

中航证券研究所  
 分析师: 张超  
 证券执业证书号: S0640519070001  
 分析师: 王宏涛  
 证券执业证书号: S0640520110001  
 电话: 010-59562516  
 邮箱: wanght@avicsec.com

## 中科星图 (688568):

# 积极推动“高分+北斗”融合, 赋能公司数字地球市场拓展

行业分类: 国防军工

2021年4月14日

公司投资评级	买入
当前股价(2021.04.12)	45.70
目标股价	57.10

基础数据 (2021.04.12)	
上证指数	3412.95
总股本(亿股)	2.20
流通A股(亿股)	0.50
资产负债率	26.09%
ROE(摊薄)	11.91%
PE(TTM)	68.18
PB(LF)	8.12



➤ **事件:** 公司4月9日公告, 2020年公司营收7.03亿元(+43.55%), 归母净利润1.47亿元(+43.31%), 毛利率54.61%(-4.78pcts), 净利率21.58%(+1.23pcts)。

➤ **投资要点:**

● **公司收入保持快速增长, 部分业务盈利能力下滑对整体影响有限**

2020年, 公司营业收入(7.03亿元, +43.55%)与归母净利润(1.47亿元, +43.31%)均快速增长, 创历史新高。主要系公司在手订单充足, 年度累计在执行项目较上年度增加, 同时, 公司加大市场投入、强化日常经营管理、进一步拓展数字地球行业应用, 市场占有率逐步提升也是收入增长的原因之一。尽管公司毛利率(54.61%, -4.78pcts)有所下滑, 但净利率(21.58%, +1.23pcts), 体现出公司的整体盈利能力仍保持在较高水平。

从产品上看, 公司主要产品为GEOVIS技术开发与服务、GEOVIS一体机产品销售、系统集成、GEOVIS软件与数据服务。其中, GEOVIS技术开发与服务业务是公司近年来收入的主要构成, 2020年, 受益于产品订单持续增长, 公司在该业务上的收入(5.32亿元, +86.73%)大幅增长, 这也是公司2020年整体业绩快速增长的主要原因。同时, 公司系统集成业务收入(0.47亿元, +72.81%)也出现大幅增长, 我们认为主要系公司加大了市场拓展力度, 同时地理信息产业市场需求有所增长所致。而在公司四大业务板块中, GEOVIS软件与数据服务业务的收入(0.41亿元, -61.78%)与毛利率(61.23%, -30.02pcts)同时出现大幅度下滑, 我们认为, 主要原因包括两方面, 一方面是公司2020年数据服务种类增加, 数据需求增加, 导致数据采购种类增加以及数据采购综合成本上升所致, 另一方面, 收入下滑较大可能与相关项目的周期与收入确认时点存在波动有关。

公司产品的应用领域也可以分为特种领域以及民用领域(包括市政、气象海洋、自然资源、交通及其他领域)。2020年公司特种领域收入(4.84亿元, +58.39%)快速增长, 占总收入的72.90%(+5.99pcts), 表明特种领域收入增长是公司整体收入增长的主要驱动力。公司民用领域整体收入(2.19亿元, +18.92%)尽管稳定增长, 但毛利率(52.57%, -23.79pcts)下滑幅度较大。特别是市政领域, 收入(0.86亿元, +144.69%)显著增长, 毛利率(46.25%, -28.79pcts)却出现大幅下滑, 我们认为, 主要原因可能为公司在市政领域的项目订单增长较大, 但项目相关细分领域种类的增多导致

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航资本大厦中航证券有限公司  
 公司网址: www.avicsec.com  
 联系电话: 010-59562524  
 传真: 010-59562637

公司数据采购整体成本增长，不同项目间的数据采购种类或外协服务等成本上也存在差异，几个因素共同导致该领域公司盈利能力出现了较大波动。另外，公司 2020 年气象领域收入（0.44 亿元，-39.75%）及交通领域收入（0.05 亿元，-51.51%）均出现较大下降，可能也与相关项目收入确认周期存在波动有关。

