

启明星辰（002439.SZ）

24 年承压较大，与移动协同打造新增长点

优于大市

核心观点

收入和利润 24 年承压较大。2024 年公司营业收入 33.15 亿元（-26.44%）；归母净利润-2.26 亿元（-130.53%），扣非归母净利润-1.32 亿元（-127.98%）。单 Q4 来看，公司收入 9.89 亿元（-49.88%），归母净利润-0.16 亿元（-103.25%），扣非归母净利润 0.16 亿元（-96.55%）。2024 年外部环境和下游需求压力较大，预算下滑、部分项目延期等对公司产生较大的负面影响；同时投资收益和公允价值变动收益较去年同期下降约 3.52 亿元（税后）。

25Q1 下游需求仍未明显好转，但收入质量显著提升。公司公布 25Q1 预告，25 年第一季度，公司收入约 6.0 至 6.8 亿元，下滑约 26%至 35%；归母净利润 110 万至 165 万元，实现扭亏为盈；扣非归母净利润-5600 万至-4800 万元，亏损同比略有扩大。公司毛利率提升 8 个百分点；三费合计较上年同期降低 15%。25Q1 归母净利润扭亏，主要系公司主动管理非经常性损益的波动，获得显著回报。

信创和云安全表现相对较好。公司安全产品收入 19.05 亿元（-26.12%）；安全运营服务 13.83 亿元（-27.20%）。信创领域，公司发布超 300 款国产化产品，提供信创云资源池、信创工业安全、信创数据安全治理平台等新兴领域方案，收入增速超 15%。云安全领域，已经全面承接移动云安全产品研发和运营，已完成 24 款产品上线移动云商城，收入增速 20%以上。

和移动协同进一步深化，打造新增长点。2024 年，公司与中国移动完成了 10 亿以上的关联交易，其中协同拓展产生的销售额占比约 70%以上，2025 年公司预期向移动及其控制企业销售商品金额约 19.5 亿。除此之外，公司承担了中国移动安全大模型战略研发任务，在“AI+安全运营”方面，公司打造了“安星人工智能运营系统”。另一方面，公司在个人与家庭智慧场景的商业模式上取得突破，将安全能力深度集成至“移动云电脑”等中国移动入口级产品，负责保障用户云端服务安全可靠，月活用户数量达百万级。

风险提示：宏观经济影响 IT 支出；行业竞争加剧；新业务拓展不及预期。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。由于 24 年公司及整个行业均承受了较大的需求下行压力，下调公司盈利预测。预计 2025-2027 年营收 35.31/39.89/45.15 亿元；归母净利润为 1.35/2.88/4.38 亿元，对应当前 PE 为 135/63/42 倍。由于公司与中国移动协同在各个方面逐步成熟，体量有望增长，且持续开拓新业务。公司有望逐步修复，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,507	3,315	3,551	3,989	4,515
(+/-%)	1.6%	-26.4%	7.1%	12.3%	13.2%
净利润(百万元)	741	-226	135	288	438
(+/-%)	18.4%	-130.5%	-159.8%	112.5%	52.3%
每股收益(元)	0.61	-0.19	0.11	0.24	0.36
EBIT Margin	11.7%	-3.8%	3.8%	7.3%	9.3%
净资产收益率(ROE)	6.2%	-2.0%	1.2%	2.4%	3.6%
市盈率(PE)	24.6	-80.5	134.6	63.3	41.6
EV/EBITDA	30.7	384.4	95.7	55.4	41.3
市净率(PB)	1.52	1.60	1.58	1.54	1.49

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

xionglli1@guosen.com.cn

S0980519030002

证券分析师：库宏尧

021-60875168

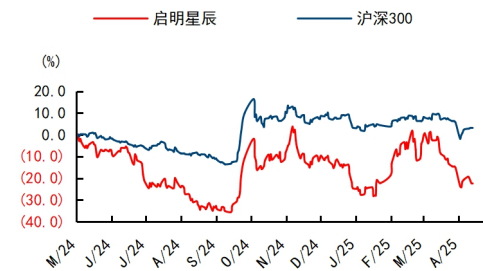
kuhongyao@guosen.com.cn

S0980520010001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	14.95 元
总市值/流通市值	18215/10844 百万元
52 周最高价/最低价	20.02/12.19 元
近 3 个月日均成交额	744.01 百万元

