

启明星辰 (002439.SZ)

强烈推荐 (维持)

Q2 现金流回正, AI 与数据安全等创新业务加速落地

公司上半年毛利率、现金流等指标改善, AI 安全、数据安全等创新业务领域加速商业化落地, 与中移动协同有望持续深化。

- **事件:** 公司发布 2025 年半年度报告, 上半年实现营业收入 11.33 亿元, YoY-28.03%; 实现归母净利润-0.93 亿元, YoY+48.78%; 实现扣非归母净利润-1.64 亿元, YoY-63.41%; 实现经营性净现金流-1.62 亿元, YoY+68.77%。25Q2 单季度实现营业收入 4.92 亿元, YoY-24.47%; 实现归母净利润-0.95 亿元, YoY-37.44%; 实现扣非归母净利润-1.12 亿元, YoY-114.51%。
- **收入端短期承压, 毛利率、现金流等关键指标持续改善。** 受下游客户需求和投入影响, 公司及行业短期增长承压。公司着力于强化管理优化经营质量, 上半年多项经营指标有持续改善: 受益于高毛利产品占比提升, 上半年公司综合毛利率同比提升 3.4pct, 其中安全产品、安全运营与服务毛利率分别同比提升 5.25pct 和 3.58pct; 公司持续推动降本增效, 费用得到有效压降, 合计同比下降 13.54%, 同时公司积极布局未来, 研发投入占营收比重提升至 37.67%, 较上年同期增加 3.64pct; 公司强化应收账款和回款管理, 经营性现金流净额同比增长 68.77%, 其中第二季度回款表现强劲, 单季经营性现金流实现净流入, 现金流大幅改善改善了现金流的季节性波动问题。
- **中移协同深化, AI 与数据安全等创新业务加速落地。** 公司作为中国移动专责网信安全专业子公司, 与中移的协同合作正步入提质增效的新阶段, 报告期内虽与中移关联交易额减少, 但来自中移自采的业务收入同比快速上升; 后续将大力提升云安全、DICT 的协同收入质量与规模, 升级安全产品和服务供给, 扩大中移自采业务的市场份额。创新业务方面, 公司 AI 产品实现变现, Q1 抢发大模型应用安全三件套等系列产品并建立标杆案例, Q2 加速项目复制, 签单金额倍增, 同时 AI 赋能公司内部研发生产效率提升 25% 以上; 数据安全方面, 公司在数据安全 2.0 和数据安全 3.0 场景落地数个千万级项目。
- **维持“强烈推荐”投资评级。** 强化管理优化经营质量下, 上半年公司毛利率、应收账款等关键指标改善, Q2 现金流实现回正。AI 与数据安全等创新业务加速落地, 与中移动协同有望持续深化。预计公司 25-27 年归母净利润为 1.14/2.31/3.79 亿元, 维持“强烈推荐”评级。

□ **风险提示:** 技术创新风险、市场竞争风险、下游需求不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	4507	3315	3481	3759	4135
同比增长	2%	-26%	5%	8%	10%
营业利润(百万元)	767	(310)	135	265	430
同比增长	18%	-140%	-143%	96%	62%
归母净利润(百万元)	741	(226)	114	231	379
同比增长	18%	-131%	-150%	103%	64%
每股收益(元)	0.61	-0.19	0.09	0.19	0.31
PE	27.9	-91.2	180.7	89.2	54.4
PB	1.7	1.8	1.8	1.8	1.7

资料来源: 公司数据、招商证券

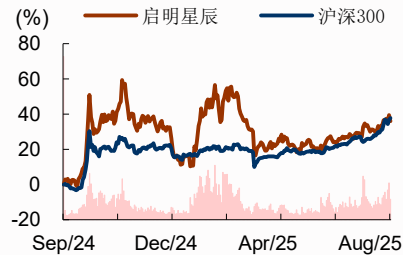
TMT 及中小盘/计算机
目标估值: NA
当前股价: 17.04 元

基础数据

总股本(百万股)	1211
已上市流通股(百万股)	725
总市值(十亿元)	20.6
流通市值(十亿元)	12.4
每股净资产(MRQ)	9.3
ROE(TTM)	-1.2
资产负债率	14.8%
主要股东	中移资本控股有限责任公司
主要股东持股比例	23.37%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	5	-5	33
相对表现	-3	-21	-5



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《启明星辰 (002439) 一经营质量显著提升, 紧抓 AI 及中移动协同机遇》2025-04-16
- 2、《启明星辰 (002439) 一战略领域逆势增长, 与中移动协同进一步放量》2024-10-31
- 3、《启明星辰 (002439) 一与中移动协同收入保持高增, 下半年业绩有望提速》2024-08-29

