.31	13.22	8.98
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	863	1160	1463	1850
折旧和摊销	173	88	88	89
营运资金变动	-675	-196	-670	-691
经营活动现金流	318	898	744	1092
资本开支	-448	-83	-84	-77
投资	12	-27	-35	-25
投资活动现金流	-110	49	25	58
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-229	0	0	0
现金净流量	-21	946	769	1150

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001