市场走势



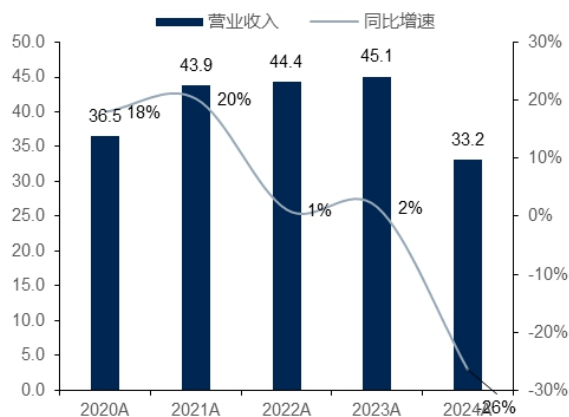
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《启明星辰(002439.SZ)——2023 年报点评-安全运营和服务增长超 30%，移动注入成长动能》——2024-04-14
- 《启明星辰(002439.SZ)-单 Q2 扣非净利润转正，AI 助力安全运营可期》——2023-08-30
- 《启明星辰(002439.SZ)——一季度预期增速 40%左右，运营商+数据安全形成产业共振》——2023-04-23

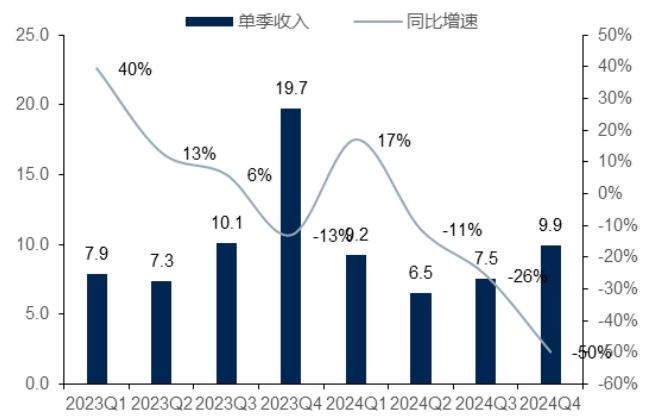
收入和利润 24 年承压较大。2024 年公司营业收入 33.15 亿元（-26.44%）；归母净利润-2.26 亿元（-130.53%），扣非归母净利润-1.32 亿元（-127.98%）。单 Q4 来看，公司收入 9.89 亿元（-49.88%），归母净利润-0.16 亿元（-103.25%），扣非归母净利润 0.16 亿元（-96.55%）。2024 年外部环境和下游需求压力较大，预算下滑、部分项目延期等对公司产生了较大的负面影响；同时投资收益和公允价值变动收益较去年同期下降约 3.52 亿元（税后）。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



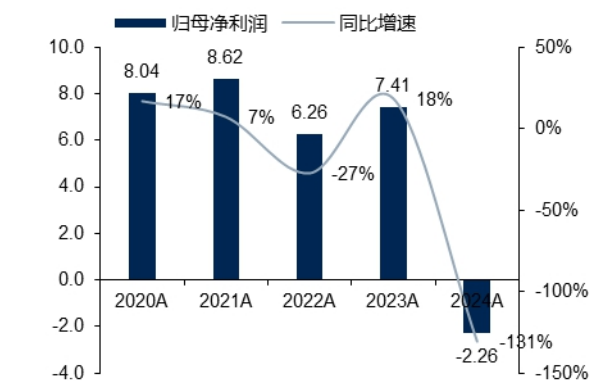
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



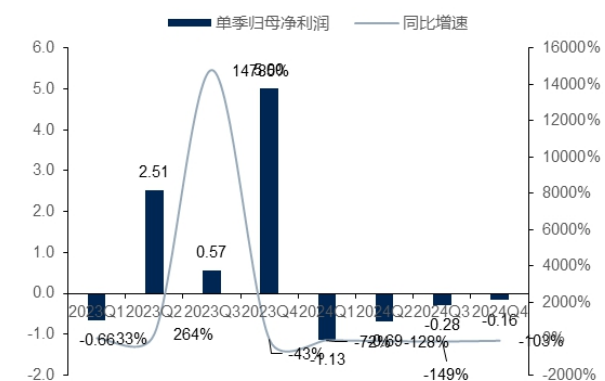
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

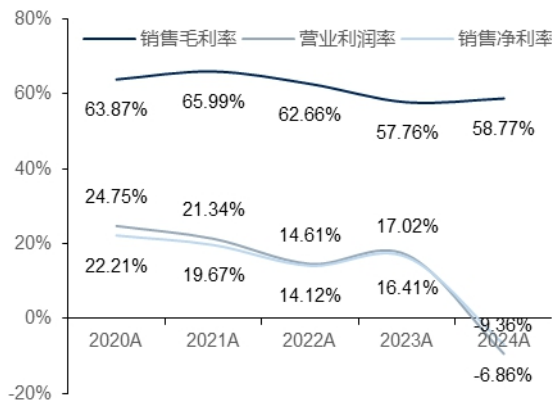
图4：公司单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