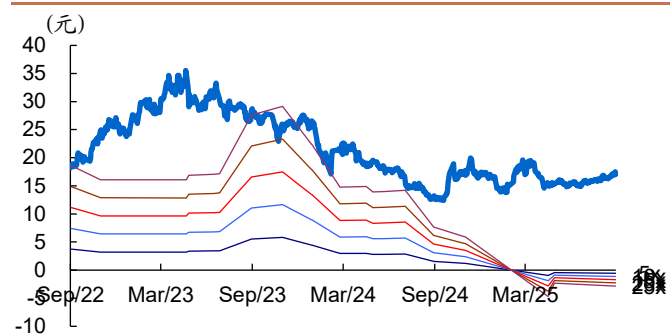
刘玉萍 S1090518120002

liuyuping@cmschina.com.cn

鲍淑娴 S1090525080003

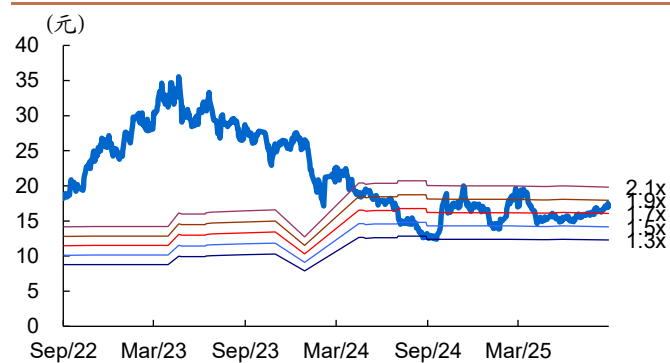
baoshuxian@cmschina.com.cn

图 1: 启明星辰历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 启明星辰历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	11814	8402	8670	9082	9635
现金	4953	1964	2393	3107	3956
交易性投资	1127	576	576	576	576
应收票据	79	158	165	179	196
应收款项	4871	4732	4525	4135	3722
其它应收款	81	68	71	77	85
存货	485	463	478	509	553
其他	219	441	462	498	547
非流动资产	3051	5376	5253	5144	5046
长期股权投资	412	351	351	351	351
固定资产	624	617	611	605	600
无形资产商誉	969	1100	990	891	802
其他	1045	3308	3302	3297	3293
资产总计	14865	13778	13923	14226	14681
流动负债	2637	2208	2239	2343	2486
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1429	1182	1219	1300	1413
预收账款	260	296	305	325	353
其他	948	730	714	717	720
长期负债	218	142	142	142	142
长期借款	0	0	0	0	0
其他	218	142	142	142	142
负债合计	2855	2350	2380	2484	2628
股本	1227	1218	1218	1218	1218
资本公积金	5598	5577	5577	5577	5577
留存收益	5171	4621	4735	4932	5242
少数股东权益	14	13	13	15	16
归属于母公司所有者权益	11996	11416	11530	11727	12037
负债及权益合计	14865	13778	13923	14226	14681

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(393)	(315)	349	657	820
净利润	740	(227)	115	233	381
折旧摊销	182	200	183	170	158
财务费用	(7)	(45)	(17)	(22)	(28)
投资收益	(220)	4	(140)	(130)	(130)
营运资金变动	(1036)	(160)	209	408	440
其它	(51)	(87)	(1)	(1)	(1)
投资活动现金流	285	(2251)	80	70	70
资本支出	(159)	(266)	(60)	(60)	(60)
其他投资	444	(1985)	140	130	130
筹资活动现金流	3720	(420)	0	(12)	(41)
借款变动	(194)	(63)	(17)	0	0
普通股增加	274	(8)	0	0	0
资本公积增加	3783	(21)	0	0	0
股利分配	(191)	(331)	0	(34)	(69)
其他	47	4	17	22	28
现金净增加额	3612	(2986)	428	715	849

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4507	3315	3481	3759	4135
营业成本	1904	1367	1410	1504	1633
营业税金及附加	36	29	31	33	37
营业费用	1032	988	870	902	951
管理费用	193	206	191	188	207
研发费用	815	852	801	789	786
财务费用	(16)	(60)	(17)	(22)	(28)
资产减值损失	(273)	(271)	(200)	(230)	(250)
公允价值变动收益	90	(93)	10	10	10
其他收益	186	125	120	100	100
投资收益	220	(4)	10	20	20
营业利润	767	(310)	135	265	430
营业外收入	2	4	4	4	4
营业外支出	7	12	12	12	12
利润总额	762	(319)	126	256	421
所得税	23	(91)	12	24	40
少数股东损益	(2)	(1)	1	1	2
归属于母公司净利润	741	(226)	114	231	379

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	2%	-26%	5%	8%	10%
营业利润	18%	-140%	-143%	96%	62%
归母净利润	18%	-131%	-150%	103%	64%
获利能力					
毛利率	57.8%	58.8%	59.5%	60.0%	60.5%
净利率	16.4%	-6.8%	3.3%	6.2%	9.2%
ROE	7.6%	-1.9%	1.0%	2.0%	3.2%
ROIC	7.4%	-2.2%	0.9%	1.9%	3.0%
偿债能力					
资产负债率	19.2%	17.1%	17.1%	17.5%	17.9%
净负债比率	0.3%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.5	3.8	3.9	3.9	3.9
速动比率	4.3	3.6	3.7	3.7	3.7
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.2	0.3	0.3	0.3
存货周转率	4.1	2.9	3.0	3.0	3.1
应收账款周转率	1.0	0.7	0.7	0.8	1.0
应付账款周转率	1.5	1.0	1.2	1.2	1.2
每股资料(元)					
EPS	0.61	-0.19	0.09	0.19	0.31
每股经营净现金	-0.32	-0.26	0.29	0.54	0.68
每股净资产	9.90	9.42	9.52	9.68	9.94
每股股利	0.27	0.00	0.03	0.06	0.09
估值比率					
PE	27.9	-91.2	180.7	89.2	54.4
PB	1.7	1.8	1.8	1.8	1.7
EV/EBITDA	25.5	-68.6	69.0	50.3	37.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。