

新一轮成长悄然开启

买入|首次推荐

报告要点:

● GIS 软件行业龙头，竞争优势明显

根据赛迪顾问的数据，2015年公司在国内GIS基础软件平台市场的占有率达到32%，首次超越美国ESRI公司，成为行业龙头。在GIS软件产业链中，基础软件平台是地理信息软件产业链的技术制高点，是绝大部分GIS应用解决方案的技术基础，公司竞争优势明显。SuperMap GIS 9D(2019)是公司研发的新一代GIS基础软件，实现并创新了“CCTB”，即：跨平台GIS技术、云端一体化GIS技术、新一代三维GIS技术和大数据GIS技术。

● GIS 市场规模庞大，公司成长空间广阔

根据智研咨询及前瞻产业研究院的数据，2018年我国GIS产业市场规模达到7615.8亿元，是2013年的三倍左右，“十三五”期间，CAGR有望达到20%以上。根据赛迪顾问的数据，2015年GIS软件市场规模约162亿元，其中基础软件平台市场规模为7.59亿元，应用软件及技术开发服务市场规模为154.42亿元。根据赛迪顾问的数据，国产GIS品牌的市场份额由2008年的37%提升至2015年的49%，国产替代趋势明显。公司作为行业龙头，凭借高强度的研发投入，持续引领行业发展，市场份额有望进一步提升。

● 自然资源统一确权登记、国土空间规划等新需求助推公司新一轮成长

今年7月，自然资源部等部门联合印发《自然资源统一确权登记暂行办法》，在国家不动产登记信息管理基础平台上，开发全国统一的自然资源登记信息系统，实现自然资源确权登记信息的统一管理。同月，自然资源部信息中心《自然资源确权登记信息系统建设项目》招标，公司以485万元中标。今年1月，中央全面深化改革委员会第六次会议审议通过《关于建立国土空间规划体系并监督实施的若干意见》，系统建设需求有望释放。6月，公司以493万元中标柳州市国土空间规划监测评估预警管理系统建设项目。

● 投资建议与盈利预测

公司是国内GIS软件行业龙头，随着自然资源统一确权登记、国土空间规划等新需求的不断释放，有望迎来新一轮成长。预计2019-2021年营业收入为18.58、23.50、29.53亿元，归母净利润为2.10、2.74、3.57亿元，对应PE为38.14、29.29、22.48倍。考虑到行业估值水平、过去三年PE主要运行在30-50倍之间、经营性现金流情况、预期未来三年归母净利润CAGR为28.66%等因素，我们给2019年45倍的目标PE，目标价为21.15元，目前为17.85元，有约18.49%的空间，首次推荐，给予“买入”评级。

● 风险提示

自然资源统一确权登记系统建设需求低于预期；国土空间规划系统建设需求低于预期；不动产登记长尾需求低于预期；国产化替代进程低于预期等。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1249.76	1517.79	1857.94	2350.04	2952.64
收入同比(%)	50.00	21.45	22.41	26.49	25.64
归母净利润(百万元)	196.27	167.61	210.40	273.96	356.97
归母净利润同比(%)	53.99	-14.60	25.53	30.21	30.30
ROE(%)	10.87	8.66	9.96	11.69	13.49
每股收益(元)	0.44	0.37	0.47	0.61	0.79
市盈率(P/E)	40.88	47.87	38.14	29.29	22.48

资料来源：Wind，国元证券研究中心

当前价/目标价：17.85元/21.15元

目标期限：6个月

基本数据

52周最高/最低价(元)：22.7/13.01

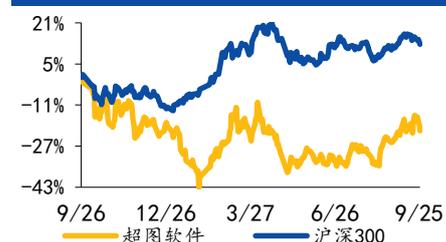
A股流通股(百万股)：372.49

A股总股本(百万股)：449.54

流通市值(百万元)：6648.98

总市值(百万元)：8024.24

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 耿军军
执业证书编号 S0020519070002
电话 021-51097188-1856
邮箱 gengjunjun@gzq.com.cn

联系人 陈图南
邮箱 chentunan@gzq.com.cn

目 录

1. 国产龙头，稳健成长	4
1.1 业绩回顾	4
1.2 业务概况	6
1.3 股权结构与股权激励	7
2. 居产业核心，多领域出击	9
2.1 占据技术高地，剑指半壁江山	9
2.2 布局四大业务线，多应用领域覆盖	13
2.3 助力自主可控，全面支持国产软硬件产品	16
3. 新需求逐步释放，新一轮成长悄然开启	19
3.1 自然资源统一确权即将全面展开	19
3.2 国土空间规划系统建设需求逐步释放	23
3.3 不动产登记长尾需求持续释放	25
3.4 大智慧业务和大环境业务持续发展	26
4. 盈利预测与投资建议	28
5. 风险提示	30

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：营业收入及毛利率情况	4
图 3：归母净利润情况	5
图 4：经营性现金流净额情况	5
图 5：研发投入情况	6
图 6：集团企业机构与四大业务线	7
图 7：股权结构	8
图 8：GIS 应用示例	9
图 9：国内 GIS 市场规模	10
图 10：GIS 产业链情况	10
图 11：GIS 市场细分情况	11
图 12：2008 年国内 GIS 平台软件市场份额	12
图 13：2015 年国内 GIS 平台软件市场份额	12
图 14：“CCTB”技术体系	14
图 15：全球 PaaS 市场情况	14
图 16：地图慧-专业、稳定而便捷的互联网 GIS 平台	15
图 17：BIM+GIS 结合	16
图 18：多源数据融合匹配效果	16
图 19：SuperMap 支持自主可控一览图	17
图 20：中标麒麟中的制图效果	17
图 21：超图和湖南麒麟通过华为鲲鹏技术兼容性测试	18

图 22: 应用业务布局.....	19
图 23: 自然资源部组建与公司架构调整.....	22
图 24: 自然资源确权登记信息系统架构.....	23
图 25: 分级分类建立国土空间规划.....	23
图 26: 基于一张图的国土空间规划全过程服务.....	24
图 27: 国土空间规划一张图.....	24
图 28: 超图国土空间规划一张图全面覆盖不同用户需求.....	25
图 29: 智慧柳州时空信息云平台.....	26
图 30: SuperMap 大数据全面拥抱物联网 (GIS+IoT).....	27
表 1: 主要子公司及对净利润影响达 10%以上的参股公司情况.....	7
表 2: 历次股权激励情况.....	8
表 3: GIS 软件市场客户情况.....	11
表 4: GIS 软件业务分类.....	12
表 5: GIS 平台市场主要厂商情况.....	12
表 6: 四大业务线及主要子公司业务情况.....	13
表 7: 公司云业务进展.....	15
表 8: 自然资源统一确权登记历程.....	20
表 9: 自然资源统一确权登记试点工作成效.....	21
表 10: 自然资源部信息中心招标要求.....	22
表 11: 数字化国土空间治理体系.....	25
表 12: 不动产登记业务系统全面升级扩充.....	26
表 13: 公司业务拆分 (单位: 百万元).....	28
表 14: 可比公司估值情况.....	29

1. 国产龙头，稳健成长

超图集团由北京超图软件股份有限公司（母公司，简称“超图软件”）及附属全资/控股子公司、分公司和办事处组成，是国际知名的 GIS (Geographic Information System, 地理信息系统) 软件厂商。超图软件成立于 1997 年，注册地为北京，致力于自主 SuperMap GIS 基础软件平台的研发与推广，通过持续创新以及独有的精益敏捷研发管理体系，在跨平台、二三维一体化、云端一体化、全国产化支持和大数据等方面拥有多项创新研究成果。超图在线 GIS 平台 SuperMap Online 于 2015 年推出，旨在打造 GIS 基础平台产品的在线应用新模式、新生态。基于 SuperMap GIS，超图软件联合 700 余家合作伙伴为各行业提供了广泛和深入的 GIS 应用。

图 1：公司发展历程

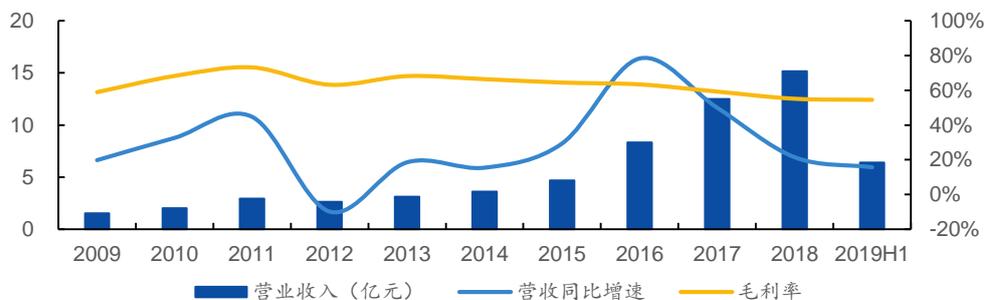


资料来源：公司官网，国元证券研究中心

1.1 业绩回顾

上市以来，公司营收呈现稳健增长的态势（2012 年例外，主要受宏观大环境影响：当年我国经济增速整体放缓，地方财政有所紧缩，部分项目推迟上马），2009-2018 年 CAGR 达 29.06%，2019 年上半年实现营收 6.40 亿元，同比增长 15.63%。整体毛利率在 2011 年达到高点（73.25%）后，后续年份整体呈现缓慢下降的趋势，但仍然维持在 50% 以上，2019 年上半年毛利率为 54.44%，较上年同期下滑 4.46%。

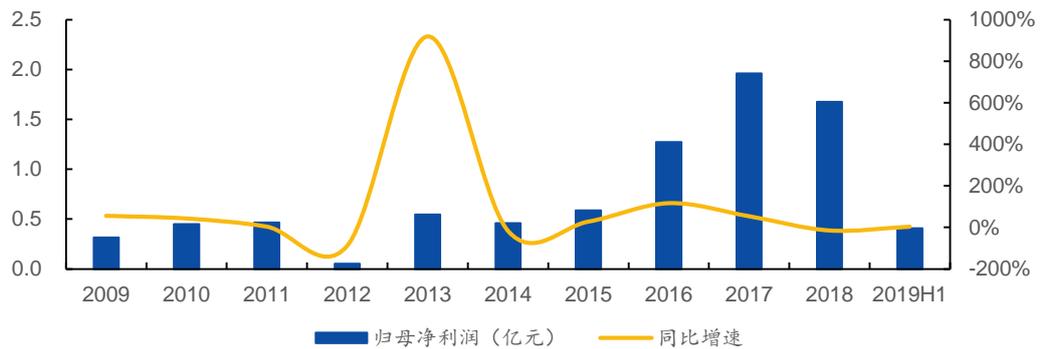
图 2：营业收入及毛利率情况



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

2018年，公司归母净利润同比减少14.60%，主要原因是：由于机构改革逐步进入落地期，人员机构的变动调整导致部分订单招标推迟以及影响项目进度与回款；公司对子公司超图信息进行了组织结构变革，并加大了对国际市场的投入，导致成本费用增加。伴随着内外改革的完成，公司有望迎来机构改革带来的重大市场发展机遇。2019年上半年，公司实现归母净利润4084.41万元，同比增长3.42%，机构改革对公司业务开展的不利影响在逐步消除，其中，第二季度归母净利润增速达到24.15%。根据9月25日公司发布的公告，2019年第三季度归母净利润同比增长：20%~40%，以中位数（30%）来看，仍处于逐季提升过程中，主要原因是：随着市县级机构改革逐步落地，相关行业业务需求逐渐释放，订单增速逐步回升。