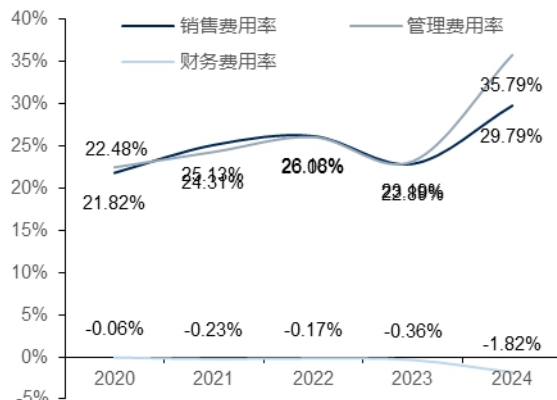
2024 年公司毛利率为 58.77%，整体略有提升；亏损导致净利率为负。费用率方面整体大幅提升，主要是因为公司 24 年收入下降较多，虽然费用绝对值整体变化不大，但是费用率提升明显。

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

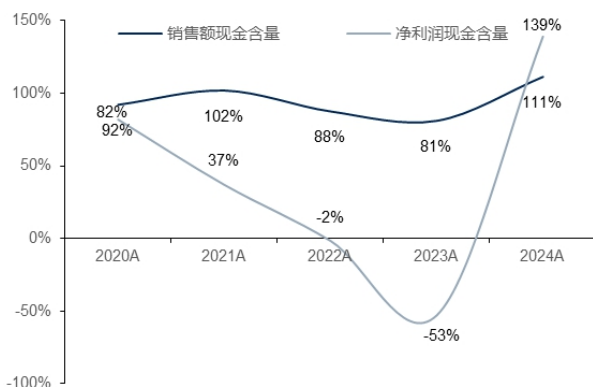
图6: 公司三项费用率变化情况 (管理费用中包含研发费用)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2024 年公司收现略有增长, 达到 36.92 亿元, 经营活动现金净流量为-3.15 亿元, 同比有所好转。公司应收账款整体仍处于高位, 因此应收周转天数上升较快, 存货周转天数也有所上升。

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

盈利预测: 由于经济复苏节奏影响, 各 IT 产业在 2024 年整体需求承压。外部市场环境的变化和不确定性给公司经营带来压力和挑战, 部分公司优势行业受多重因素影响, 安全预算下滑、部分项目延期, 对公司营业收入产生一定影响。因此下修盈利预测。公司核心为两块业务: 安全产品、安全运营与服务。

1) 安全产品: 宏观和外部环境压力下, 公司安全产品收入下降较大。25 年随着公司与移动协同进一步加强, 2025 年公司预期向移动及其控制企业销售商品金额约 19.5 亿, 有望带来增量。同时信创时间节点推进有望加快, 公司有望逐步恢复增长。预期 25-27 年收入增速约 5%、10%、12%, 毛利率保持稳定。

2) 安全运营与服务: 24 年运营中心业务同样下滑。但公司成功承接和推动中国移动 OneSOC 政企安全运营中心的建设, 随着 AI 大模型应用的普及, AI+安全运营有望成为各个政企的新投入方向。预期 25-27 年收入增速约 10%、15%、15%,

毛利率保持稳定。

表1: 公司业务拆分

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
安全产品	25.78	19.05	20.00	22.00	24.64
yoy	-12.83%	-26.09%	5%	10%	12%
毛利率	59.79%	60.85%	60.85%	60.85%	60.85%
安全运营和服务	18.99	13.83	15.21	17.49	20.12
yoy	30.60%	-27.17%	10%	15.00%	15%
毛利率	55.01%	56.06%	56.06%	56.06%	56.06%

资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理和预测

综上所述, 预计未来3年营收 35.51/39.89/45.15 亿元, 同比增长 7.1%、12.3%、13.2%。归母净利润 1.35/2.88/4.38 亿元, 每股收益分别为 0.11/0.24/0.36 元。