值得注意的是，公司招股书中曾披露，2019 年，公司主营业务所需的遥感数据中，占比约 50% 的特种遥感数据由客户提供、占比 30% 的遥感数据经国家主管部门批准后可免费获取，由此可以看出，公司应用在特种领域及部分民用领域中的遥感数据取得成本较低，这有助于公司在部分卫星遥感服务领域业务拓展上具有较大的竞争优势。但同时，结合公司在部分民用领域的毛利率的下降现象，我们判断，未来公司在部分商业遥感领域市场的拓展过程中，伴随对细分多样化遥感数据采购规模的增长，可能会使公司在部分民用领域业务中的盈利能力出现下降，但整体来看，在公司业务整体快速拓展背景下，部分业务盈利能力的下降对公司整体利润的增长影响有限。

#### ● 公司费用管控效果明显，多个财务指标体现出公司在手订单充裕

费用方面，2020 年，公司销售费用（0.70 亿元，+19.12%）稳定增长，主要系公司加大市场拓展力度，市场开发投入增加所致；管理费用（0.61 亿元，+14.48%）稳定增长，主要系公司开展股票激励产生了股份支付费用、中介机构费以及 2020 年 9 月新纳入合并范围的中科星图（西安）测控技术有限公司产生管理费用所致；研发费用（0.89 亿元，+40.90%）快速增长，主要系公司持续增加研发投入，研发人员数量增加，人工成本增长，无形资产摊销增加、技术服务费增加所致；财务费用（-0.04 亿元，-135.60%）大幅下降，主要系公司利息收入增加所致。从总体来看，公司各项费用增速均低于公司营收增速，期间费用率（18.63%，-4.52pcts）下降明显，体现出了公司在拓展市场过程中，对费用管控能力较强。

现金流量方面，2020 年，公司经营活动产生的现金流量净额（0.79 亿元，较 2019 年增长 0.83 亿元）由负转正，主要系报告期内，公司业务规模不断扩大，同时公司加强了资金及现金流管理；公司投资活动产生的现金流量净额（-0.25 亿元，较 2019 年下降 0.13 亿元）有所下降，主要系公司购买固定资产、收购子公司支付的现金增加所致；公司筹资活动产生的现金流量净额（7.40 亿元，+1324.52%），主要系公司首次公开发行股票收到募集资金所致。

其他财务数据方面，2020 年，公司的预付款项（0.49 亿元，+140.47%）和应付账款（2.10 亿元，+74.84%）均大幅增长，同时，2020 年末，公司存货中的在产品（2020 年末已调至“合同履约成本”条目，0.91 亿元，+57.25%）大幅增长，另外，根据公司披露，公司预计 2021 年关联交易中，向关联人采购商品及接受劳务的规模（1.35 亿元，+269.87%），以及向关联人销售商品及提供劳务的规模（2.80 亿元，+279.54%）均有显著提升。我们认为，以上财务数据的变化均充分表明了公司的在手订单充足，未来将有望兑现至利润表。而公司 2020 年研发人员数量（562 人，+40.15%）出现快速增长，也侧面反映出公司目前正处于快速成长阶段。

#### ● 积极推动“高分+北斗”融合，赋能公司数字地球市场拓展

公司是中国科学院空天信息创新研究院投资的国有控股高新技术企业，作为国内较早从事数字地球产品研发与产业化的企业，公司经过长期的积累，已经形成了具有自主知识产权的数字地球相关产品和核心技术，以 GEOVIS 数字地球基础软件平台和 GEOVIS 数字地球应用软件平台为基础，面向政府、企业以及特种领域等用户提供软件销售与数据服务、技术开发与服务、一体机产品，以及系统集成四大业务。

##### ① 软件销售与数据服务、技术开发与服务以及一体机产品

公司的软件与数据服务业务，主要包含数字地球基础软件平台、数字地球应用软件平台和数据产品。其中，数字地球基础软件平台是公司核心软件产品，其以遥感测绘数据为基础框架数据，基于统一的时空基准重建三维虚拟地球框架模型，为各类行业应用提供基础数据支撑和共性服务支撑；同时，公司根据行业需求，承载融合各行业空间信息、扩展行业应用，打造行业专属的应用软件平台，直接为用户销售成套软件产品；数据服务，是公司依靠自主研发的处理软件将基于原始数据处理后的数据产品销售给用户。

技术开发与服务，是公司基于数字地球相关产品和核心技术，针对特定用户的定制化需求，通过采购第三方插件、与第三方软硬件进行适配等，为用户提供满足其需求的定制化应用系统。