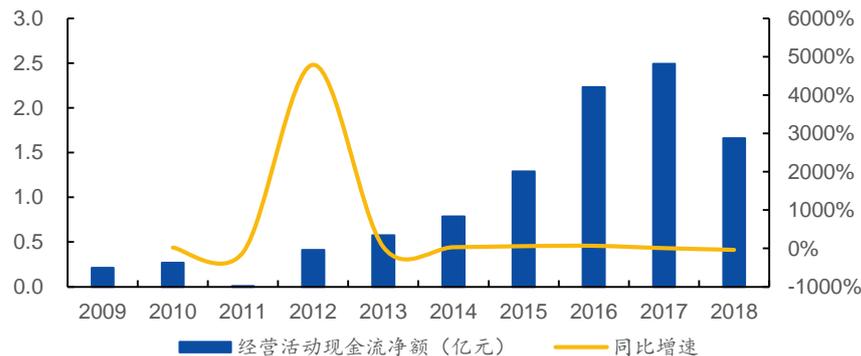
图3：归母净利润情况



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

自上市以来，公司经营性现金流净额一直为正，在计算机行业上市公司中，是难能可贵的，体现了公司在产业链中较高的地位。自2012年以来，公司的经营性现金流净额均好于净利润，经营质量优良。2018年公司经营性现金流净额为1.66亿元，同比下降33.34%，主要是第四季度部分合同的验收进度和回款进度推迟所致。

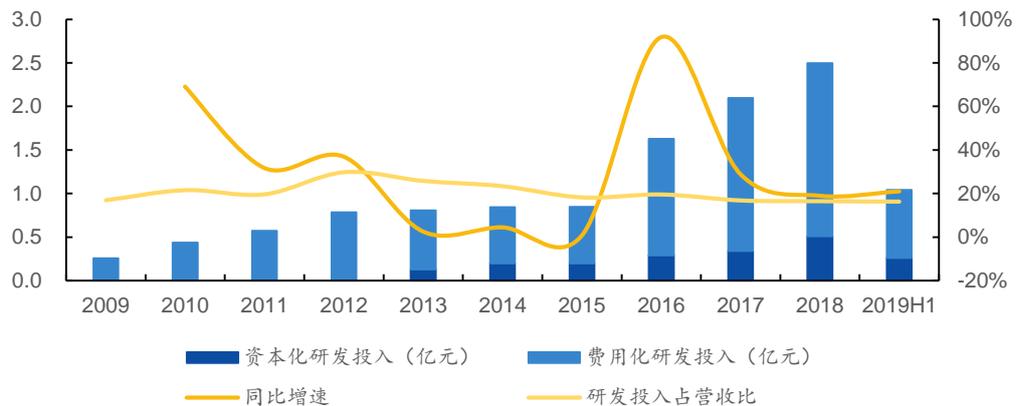
图4：经营性现金流净额情况



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

公司一直重视技术研发，研发投入规模逐年加大。2018年研发投入为2.50亿元，同比增长18.99%，研发投入占营业收入的比重为16.44%，研发人员达到1358人，同比增长19.86%，占员工总数的比例为38.20%，同比增加1.35个百分点。2018年研发支出资本化金额达到5123万元，较上年度增长49.20%。

图 5：研发投入情况



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

1.2 业务概况

公司是领先的 GIS 基础软件提供商，秉承“地理智慧创新 IT 价值”的宗旨，聚焦地理信息系统相关软件技术研发与应用服务，下设 GIS 基础研发机构和基础软件、应用软件、云服务及国际四大业务线，不断提升地理信息技术水平，拓展地理信息应用广度和深度，赋能政府、企事业单位的信息化建设与业务智能。

GIS 基础研发机构：公司设立研究院，专注于 GIS 基础软件产品研发，在北京、成都设立研发基地。超图研究院设置上、中、下游三层研发机构，其中上游先进技术实验室负责前沿技术探索，中游大数据与 AI 研发中心、三维研发中心、云产品研发中心、端产品研发中心等负责产品研发，下游质控与支持中心等部门负责产品质量保障。超图研究院建立了兼顾效率与质量的精益敏捷研发管理体系，形成了超过 6 万个测试程序的自动化测试机制。同时超图研究院设有院士专家工作站、国家测绘地理信息局工程技术研究中心、GIS 云计算服务平台关键技术北京市工程实验室、北京市地理信息系统平台软件研发与应用工程技术研究中心、北京市企业技术中心等科研载体。

基础软件业务线：公司平台业务群专注开展 SuperMap GIS 基础软件的营销与服务，包括 27 个境内分公司及办事处，平台业务群支持 700 余家合作伙伴为各行业提供 GIS 应用解决方案。

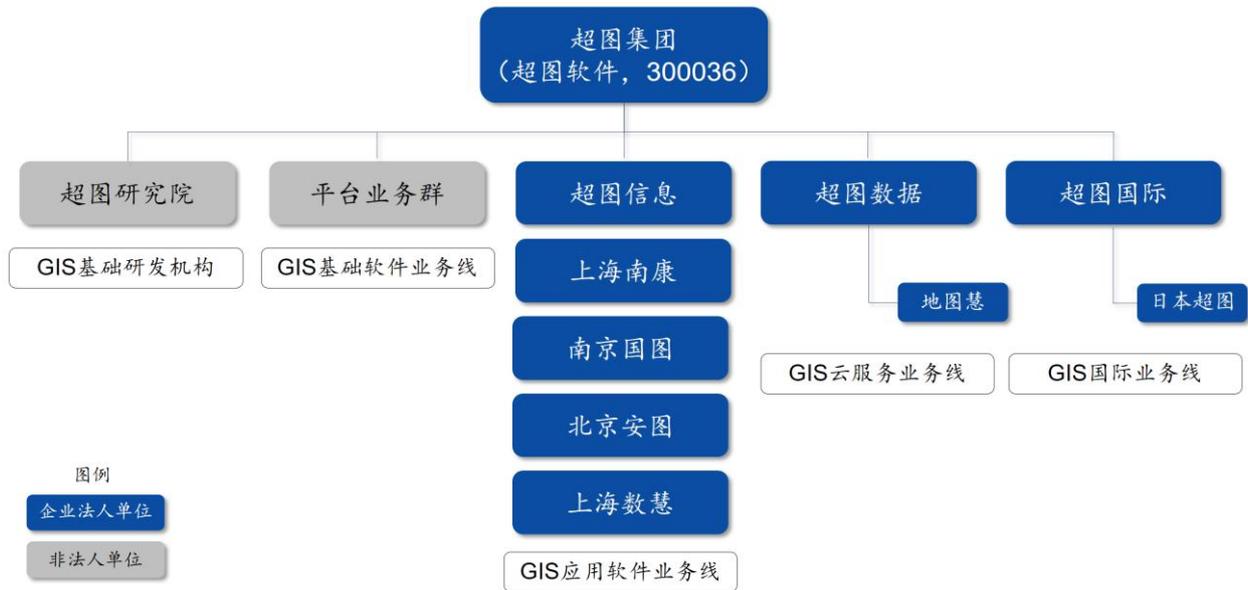
应用软件业务线：公司全资子公司超图信息、上海南康、南京国图、北京安图、上海数慧等专注于 GIS 应用软件业务，在智慧城市、规划、国土、不动产登记、资源环境和国防军工等领域表现突出。目前主要围绕四大产品线开展业务：大资源产品线、大智慧产品线、大环境产品线、大国防产品线。

云服务业务线：公司致力于创新 GIS 云服务，提供 IaaS、PaaS 模式的在线 GIS 平台 SuperMap Online (www.supermapol.com) 和 SaaS 模式的地图慧，不断开拓公有云应用市场，为行业用户提供在线 GIS 应用服务，为企业客户及合作伙伴提供在线地图数据与 API 服务，以及大众化的在线地图绘制和地理分析服务。

国际业务线：公司本着“国际视野，自主创新”的理念，坚持走国际化道路，大力

拓展国际市场，目前在全球 30 多个国家发展了代理商，是华为、中兴等 IT 企业的 GIS 软件全球供应商，将 SuperMap GIS 基础软件推广到 100 多个国家和地区，已成功进入亚洲、欧洲、非洲和南美洲等国家和地区，正在向成为全球领先的 GIS 品牌方向努力。

图 6：集团企业机构与四大业务线



资料来源：公司官网，公司公告，国元证券研究中心

截至 2018 年底，公司有 11 家全资子公司（超图信息、超图国际、克拉玛依超图、上海超途、山东超图、超图数据、上海南康、南京国图、北京安图、上海数慧、湖南超图），5 家全资孙公司（芜湖联智、国图不动产、安图影文、浙江超图、河南超图），3 家控股孙公司（日本超图、地图慧科技、嘉兴兴球）和 1 家参股子公司（浙江中科）。

表 1：主要子公司及对净利润影响达 10%以上的参股公司情况

公司名称	持股比例	主营业务	2018 年净利润
超图信息	100%	向安全部门提供 GIS 信息系统技术开发和相关平台产品的研发	216 万元
上海南康	100%	房地产行业 GIS 技术开发及技术服务、CAI 数据采集平台软件研发与销售	2193 万元
南京国图	100%	国土资源、不动产、水利水资源、税务、农业等领域的 GIS 与电子政务软件、数据工程、测绘工程、地图服务及规划设计等业务	6179 万元
北京安图	100%	数据获取与加工、地理信息三维平台研发、政府与企业行业信息化解决方案、基于地理信息的大众应用与服务	2289 万元
上海数慧	100%	提供规划一张图、多规合一、大数据分析洞察、不动产登记等信息化解决方案及应用咨询服务	3933 万元

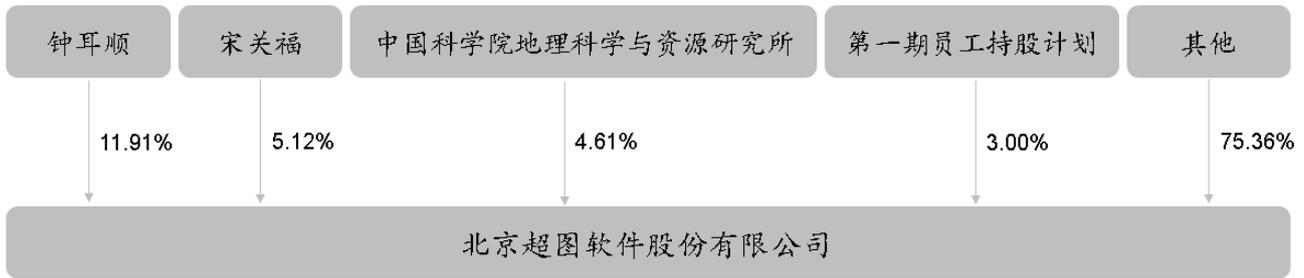
资料来源：公司公告，国元证券研究中心

1.3 股权结构与股权激励

根据 2019 年中报披露的数据，公司实际控制人为创始人钟耳顺先生，钟先生持有公司 11.91% 的股份，是北京大学地理专业博士，是中国科学院地理科学与资源研究所研究员，博士生导师，中国地理学会地图与 GIS 专业委员会主任委员，现任公

司董事长。公司第二大股东是宋关福先生，是中科院地理研究所博士，现任公司董事、总经理，持有公司 5.12% 的股份。

图 7：股权结构



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

自上市以来，公司实施了两次股权激励。第一次股权激励目前已经结束，四个解锁期的条件全部达到，有效的激励了员工，推动了公司业绩的持续增长。2019 年 5 月，公司公告了新一轮的股票期权激励计划，我们认为，该激励计划将有效保障未来 3 年公司业绩的持续快速增长。

表 2：历次股权激励情况

授予日	激励数量	授予价格	占总股本比例	激励人数	解锁条件
2013 年 11 月 1 日	257.97 万股	5.99 元/股	2.15%	101 人	第一个解锁期（2013）：净利润不低于 2700 万元；营收不低于 3 亿元。 第二个解锁期（2014）：以 2013 年为基数，净利润增长不低于 20%，且不低于 3240 万元；营收增长不低于 15%，且不低于 3.45 亿元。 第三个解锁期（2015）：以 2013 年为基数，净利润增长不低于 44%，且不低于 3888 万元；营收增长不低于 32.25%，且不低于 3.97 亿元。 第四个解锁期（2016）：以 2013 年为基数，净利润增长不低于 72.8%，且不低于 4666 万元；营收增长不低于 52.09%，且不低于 4.56 亿元。
2019 年 6 月 11 日	999.75 万股	15.75 元/股	2.22%	320 人	第一个解锁期（2019）：以 2018 年为基数，净利润增长不低于 20%；营收增长不低于 10%。 第二个解锁期（2020）：以 2018 年为基数，净利润增长不低于 30%；营收增长不低于 20%。 第三个解锁期（2021）：以 2018 年为基数，净利润增长不低于 40%，营收增长不低于 30%。

