

大数据基础软件业务持续高增 围绕大模型及数据要素领域加速布局

——星环科技（688031.SH）半年报点评

计算机/软件开发



事件：

公司于2023年8月30日发布2023年半年报，2023年上半年实现营收1.38亿元（同比+41.38%），实现归母净利润-1.90亿元（同比-14.71%），实现扣非归母净利润-2.10亿元（同比-14.75%）。

投资摘要：

2023上半年实现1.38亿元，营收增速41.38%，增速保持在股权激励计划之上，符合预期，营收同比修复的主要原因在于随着外部环境因素的消退，产品及服务的实施和交付节奏逐渐恢复正常，报告期内软件和服务收入均有较大幅度增加。

在业务方面，大数据基础软件业务增速持续改善，其中分布式关系型数据库软件、数据开发与智能分析工具软件业务表现亮眼，我们认为公司具备长期的发展潜力，其业务在大模型、信创双轮驱动的背景下，公司凭借其技术优势推动全系列产品升级，公司竞争力进一步提升。

- **大数据与云基础平台：**2023上半年营收3,299.08万元，同比增长36.9%，公司推出全系列新版本产品，针对TDH发布了大数据基础平台9.3版本，共支持11种模型的数据统一存储管理；数据云平台TDC推出了3.2版本，提高调度资源的灵活性和利用率，并实现多租户的隔离能力。
- **分布式关系型数据库：**2023上半年营收1016.37万元，同比增速48.3%，其中分布式分析型数据库ArgoDB6.0进一步强化实时分析能力，在批处理和OLAP、Adhoc分析等场景，可替代Oracle、DB2、Teradata、SAPHANA等国外产品；KunDB3.2提升了基于Paxos共识算法的高可用与跨数据中心容灾能力以及对Oracle的兼容能力，使得产品更具竞争力。
- **数据开发与智能分析工具：**2023上半年营收2,530.80万元，同比增长203.0%，公司推出了数据要素流通产品Navier3.1以及安全防护工具Defensor4.0，在有标注样本的前提下，识别准确率达到了95%，另外公司推出了大模型训练工具SophonLLMOp，帮助企业构建属于自己的行业大模型。

在创新方面，公司围绕大模型及数据要素加速布局，打开增长天花板。

- **向量数据库：**推出企业级向量数据库Transwarp Hippo，其能够进行向量数据集的存储、索引以及管理，拓展大模型的时间和空间维度，而多模态大模型的训练和应用的增多将带动向量数据库快速增长，该项业务有望成为公司增长又一引擎。
- **大模型：**率先发布了两款领域大模型，旨在促进金融分析和大数据分析的平民化。其中“无涯”使用了包括研报、公告、政策、新闻在内的高质量文本作为基础大模型的训练语料，构建了包括政策、舆情、ESG、风险、量价、产业链六类大模型基础因子集，实现了全新的智能化投研新范式。“求索”则能够使非专业用户在不需要学习和掌握数据库编程语言的前提下通过自然语言自由地按需查询数据，降低大数据分析使用门槛。

评级

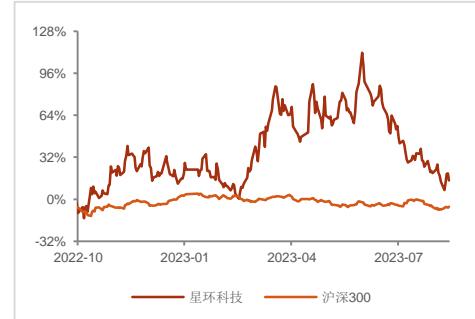
买入

2023年09月03日

曹旭特 分析师
SAC执业证书编号：S1660519040001

| 交易数据 | 时间 2023.9.1 |
|---------------|--------------|
| 总市值/流通市值（亿元） | 104.92/24.85 |
| 总股本（万股） | 12,084.21 |
| 资产负债率（%） | 12.01% |
| 每股净资产（元） | 12.7 |
| 收盘价（元） | 86.82 |
| 一年内最高价/最低价（元） | 165.0/63.77 |