一体机产品销售，是公司针对客户对数字地球产品的软硬件一体化需求，通过将数字地球软件产品装载在专用硬件产品中，为用户提供快速交付的一体机产品。

总体来看，公司软件销售与数据服务、技术开发与服务以及一体机产品三大业务竞争力的核心在于 **GEOVIS 数字地球基础软件平台** 以及 **GEOVIS 数字地球应用软件平台**。

GEOVIS 数字地球基础软件平台能够为各类行业应用提供基础数据支撑和共性服务支撑，提供数字地球的通用功能，是公司应用平台和项目开发服务的基础。具体产品主要包含了 GEOVIS iCenter 空天大数据共享服务软件、GEOVIS iExplorer 空天大数据可视化软件、GEOVIS iMap 可视化智图软件、GEOVIS iFactory 空天大数据智能处理软件以及 GEOVIS iBrain 空天大数据智能解译软件。报告期内，公司进行了基础软件平台中 iCenter、iExplorer、iFactory 等产品升级，开展了 iMap 和 iBrain 产品研制，重点加强数字地球基础软件平台在高分与北斗方向的融合，构建支撑北斗业务数据、服务类型和应用类型的数字地球平台框架。

GEOVIS 数字地球应用软件平台是公司根据行业需求，在基础软件平台之上承载融合各行业空间信息、扩展行业应用打造形成的行业专属应用软件，可以满足特定行业的共性需求。报告期内，公司进行了 GEOVIS 特种数字地球应用软件、GEOVIS 气象数字地球应用软件的升级，研制了 GEOVIS 企业数字地球应用软件、GEOVIS 智慧农业数字地球应用软件，推出 GEOVIS 洞察者应用软件，在应用软件平台中不断扩展应用插件，在原有特种领域、气象、交通等行业的基础上，进一步促进了公司在农林、应急、商业航天等方向的布局。

我们认为，供给侧方面，GEOVIS 数字地球基础软件平台以及 GEOVIS 数字地球应用软件平台是公司三大主营业务的核心基础，公司在该领域的研发进展，对公司未来各业务领域的收入以及利润规模的提升方面影响重大。在公司 IPO 募集的资金中，5 亿元将投向新一代 GEOVIS6 数字地球项目（预计 2023 年 7 月达到预订可使用状态）、空天遥感数据 AI 实时处理与分析系统项目（预计 2022 年 7 月达到预订可使用状态）以及基于 GEOVIS 数字地球的 PIM 应用项目（预计 2022 年 7 月达到预订可使用状态），以上三个项目均与公司未来数字地球软件平台以及数字地球应用软件平台技术发展密切相关，特别是投资 2.5 亿元的古OVIS6 数字地球项目，将有助于公司探索“高分+北斗”产品形态和应用模式，完整覆盖特种领域、面向政府、企业及大众的多种市场，促进“GEOVIS+”行业生态圈的构建。因此，我们判断，GEOVIS6 数字地球项目的实行，将有望丰富公司的盈利模式，同时增强公司的盈利能力，是公司“十四五”期间三大业务业绩增长的核心驱动力，建议重点关注项目进展。

## ② 系统集成

公司系统集成业务主要是出于为维系部分客户业务，提供基于第三方软硬件的系统集成业务。我们认为与卫星遥感下游应用市场的整体需求关联密切。

总体来看，公司四大业务均位于我国卫星遥感下游应用领域，与卫星遥感下游市场需求关联密切，近三年来，我国遥感卫星发射数量年均超过 30 颗，而“十四五”期间，仍有大量遥感卫星星座有望开始建设。卫星遥感产业上游的高度景气，侧面证明了各方对卫星遥感领域下游应用市场增长的预期较高。

而具体到公司产品应用的各领域中，特种领域方面，公司产品与军工信息化及军事智能化密切相关，有望伴随“十四五”期间军工信息化及智能化进入高速成长期；民用领域方面，伴随我国多个地理信息产业政策的出台及具有北斗三号导航系统的正式使用，我国地理信息产业正向高质量发展转变，我国卫星遥感（以及“卫星遥感+卫星导航”产业融合）下游应用市场规模的增长有望加速，同时，伴随中美关系的变化，地理信息产品自主可控，国产替代的进程也有望提速。在此背景下，我国市政、交通、气象、资源以及其他商用卫星遥感领域的市场需求有望快速提升。