资料来源：Wind，公司公告，国元证券研究中心

2.居产业核心，多领域出击

GIS 是对地理空间信息进行采集、存储、管理、处理、显示、分析与模拟，并基于地理空间信息对政府、企业的业务数据以及个人生活所需的各种信息进行管理、分析和辅助决策的计算机信息系统。

2.1 占据技术高地，剑指半壁江山

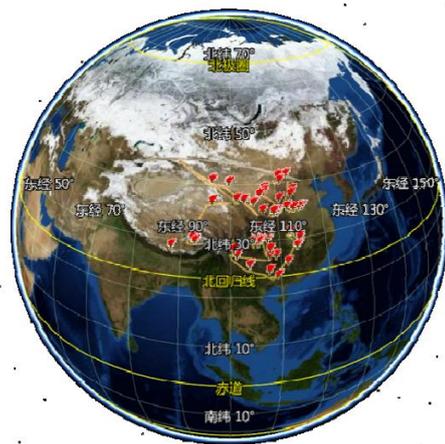
GIS 业务包括软件、硬件和数据三大部分。其中，硬件是计算机运行环境；数据是内容，不仅包括用户的各种数值、表格和文字描述等信息，还包括数字地图，如矢量电子地图、卫星图像、航空影像、卫星定位数据等；软件是技术核心，也是 GIS 领域技术创新的焦点所在，GIS 软件业务可细分为基础平台软件，应用平台软件和技术开发服务（定制软件业务）。

图 8：GIS 应用示例

水库决堤洪水淹没模拟预警分析图



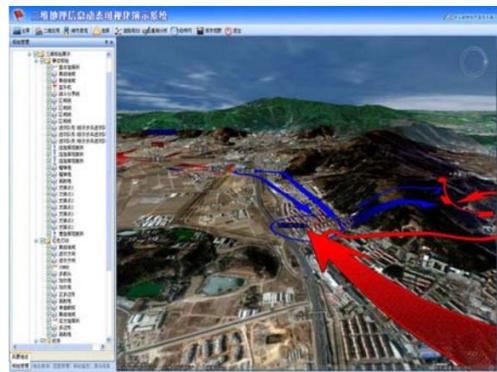
GIS 软件中的全球三维图



GIS 软件用于监测新增建设用地界面图



GIS 软件用于应急指挥



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

《国家地理信息产业发展规划（2014-2020 年）》中明确提出，产业保持年均 20%

以上的增长速度，2020 年总产值超过 8000 亿元，成为国民经济发展新的增长点。根据智研咨询及前瞻产业研究院的数据，2018 年 GIS 产业市场规模达到 7615.8 亿元，约是 2013 年的三倍左右，“十三五”期间，地理空间数据的社会价值进一步体现，GIS 市场迎来快速增长，预计到 2020 年市场规模将超过一万亿元，CAGR 在 20% 以上。

图 9：国内 GIS 市场规模



资料来源：智研咨询，前瞻产业研究院，国元证券研究中心

公司拥有甲级测绘资质，证书编号为：甲测资字 1100363。根据中国地理信息产业协会的数据，截至 2018 年 7 月，地理信息产业从业单位数量超过 9.5 万家，其中拥有测绘资质的单位超过 1.9 万家，较 2017 年拥有该资质单位的数量增加 1344 家，增幅为 7.8%，增速连续两年放缓。根据我们在自然资源部网上政务服务平台查询的结果，截至 2019 年 9 月中旬，全国甲级测绘资质单位数量达到 1283 家。

国内 GIS 产业链已经较为成熟，上游厂商进行数据采集及处理，中游厂商进行 GIS 基础软件平台的开发与销售，下游针对各类 GIS 进行增值开发。从国内目前的情况来看，产业上游中设备供应商竞争格局较为稳定，数据供应方面则较为分散，同样分散的还有下游的应用行业，根据前瞻产业研究院的数据，2015 年国内已有超过 1000 家的 GIS 应用软件供应商。而中游的基础软件平台，由于其技术要求高，需要良好的研发能力，致使技术壁垒较高，竞争主要集中在超图、ESRI 等头部厂商。

图 10：GIS 产业链情况



资料来源：公司招股说明书，互联网，国元证券研究中心

近年来，各行业对 GIS 的需求不断扩大，国内 GIS 软件和技术开发服务市场规模呈快速上升趋势，特别是政府部门及事业单位对 GIS 软件产品和技术开发服务的需求较大。同时，GIS 市场也正从测绘、资源环境、城市规划、土地管理等传统领域向通信、电力、银行、旅游、信息服务等新领域延伸，应用范围的拓展以及市场规模的扩大都是 GIS 行业发展的重要推动力。

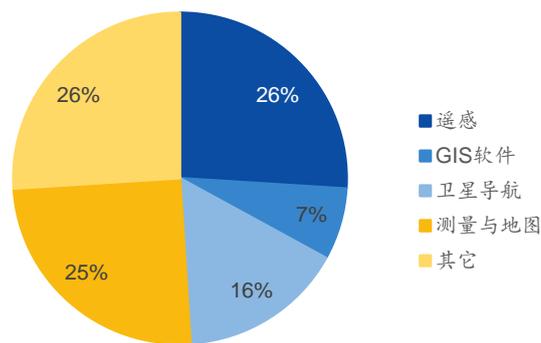
表 3：GIS 软件市场客户情况

GIS 市场分类		用户单位举例	市场特征	公司定位
专业应用	政府	应急、军事、公安、国土、规划、房产、矿产、水利、环保、地震、卫生、林业、农业、交通、测绘、统计、海洋、信息办、旅游、教育、科研等	目标用户为政府财政支持的各类政府部门和事业单位，从国家级到省级、市级、甚至县级单位。用户群体庞大，占 GIS 市场容量的绝大部分	公司主要定位和主要收入来源
	企业	通信、电力、石油石化、银行、保险、煤矿、物流、烟草、广告、大型制造企业、大型零售企业等	由于国内民用电子地图数据产业尚处于起步阶段，企业 GIS 未来市场空间巨大。目前市场总量小于政府类应用市场	
个人应用	导航 (GPS)		导航软件是 GIS 的一个变种，比专业的 GIS 功能简单	公司有所涉及
	电子地图网站 (如百度地图等)		所使用的平台软件比专业的 GIS 功能简单，运营商可自行设计。商业模式还有待成熟，市场总量有待增长	
	其他		商业模式还不成熟，市场总量较小	

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

根据赛迪顾问的数据，从市场规模来看，GIS 软件在整体 GIS 产业中占比约 7% 左右，虽然占比较小，但软件是 GIS 行业的基础工具，是各种数据接入和处理的重要载体，其技术含量高，是创新最集中的环节。根据赛迪网联合中国市场情报中心发布的《2015 年中国 GIS 软件市场研究报告》，2015 年国内 GIS 软件市场规模约为 162 亿元，其中，基础软件平台销售额为 7.59 亿元，应用平台软件及项目技术开发服务销售额为 154.42 亿元。

图 11：GIS 市场细分情况



资料来源：赛迪顾问，国元证券研究中心

公司的 GIS 基础软件平台是跨行业通用的核心平台软件，也是应用平台软件和应用软件开发与操作的平台，具有极高的技术含量和专业门槛。也正是基于 GIS 基础软件平台提供的 GIS 的通用功能，使其可以跨行业销售和使用，故毛利率较高。

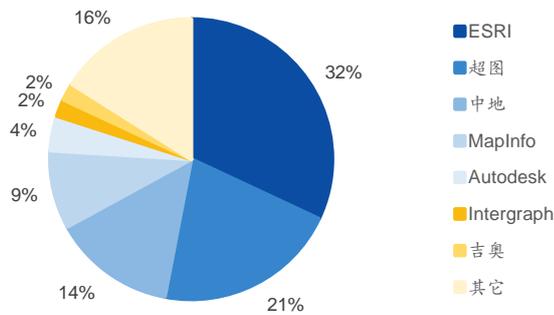
表 4: GIS 软件业务分类

GIS 软件业务分类	技术复杂程度	销售可重复性
GIS 基础平台软件	极高	可在所有行业、所有客户之间重复销售
GIS 应用平台软件	很高	可在某一个或几个行业内的各个客户之间重复销售
GIS 技术开发服务	较高	不可重复销售，针对每个客户单独定制开发

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

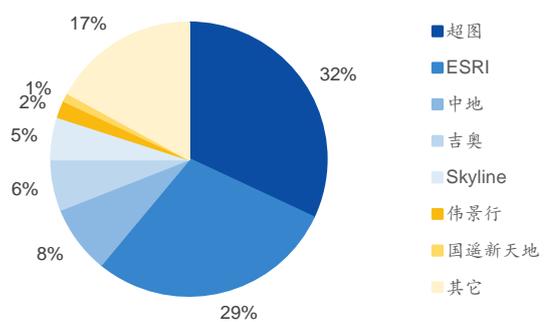
2000 年之前，国内 GIS 基础软件平台市场主要由国外的 ESRI、Mapinfo、Autodesk 等外资品牌占据，市场份额最大的是美国 ESRI 公司，我们认为海外产品在当时占据主导地位的原因是国产 GIS 基础软件平台无法满足客户需求。根据赛迪顾问的数据，2008 年公司国内市占率仍位居 ESRI 之后，到 2015 年公司已经跃居国内 GIS 平台软件市场龙头，市占率达到 32%。从中长期来看，伴随着软件国产化替代进程的加速，以政府客户为主的 GIS 软件领域，未来国产化也有望加速。公司作为国内 GIS 基础软件平台市场的龙头，未来有望占据半壁江山。

图 12: 2008 年国内 GIS 平台软件市场份额



资料来源：赛迪顾问，国元证券研究中心

图 13: 2015 年国内 GIS 平台软件市场份额



资料来源：赛迪顾问，国元证券研究中心

目前国内市场 GIS 基础软件平台的主要品牌有：SuperMap（超图软件）、ArcGIS（ESRI）、MapGIS（中地数码）、GeoStar（武大吉奥）等。

表 5: GIS 平台市场主要厂商情况

公司	员工人数	产品服务	核心平台软件产品
超图软件	3555 人	GIS 相关软件技术研发与应用服务，下设 GIS 基础研发机构和基础软件、应用软件、云服务及国际四大业务线	SuperMap GIS 系列产品
ESRI	超 300 人（中国区）	基于 GIS 技术的系统设计咨询、技术支持、教育培训等服务	ArcGIS 系列产品
中地数码	-	GIS 研究、开发、应用和服务的云 GIS 软件平台和解决方案	MapGIS 系列产品
武大吉奥	-	公司拥有 20 年地理信息实践与管理经验，业务体系涵盖自然资源、城市治理、智慧城市和军民融合等行业领域	地理信息基础平台 GeoGlobe，地理智能服务平台 GeoSmarter，云服务平台 GeoStack

资料来源：各公司官网，公司公告，腾讯网，国元证券研究中心

全球最大的 GIS 厂商美国环境系统研究所公司（ESRI）是公司的主要竞争对手。ESRI 成立于 1969 年，总部设在美国加州 Redlands 市，为用户提供强大的制图和空间分析技术。ESRI 拥有超过 35 万用户，遍布全球各大城市、大部分的政府单位、

