

星环科技 (688031.SH)

加强回款管理，大模型相关业务落地

公司回款效率提升，25Q1 收入企稳且利润实现缩亏；大模型相关业务成功落地，24 年斩获近 5,000 万元订单。

□ **事件：**公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报，24 年全年实现营业收入 3.71 亿元，YoY-24.31%；实现归母净利润-3.43 亿元，YoY-19.16%；实现扣非归母净利润-3.80 亿元，YoY-13.42%；实现经营性净现金流-3.27 亿元，YoY+10.63%。24Q4 单季度实现营业收入 1.62 亿元，YoY-39.58%；实现归母净利润-0.51 亿元，YoY-159.09%；实现扣非归母净利润-0.63 亿元，YoY-67.29%。25Q1 单季度实现营业收入 0.64 亿元，YoY+2.59%；实现归母净利润-0.84 亿元，YoY+5.74%；实现扣非归母净利润-0.88 亿元，YoY+6.00%。

□ **订单保持增长，25Q1 业绩企稳，加强回款管理。**24 年公司收入下滑的主要原因在于客户在采购决策上更为谨慎，招标、验收流程的延长；25Q1 在相对高基数之上公司仍实现收入同比增长，体现延后订单逐步验收及需求回暖。从订单口径来看，24 年公司新增订单的客户数和客单价均有增加，尤其是高于 300 万元的高价值客户数目有明显增加，报告期内公司老客户复购产生的收入约占公司主营业务收入的 78.83%，老客户保持高粘性。24 全年及 25Q1 公司毛利率同比有所下降，考虑为验收产品结构各季度之间存在差异。精细化业务管理之下公司回款效率提升，24 年全年销售回款约为 4.6 亿元，同比增长约 11.56%；24Q4 经营性净现金流同比增长 18.81%，25Q1 经营性净现金流同比增长 46.96%；24 年全年公司销售/管理费用同比下降约 13.25%/8.53%，降本增效之下 25Q1 公司利润缩亏幅度高于收入增速。

□ **AI Infra 业务需求跃升，大模型相关业务实现落地。**DeepSeek 低成本、高性能、开源、国产化等特质叠加国务院国资委召开中央企业“AI+”专项行动深化部署会，政府、金融等行业掀起 DeepSeek 私有化部署浪潮。公司云+端+私有化三位一体部署的 DeepSeek 全场景解决方案将全面受益于私有化部署大时代。AI Infra 业务落地案例方面，公司已有招商证券大模型管理平台、东证期货、中国人寿、国家光伏储能实证实验平台（大庆基地）、中航电梯数据中台等多个标杆案例项目落地，24 年全年公司大模型相关业务斩获近 5,000 万元订单。公司携手宏基打造的 AIPC 于 2024 年 9 月 30 日在京东首发，搭载的专属 AI 软件 A 星人专业版采用公司的无涯·问知系统，目前公司已协助 A 星人专业版全面接入 DeepSeek。

□ **维持“强烈推荐”投资评级。**公司 AI 数据工程基因纯粹，拳头产品大数据基础平台 TDH 在政府、金融等领域市占率领先；作为私有化部署大模型的核心 MaaS 服务商，将深度受益于大模型私有化部署浪潮。公司加强回款管理和经营质量提升，25Q1 收入企稳且利润实现缩亏，预计公司 25-27 年收入为 5.23/6.93/9.18 亿元，维持“强烈推荐”投资评级。

□ **风险提示：**行业竞争加剧、政策不及预期、产品创新不及预期。

强烈推荐（维持）

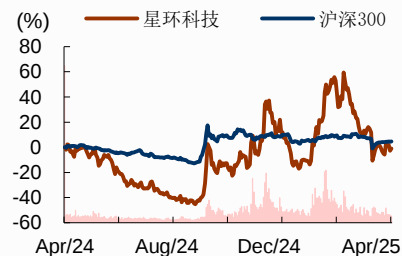
TMT 及中小盘/计算机
目标估值：NA
当前股价：45.52 元

基础数据

总股本（百万股）	121
已上市流通股（百万股）	94
总市值（十亿元）	5.5
流通市值（十亿元）	4.3
每股净资产（MRQ）	8.5
ROE（TTM）	-32.9
资产负债率	23.6%
主要股东	孙元浩
主要股东持股比例	9.22%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-12	16	11
相对表现	-8	20	4



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《星环科技（688031）——从 Data Infra 到 AI Infra，大模型部署的“卖铲人”》2025-03-09
- 《星环科技（688031）——业绩短期承压，AI Infra 业务需求跃升》2025-02-28
- 《星环科技（688031）——收入增长提速，大模型产品逐步落地》2024-04-30

刘玉萍 S1090518120002

liuyuping@cmschina.com.cn

鲍淑娴 研究助理

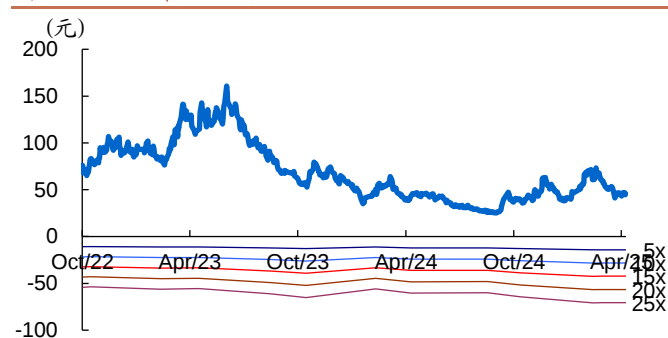
baoshuxian@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	491	371	523	693	918
同比增长	32%	-24%	41%	32%	32%
营业利润(百万元)	(289)	(345)	(188)	(103)	40
同比增长	6%	19%	-46%	-45%	-139%
归母净利润(百万元)	(288)	(343)	(187)	(103)	40
同比增长	6%	19%	-46%	-45%	-139%
每股收益(元)	-2.38	-2.84	-1.54	-0.85	0.33
PE	-19.1	-16.1	-29.5	-53.7	137.2
PB	3.8	5.0	6.0	6.8	6.5