综上，我们判断，在公司产品所处卫星遥感应用市场需求侧快速增长的外部环境下，公司内部供给侧数字地球产品技术水平的提升，将有望促使公司进入一个业绩的快速增长阶段。

### ● 完善营销体系，开展股权激励等多项内外措施助力公司成长。

根据公司披露，公司 IPO 募集资金中将有 0.50 亿元投向营销服务网络建设项目，意在形成面向全国

各省的营销服务网络,提高民用市场渗透率,扩大市场占有率,并在全国范围内树立公司统一的品牌形象,增强公司的服务和竞争优势。该项目预计在今年7月达到预定可使用状态。我们认为,在公司产品的各下游应用领域中,作为中国科学院空天信息创新研究院控股的上市公司,特种领域是公司的传统优势领域,而公司民用领域市场的拓展速度与公司市场营销服务网络的能力关联度较高,营销服务网络建设项目的开展将有助于未来公司民用领域市场的拓展。值得注意的是,在公司民品领域市场拓展的同时,公司或需要加大对多种商业遥感数据的采购,可能会导致部分业务领域毛利率的下降,但我们预计对整体民用领域市场利润增长的影响有限。

同时,报告期内,公司开展了股权激励,在2020年12月,以每股35.86元的授予价格向核心技术人员、中层管理人员及核心骨干员工(人数占比超过20%)首次授予220万股限制性股票,占公司总股本的1%。我们认为,公司开展股权激励,将有望进一步调动公司人才队伍的积极性,绑定核心团队个人利益与公司利益,促进公司中长期战略目标的实现。

### 投资建议

我们认为,公司背靠中国科学院空天信息创新研究院,是国内较早从事数字地球产品研发与产业化的企业,在以GEOVIS数字地球产品为核心的各项业务中具有较强的技术竞争力,具体观点如下:

① 公司应用在特种领域中的产品与军工信息化及军事智能化密切相关,“十四五”期间有望维持中高速增长。而公司在特种领域中积淀的技术也将有助于公司产品在民用市场领域的拓展;

② 多个财务数据表明,公司在手订单充足。未来,短期内,公司在营销服务网络建设的投入将有助于公司产品在民品领域市场的加速拓展,而公司在GEOVIS6数字地球、行业软件平台和基础软件平台相关项目的投入的成果将有望成为公司“十四五”中后期收入增长的核心驱动力;

③ 伴随“十四五”期间多个遥感星座的建设以及北斗三号卫星导航系统的开通,公司面向“高分+北斗”产品形态和应用模式的GEOVIS6数字地球项目的推进,有望助力公司在卫星“导航+遥感”产业融合的市场竞争中取得一定优势;

④ 公司费用管控能力较强,尽管未来公司产品在民用领域市场的拓展过程中,部分细分领域毛利率可能会出现波动,但我们判断,这不会改变公司民用领域市场净利润总体保持增长的趋势;

⑤ 股权激励的开展将有助于激发公司的创新活力,促进公司中长期战略目标的实现。

基于以上观点,我们预计公司2021-2023年的营业收入分别为8.97亿元、11.94亿元和16.18亿元,归母净利润分别为1.91亿元、2.49亿元、3.46亿元,我们给予目标价格57.10元,对应2021-2023年的PE为66倍、50倍、36倍。

- 风险提示:公司部分项目周期及收入确认时点可能存在波动性,卫星遥感下游市场竞争加剧,公司产品下游市场拓展不及预期。
- 盈利预测:

单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	489.41	702.54	897.25	1194.32	1617.59
增长率(%)	34.31	43.55	27.72	33.11	35.44
归属母公司股东净利润	102.89	147.45	190.67	249.01	346.24
增长率(%)	15.54	43.31	29.31	30.60	39.05
每股收益(EPS)(元)	0.62	0.78	0.87	1.13	1.57