75%财富世界 500 强企业、及超过 7000 所科研院校等。ESRI 起步于与政府合作的地理信息项目，1981 年发布了它的第一套商业 GIS 软件——ARC/INFO 软件，之后通过研发与并购，不断丰富和完善产品线，如今已经基本覆盖政府、交运、商业、自然资源和公用事业等行业。其商业合作伙伴计划在全球有超过 2000 个开发商、咨询服务商、增值代理以及数据提供商，与分布在 80 个国家的国际代理一起，构成了 ESRI 强大的技术支持与服务网络。目前，ESRI 主要提供平台软件服务，其全球合作伙伴负责完成项目实施。根据 ARC 咨询发布的《地理信息系统市场研究报告》，2018 年全球 GIS 市场的销售额约近 30 亿美元，ESRI 占全球 GIS 市场的 45% 以上，为行业的领导者。

2.2 布局四大业务线，多应用领域覆盖

公司以 GIS 基础软件平台研发为基础，在软件销售、应用服务、产业项目等领域进行全面布局，目前已经形成包括 GIS 基础平台软件、GIS 应用软件、GIS 云服务及国际四大业务线，应用领域覆盖智慧城市、资源环境、不动产信息管理、移动应用、国防军工等领域，产品业务线齐全而有特色。

表 6：四大业务线及主要子公司业务情况

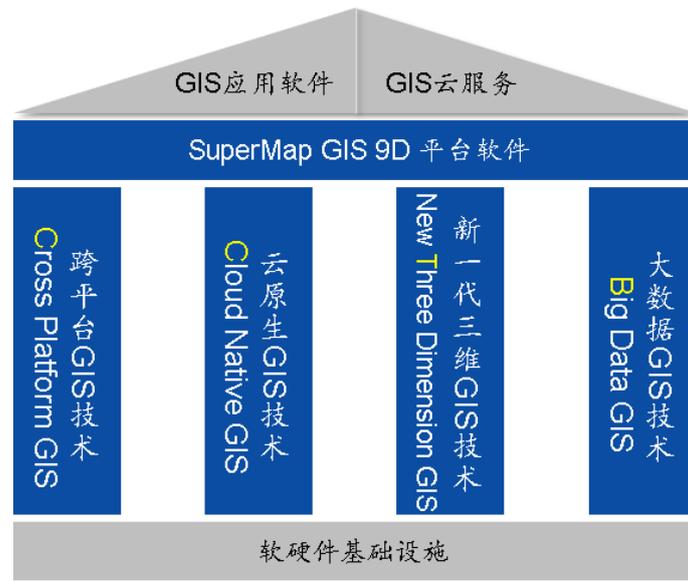
业务线	公司名称	主营业务
GIS 基础软件业务	北京超图软件股份有限公司	自主 SuperMap GIS 基础软件平台的研发与推广，产品特色：跨平台、二三维一体化、云端一体化、全国产化支持、大数据等
	北京超图信息技术有限公司	向安全部门提供 GIS 信息系统技术开发和相关平台产品的研发
	上海南康科技有限公司	房地产行业 GIS 技术开发及技术服务、CAI 数据采集平台软件研发与销售
GIS 应用软件业务	南京国图信息产业有限公司	国土资源、不动产、水利水资源、税务、农业等领域的 GIS 与电子政务软件、数据工程、测绘工程、地图服务及规划设计等业务
	北京世纪安图数码科技发展有限公司	数据获取与加工、地理信息三维平台研发、政府与企业行业信息化解决方案、基于地理信息的大众应用与服务
	上海数慧系统技术有限公司	提供规划一张图、多规合一、大数据分析洞察、不动产登记等信息化解决方案及应用咨询服务
GIS 云服务业务	超图数据技术有限公司	旨在成为创新的 GIS 云服务提供商，也是公司投资各类地理信息商业地理分析和地理信息系统应用云服务类公司的投资平台
	地图慧科技有限公司	主要提供大众在线制图、企业地理信息应用服务、地理商业智能、数据资源等产品和服务。“地图慧”云 GIS 应用服务门户自 2012 年推出后，目前已成为地理信息及互联网行业知名的云服务品牌
国际业务	超图国际有限公司	致力于国际市场的开拓与服务。SuperMap GIS 基础平台提供英语、日语、西班牙语、马来语等版本。目前在 30 多个国家拥有软件代理商，还是华为、中兴等 IT 企业的 GIS 软件全球供应商，已成功将 SuperMap GIS 平台软件推广到了 150 多个国家和地区
	日本超图株式会社	立足日本市场、结合日本国情拓展业务，SuperMap GIS 已在日本拥有数万用户，成为日本市场的知名 GIS 品牌

资料来源：公司官网，公司公告，国元证券研究中心

SuperMap GIS 9D (2019) 是公司研发的新一代 GIS 基础软件，实现并创新了 GIS 软件四大技术“CCTB”，包括：跨平台 GIS 技术(Cross Platform GIS)，让 GIS 应用能够在国产芯片、国产操作系统上高效运行；云端一体化 GIS 技术(Cloud

Computing GIS), GIS 基于云计算、移动互联网技术提供海量空间数据管理与分析服务, 为数字中国提供地理空间信息服务; 新一代三维 GIS 技术(Three Dimension GIS), 实现激光点云、倾斜摄影、BIM 在三维空间上的有机融合, 在统一的三维空间实现城市规划、交通出行、市政运维集约化管理; 大数据 GIS 技术(Big Data GIS), 能够实现交通、生态环境、自然资源、市场监督管理等部门数据基于地理空间信息实现整合, 为区域规划、城市运行管理等民生大事提供宏观决策依据。

图 14: “CCTB” 技术体系



资料来源: 公司官网, 国元证券研究中心

根据 Gartner 数据, 2017 年全球 PaaS 市场规模为 114 亿美元, 到 2020 年有望达到规模有望达到 208 亿美元, CAGR 约为 22.2%。公司作为 GIS 领域为数不多的 PaaS 类公司, 价值有待进一步发掘。

图 15: 全球 PaaS 市场情况



资料来源: Gartner, 前瞻产业研究院, 国元证券研究中心

“CCTB” 技术体系全面支撑 SuperMap GIS 9D 在云业务中的运用——在线 GIS 平台 SuperMap Online, 通过在线使用 GIS 平台的云存储、云分析等服务, 客户可以轻松地把 GIS 能力应用到业务系统, 无需自行购买和搭建软件系统。地图慧提供大众在线制图等服务, 开放平台以云服务方式提供按需租用、性能按需伸缩的专业

GIS 能力，面向开发者或有定制需求的企业提供多样化行业应用 API，帮助企业快速打通内部业务系统、搭建自己的地图应用服务，为企业用户降低 GIS 使用成本。

表 7：公司云业务进展

云业务	业务进展
SuperMap Online	2018 年，公司加大研发力度，引入云原生等技术，进一步优化云存储、云分析业务，向行业用户及企业客户、开发者提供更优化的企业级服务和解决方案。增加了中国水科院、泰康保险、税友等多个行业客户，开发者用户新增 1.2 万
地图慧	SaaS: 2019 年上半年，企业注册用户新增数量超过 5 万家，产品层面，地图慧企业版在协作权限方面进行了深入的、细粒度的全新改版，新增外勤场景。新增了京东物流、苏宁、新百伦、学而思等诸多客户，同时与上百家小微客户以及瑞幸咖啡、海尔、方太、跨越速递、太平洋保险等大客户顺利续签 PaaS: 2018 年，发布了底层 PaaS 开放平台，并为有开发能力的客户提供 API 接口

资料来源：公司官网，公司公告，国元证券研究中心

地图慧深耕行业，提供全面的地图应用解决方案，目前已覆盖保险、餐饮、房地产、家电、金融、零售、物流等行业。

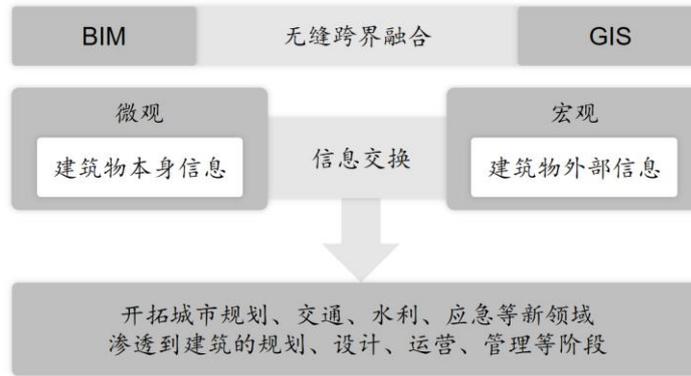
图 16：地图慧-专业、稳定而便捷的互联网 GIS 平台



资料来源：地图慧官网，国元证券研究中心

在三维 GIS 领域，通过 BIM 与 GIS 的融合，使微观领域的 BIM 信息和宏观领域的 GIS 信息实现交换和相互操作，拓展了三维 GIS 的应用领域，为 GIS 的发展带来了新的契机。今年 6 月，达索系统与公司宣布达成全球战略合作，双方将基于 3DEXPERIENCE 平台的 3DEXPERIENCity 解决方案和超图的 SuperMap GIS 基础软件、应用平台，自中国市场开始，在全球范围内开展产品技术、品牌建设和市场营销三个层面的深度合作。

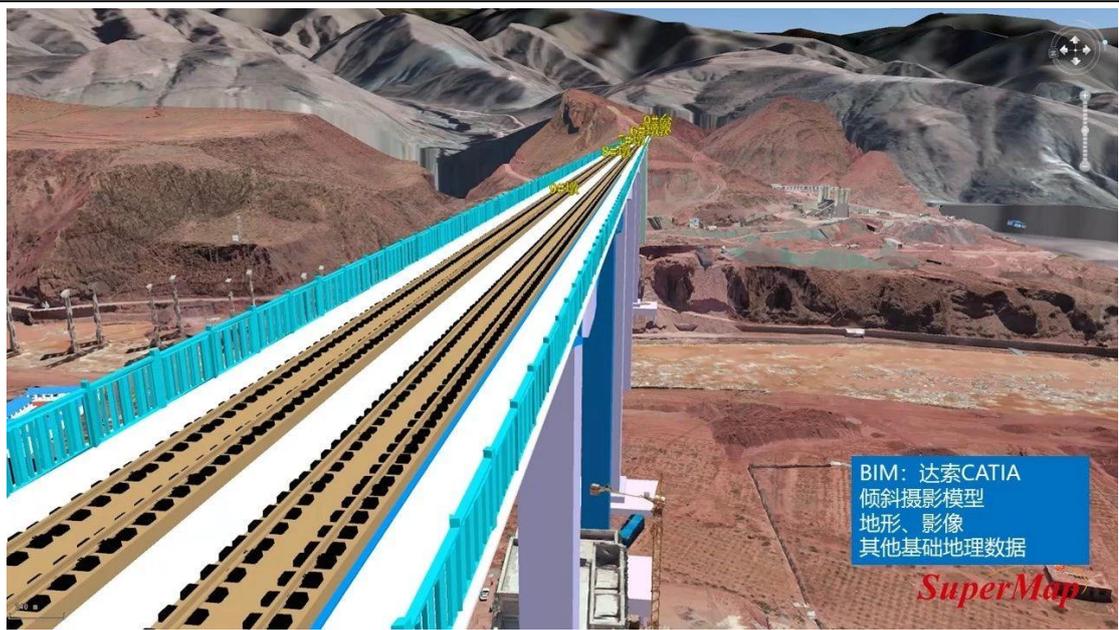
图 17: BIM+GIS 结合



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

公司研发突破了 BIM 主流数据的无损接入、BIM 数据到 GIS 平台的精准匹配、超百万级 BIM 模型实时绘制等关键技术，突破了 BIM 数据与三维体模型无缝对接技术，借助三维体数据模型，实现了 BIM 数据在 GIS 平台中的分析及运算能力，开拓了三维 GIS 向建筑、桥梁、隧道、水利大坝等大型工程应用领域的发展，为 BIM+GIS 应用提供了有力的技术和平台支撑。