公司股价表现走势图



资料来源：iFind，申港证券研究所

1.《星环科技首次覆盖报告：十年磨一剑 国产分布式技术领跑者》2023-08-18

投资建议：公司作为国内大数据公司，其分布式数据库产品技术领先，具备高营收增速，同时公司向量数据库产品行业领先，首创金融量化大模型“无涯”，在信创和大模型的双重驱动下，公司有望进一步扩大其业绩规模。预计公司 2023-2025 年的营收分别为 5.26 亿元、7.27 亿元和 10.14 亿元，对应同比增长 41.0%、38.3%、39.6%，对应报告日最新收盘价的 PS 分别为 19.97x、14.44x 和 10.34x，参考可比公司平均 PS，我们给予公司 2023 年 25 倍 PS 的合理估值，对应目标市值 132.5 亿元，对应目标价格 109.5 元，保持“买入”评级不变。

风险提示：产品结构性风险；行业竞争风险；全球外部性风险；数据安全风险等。

财务指标预测

| 指标 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元） | 330.86 | 372.62 | 525.46 | 726.48 | 1014.36 |
| 增长率（%） | 27.26% | 12.62% | 41.02% | 38.26% | 39.63% |
| 归母净利润（百万元） | -244.68 | -271.35 | -192.99 | -170.11 | -110.30 |
| 增长率（%） | -32.73% | -10.90% | 28.88% | 11.86% | 35.16% |
| 净资产收益率（%） | -39.58% | -15.86% | -12.71% | -12.62% | -8.91% |
| PS | 31.71 | 28.16 | 19.97 | 14.44 | 10.34 |
| PB | 16.97 | 6.13 | 6.91 | 7.78 | 8.48 |