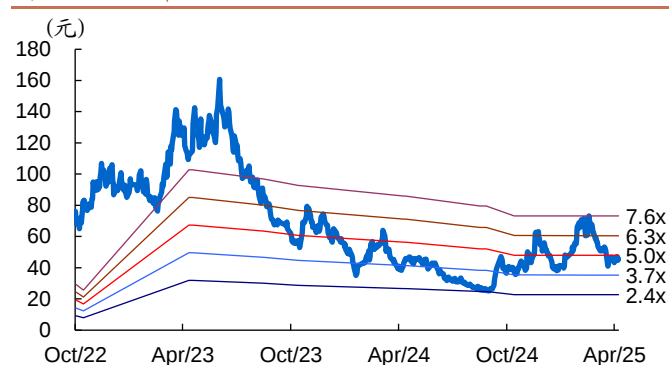
资料来源：公司数据、招商证券

图 1：星环科技历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2：星环科技历史 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	1559	1138	915	1034	1331
现金	353	583	172	77	92
交易性投资	595	72	72	72	72
应收票据	1	3	5	6	8
应收款项	376	334	471	623	826
其它应收款	8	17	25	33	43
存货	50	52	65	82	103
其他	175	77	107	141	186
非流动资产	234	258	277	289	297
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	91	129	153	170	182
无形资产商誉	22	53	48	43	38
其他	121	76	76	76	76
资产总计	1793	1396	1192	1323	1629
流动负债	295	262	245	479	744
短期借款	56	40	0	182	381
应付账款	94	94	118	149	188
预收账款	38	63	79	99	125
其他	106	66	48	49	49
长期负债	58	40	40	40	40
长期借款	0	0	0	0	0
其他	58	40	40	40	40
负债合计	353	302	285	519	784
股本	121	121	121	121	121
资本公积金	2298	2297	2297	2297	2297
留存收益	(976)	(1319)	(1506)	(1609)	(1569)
少数股东权益	(3)	(4)	(5)	(5)	(5)
归属于母公司所有者权益	1443	1099	912	809	849
负债及权益合计	1793	1396	1192	1323	1629

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(365)	(327)	(342)	(259)	(154)
净利润	(289)	(344)	(187)	(103)	40
折旧摊销	13	35	46	53	58
财务费用	3	4	(1)	4	16
投资收益	(29)	(17)	(54)	(54)	(54)
营运资金变动	(63)	(5)	(158)	(173)	(232)
其它	0	0	13	14	17
投资活动现金流	434	555	(14)	(14)	(14)
资本支出	(133)	(38)	(68)	(68)	(68)
其他投资	568	593	54	54	54
筹资活动现金流	32	(38)	(56)	177	183
借款变动	6	(16)	(57)	182	200
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	20	(1)	0	0	0
股利分配	0	0	0	0	0
其他	5	(21)	1	(4)	(16)
现金净增加额	100	191	(411)	(95)	15

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	491	371	523	693	918
营业成本	198	183	230	291	367
营业税金及附加	3	3	5	6	8
营业费用	263	204	183	173	138
管理费用	126	115	131	159	184
研发费用	223	227	209	208	211
财务费用	(0)	2	(1)	4	16
资产减值损失	(25)	(21)	(8)	(8)	(8)
公允价值变动收益	1	0	0	0	0
其他收益	27	23	37	37	37
投资收益	29	17	17	17	17
营业利润	(289)	(345)	(188)	(103)	40
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	(289)	(344)	(187)	(103)	40
所得税	0	0	0	0	0
少数股东损益	(1)	(1)	(0)	(0)	0
归属于母公司净利润	(288)	(343)	(187)	(103)	40

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	32%	-24%	41%	32%	32%
营业利润	6%	19%	-46%	-45%	-139%
归母净利润	6%	19%	-46%	-45%	-139%
获利能力					
毛利率	59.6%	50.7%	56.0%	58.0%	60.0%
净利率	-58.7%	-92.5%	-35.7%	-14.8%	4.4%
ROE	-18.3%	-27.0%	-18.6%	-11.9%	4.8%
ROIC	-17.9%	-25.8%	-18.3%	-10.4%	5.1%
偿债能力					
资产负债率	19.7%	21.6%	23.9%	39.2%	48.1%
净负债比率	3.9%	4.1%	0.0%	13.7%	23.4%
流动比率	5.3	4.3	3.7	2.2	1.8
速动比率	5.1	4.1	3.5	2.0	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.2	0.4	0.6	0.6
存货周转率	4.0	3.6	4.0	4.0	4.0
应收账款周转率	1.6	1.0	1.3	1.3	1.3
应付账款周转率	2.7	1.9	2.2	2.2	2.2
每股资料(元)					
EPS	-2.38	-2.84	-1.54	-0.85	0.33
每股经营净现金	-3.02	-2.70	-2.82	-2.14	-1.27
每股净资产	11.92	9.07	7.53	6.68	7.01
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.10
估值比率					
PE	-19.1	-16.1	-29.5	-53.7	137.2
PB	3.8	5.0	6.0	6.8	6.5
EV/EBITDA	-20.1	-17.9	-39.2	-122.3	49.2

资料来源：公司数据、招商证券

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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，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可能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。