

证券研究报告

公司研究

点评报告

星环科技-U (688031. SH)

投资评级:

上次评级:

庞倩倩 计算机行业首席分析师
执业编号: S1500522110006
邮箱: pangqianqian@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座
邮编: 100031

25 年 Q1 业绩逐渐恢复，大模型相关订单落地

2025 年 5 月 8 日

事件: 星环科技发布 2024 年年度报告和 2025 年一季报, 公司 2024 年实现营收 3.71 亿元, 同比下降 24.31%; 实现归母净利润-3.43 亿元, 亏损幅度同比扩大; 实现扣非净利润-3.80 亿元; **2025Q1**, 公司实现营收 0.64 亿元, 同比增长 2.59%; 实现归母净利润-0.84 亿元, 同比增长 5.74%; 实现扣非净利润-0.88 亿元。

- **金融行业收入占比增加, 老客户复购为主要收入来源。**2024 年实现营收 3.71 亿元, 同比下降 24.31%, 主要原因是受宏观经济影响, 2024 年度客户招标时间点较往年出现后置, 且验收流程耗时延长, 导致公司整体收入确认时间延后。**分业务类别看**, 2024 年软件产品与技术服务实现收入 2.84 亿元, 同比下降 27.14%; 应用与解决方案实现收入 0.73 亿元, 同比下降 8.01%。**行业端:** 金融行业客户收入占比从 2023 年的 32.17% 提升至 2024 年的 40.46%, 政府、电信、能源为公司主营业务收入方向。**订单口径上:** 2024 年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。2024 年老客户复购收入占主营收入 78.83%, 公司产品市场认可度逐渐提升。
- **加强费控管理, 销售回款同比增加。**2024 年, 公司控费效果明显。**费用端**, 公司销售/管理/研发费用分别为 2.04/1.15/2.27 亿元, 同比变化-22.33%/-8.53%/+1.91%, 三费费用合计 5.46 亿元, 同比下降 10.78%。2024 年公司的研发支出 (含资本化支出) 同比增长 7.21%, 主要因服务器折旧和 IDC 机房费用的增加。同时, 公司重点推进应收款管理, 2024 年全年销售回款约为 4.56 亿元, 同比增长约 11.56%, 且在金额上高于公司收入规模。
- **推动数据+AI 基础设施融合, 三大产品线持续迭代升级。****1) 大数据和云基础平台:** 2024 年公司推出大数据基础平台 TDH9.4 新版本, 在湖仓集一体架构进一步升级, 实现了基于分布式一致性的读写隔离能力; 推出 C++ 编译器和高性能分析执行模式, 新增支持 Python 生态, 提供分布式 Python 引擎; 平台在分布式向量数据库 Hippo2.0、分布式图数据库 StellarDB5.1、分布式时序数据库 Timelyre9.2 等多模型能力上进行升级。**2) 分布式关系型数据库:** 公司的分布式分析型数据库 ArgoDB6.1 版本推出“增量数据实时处理”能力; KunDB4 系列版本适用于核心系统的国产化替代、传统数据库的分布式升级、海量数据的高并发处理以及关键业务的高可用容灾等场景。**3) 大数据开发与智能分析:** 大数据开发工具 TDS4.0 版本进一步完善了实时数据同步以及指标管理的能力; 智能分析工具方面公司推出大模型运营平台 Sophon LLMops 1.4, 完整支持多模态模型、大模型、传统机器学习和深度学习模型的统一上架和部署, 新增无代码开箱即用搭建智能体应用、低代码自由配置智能体以及基于 SDK 定制化开发智能体的能力;
- **公司大模型产品收获高度认可, 订单覆盖多行业。**基于自研训练的无涯

大模型，星环知识平台 TKH 打造了无涯·问知、无涯·问数等 AI 原生应用。无涯·问知是一款企业级垂直领域问答产品，提供了包括私有化部署（AIPC 版、企业版）、公有云服务等部署模式；无涯·问数是一款基于星环科技数据分析大模型的智能业务分析洞察平台。2024 年公司大模型产品获得包括金融、政府、能源等多行业客户认可，公司大模型相关业务收获近 5000 万元订单。

- **盈利预测：**公司三大业务线持续升级迭代，产品获得市场高度认可，客户粘性较强；加强费用控制以及回款管理，公司业绩未来有望快速发展。我们预计 2025-2027 年 EPS 分别为-2.35/-1.90/-1.47 元。
- **风险因素：**下游需求风险；市场竞争加剧；AI 产品技术升级迭代失败风险。