资料来源：iFind，申港证券研究所

注：数据截至 2023 年 9 月 1 日

表1：公司盈利预测表

| 利润表 | 单位:百万元 | | | | | 资产负债表 | | | | | 单位:百万元 | | | | | | | |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|-------------|-------|-------|-------|-------|--------|-------------|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 流动资产合计 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 货币资金 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | |
| 营业收入 | 330.86 | 372.62 | 525.46 | 726.48 | 1014.36 | 流动资产合计 | 804 | 1874 | 1786 | 1915 | 2173 | 货币资金 | 54 | 283 | 103 | 73 | 101 | |
| 营业成本 | 135.86 | 161.96 | 245.16 | 328.99 | 458.73 | 应收账款 | 194 | 268 | 320 | 443 | 618 | 应收账款 | 16 | 5 | 15 | 20 | 28 | |
| 营业税金及附加 | 3.03 | 1.92 | 3.75 | 5.19 | 7.25 | 预付款项 | 16 | 5 | 15 | 20 | 28 | 预付款项 | 7 | 8 | 13 | 18 | 25 | |
| 营业费用 | 203.20 | 205.24 | 157.64 | 181.62 | 202.87 | 其他应收款 | 7 | 8 | 13 | 18 | 25 | 其他应收款 | 43 | 49 | 74 | 99 | 138 | |
| 管理费用 | 135.28 | 121.34 | 105.09 | 108.97 | 101.44 | 存货 | 43 | 49 | 74 | 99 | 138 | 存货 | 491 | 1262 | 1262 | 1262 | 1262 | |
| 研发费用 | 140.47 | 193.98 | 236.46 | 290.59 | 355.03 | 其他流动资产 | 491 | 1262 | 1262 | 1262 | 1262 | 其他流动资产 | 0.20 | -1.08 | -0.01 | 4.51 | 13.43 | |
| 财务费用 | -3.60 | -3.57 | -6.23 | -8.61 | -12.02 | 非流动资产合计 | 50 | 74 | 71 | 68 | 67 | 非流动资产合计 | -3.60 | -3.57 | -6.23 | -8.61 | -12.02 | |
| 资产减值损失 | -4.38 | -5.10 | -10.19 | -14.09 | -19.67 | 固定资产 | 46 | 54 | 53 | 52 | 50 | 固定资产 | -4.38 | -5.10 | -10.19 | -14.09 | -19.67 | |
| 信用减值损失 | 0.52 | 0.42 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 在建工程 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 在建工程 | 0.52 | 0.42 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | |
| 公允价值变动收益 | 14.73 | 9.34 | 14.19 | 14.19 | 14.19 | 无形资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 无形资产 | 0.20 | -1.08 | -0.01 | 4.51 | 13.43 | |
| 投资净收益 | -247.02 | -272.53 | -195.32 | -172.37 | -112.35 | 长期待摊费用 | 3 | 3 | 2 | 0 | 0 | 长期待摊费用 | 0.16 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | |
| 营业利润 | 0.86 | 0.28 | 1.77 | 1.77 | 1.77 | 其他非流动资产 | 0 | 16 | 16 | 16 | 16 | 其他非流动资产 | -247.02 | -272.53 | -195.32 | -172.37 | -112.35 | |
| 营业外收入 | 0.16 | 0.00 | 0.08 | 0.08 | 0.08 | 资产总计 | 854 | 1947 | 1857 | 1983 | 2240 | 资产总计 | 0.86 | 0.28 | 1.77 | 1.77 | 1.77 | |
| 营业外支出 | -246.31 | -272.25 | -193.63 | -170.68 | -110.66 | 流动负债合计 | 186 | 185 | 292 | 592 | 963 | 流动负债合计 | -246.31 | -272.25 | -193.63 | -170.68 | -110.66 | |
| 利润总额 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 199 | 418 | 短期借款 | 所得稅 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | -246.31 | -272.25 | -193.63 | -170.68 | -110.66 | 应付票据及账款 | 41 | 50 | 72 | 97 | 135 | 应付票据及账款 | -246.31 | -272.25 | -193.63 | -170.68 | -110.66 | |
| 净利润 | -1.64 | -0.90 | -0.64 | -0.57 | -0.37 | 其他流动负债 | 145 | 134 | 220 | 296 | 410 | 其他流动负债 | 归属于母公司净利润 | -244.68 | -271.35 | -192.99 | -170.11 | -110.30 |
| 少数股东损益 | -244.68 | -271.35 | -192.99 | -170.11 | -110.30 | 一年内到期的非流动负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 一年内到期的非流动负债 | 归属于母公司净利润 | -244.68 | -271.35 | -192.99 | -170.11 | -110.30 |
| 归属母公司净利润 | -218.09 | -243.46 | -190.78 | -163.31 | -95.87 | 非流动负债合计 | 52 | 54 | 50 | 47 | 44 | 非流动负债合计 | EBITDA | -218.09 | -243.46 | -190.78 | -163.31 | -95.87 |
| EPS (元) | -2.02 | -2.25 | -1.60 | -1.41 | -0.91 | 长期借款 | 18 | 16 | 12 | 8 | 5 | 长期借款 | 应付债券 | 39 | 33 | 38 | 38 | 38 |
| 主要财务比率 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 负债合计 | 237 | 239 | 342 | 638 | 1006 | 负债合计 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | |
| 成长能力 | | | | | | 少数股东权益 | -2 | -3 | -3 | -4 | -4 | 少数股东权益 | | | | | | |
| 营业收入增长 | 27.26% | 12.62% | 41.02% | 38.26% | 39.63% | 实收资本(或股本) | 91 | 121 | 121 | 121 | 121 | 实收资本(或股本) | 营业收入增长 | 27.26% | 12.62% | 41.02% | 38.26% | 39.63% |
| 营业利润增长 | -31.15% | -10.33% | 28.33% | 11.75% | 34.82% | 资本公积 | 943 | 2278 | 2278 | 2278 | 2278 | 资本公积 | 营业利润增长 | -31.15% | -10.33% | 28.33% | 11.75% | 34.82% |