数据来源:WIND,中航证券研究所

**◆ 近年来公司主要财务数据**
**图 1: 公司近五年营业收入及增速 (单位: 亿元; %)**


资料来源: WIND, 中航证券研究所

**图 2: 公司近五年归母净利润及增速 (单位: 百万元; %)**


资料来源: WIND, 中航证券研究所

**图 3: 公司近五年三费情况 (单位: 百万元)**


资料来源: WIND, 中航证券研究所

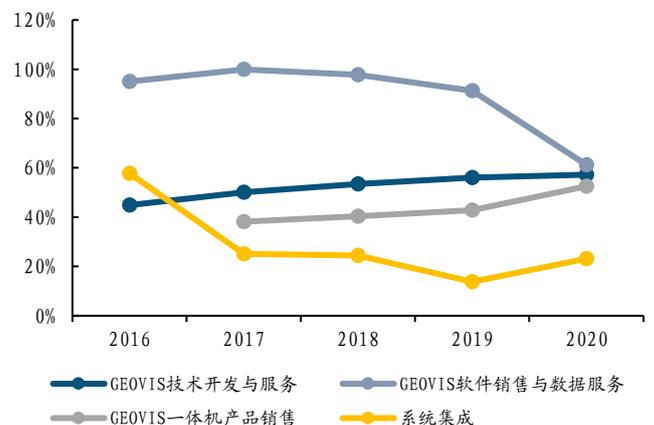
注: 表中管理费用包含研发费用

**图 4: 公司近五年研发投入及其占营收比例 (单位: 百万元; %)**


资料来源: WIND, 中航证券研究所

**图 5: 公司近五年收入主要构成 (单位: 百万元)**


资料来源: WIND, 中航证券研究所

**图 6: 公司近五年主营业务毛利率情况 (单位: %)**


资料来源: WIND, 中航证券研究所



报表预测				
利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	702.54	897.25	1194.32	1617.59
减: 营业成本	318.86	405.97	545.72	713.78
营业税金及附加	1.14	1.79	2.99	4.85
销售费用	69.90	104.08	133.17	198.32
管理费用	150.13	198.29	260.96	347.78
财务费用	-0.36	-12.43	-14.57	-16.43
资产减值损失	-9.04	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	4.19	0.21	0.24	0.67
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	150.84	199.74	266.30	369.97
加: 其他非经营损益	14.13	7.40	8.57	9.11
<b>利润总额</b>	164.98	207.15	274.87	379.07
减: 所得税	13.37	17.04	22.78	31.23
<b>净利润</b>	151.61	190.10	252.08	347.85
减: 少数股东损益	4.15	-0.56	3.08	1.61
<b>归属母公司股东净利润</b>	147.45	190.67	249.01	346.24
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	905.55	1179.99	1287.09	1477.39
应收和预付款项	404.41	515.54	695.14	972.05
存货	99.25	127.59	182.89	243.41
其他流动资产	192.62	1.08	0.96	1.52
长期股权投资	4.62	4.62	4.62	4.62
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	20.67	29.69	37.53	44.08
无形资产和开发支出	37.07	36.10	35.14	34.18
其他非流动资产	25.25	28.91	32.03	33.89
<b>资产总计</b>	1689.42	1923.52	2275.40	2811.14
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	303.01	434.58	550.61	747.10
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	137.68	50.11	33.87	25.27
<b>负债合计</b>	440.68	484.68	584.48	772.37
股本	220.00	220.00	220.00	220.00
资本公积	748.95	748.95	748.95	748.95
留存收益	268.83	459.50	708.50	1054.74
<b>归属母公司股东权益</b>	1237.78	1428.45	1677.45	2023.69
少数股东权益	10.95	10.39	13.47	15.08
<b>股东权益合计</b>	1248.73	1438.84	1690.92	2038.77
负债和股东权益合计	1689.42	1923.52	2275.40	2811.14
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	79.45	298.47	130.19	200.74
投资活动现金流净额	-24.67	-16.30	-16.44	-15.46
筹资活动现金流净额	739.81	-7.72	-6.64	5.02
<b>现金流量净额</b>	794.60	274.44	107.10	190.30

数据来源: WIND, 中航证券研究所

注: 表中管理费用中均包含研发费用

## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
- 持有 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
- 卖出 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
- 中性 : 未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
- 减持 : 未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

## 分析师简介

张超, SAC 执业证书号: S0640519070001, 清华大学硕士, 中航证券研究所首席分析师。

王宏涛, SAC 执业证书号: S0640520110001, 航天二院博士, 中航证券研究所军工行业分析师。

## 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。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。

### 免责声明:

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。