图 18: 多源数据融合匹配效果



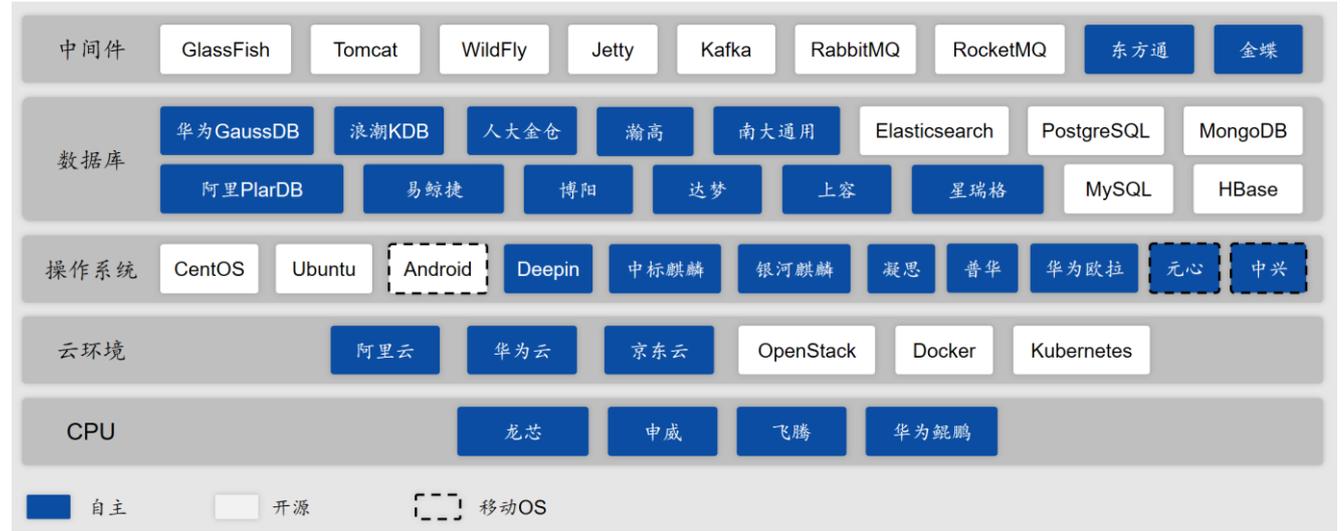
资料来源：超图集团微信公众号，国元证券研究中心

2.3 助力自主可控，全面支持国产软硬件产品

2016 年 7 月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《国家信息化发展战略纲要》，强调要“制定国家信息领域核心技术设备发展战略纲要，以体系化思维弥补单点弱势，打造国际先进、安全可控的核心技术体系，带动集成电路、基础软件、核心元器件等薄弱环节实现根本性突破”。我们认为，CPU、操作系统、数据库等核心软

硬件产品长期被国外品牌垄断，随着我国信息技术产业的快速发展，自主可控、国产替代是大势所趋，做好自主可控的全面支持工作有望为公司带来更大的成长空间。根据公司官网介绍，自 2001 年起，公司基于标准 C++ 重构 GIS 内核，建立了一套高性能、支持多种 CPU 架构和操作系统的原生跨平台 GIS 技术体系。SuperMap GIS 9D(2019)是最新一代产品，提供了组件、桌面、服务器、客户端等全线产品支持。

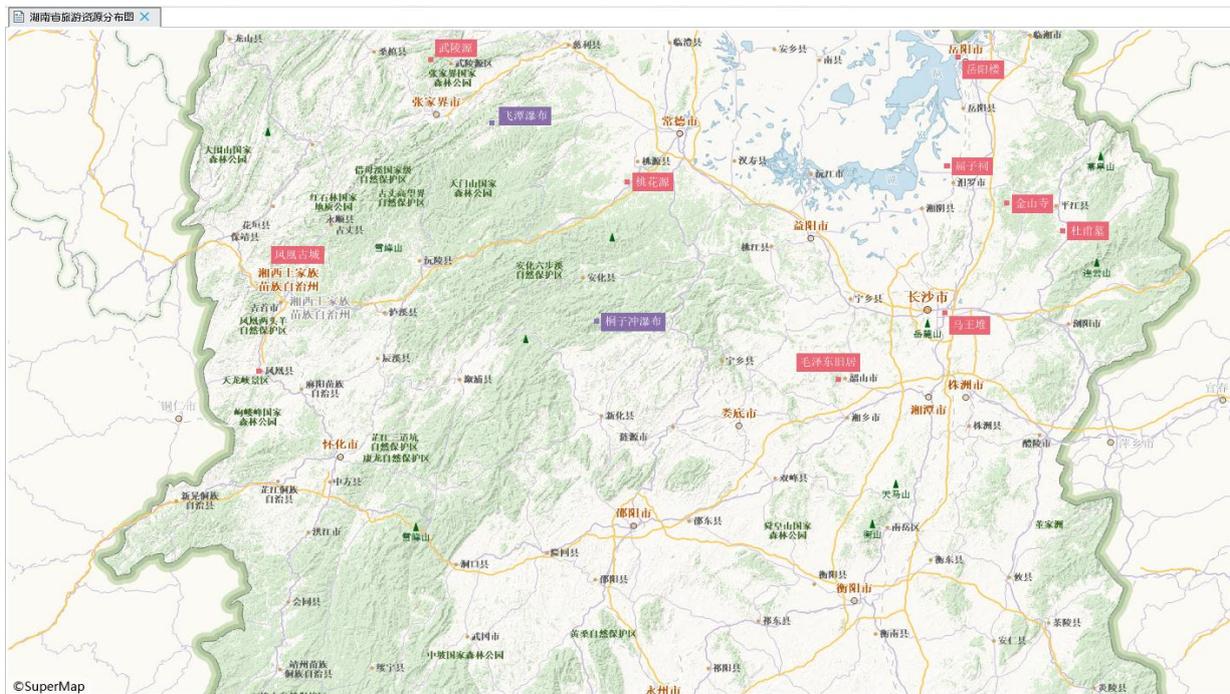
图 19: SuperMap 支持自主可控一览表



资料来源：超图集团微信公众号，国元证券研究中心

SuperMap GIS 9D(2019)能完美运行在中标麒麟、银河麒麟、深度等 Linux 系统上。

图 20: 中标麒麟中的制图效果



资料来源：CSDN，国元证券研究中心

根据超图集团微信公众号，公司 SuperMap iServer 9D 产品和湖南麒麟信安操作系统 V3 (鲲鹏版) 正式通过技术兼容性测试并共同输出证明报告，测试结果表明兼容性良好、稳定运行、性能卓越，该测试基于华为鲲鹏的 TaiShan 服务器。

图 21：超图和湖南麒麟通过华为鲲鹏技术兼容性测试



资料来源：超图集团微信公众号，国元证券研究中心

华为鲲鹏生态的建设，把超图、湖南麒麟在内的生态伙伴都囊括进来，为鲲鹏生态链上的用户提供更多选择，创造全新商业机会，也为全面推进在各领域全自主可控的建设和应用，注入了新的血液。

在 2019 华为全联接大会 (HUAWEI CONNECT 2019) 期间，华为与公司举行了“沃土数字平台”签约仪式。华为一直十分看重 GIS 在智慧城市、智慧园区、智慧交通等领域的重要作用，在此领域与公司有着广泛而深入的合作。“沃土数字平台”致力于为数字世界打造底座，GIS 则是这一底座不可或缺的工具。此次签约之后，SuperMap 将作为华为“沃土数字平台”标配的 GIS 基础软件平台，与华为及华为众多生态合作伙伴一起驱动企业数字化转型升级，服务万亿数字化产业，有望给公司带来新的业务增长点。

3. 新需求逐步释放，新一轮成长悄然开启

从国内 GIS 软件市场来看，虽然基础软件平台在产业链中拥有较高的地位，但是，市场规模远小于应用平台软件和技术开发服务市场，如果要持续成长，需要向产业链下游不断布局，开拓 GIS 软件的应用领域。公司作为 GIS 软件龙头，通过内生及外延的方式持续布局下游应用业务，紧密跟踪政企客户需求的变化，依托先进的技术体系，及时推出符合客户需求的新产品和服务。

从目前来看，自然资源统一确权登记即将全面展开，相关的系统建设需求将不断释放，国土空间规划已经开始实施，相关的系统建设需求开始招标，不动产登记长尾需求持续释放，大智慧业务和大环境业务持续发展。我们可以看到，公司广泛布局各类应用业务，呈现多点开花的格局，新的增长点不断涌现，有望开启新一轮成长周期。

图 22：应用业务布局



资料来源：公司公告，公司官网，国元证券研究中心

3.1 自然资源统一确权即将全面展开

建立和实施自然资源统一确权登记制度是贯彻落实党中央、国务院关于生态文明建设决策部署的重要举措。2019年7月22日，自然资源部、财政部等部门联合印发《自然资源统一确权登记暂行办法》，办法要求“对水流、森林、山岭、草原、荒地、滩涂、海域、无居民海岛以及探明储量的矿产资源等自然资源的所有权和所有自然生态空间统一进行确权登记”。这标志着我国开始全面实行自然资源统一确权登记制度，自然资源确权登记迈入法治化轨道。《办法》规定，在国家不动产登记信息管理基础平台上，开发全国统一的自然资源登记信息系统，实现自然资源确权登记信息的统一管理。从2019年起，利用5年时间基本完成全国重点区域自然资源统一确权登记，在此基础上，通过补充完善的方式逐步实现全国全覆盖。

表 8：自然资源统一确权登记历程

时间	事件	说明
2015 年 9 月	中央政治局会议审议通过《生态文明体制改革总体方案》	明确提出构建归属清晰、权责明确、监管有效的自然资源资产产权制度，并具体规定了建立统一的确权登记系统、建立权责明确的自然资源产权体系、健全国家自然资源资产管理体制、探索建立分级行使所有权的体制、开展水流和湿地产权确权试点等五项内容
2016 年 11 月	中央全面深化改革领导小组第 29 次会议审议通过《自然资源统一确权登记办法(试行)》	要求以不动产登记为基础，依照规范内容和程序进行统一登记，坚持资源公有、物权法定和统一确权登记的原则，对水流、森林、山岭、草原、荒地、滩涂以及探明储量的矿产资源等自然资源的所有权统一进行确权登记，形成归属清晰、权责明确、监管有效的自然资源产权制度
2017 年 1 月	原国土资源部组织开展试点工作	试点省（区）：吉林、黑龙江、江苏、福建、江西、湖北、湖南、贵州、陕西、甘肃、青海、宁夏等 12 个，试点市县：齐齐哈尔、徐州、厦门、宜都、芷江、浏阳、澧县、渭南等 8 个
2018 年 3 月	自然资源部成立	新组建的自然资源部职责包括履行全民所有各类自然资源资产所有者职责，进行统一调查和登记确权
2018 年 7 月	12 个省（区）自然资源统一确权试点工作通过国家验收	自然资源部等 7 部委在北京召开自然资源统一确权登记试点评估验收会
2019 年 7 月	《自然资源统一确权登记暂行办法》印发	联合印发部门：自然资源部、财政部、生态环境部、水利部、国家林业和草原局。标志着中国开始全面实行自然资源统一确权登记制度，自然资源确权登记迈入法治化轨道
2019 年 7 月	自然资源部信息中心《自然资源确权登记信息系统建设项目》开始招标	总预算金额为 549 万元，北京超图软件股份有限公司中标，金额为 485 万元

资料来源：互联网，国元证券研究中心整理

2017 年，原国土资源部在吉林等 12 个省份开展了为期一年的试点。根据自然资源部网站提供的数据，经过一年多的探索，12 个省（区）、32 个试点区域共划定自然资源登记单元 1191 个，确权登记总面积 186727 平方公里，重点探索了国家公园、湿地、水流、探明储量矿产资源等确权登记试点。各试点地区以不动产登记为基础，以划清全民所有和集体所有之间的边界，划清全民所有、不同层级政府行使所有权的边界，划清不同集体所有者的边界，划清不同类型自然资源的边界等“四个边界”为核心任务，以支撑山水林田湖草整体保护、系统修复、综合治理为目标，按要求完成了资源权属调查、登记单元划定，确权登记、数据库建设等主体工作，探索出了一套行之有效的自然资源统一确权登记工作流程、技术方法和标准规范。