| 归属于母公司净利润增长 | -32.73% | -10.90% | 28.88% | 11.86% | 35.16% | 未分配利润 | -416 | -688 | -881 | -1051 | -1161 | 未分配利润 | 归属于母公司净利润增长 | -32.73% | -10.90% | 28.88% | 11.86% | 35.16% |
| 盈利能力 | | | | | | 归属母公司股东权益合计 | 618 | 1711 | 1518 | 1348 | 1238 | 归属母公司股东权益合计 | 毛利率(%) | 58.94% | 56.54% | 53.34% | 54.71% | 54.78% |
| 毛利率(%) | 58.94% | 56.54% | 53.34% | 54.71% | 54.78% | 股东权益合计 | 617 | 1709 | 1515 | 1344 | 1234 | 股东权益合计 | 净利润率(%) | -74.45% | -73.06% | -36.85% | -23.49% | -10.91% |
| 净利润率(%) | -74.45% | -73.06% | -36.85% | -23.49% | -10.91% | 负债和股东权益合计 | 854 | 1947 | 1857 | 1983 | 2240 | 负债和股东权益合计 | 净利润增长率(%) | -33.62% | -10.53% | 28.88% | 11.86% | 35.16% |
| 净利润增长率(%) | -33.62% | -10.53% | 28.88% | 11.86% | 35.16% | 现金流量表 | | | | | | 现金流量表 | ROE(%) | -39.58% | -15.86% | -12.71% | -12.62% | -8.91% |
| ROE(%) | -39.58% | -15.86% | -12.71% | -12.62% | -8.91% | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 单位:百万元 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | |
| 偿债能力 | | | | | | 经营活动现金流 | -238 | -300 | -190 | -235 | -187 | 经营活动现金流 | 资产负债率(%) | 27.79% | 12.25% | 18.42% | 32.19% | 44.92% |
| 资产负债率(%) | 27.79% | 12.25% | 18.42% | 32.19% | 44.92% | 净利润 | -246 | -272 | -239 | -216 | -156 | 净利润 | 流动比率 | 4.33 | 10.14 | 6.12 | 3.24 | 2.26 |
| 流动比率 | 4.33 | 10.14 | 6.12 | 3.24 | 2.26 | 折旧摊销 | 28 | 30 | 3 | 3 | 1 | 折旧摊销 | 速动比率 | 4.01 | 9.85 | 5.81 | 3.03 | 2.08 |
| 速动比率 | 4.01 | 9.85 | 5.81 | 3.03 | 2.08 | 财务费用 | 0 | -1 | -0 | 5 | 13 | 财务费用 | 营运能力 | | | | | |
| 营运能力 | | | | | | 投资损失 | -15 | -9 | -14 | -14 | -14 | 投资损失 | 总资产周转率 | 0.39 | 0.19 | 0.28 | 0.37 | 0.45 |
| 总资产周转率 | 0.39 | 0.19 | 0.28 | 0.37 | 0.45 | 营运资金变动 | -47 | -75 | 15 | -58 | -77 | 营运资金变动 | 应收账款周转率 | 1.71 | 1.41 | 1.65 | 1.65 | 1.65 |
| 应收账款周转率 | 1.71 | 1.41 | 1.65 | 1.65 | 1.65 | 投资活动现金流 | -77 | -822 | 14 | 14 | 14 | 投资活动现金流 | 应付账款周转率 | 3.34 | 3.21 | 3.39 | 3.39 | 3.39 |
| 应付账款周转率 | 3.34 | 3.21 | 3.39 | 3.39 | 3.39 | 资本支出 | 15 | 26 | 0 | -0 | -0 | 资本支出 | 每股指标(元) | | | | | |
| 每股指标(元) | | | | | | 长期投资 | -80 | -801 | 0 | 0 | 0 | 长期投资 | 每股收益(最新摊薄) | -2.02 | -2.25 | -1.60 | -1.41 | -0.91 |
| 每股收益(最新摊薄) | -2.02 | -2.25 | -1.60 | -1.41 | -0.91 | 其他投资现金流 | 18 | 4 | 14 | 14 | 14 | 其他投资现金流 | 每股现金流(最新摊薄) | -1.97 | -2.48 | -1.57 | -1.95 | -1.55 |
| 每股现金流(最新摊薄) | -1.97 | -2.48 | -1.57 | -1.95 | -1.55 | 筹资活动现金流 | 30 | 1321 | -4 | 191 | 202 | 筹资活动现金流 | 每股净资产(最新摊薄) | 5.12 | 14.16 | 12.56 | 11.16 | 10.24 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 5.12 | 14.16 | 12.56 | 11.16 | 10.24 | 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 199 | 短期借款 | 估值比率 | | | | | |
| 估值比率 | | | | | | 长期借款 | 0 | 18 | -3 | -4 | -4 | 长期借款 | P/S | 31.71 | 28.16 | 19.97 | 14.44 | 10.34 |
| P/S | 31.71 | 28.16 | 19.97 | 14.44 | 10.34 | 普通股增加 | 5 | 1 | 30 | 0 | 0 | 普通股增加 | P/B | 16.97 | 6.13 | 6.91 | 7.78 | 8.48 |
| P/B | 16.97 | 6.13 | 6.91 | 7.78 | 8.48 | 资本公积增加 | -314 | 82 | 1335 | 0 | 0 | 资本公积增加 | EV/EBITDA | -45.84 | -39.03 | -48.16 | -57.77 | -100.64 |
| EV/EBITDA | -45.84 | -39.03 | -48.16 | -57.77 | -100.64 | 现金净增加额 | -286 | 199 | -180 | -30 | 29 | 现金净增加额 | 资料来源: ifind, 申港证券研究所 | | | | | |

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，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。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

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和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

| | |
|----|-------------------------------------|
| 增持 | 报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%以上 |
| 中性 | 报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间 |
| 减持 | 报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上 |

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

| | |
|----|-------------------------------------|
| 买入 | 报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15%以上 |
| 增持 | 报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15%之间 |
| 中性 | 报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间 |
| 减持 | 报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上 |