主要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	491	371	428	507	617
增长率 YoY %	31.7%	-24.3%	15.2%	18.5%	21.6%
归属母公司净利润(百万元)	-288	-343	-285	-230	-178
增长率 YoY%	-6.2%	-19.2%	17.2%	19.0%	22.6%
毛利率(%)	54.0%	50.7%	53.8%	56.1%	58.3%
ROE(%)	-20.0%	-31.3%	-34.0%	-37.4%	-39.9%
EPS(摊薄)(元)	-2.38	-2.84	-2.35	-1.90	-1.47
市盈率 P/E (倍)	—	—	—	—	—
市净率 P/B (倍)	4.37	5.74	7.55	10.25	14.10

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 5 月 8 日收盘价

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,559	1,138	966	859	816
货币资金	353	583	317	178	107
应收票据	1	3	5	6	7
应收账款	376	334	333	349	358
预付账款	7	7	14	14	15
存货	50	52	56	62	70
其他	771	159	241	249	259
非流动资产	234	258	225	213	218
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	91	129	128	128	128
无形资产	0	18	19	19	20
其他	143	111	77	65	69
资产总计	1,793	1,396	1,190	1,071	1,034
流动负债	295	262	322	424	556
短期借款	56	40	70	130	208
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	94	94	102	124	150
其他	145	128	150	170	198
非流动负债	58	40	37	37	37
长期借款	0	0	0	0	0
其他	58	40	37	37	37
负债合计	353	302	359	461	593
少数股东权益	-3	-4	-5	-6	-6
归属母公司股东权益	1,443	1,099	836	616	448
负债和股东权益	1,793	1,396	1,190	1,071	1,034

重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	491	371	428	507	617
同比(%)	31.7%	-24.3%	15.2%	18.5%	21.6%
归属母公司净利润	-288	-343	-285	-230	-178
同比(%)	-6.2%	-19.2%	17.2%	19.0%	22.6%
毛利率(%)	54.0%	50.7%	53.8%	56.1%	58.3%
ROE(%)	-20.0%	-31.3%	-34.0%	-37.4%	-39.9%
EPS(摊薄)(元)	-2.38	-2.84	-2.35	-1.90	-1.47
P/E	—	—	—	—	—
P/B	4.37	5.74	7.55	10.25	14.10
EV/EBITDA	-26.95	-16.72	-26.91	-39.50	-56.06

利润表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	491	371	428	507	617
营业成本	226	183	198	223	257
营业税金及附加	3	3	4	5	5
销售费用	235	204	201	204	215
管理费用	126	115	110	107	111
研发费用	223	227	235	246	262
财务费用	0	2	-10	-3	1
减值损失合计	-10	-11	-10	-10	-10
投资净收益	29	17	19	27	33
其他	13	13	15	25	32
营业利润	-289	-345	-285	-231	-179
营业外收支	0	0	0	0	0
利润总额	-289	-344	-285	-231	-179
所得税	0	0	0	0	0
净利润	-289	-344	-285	-231	-179
少数股东损益	-1	-1	-1	-1	0
归属母公司净利润	-288	-343	-285	-230	-178
EBITDA	-282	-303	-226	-159	-115
EPS(当年)(元)	-2.39	-2.84	-2.35	-1.90	-1.47

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-365	-327	-220	-162	-111
净利润	-289	-344	-285	-231	-179
折旧摊销	36	56	68	75	63
财务费用	3	4	2	3	5
投资损失	-29	-17	-19	-27	-33
营运资金变动	-110	-46	-7	-2	14
其它	25	21	21	21	21
投资活动现金流	434	555	-84	-34	-33
资本支出	-133	-38	-34	-62	-67
长期投资	540	575	-70	0	0
其他	27	18	19	27	33
筹资活动现金流	32	-38	39	57	73
吸收投资	0	0	13	0	0
借款	56	-16	30	60	78
支付利息或股息	-1	-1	-2	-3	-5
现金净增加额	101	191	-266	-139	-70

研究团队简介

庞倩倩，计算机行业首席分析师，华南理工大学管理学硕士。曾就职于华创证券、广发证券，2022 年加入信达证券研究开发中心。在广发证券期间，所在团队 21 年取得：新财富第四名、金牛奖最佳行业分析师第二名、水晶球第二名、新浪金麒麟最佳分析师第一名、上证报最佳分析师第一名、21 世纪金牌分析师第一名。

傅晓琅，计算机行业分析师，上海外国语大学硕士，2024 年加入信达证券研究所，主要覆盖信创、AI 算力等领域。

姜佳明，计算机行业研究员，南安普顿大学经济学硕士，2024 年加入信达证券研究所，主要覆盖工业软件、智能驾驶等领域。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。