表2: 公司未来3年盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	3315	3551	3989	4515
营业成本	1367	1466	1649	1868
销售费用	988	959	997	1084
管理费用	206	121	134	150
研发费用	852	834	878	948
财务费用	(60)	(25)	(20)	(19)
营业利润	(310)	141	302	461
利润总额	(319)	143	304	463
归属于母公司净利润	(226)	135	288	438
EPS	-0.19	0.11	0.24	0.36
ROE	-2.0%	1.2%	2.4%	3.6%

资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理和预测

投资建议: 维持“优于大市”评级。由于24年公司及整个行业均承受了较大的需求下行压力, 下调公司盈利预测。预计2025-2027年营收 35.31/39.89/45.15 亿元; 归母净利润为 1.35/2.88/4.38 亿元, 对应当前 PE 为 135/63/42 倍。由于公司与中国移动协同在各个方面逐步成熟, 体量有望增长, 且持续开拓新业务。公司有望逐步修复, 维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	4953	1964	2260	2165	2119	营业收入	4507	3315	3551	3989	4515
应收款项	5030	4957	5310	5965	6752	营业成本	1904	1367	1466	1649	1868
存货净额	485	463	499	561	636	营业税金及附加	36	29	34	38	43
其他流动资产	94	318	340	382	433	销售费用	1032	988	959	997	1084
流动资产合计	11814	8402	9108	9774	10640	管理费用	193	206	121	134	150
固定资产	624	617	465	343	232	研发费用	815	852	834	878	948
无形资产及其他	155	365	352	338	324	财务费用	(16)	(60)	(25)	(20)	(19)
投资性房地产	1859	4043	4043	4043	4043	投资收益	220	(4)	80	40	40
长期股权投资	412	351	361	371	381	资产减值及公允价值变动	93	(70)	(240)	(200)	(180)
资产总计	14865	13778	14328	14868	15620	其他收入	(906)	(1021)	(694)	(728)	(788)
短期借款及交易性金融负债	37	17	300	300	300	营业利润	767	(310)	141	302	461
应付款项	1429	1182	1274	1433	1624	营业外净收支	(5)	(8)	2	2	2
其他流动负债	1170	1009	1045	1142	1275	利润总额	762	(319)	143	304	463
流动负债合计	2637	2208	2619	2875	3199	所得税费用	23	(91)	7	15	23
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(2)	(1)	0	1	2
其他长期负债	218	142	152	162	172	归属于母公司净利润	741	(226)	135	288	438
长期负债合计	218	142	152	162	172	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	2855	2350	2771	3037	3371	净利润	741	(226)	135	288	438
少数股东权益	14	13	13	14	16	资产减值准备	(16)	19	(6)	(5)	(4)
股东权益	11996	11416	11544	11817	12233	折旧摊销	158	181	83	92	100
负债和股东权益总计	14865	13778	14328	14868	15620	公允价值变动损失	(93)	70	240	200	180
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	(16)	(60)	(25)	(20)	(19)
每股收益	0.61	(0.19)	0.11	0.24	0.36	营运资本变动	(1126)	(2778)	(279)	(499)	(583)
每股红利	0.15	0.27	0.01	0.01	0.02	其它	15	(22)	7	6	6
每股净资产	9.85	9.37	9.48	9.70	10.04	经营活动现金流	(322)	(2756)	180	81	137
ROIC	17%	6%	9%	11%	12%	资本开支	0	(9)	(151)	(151)	(151)
ROE	6%	-2%	1%	2%	4%	其它投资现金流	220	551	0	0	0
毛利率	58%	59%	59%	59%	59%	投资活动现金流	31	603	(161)	(161)	(161)
EBIT Margin	12%	-4%	4%	7%	9%	权益性融资	1	0	0	0	0
EBITDA Margin	15%	2%	6%	10%	12%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	2%	-26%	7%	12%	13%	支付股利、利息	(189)	(329)	(7)	(14)	(22)
净利润增长率	18%	-131%	-160%	112%	52%	其它融资现金流	4281	(178)	283	0	0
资产负债率	19%	17%	19%	21%	22%	融资活动现金流	3904	(836)	276	(14)	(22)
股息率	1.0%	1.8%	0.0%	0.1%	0.1%	现金净变动	3613	(2989)	295	(94)	(46)
P/E	24.6	(80.5)	134.6	63.3	41.6	货币资金的期初余额	1340	4953	1964	2260	2165
P/B	1.5	1.6	1.6	1.5	1.5	货币资金的期末余额	4953	1964	2260	2165	2119
EV/EBITDA	30.7	384.4	95.7	55.4	41.3	企业自由现金流	0	(2697)	(217)	(281)	(233)
						权益自由现金流	0	(2875)	89	(262)	(215)

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 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