根据自然资源部网站提供的信息，试点工作验证了自然资源确权登记的现实可操作性，创新了确定自然资源登记范围的模式，探索了自然资源确权登记工作体系，拓展了自然资源确权登记的空间维度，探索了自然资源确权登记成果信息化管理的途径。试点工作的积极成效，将有效加速自然资源统一确权的全面展开，进而推动相关系统建设需求的释放。

表 9：自然资源统一确权登记试点工作成效

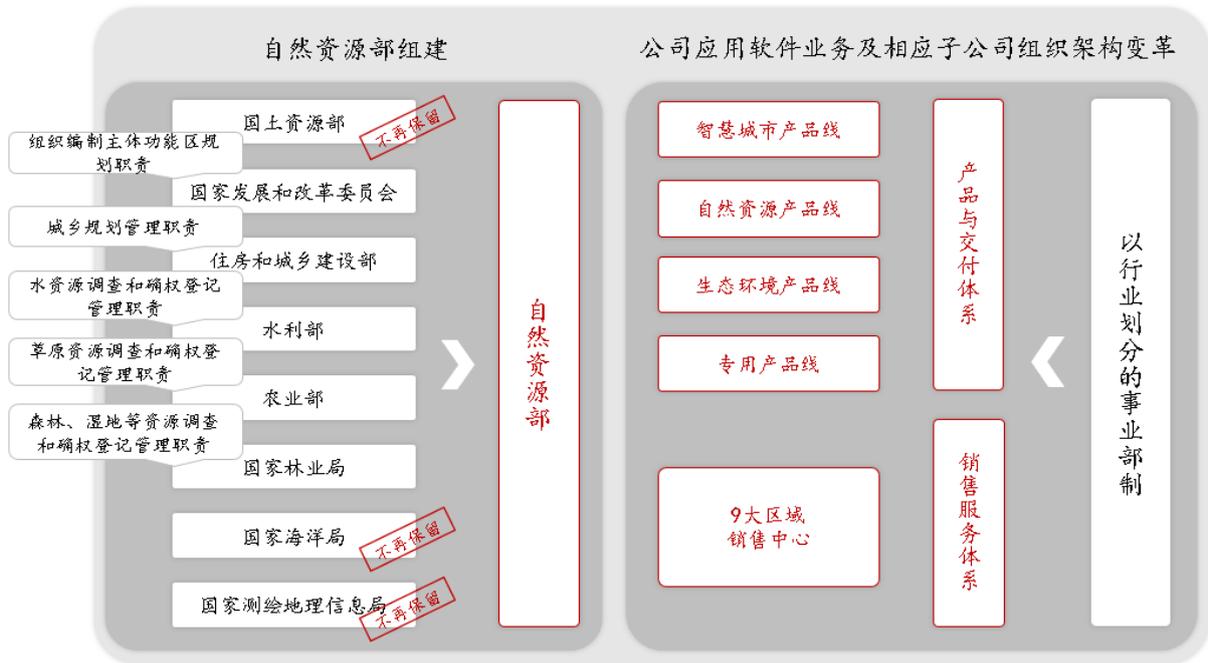
成效	详情
完成试点区域国家公园等各类自然保护地确权登记	12 个试点省份确权登记了 40 个自然保护区，20 个湿地公园，19 个风景名胜区等各类自然保护地
完成试点区域部分水流确权登记	宁夏、甘肃疏勒河流域以及陕西渭河、江苏徐州、湖北宜都以土地权属为基础，针对不同形式的水流特点，探索了以河流堤坝、常水位线、土地征收范围线、最大库容等高线、河道管理线等不同类型的登记单元划定方法，形成了 376 个水流登记单元、50 个水库登记单元，解决了长期以来水流边界不清、权属不明等问题
完成试点区域部分湿地确权登记	甘肃、宁夏共调查湿地斑块 2253 个，实地查清了湿地类型、位置、界线、面积等自然属性和湿地生态空间内的林地、草原、荒地、滩涂等自然要素
结合国家生态文明试验区开展自然资源确权登记	通过叠加权属界线、各类保护界线，进行现状、权属调查，划定 586 个各种类型（森林、水流、自然保护区、风景名胜区等）的自然资源登记单元，总面积 598 万公顷。同时将划定的 603 万公顷生态保护红线范围、201 万公顷特殊保护范围落实到登记单元图上，为生态文明试验区建设奠定了保护基础
探索完成重要单项自然资源确权登记	湖南省浏阳、澧县、芷江开展单项重要自然资源确权登记试点，查清了试点区域内全民所有自然资源 613 平方公里、集体所有自然资源 6096 平方公里。共划定登记单元 131 个，包括 7 条河流，5 个地质公园、森林公园，21 个水库，98 个森林登记单元，并构建了集图、表、数为一体的确权登记数据库和涵盖相关管理信息的“一张图”
推进国务院确定的国有重点林区确权登记	实地踏勘调查了吉林延边州和黑龙江大兴安岭地区塔河林业局范围内 5437 个国有、7384 个集体的权属界线，通过套合国有重点林区林权证范围线，划定 13 个登记单元，查清了 12 万个地块相应的自然资源类型，同时叠加记载了生态保护红线、土地利用总体规划、国家公园功能区划及其他专项规划等公共管制要求
探索探明储量的矿产资源确权登记	福建调查划定 1761 个登记单元，贵州调查划 533 个登记单元，涉及 88 种矿产资源
构建自动关联不动产登记信息的模式	黑龙江齐齐哈尔和福建厦门分别开展全域、全要素自然资源调查登记，累计调查面积 5938 平方公里，划分登记单元 198 个。通过在同一信息平台、“一张图”环境运行管理，实现自然资源和不动产登记空间和属性信息的自动关联

资料来源：中国政府网，国元证券研究中心

2018 年 3 月 13 日，国务院机构改革方案提请十三届全国人大一次会议审议。在此次改革方案中，将国土资源部、国家海洋局等部门的相关职责整合，组建自然资源部。我们认为，机构改革给公司带来新的市场机会：国土空间规划、生态修复、所有者权益管理等机构职能的落地都离不开信息化的支撑，公司的解决方案业务集中在国土、规划和测绘等重度使用 GIS 的业务领域。公司成为对应自然资源部提供解决方案最完整的企业，机构改革为公司带来重要发展机遇。

为了应对新的形势，2018 年，公司对应用软件业务及相应子公司进行了组织架构变革：取消了原有的以行业划分的事业部制，重新整合为产品与交付和销售服务两大体系。产品与交付体系负责解决方案的研发和项目实施交付，把分散过细的技术队伍归并为智慧城市产品线、自然资源产品线、生态环境产品线和专用产品线，构建了统一的应用软件研发体系，进一步提升项目实施的效率，促进内部技术的资源共享，并为客户提供了更加全面完整的解决方案。销售服务体系方面，新的组织架构集中了原来分散在各事业部的销售力量，组建了九大区域销售中心，新的销售服务体系扩大了市场的覆盖面，提高了对市场需求的反应速度，使公司产品服务更贴近市场终端，进一步增强公司的区域竞争力，为扩大市场份额，保持持续竞争优势提供了有力支持。

图 23：自然资源部组建与公司架构调整



资料来源：搜狐网，公司公告，国元证券研究中心

2019年7月22日，自然资源部信息中心开始对《自然资源确权登记信息系统建设项目》招标，总体要求采用国产自主可控技术和产品。

表 10：自然资源部信息中心招标要求

领域	具体要求
技术要求	<p>系统支持在采用国产自主可控的芯片和操作系统的服务器和终端上运行</p> <p>服务器端支持国产自主可控并在市场上得到成熟应用的中间件、GIS、数据库等基础软件品牌（地方对部分系统提出分发部署要求的，应与当地国产自主可控基础软件适配，国产GIS基础软件包括但不限于 SuperMap 等）</p> <p>客户端，应支持符合要求的全国产化的终端设备</p> <p>系统建设按照网络安全等级保护（等保 2.0）要求，满足信息系统等级保护第三级要求</p>
进度要求	<p>项目合同签订后 1 周内成立项目组，与中标方项目组人员对接，正式启动项目，制定项目实施计划</p> <p>项目启动后 2 周内完成需求调研和需求分析工作，形成需求规格说明书，完成系统建设的总体设计和技术选型</p> <p>2019 年 9 月底前完成自然资源确权登记系统的开发和部署</p> <p>2019 年 12 月初完成各系统的开发、测试、部署和上线运行，支撑业务办理</p> <p>2019 年 12 月底前完成当年度所有内容的验收工作</p>
部署要求	<p>自然资源登记信息系统统一部署，供全国各级登记机构使用；自然资源确权登记信息社会化服务系统统一部署并纳入统一的自然资源政务服务门户</p> <p>自然资源确权登记数据库及管理系统、自然资源确权登记信息分析系统、自然资源确权登记数据共享服务系统部署在自然资源部，在地方有需求的情况下可提供软件分发服务，在网络环境等条件具备的情况下可提供数据与系统服务，但在地方本地化部署的情况下应与地方使用的国产自主可控品牌并在市场上应用成熟的各类基础软件适配</p>

资料来源：《自然资源部信息中心自然资源确权登记信息系统建设项目（发售稿）》招标文件，剑鱼标讯，国元证券研究中心

2019年8月15日，公司顺利中标，中标金额为485万元。从金额上来看，此次招标规模并不大，但是作为自然资源部信息中心确定的系统设计与建设方，未来省市县各级的系统建设大概率将以此为蓝本，对公司后续的业务开展较为有利。

图 24：自然资源确权登记信息系统架构



3.2 国土空间规划系统建设需求逐步释放

2019年5月，中共中央、国务院印发的《关于建立国土空间规划体系并监督实施的若干意见》提出：建立国土空间规划体系并监督实施，依托国土空间基础信息平台，建立健全国土空间规划动态监测评估预警和实施监管机制。

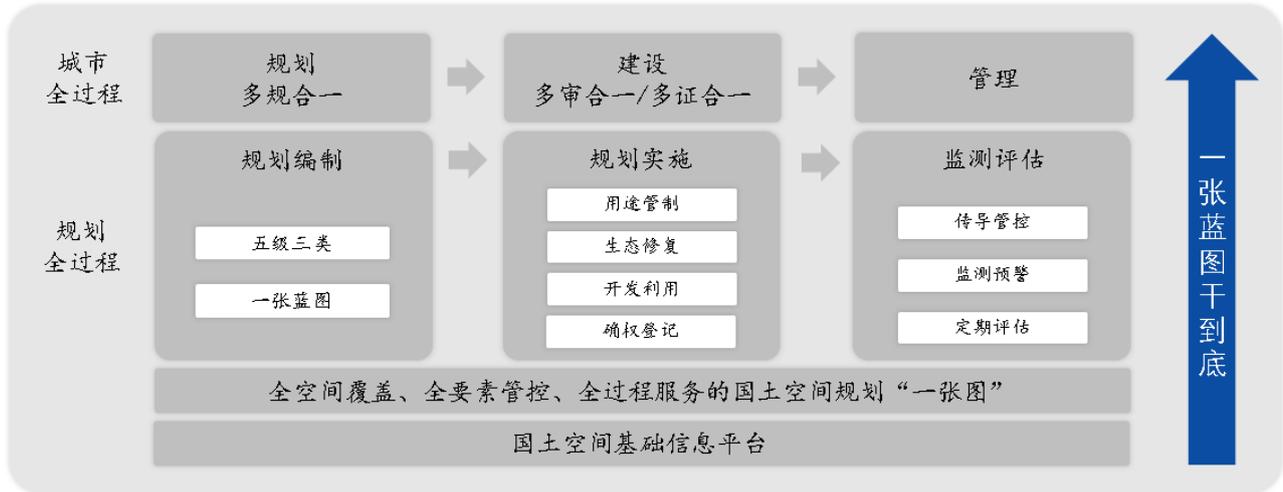
图 25：分级分类建立国土空间规划



资料来源：搜狐，国元证券研究中心

随后，自然资源部印发《关于全面开展国土空间规划工作的通知》，要求基于国土空间基础信息平台，整合各类空间关联数据，着手搭建从国家到市县级的国土空间规划“一张图”实施监督信息系统，形成覆盖全国、动态更新、权威统一的国土空间规划“一张图”。

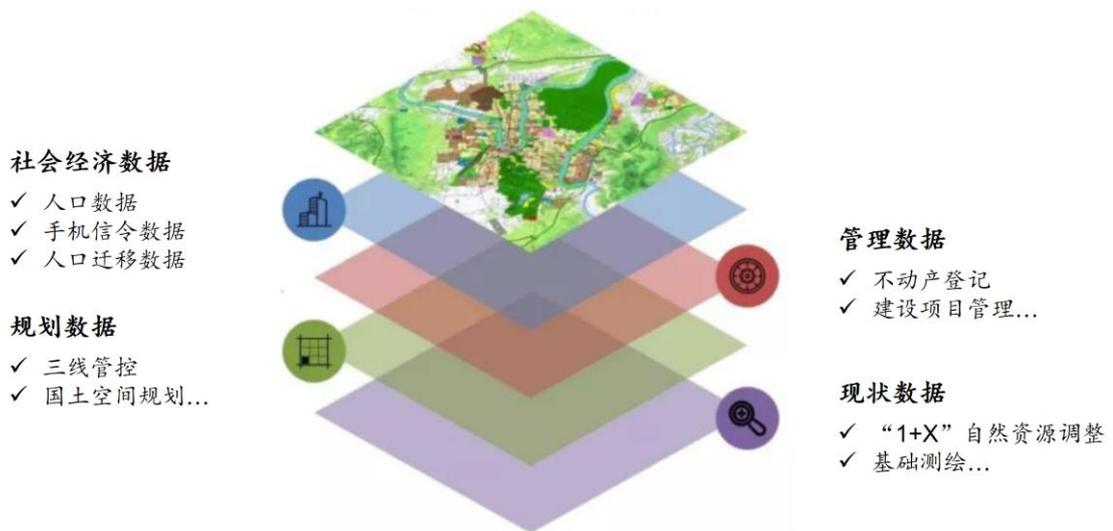
图 26：基于一张图的国土空间规划全过程服务



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

公司的国土空间规画一张图，是按照全域覆盖、全要素管控的思路，通过一张图汇集现状数据、规划数据、管理数据以及社会经济数据等，基于统一的时空基准，对数据进行统一分类、编码、处理与建库，形成国土空间规划数据资源体系，支撑国土空间规划编制、实施及监测评估的全过程，以及城市规划、建设、管理的全过程。

图 27：国土空间规划一张图



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

国土空间规划自 2019 年伊始，近期为 2025 年，规划至 2035 年，展望到 2050 年，包含了技术分析预评价、目标与战略等多项内容。2019 年上半年，公司围绕全域、

全要素、全过程的数字化国土空间治理体系，利用数字化、网络化、智能化手段，建立了国土空间基础信息平台及规划监测评估预警管理系统。围绕规划全过程，构建规划数字化应用生态。创新了空间大数据技术，实现海量数据快速分析与可视化应用支持全空间三维数据模型，服务全空间表达、分析与城市设计。

表 11：数字化国土空间治理体系

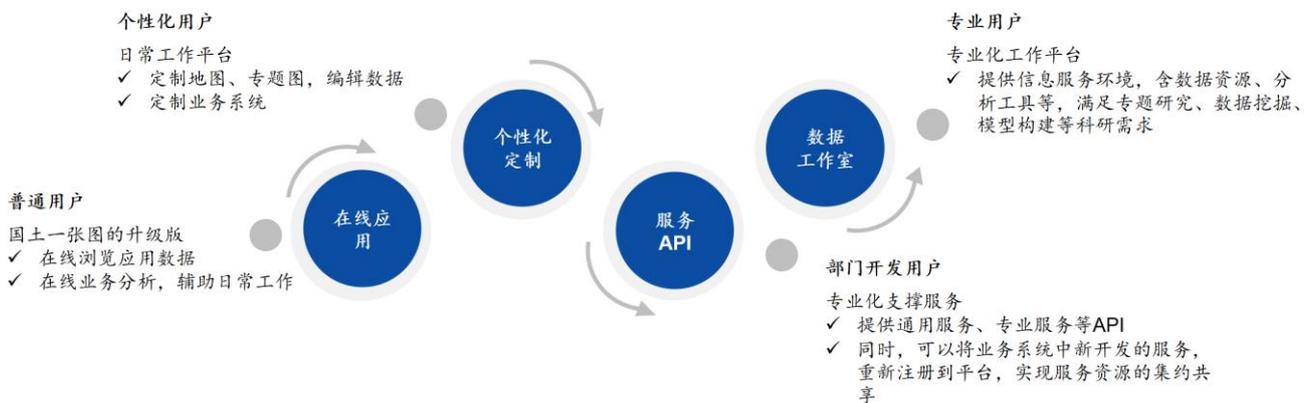
目标	具体内容
全域	地域范围覆盖陆地、水域、领空等，涵盖城镇空间、农业空间与生态空间，形成全域统一的管控框架
全要素	围绕人与自然和谐共生、山水林田湖草是一个生命共同体的核心理念，统筹山、水、林、田、湖、草等自然资源，同时融合人、车、路、地、房等社会要素，形成全要素融合的管控基础
全过程	围绕规划编制、实施、监测评估的全过程，形成统一国土空间规划、统一用途管制和开发利用、统一监测评估的全过程管控体系

资料来源：公司官网，国元证券研究中心

根据我们在广西壮族自治区政府采购网查询到的信息，《柳州市国土空间总体规划（2020-2035）编制及监测评估预警管理系统建设项目》已经招标，“柳州市国土空间总体规划（2020-2035）编制工作”由联合体（广西壮族自治区国土资源规划院/柳州市城市规划设计研究院）中标，金额为 3627 万元，“柳州市国土空间规划监测评估预警管理系统建设”由北京超图软件股份有限公司中标，金额为 493 万元。

超图国土空间规划一张图面向不同用户的应用需求，提供在线应用、个性化定制、服务 API、数据工作室等 4 种服务方式，实现了一张图随时可看、随时可用、随时可集成。

图 28：超图国土空间规划一张图全面覆盖不同用户需求



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

3.3 不动产登记长尾需求持续释放

公司借助不动产登记，实现了上一轮的成长。2018 年底，全国不动产统一登记工作全面实现了登记机构、登记簿册、登记依据和信息平台“四统一”的改革目标之后，国家从上至下强力推动互联网+政务、放管服改革、优化营商环境、便民服务等政策，原有的不动产登记业务系统面临升级扩充的需求，长尾需求持续释放，公司仍将受益。

表 12: 不动产登记业务系统全面升级扩充

升级项目	具体内容
业务系统	引入在线受理、智能审批、智能查询、电子证照、共享服务等功能
数据	从原有为满足发证的“低级”数据库建设模式升级为面向智能快速审批的房产与不动产登记一体化、以楼盘表为支撑的“高级”数据库整合模式
终端设备以及数据服务	满足“网上办、马上办”等需求，在巩固原有房产与不动产登记一体化、以楼盘表为支撑的不动产数据整合业务的基础上，于不动产登记大厅或银行、中介机构购置安放软硬件一体的自助查询一体机
不动产系统运营服务	实现和银行、税务、法院、工商等其他专业系统的业务一体化，开放原来系统的数据服务接口等

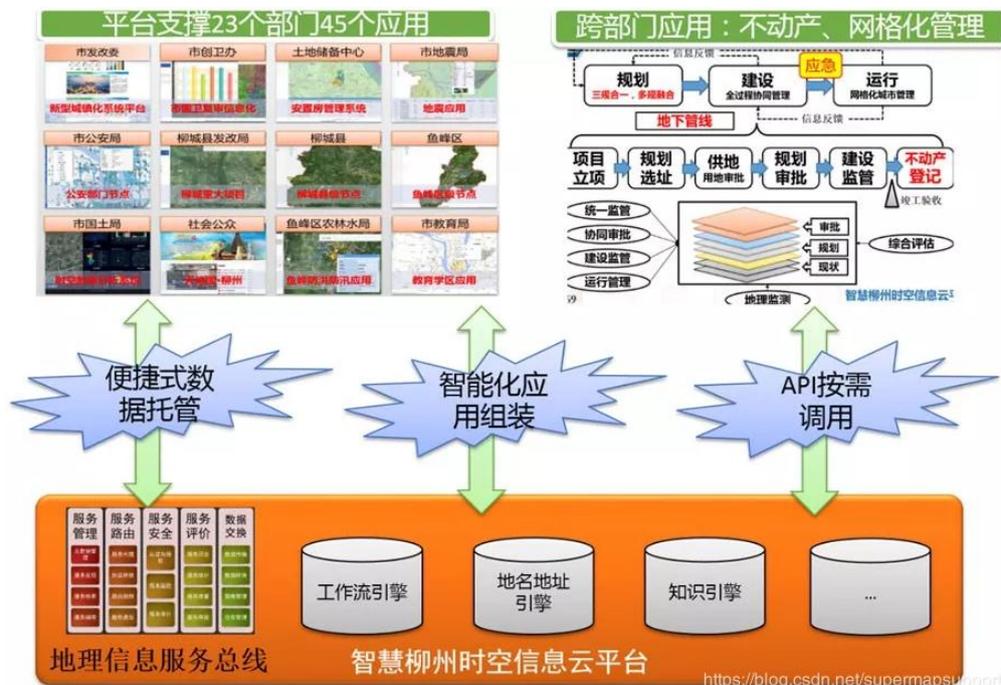
资料来源：公司公告，国元证券研究中心

根据剑鱼标讯提供的信息，以山西省沁水县不动产登记信息平台升级运营服务（互联网+）项目为例，2019年8月公司成功中标，中标金额163.5万元（硬件：17.5万元；GIS平台软件：22万元；技术开发费：124万元）。按照计划，合同签订后180天内完成项目交付，运营服务期为1年。

3.4 大智慧业务和大环境业务持续发展

2019年上半年，自然资源部发布《时空大数据平台建设大纲（2019版）》和关于加大“天地图”建设的意见，明确了在国家测绘地理信息局并入自然资源部以后仍将加大时空大数据平台和“天地图”建设的坚定决心。同时，国家正在开展新一轮的时空大数据平台的试点建设工作，相关建设将进一步得到推进。随着国土空间规划工作的启动，时空大数据平台也将承担起为智慧城市提供自然资源服务这一新的职能。公司已经具备了基于统一的空间信息服务平台产品同时支撑时空大数据平台和国土空间基础信息平台的能力，并已完成了统一空间信息平台的产品升级研发工作。

图 29: 智慧柳州时空信息云平台



资料来源：CSDN，国元证券研究中心

在三维模型的基础上，结合物联网信息，公司构建了地上地下一体化、室内室外一体化、动态静态一体化的智慧设施管理平台，为设施的规划、设计、建设、运营提供全方面的支持。公司承担的正大集团智慧楼宇、深圳机场项目等是此类应用的典型案例。

图 30: SuperMap 大数据全面拥抱物联网 (GIS+IoT)



资料来源：超图集团微信公众号，国元证券研究中心

公司大环境业务主要包括：水利、环保、气象、统计等，目前处于有条不紊的开展中。公司正致力于构建（自然）灾害监测、预警、预报、预测、灾损评估、防灾减灾服务等一体的（自然）灾害一张图防灾减灾平台，涵盖地质灾害、干旱、暴雨洪涝、台风、低温冰冻等常见灾种，服务农业气象、水利、交通、电力等十几个行业。2019 上半年，公司参与承建的两个国家级项目“国家防汛抗旱指挥系统二期工程地理空间数据库建设”及“国家地下水监测工程（水利部分）地下水资源信息发布系统”获得了地理信息优秀工程奖金奖。

4. 盈利预测与投资建议

核心假设：

公司是国内 GIS 软件领域的龙头厂商，收入主要由两大部分构成：GIS 软件、其他业务。

- GIS 软件：**公司聚焦 GIS 相关软件技术研发与应用服务，通过高强度的研发投入，持续进行技术创新，保证了自身技术体系的先进性和创造性，在 GIS 市场上拥有独特竞争优势。2018 年 3 月中共中央印发《深化党和国家机构改革方案》，决定组建自然资源部，不再保留国土资源部、国家海洋局、国家测绘地理信息局等。2018 年 9 月以来，省市县各级机构改革方案开始陆续实施。作为公司的主要客户，各部门机构和人员的变动导致部分订单招标进度延迟、部分合同的验收进度和回款进度推迟，从而造成 2018 年下半年到 2019 年第一季度收入增速不断下滑。随着机构改革机构三定工作的基本完成，政府机构改革进入尾声，机构改革对公司业务开展的不利影响在逐步消除，2019 第二季度收入增速已经开始见底回升。伴随着自然资源统一确权登记和国土空间规划等系统建设需求的逐步释放，公司 GIS 软件业务的增速有望持续回升。我们预计 2019-2021 年 GIS 软件业务收入增速在 20-30% 之间，且 2019 年增速较 2018 年有所加速，2020 年有望进一步加速。考虑到 2018 年和 2019 年上半年 GIS 软件业务毛利率分别为 54.76% 和 54.34%，预测 2019-2021 年毛利率维持稳定，保持在 54-55% 的水平。
- 其他业务：**该业务在公司收入中的占比较小，参照过去两年的增速，预测未来三年增速区间在 0-10% 之间。考虑到 2017 年和 2018 年的毛利率为 78.96%、79.14%，较为稳定，预测未来三年毛利率维持稳定，保持在 79-80% 的水平。

表 13：公司业务拆分（单位：百万元）

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
GIS 软件					
收入	1230.79	1498.58	1837.70	2328.92	2930.71
增长率	50.68%	21.76%	22.63%	26.73%	25.84%
毛利率	58.89%	54.76%	54.65%	54.49%	54.43%
其他业务					
收入	18.97	19.21	20.23	21.12	21.93
增长率	16.36%	1.26%	5.31%	4.37%	3.84%
毛利率	78.96%	79.14%	79.13%	79.12%	79.11%
合计					
收入	1249.76	1517.79	1857.94	2350.04	2952.64
增长率	50.00%	21.45%	22.41%	26.49%	25.64%
毛利率	59.20%	55.07%	54.92%	54.71%	54.61%

资料来源：Wind，国元证券研究中心

可比公司估值：

公司主要从事 GIS 行业的软件与服务工作。因此，我们从 GIS 产业链和软件与服务两个行业来选取可比公司。对于 GIS 产业链，可比公司有华测导航、中海达、四维图新，其中，四维图新也是软件与服务企业。对于软件与服务行业，我们主要选取从事特定行业的公司，包括：广联达、卫宁健康、华宇软件。从两个维度来看，超图软件目前的估值水平均低于两个行业的平均水平。我们认为，主要原因是从 2018 年下半年开始的政府机构改革，导致与公司相关的需求释放缓慢，影响到公司的收入和利润增速，进而导致估值水平处于较低水平。伴随着自然资源部及省市县相关部门的组建，自然资源统一确权登记、国土空间规划等新需求、不动产登记长尾需求的逐步释放，公司的收入和利润增速有望持续改善，估值水平有望回归到均值水平。

表 14：可比公司估值情况

行业类别	股票代码	公司简称	收盘价	总市值（亿元）	EPS				PE			
					2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
GIS 产业链	300627.SZ	华测导航	18.55	45.24	0.43	0.63	0.85	1.13	40.42	29.31	21.74	16.36
	300177.SZ	中海达	8.98	60.12	0.14	0.19	0.24	0.31	63.00	48.28	37.14	28.59
	002405.SZ	四维图新	16.61	326	0.24	0.21	0.26	0.33	68.04	77.59	64.31	49.71
	平均	-	-	-	-	-	-	-	57.15	51.73	41.06	31.55
软件与服务	002410.SZ	广联达	35.07	395	0.39	0.38	0.51	0.71	90.06	92.30	68.71	49.25
	300253.SZ	卫宁健康	15.14	246	0.19	0.26	0.35	0.47	81.09	58.84	43.75	32.49
	300271.SZ	华宇软件	22.14	179	0.61	0.76	0.96	1.18	36.01	29.13	23.18	18.83
	平均	-	-	-	-	-	-	-	69.05	60.09	45.21	33.52
	300036.SZ	超图软件	17.85	80.24	0.37	0.47	0.61	0.79	47.87	38.14	29.29	22.48

资料来源：Wind，国元证券研究中心

注：可比公司均采用 Wind 一致预期，收盘价的日期为 2019 年 9 月 26 日

投资建议：

公司是国内 GIS 软件领域的龙头厂商，技术水平在国内居于领先地位。近年来，国产软件替代加速，公司有望充分受益，从中长期来看，公司在国内的市占率有望持续提升。另外，公司加速推进 BIM+GIS 战略，GIS 应用领域从宏观到微观、从室外到室内发展，有望带来新的市场空间。站在现在时点，我们认为公司未来的主要需求包括：自然资源统一确权登记、国土空间规划、不动产登记长尾需求、时空大数据、城市综合执法和城市精细化治理、三维智慧设施管理、自然灾害一张图防灾减灾、国际市场等，面对国内国外的新需求，公司积极布局，通过技术创新，不断推出新产品和服务，有望迎来新一轮成长。特别是，自然资源统一确权登记和国土空间规划两个新的领域，有望复制不动产登记的成长历程。

综上，我们预计公司 2019-2021 年营业收入为 18.58、23.50、29.53 亿元，归母净利润为 2.10、2.74、3.57 亿元，EPS 为 0.47、0.61、0.79 元/股，对应 PE 为 38.14、29.29、22.48 倍。目前计算机（申万）指数 PE(TTM)约为 54.8，我们预测未来三年归母净利润 CAGR 为 28.66%，考虑到公司过去三年 PE 主要运行在 30-50 倍之间、公司优良的经营性现金流状况、预期订单增速逐步回升等诸多因素，我们给公司 2019 年 45 倍的目标 PE，则目标价为 21.15 元，目前为 17.85 元，有约 18.49% 的空间，首次推荐，给予“买入”评级。

5.风险提示

1. 不动产登记长尾需求低于预期；
2. 国产化替代进程低于预期；
3. 应收账款坏账风险；
4. 市场竞争加剧；
5. 商誉减值；
6. 自然资源统一确权登记系统建设需求低于预期；
7. 国土空间规划系统建设需求低于预期。

*国元持仓披露：

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1470.15	1604.50	1886.12	2280.01	2787.23
现金	561.68	766.76	919.31	1102.65	1365.49
应收账款	413.36	502.89	596.51	751.48	937.34
其他应收款	76.87	84.99	103.29	129.14	159.72
预付账款	8.72	9.35	11.56	15.01	19.43
存货	10.55	7.48	10.55	13.52	17.29
其他流动资产	398.96	233.04	244.90	268.22	287.96
非流动资产	1159.58	1218.29	1217.84	1215.81	1212.15
长期投资	1.95	1.96	1.97	1.99	2.05
固定资产	165.29	162.32	176.44	183.17	185.10
无形资产	120.74	128.82	129.82	130.88	131.92
其他非流动资产	871.61	925.18	909.62	899.78	893.08
资产总计	2629.73	2822.79	3103.96	3495.82	3999.38
流动负债	644.75	785.31	894.96	1059.54	1260.57
短期借款	5.06	6.54	7.82	8.42	9.67
应付账款	226.25	266.43	328.83	418.04	527.60
其他流动负债	413.44	512.34	558.31	633.08	723.31
非流动负债	169.61	104.34	106.68	108.80	113.23
长期借款	5.59	6.06	6.27	6.54	6.88
其他非流动负债	164.02	98.28	100.41	102.26	106.35
负债合计	814.36	889.65	1001.64	1168.34	1373.81
少数股东权益	9.48	-1.99	-9.32	-15.71	-19.68
股本	449.54	449.54	449.54	449.54	449.54
资本公积	829.80	829.81	829.81	829.81	829.81
留存收益	531.81	659.87	836.56	1068.21	1370.14
归属母公司股东权益	1805.89	1935.14	2111.64	2343.19	2645.25
负债和股东权益	2629.73	2822.79	3103.96	3495.82	3999.38

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	249.36	166.23	217.35	257.87	347.69
净利润	189.14	156.20	203.07	267.57	353.01
折旧摊销	44.49	50.33	42.59	46.09	49.49
财务费用	2.97	3.76	2.59	1.84	0.82
投资损失	-9.09	-10.56	-10.78	-10.93	-10.96
营运资金变动	49.76	-15.87	-42.28	-79.98	-85.13
其他经营现金流	-27.92	-17.64	22.16	33.29	40.46
投资活动现金流	-174.62	76.61	-30.23	-32.24	-33.88
资本支出	12.38	46.38	10.14	11.28	12.86
长期投资	77.00	-172.00	0.90	1.15	0.97
其他投资现金流	-85.23	-49.00	-19.19	-19.81	-20.05
筹资活动现金流	-48.49	-39.07	-34.57	-42.29	-50.98
短期借款	-10.31	1.49	1.28	0.60	1.25
长期借款	-0.13	0.47	0.21	0.27	0.34
普通股增加	-0.04	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.34	0.02	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-38.35	-41.05	-36.05	-43.16	-52.57
现金净增加额	25.70	204.55	152.55	183.35	262.83

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1249.76	1517.79	1857.94	2350.04	2952.64
营业成本	509.95	681.91	837.57	1064.26	1340.10
营业税金及附加	12.18	13.66	16.54	20.68	25.69
营业费用	155.24	185.92	225.18	282.71	351.66
管理费用	227.87	288.78	351.34	443.92	556.57
研发费用	175.44	198.37	229.25	272.25	319.57
财务费用	2.97	3.76	2.59	1.84	0.82
资产减值损失	2.56	23.23	24.37	25.63	27.69
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	9.09	10.56	10.78	10.93	10.96
营业利润	200.20	157.92	208.50	277.23	369.16
营业外收入	3.15	10.98	11.07	12.06	12.43
营业外支出	0.05	0.06	0.08	0.11	0.13
利润总额	203.30	168.85	219.49	289.18	381.46
所得税	14.16	12.64	16.42	21.60	28.46
净利润	189.14	156.20	203.07	267.57	353.01
少数股东损益	-7.13	-11.41	-7.33	-6.39	-3.97
归属母公司净利润	196.27	167.61	210.40	273.96	356.97
EBITDA	247.66	212.02	253.68	325.15	419.47
EPS (元)	0.44	0.37	0.47	0.61	0.79

主要财务比率					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	50.00	21.45	22.41	26.49	25.64
营业利润(%)	79.10	-21.12	32.03	32.96	33.16
归属母公司净利润(%)	53.99	-14.60	25.53	30.21	30.30
获利能力					
毛利率(%)	59.20	55.07	54.92	54.71	54.61
净利率(%)	15.70	11.04	11.32	11.66	12.09
ROE(%)	10.87	8.66	9.96	11.69	13.49
ROIC(%)	15.81	13.36	17.18	21.93	28.17
偿债能力					
资产负债率(%)	30.97	31.52	32.27	33.42	34.35
净负债比率(%)	9.33	9.72	8.83	7.74	6.93
流动比率	2.28	2.04	2.11	2.15	2.21
速动比率	2.26	2.03	2.10	2.14	2.20
营运能力					
总资产周转率	0.52	0.56	0.63	0.71	0.79
应收账款周转率	3.02	2.89	2.93	3.02	3.03
应付账款周转率	2.46	2.77	2.81	2.85	2.83
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.44	0.37	0.47	0.61	0.79
每股经营现金流(最新摊薄)	0.55	0.37	0.48	0.57	0.77
每股净资产(最新摊薄)	4.02	4.30	4.70	5.21	5.88
估值比率					
P/E	40.88	47.87	38.14	29.29	22.48
P/B	4.44	4.15	3.80	3.42	3.03
EV/EBITDA	29.15	34.05	28.46	22.20	17.21

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188