



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 04 月 23 日

基础数据

04 月 23 日收盘价（元）	15.57
总市值（亿元）	189.70
总股本（亿股）	12.18

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证计算机】启明星辰：重点领域增长可观，创新成果显现 20241113-2024.11.13

【兴证计算机】启明星辰：新兴安全增长亮眼，深化中移协同 20240914-2024.09.14

【兴证计算机】启明星辰 2023 年报点评：新业务驱动营收增长，持续深化中移协同 20240425-2024.04.25

分析师：孙乾

S0190518110001

sunqian@xyzq.com.cn

分析师：桂杨

S0190524040005

guiyang@xyzq.com.cn

启明星辰(002439.SZ)

毛利率提升，积极布局创新方向

投资要点：

- 事件：公司发布 2024 年年度报告和 2025Q1 业绩预告：2024 年，公司实现营收 33.15 亿元，同比下滑 26.44%；归母净利润亏损 2.26 亿元，上年同期盈利 7.41 亿元；扣非归母净利润亏损 1.32 亿元，上年同期盈利 4.71 亿元。2025Q1，公司预计实现营收 6.00-6.80 亿元，同比下滑 26.30%-34.97%；归母净利润盈利 110-165 万元，上年同期亏损 1.13 亿元；扣非归母净利润亏损 0.48-0.56 亿元，上年同期亏损 0.48 亿元。
- 收入质量提升，进一步降本增效。公司严格把控项目质量，优化业务流程，推动收入质量显著提升。2024 年公司营业收入变动，主要因为公司的下游优势行业客户安全预算下滑，以及部分项目延期等。2024 年公司利润变动，主要因为公司持续加大技术研发和人才培养投入，费用率提升；以及受到其他参股公司的股价波动影响，2024 年公司的投资收益和公允价值变动收益和上年同期相比，下降约 3.52 亿元。2025Q1 公司实现盈利突破，主要因为利用 AI 技术赋能自身网安业务场景，进一步降本增效，同时主动管理非经常性损益的波动，从而获得回报。
- 毛利率提升，经营活动现金流改善。2024 年，公司销售、管理、研发费用率分别为 29.79%、6.22%、25.70%，同比变动+7.03pcts、+1.94pcts、+7.63pcts。2024 年公司综合毛利率 58.77%，同比变动+1.01pcts。2025Q1 公司毛利率同比变动+8pcts，体现高质量发展。2024 年经营活动现金流净额为-3.15 亿元，上年同期为-3.93 亿元，现金流同比改善。2025Q1 公司三费合计同比降低 15%，为全年利润释放空间。
- 积极布局创新方向，拓展新客群。公司发布“九天·泰合”安全大模型和“安星”智能体，推进 AI 赋能全系列安全产品和安全运营服务；发布超 300 款国产化产品，形成了多样化的信创安全产品布局；已全面承接移动云安全产品研发和运营，完成 24 款产品上线移动云商城；持续推动安全在车路云一体化、低空经济、卫星互联网等新场景创新，深化数据绿洲战略；拓展个人和家庭客户等新客户群体，协同中国移动打造云电脑业务，月活用户数量达百万级。
- 盈利预测与投资建议：根据公司最新财报，调整公司盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 2.12/2.90/3.15 亿元，维持“增持”评级。
- 风险提示：与中国移动关联交易金额不及预期；AI 应用不及预期；市场竞争加剧。

主要财务指标

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	3315	3687	4013	4288
同比增长	-26.4%	11.2%	8.8%	6.9%
归母净利润（百万元）	-226	212	290	315
同比增长	-	-	36.4%	8.7%
毛利率	58.8%	59.0%	59.5%	60.0%
ROE	-2.0%	1.8%	2.4%	2.5%
每股收益（元）	-0.19	0.17	0.24	0.26
市盈率	-	89.4	65.5	60.3

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	8402	8739	9300	9857
货币资金	1964	2803	2389	2153
交易性金融资产	576	606	636	666
应收票据及应收账款	4890	4244	4982	5528
预付款项	67	40	48	60
存货	463	435	477	526
其他	442	611	768	924
非流动资产	5376	5423	5462	5543
长期股权投资	351	401	451	501
固定资产	617	585	550	510
在建工程	0	0	0	0
无形资产	365	321	272	270
商誉	704	704	704	704
其他	3338	3412	3485	3558
资产总计	13778	14163	14761	15401
流动负债	2208	2274	2478	2696
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1182	1166	1292	1391
其他	1026	1108	1186	1305
非流动负债	142	137	132	127
长期借款	0	0	0	0
其他	142	137	132	127
负债合计	2350	2411	2609	2823
股本	1218	1218	1218	1218
未分配利润	4507	4799	5155	5532
少数股东权益	13	13	14	15
股东权益合计	11429	11752	12152	12578
负债及权益合计	13778	14163	14761	15401

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
归母净利润	-226	212	290	315
折旧和摊销	224	239	249	205
营运资金的变动	-548	598	-741	-544
经营活动产生现金流量	-315	1087	-177	31
资本支出	-266	-151	-150	-150
长期投资	-5	-155	-155	-155
投资活动产生现金流量	-2251	-243	-232	-262
债券融资	0	-5	-5	-5
股权融资	0	0	0	0
融资活动产生现金流量	-420	-6	-5	-5
现金净变动	-2986	839	-414	-236

利润表

单位：百万元

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	3315	3687	4013	4288
营业成本	1367	1511	1625	1716
税金及附加	29	31	35	37
销售费用	988	1032	1103	1158
管理费用	206	221	221	214
研发费用	852	811	883	943
财务费用	-60	-39	-56	-48
投资收益	-4	83	94	64
公允价值变动收益	-93	0	0	0
信用减值损失	-250	-100	-100	-100
资产减值损失	-23	-10	-10	-10
营业利润	-310	249	348	394
营业外收支	-8	-9	-9	-9
利润总额	-319	240	339	385
所得税	-91	28	49	70
净利润	-227	213	290	315
少数股东损益	-1	0	1	1
归属母公司净利润	-226	212	290	315
EPS (元)	-0.19	0.17	0.24	0.26

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业收入增长率	-26.4%	11.2%	8.8%	6.9%
营业利润增长率	-	-	39.7%	13.3%
归母净利润增长率	-	-	36.4%	8.7%
盈利能力				
毛利率	58.8%	59.0%	59.5%	60.0%
归母净利率	-6.8%	5.8%	7.2%	7.3%
ROE	-2.0%	1.8%	2.4%	2.5%
偿债能力				
资产负债率	17.1%	17.0%	17.7%	18.3%
流动比率	3.81	3.84	3.75	3.66
速动比率	3.40	3.40	3.26	3.13
营运能力				
资产周转率	0.23	0.26	0.28	0.28
每股资料 (元)				
每股收益	-0.19	0.17	0.24	0.26
每股经营现金	-0.26	0.89	-0.15	0.03
估值比率 (倍)				
PE	-	89.4	65.5	60.3
PB	1.7	1.6	1.6	1.5

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

分析师声明

本人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证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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口头承诺均为无效，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn