

启明星辰（002439）

2025 年一季报点评：业绩符合市场预期，快速迭代大模型安全产品矩阵

买入（维持）

2025 年 05 月 06 日

证券分析师 王紫敬

执业证书：S0600521080005

021-60199781

wangzj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	4,507	3,315	3,714	4,164	4,670
同比（%）	1.58	(26.44)	12.04	12.10	12.16
归母净利润（百万元）	741.14	(226.30)	194.90	292.24	432.73
同比（%）	18.37	(130.53)	186.12	49.95	48.07
EPS-最新摊薄（元/股）	0.61	(0.19)	0.16	0.24	0.36
P/E（现价&最新摊薄）	25.41	(83.23)	96.65	64.45	43.53

关键词：#新需求、新政策

事件：公司发布 2025 年一季报，Q1 实现营收 6.41 亿元，同比-30.54%，归母净利润 0.02 亿元，同比扭亏为盈，扣非净利润-0.51 亿元，同比亏损增加 7.47%。业绩符合市场预期。

投资要点

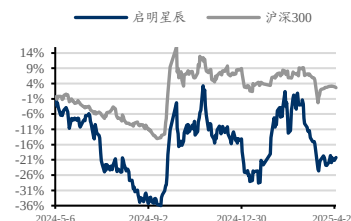
■ **营收下滑主要系需求端影响，利润受多因素原因实现同比转正：**公司 25Q1 营收下降主要原因是：一季度网络安全市场环境延续机遇与挑战并存的态势，下游客户的需求仍未出现明显好转，对公司营业收入形成一定影响。利润的转正主要是以下原因：① 25Q1 营业成本同比减少 41.8%（其主要原因是收入减少和毛利率增长）；② 25Q1 的销售、管理及研发费用合计同比减少约 15%（公司降本增效，降低冗余成本）；③ 25Q1 投资收益同比增加 165.89%，其主要原因是参股上市公司“航天软件”本期确认的投资收益增加；④ 25Q1 公允价值变动收益同比增加 198.18%，其主要原因是参股上市公司“永信至诚”本期确认的公允价值变动收益增加。

■ **布局 AI 安全，快速迭代大模型安全产品矩阵：**自 2025 年 2 月 6 日起，启明星辰以周为单位加速产品迭代，已完成多项技术升级，成功构建完整的大模型应用安全产品矩阵，形成覆盖全场景的大模型应用安全防护体系，包含：大模型应用防火墙（MAF）、大模型访问安全代理（MASB）、大模型访问脱敏罩、大模型评估与检查等。同时，目前大模型应用向智能体集群化发展，公司也在积极构建大模型应用安全的多智能体、智能体集群的安全体系。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑到下游需求下滑带来的影响，同时公司的投资收益和公允价值变动收益在 24 年出现较大波动，导致公司利润端出现较大下滑。因此我们将公司 2025-2026 年 EPS 预测由 0.88/1.12 元下调至 0.16/0.24 元，预测 2027 年 EPS 为 0.36 元。我们长期看好公司战略新兴业务布局卓有成效，中国移动控股合作进展顺利，未来有望帮助公司实现业绩的逐步恢复，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**合作进展不及预期，行业竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	15.46
一年最低/最高价	12.19/20.02
市净率(倍)	1.65
流通 A 股市值(百万元)	11,213.80
总市值(百万元)	18,835.99

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.37
资产负债率(% ,LF)	15.85
总股本(百万股)	1,218.37
流通 A 股(百万股)	725.34

相关研究

《启明星辰(002439)：2024 年中报点评：业绩符合预期，短期承压静待回暖》

2024-08-29

《启明星辰(002439)：2023 年报点评：业绩符合预期，收入增长有望恢复》

2024-04-16

启明星辰三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	8,402	8,718	9,254	10,030	营业总收入	3,315	3,714	4,164	4,670
货币资金及交易性金融资产	2,540	3,594	3,153	2,965	营业成本(含金融类)	1,367	1,598	1,782	1,979
经营性应收款项	4,957	4,209	5,112	5,981	税金及附加	29	19	21	23
存货	463	453	516	600	销售费用	988	1,003	1,041	1,121
合同资产	17	31	35	34	管理费用	206	204	208	224
其他流动资产	425	430	438	450	研发费用	852	891	958	1,051
非流动资产	5,376	5,415	5,448	5,468	财务费用	(60)	0	0	0
长期股权投资	351	413	477	498	加:其他收益	125	186	208	234
固定资产及使用权资产	653	611	543	479	投资净收益	(4)	37	42	47
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	(93)	100	20	20
无形资产	365	425	510	629	减值损失	(272)	(117)	(117)	(117)
商誉	704	704	704	704	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	30	30	30	30	营业利润	(310)	205	308	456
其他非流动资产	3,273	3,232	3,183	3,128	营业外净收支	(8)	0	0	0
资产总计	13,778	14,133	14,702	15,498	利润总额	(319)	205	308	456
流动负债	2,208	2,367	2,644	3,007	减:所得税	(91)	10	15	23
短期借款及一年内到期的非流动负债	17	17	17	17	净利润	(227)	195	293	433
经营性应付款项	1,186	1,240	1,423	1,611	减:少数股东损益	(1)	0	0	0
合同负债	292	245	296	351	归属母公司净利润	(226)	195	292	433
其他流动负债	713	866	908	1,027	每股收益-最新股本摊薄(元)	(0.19)	0.16	0.24	0.36
非流动负债	142	142	142	142	EBIT	(272)	(1)	155	272
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	(48)	229	396	522
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	58.77	56.97	57.21	57.62
租赁负债	17	17	17	17	归母净利率(%)	(6.83)	5.25	7.02	9.27
其他非流动负债	124	124	124	124	收入增长率(%)	(26.44)	12.04	12.10	12.16
负债合计	2,350	2,509	2,786	3,149	归母净利润增长率(%)	(130.53)	186.12	49.95	48.07
归属母公司股东权益	11,416	11,611	11,903	12,336					
少数股东权益	13	13	13	14					
所有者权益合计	11,429	11,624	11,916	12,349					
负债和股东权益	13,778	14,133	14,702	15,498					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(315)	1,186	(229)	15	每股净资产(元)	9.37	9.53	9.77	10.12
投资活动现金流	(2,251)	(232)	(232)	(223)	最新发行在外股份(百万股)	1,218	1,218	1,218	1,218
筹资活动现金流	(420)	0	0	0	ROIC(%)	(1.65)	(0.01)	1.24	2.12
现金净增加额	(2,986)	954	(462)	(208)	ROE-摊薄(%)	(1.98)	1.68	2.46	3.51
折旧和摊销	224	230	241	250	资产负债率(%)	17.05	17.75	18.95	20.32
资本开支	(266)	(208)	(217)	(261)	P/E (现价&最新股本摊薄)	(83.23)	96.65	64.45	43.53
营运资本变动	(548)	782	(818)	(717)	P/B (现价)	1.65	1.62	1.58	1.53

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>