

## 星环科技 (688031.SH)

强烈推荐 (维持)

## 亏损收窄, AI Infra 订单持续落地

公司上半年业绩亏损收窄, 费用优化成效显著, 经营性现金流明显改善; 在金融、能源等关键行业需求拉动下, 大模型相关订单持续落地。

- **事件:** 公司发布 2025 年半年度报告, 上半年实现营业收入 1.53 亿元, YoY+8.82%; 实现归母净利润-1.43 亿元, YoY+25.24%; 实现扣非归母净利润-1.56 亿元, YoY+24.03%; 实现经营性净现金流-1.33 亿元, YoY+45.87%。25Q2 单季度实现营业收入 0.88 亿元, YoY+13.87%; 实现归母净利润-0.59 亿元, YoY+42.10%; 实现扣非归母净利润-0.68 亿元, YoY+39.04%。
- **费用优化成效显著, 经营质量持续提升。** 上半年公司归母净亏损同比收窄 25.24%, 主要得益于公司有效的费用管控和运营效率提升。费用率方面, 上半年销售/管理/研发费用率 49.48%/39.84%/64.92%, 分别同比变动 -36.83/-3.76/-13.81pct, 且经营性现金流同比显著改善, 主要为公司加强精细化管理, 持续提升运营效率, 加强预算管理, 并加强应收账款催收和客户信用管理。分行业看, 上半年金融、能源、交通等行业实现较快增长, 其中金融行业收入占比提升至 45.01%, 能源行业收入占比提升至 18.77%。
- **发布新一代 AI Infra, 大模型相关订单持续落地。** 报告期内, 大模型相关商机带动公司近 3,000 万元订单, 主要包括大模型运营平台和 AI 就绪的数据平台等, 客户覆盖金融、政府、能源、教育、制造等多个行业。公司与央企数智化公司合作, 实现对不同大模型的统一管理、集团私域知识库的统一治理、应用和智能体的统一构建, 推动央企集团的数字化转型。产品迭代方面, 公司在 5 月的产品发布会上正式推出新一代 AI Infra, 新一代 AI Infra 架构包含 Knowledge Platform (知识平台)、AI Platform (AI 平台)、AI-Ready Data Platform (AI 就绪数据平台) 和 Resources Platform (资源平台) 四大核心平台, 明确将数据平台定位为 AI 基础设施的核心组成部分, 彰显 AI 和数据深度融合的战略意义。
- **维持“强烈推荐”投资评级。** 公司上半年业绩亏损收窄, 经营质量持续改善; 作为稀缺的兼具 AI 数据工程基因与 AI Infra 私有化部署能力的公司, 从 Data Infra 向 AI Infra 的战略升级路径清晰, 订单成果已初步显现。预计公司 25-27 年收入为 5.23/6.93/9.18 亿元, 维持“强烈推荐”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。

## 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	-25.5	-21.4	-39.3	-71.5	182.6
PB	5.1	6.7	8.0	9.1	8.6

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: 60.6 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)	7.3
流通市值(十亿元)	5.7
每股净资产(MRQ)	8.0
ROE(TTM)	-30.6
资产负债率	23.5%
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	9	-11	119
相对表现	1	-26	83



资料来源: 公司数据、招商证券

## 相关报告

- 《星环科技(688031)——加强回款管理, 大模型相关业务落地》2025-04-28
- 《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, AllInfra 业务需求跃升》2025-02-28

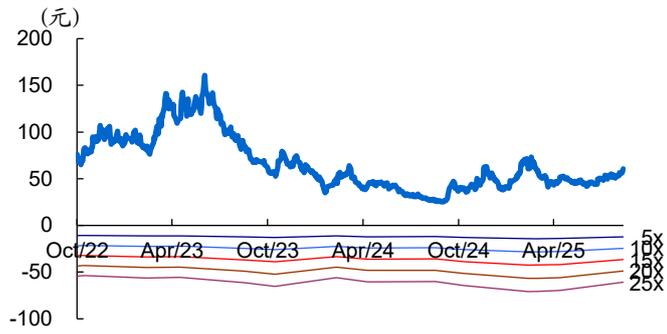
刘玉萍 S1090518120002

liuyuping@cmschina.com.cn

鲍淑娴 S1090525080003

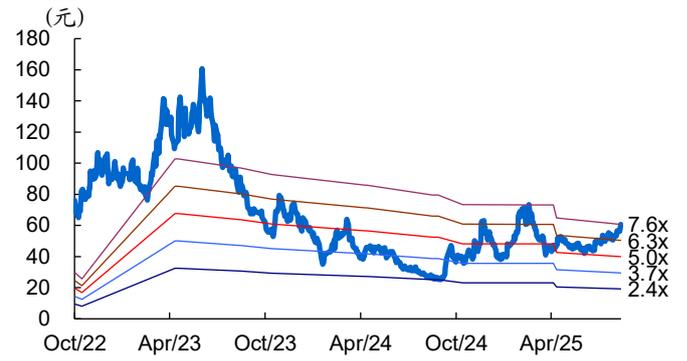
baoshuxian@cmschina.com.cn

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
<b>流动资产</b>	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
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	<b>1793</b>	<b>1396</b>	<b>1192</b>	<b>1323</b>	<b>1629</b>
<b>流动负债</b>	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
<b>长期负债</b>	58	40	40	40	40
长期借款	0	0	0	0	0
其他	58	40	40	40	40
<b>负债合计</b>	<b>353</b>	<b>302</b>	<b>285</b>	<b>519</b>	<b>784</b>
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
<b>负债及权益合计</b>	<b>1793</b>	<b>1396</b>	<b>1192</b>	<b>1323</b>	<b>1629</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	(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
<b>投资活动现金流</b>	434	555	(14)	(14)	(14)
资本支出	(133)	(38)	(68)	(68)	(68)
其他投资	568	593	54	54	54
<b>筹资活动现金流</b>	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)
<b>现金净增加额</b>	<b>100</b>	<b>191</b>	<b>(411)</b>	<b>(95)</b>	<b>15</b>

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	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
<b>营业利润</b>	(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
<b>利润总额</b>	(289)	(344)	(187)	(103)	40
所得税	0	0	0	0	0
少数股东损益	(1)	(1)	(0)	(0)	0
<b>归属于母公司净利润</b>	(288)	(343)	(187)	(103)	40

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
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%
<b>获利能力</b>					
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%
<b>偿债能力</b>					
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
<b>营运能力</b>					
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
<b>每股资料(元)</b>					
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
<b>估值比率</b>					
PE	-25.5	-21.4	-39.3	-71.5	182.6
PB	5.1	6.7	8.0	9.1	8.6
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。