

中科星图 (688568.SH)

特种领域景气高，数字地球前景广阔

公司评级 **增持**

当前价格 76.88 元

合理价值 89.23 元

报告日期 2021-08-26

核心观点：

- **公司公布 2021 年半年报：** 营收端，公司上半年实现营业收入 3.31 亿元，同比增长 111.06%。分应用领域看，特种应用领域仍为公司产品第一大应用领域，报告期内公司特种领域、安全应急、气象海洋营收占比为各应用领域前三，实现营业收入分别为 1.94、0.58 和 0.34 亿元，分别较去年同期增长 55%、606%和 1327%，利润端，报告期内实现归母净利润 0.17 亿元，由负转正。归母净利润大幅增长，主要系期间费用率降低、其他收益增加、实现公允价值变动净收益等。资产负债表端，本期末存货账面价值 1.38 亿元，较去年同期增长 58.62%，主要系报告期内未完工项目增加所致。
- **核心投资逻辑：** (1) 公司是国内数字地球行业及其平台应用落地的先行者和重要推动者，形成自主研发的 GEOVIS 数字地球基础平台与面向政府、企业以及特种领域的应用平台产品，并成功进行产业化应用推广，形成了“数据+平台+应用”的应用模式。(2) 特种领域市场先发优势明显，积极打通民用市场深化融合。公司基于 10 余年来在特种领域的应用需求理解和技术储备，积累了丰富的特种领域系统项目开发的知识库，并积极拓展如农业、气象、海洋、交通、应急等民用市场。(3) 数字地球行业应用场景逐渐丰富，多种新技术手段加速产品应用落地。人工智能、大数据、云计算、5G 等新一代技术发展有望加速地理信息技术产品及应用落地，发展前景较为广阔。
- **21-23 年业绩分别为 0.96 元/股、1.37 元/股、1.94 元/股。** 综合考虑公司所在特种领域细分市场的领先地位及发展前景，及正积极拓展的农业、气象等民用市场等因素，我们认为适合给予公司 22 年 65 倍的 PE 估值，对应合理价值 89.23 元/股，给予“增持”评级。
- **风险提示：** 疫情发展超预期，市场竞争加剧，重大行业政策调整等

盈利预测：

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	489	703	1,005	1,417	1,971
增长率 (%)	34.3	43.5	43.0	41.0	39.1
EBITDA (百万元)	138	201	247	349	487
归母净利润 (百万元)	103	147	212	302	426
增长率 (%)	15.5	43.3	43.5	42.8	41.2
EPS (元/股)	0.62	0.67	0.96	1.37	1.94
市盈率 (P/E)	-	66.38	79.95	56.00	39.66
ROE (%)	35.6	11.9	14.6	17.2	19.6
EV/EBITDA	-	44.13	64.38	45.37	32.13

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

相对市场表现



分析师：

孟祥杰



SAC 执证号：S0260521040002

SFC CE No. BRF275



010-59136693



mengxiangjie@gf.com.cn

分析师：

刘雪峰



SAC 执证号：S0260514030002

SFC CE No. BNX004



021-38003675



gfliuxuefeng@gf.com.cn

相关研究：

联系人：

吴坤其 020-59136728

wukunqi@gf.com.cn

一、2021年H1中报点评

事件：中科星图公布2021年半年报，2021年上半年合并口径实现营业收入3.31亿元，同比增长111.06%；实现归母净利润0.17亿元，实现负转正；实现扣非归母净利润0.01亿元，实现负转正。

(1) 营收增幅较大，归母净利润由负转正。 营收端，2021年上半年实现营业收入3.31亿元，同比增长111.06%。营业收入变动原因主要系报告期内，公司在手订单充足，累计在执行项目较同期增加；另外公司通过加大市场投入、进一步拓展数字地球民用行业和区域应用，市场占有率逐步提升所致。**分业务看**，公司GEOVIS技术开发与服务、GEOVIS软件销售与数据服务、系统集成、GEOVIS一体机产品销售报告期内分别实现销售收入2.25、0.38、0.36和0.32亿元，分别同比增长133%、176%、117%和6%。**分应用领域看**，特种应用领域仍为公司产品第一大应用领域，报告期内公司特种领域、安全应急、气象海洋营收占比为各应用领域前三，实现营业收入分别为1.94、0.58和0.34亿元，分别较去年同期增长55%、606%和1327%，占同期营收比重分别为59%、18%和10%。

利润端，报告期内实现归母净利润0.17亿元，相比去年同期-0.07亿元实现负转正。毛利率方面，上半年毛利率为46.85%，比同期下降4.50个pct。**归母净利润由负转正实现同比大幅增长，主要系(1)期间费用率降低**，本期期间费用率为37.51%，比去年同期减少13.45个pct。其中，销售费用为0.41亿元，同比增长68.06%，销售费率为12.52%，比同期减少3.2个pct；管理费用为0.40亿元，同比增长99.48%，管理费率为12.22%，比去年同期减少0.71个pct；研发费用为0.47亿元，同比增长43.12%，主要为公司持续加大研发投入所致，研发费用率为14.20%，比去年同期减少6.74个pct；财务费用由正转负，从去年同期0.02亿元下降至-0.05亿元，系利息收入增加所致。**(2)其他收益增加**，主要是本期收到政府补助，本期其他收益较去年同期增长275.50%至1367.18万元。**(3)实现公允价值变动净收益**，主要系本期结构性存款增加，上期无发生额，本期实现公允价值变动收益104.75万元。

(2)资产负债表端，公司本期末应收账款为4.3亿元，同比增长36.53%。预收账款为0.66亿元，同比下降16.35%。其他非流动资产为0.22亿元，同比增长69.23%。无形资产由去年同期0.22亿元提升至0.32亿元，同比增长44.67%，主要系本报告期合并新增子公司无形资产增加所致。存货端，本期末存货账面价值1.38亿元，较去年同期增长58.62%，主要系报告期内未完工项目增加所致。

(3)从盈利质量看，2021年上半年销售商品收到现金流为1.84亿元，同比增长66.66%；收到的现金流占收入占比为55.65%。2021年上半年经营性现金流入为1.96亿元，同比增长60.53%；净现金流占净利润比为-643.71%。

二、公司简介：国内数字地球行业的先行者

中科星图是国内数字地球行业及其平台应用落地的先行者和重要推动者之一。公司作为国内最早从事数字地球产品研发与产业化的企业，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，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，产品广泛应用于特种、市政、气象海洋、自然资源、交通等领域。2020年，公司在原有产品及服务构成的基础上，进行软件产品的升级，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，扩展形成支撑北斗业务数据、服务类型和应用类型的数字地球平台框架，为构建“北斗为体、高分为象”的数字孪生地球建立基础。在应用软件平台中逐步扩展北斗应用插件，增强高分与北斗融合应用实践与示范，并构建了GEOVIS智慧农业数字地球、GEOVIS洞察者应用软件，有效推进了数字地球在民用市场及商业航天方向的布局。

盈利能力平稳提升，归母净利润增幅明显。2016-2020年四年间公司营收从2016年的0.67亿元增长至2020年的7.03亿元，归母净利润由2016年的0.06亿元增长至2020年的1.47亿元，期间CAGR分别达79.84%、125.92%。公司盈利能力稳定，2016-2020年间销售毛利率、销售净利率均值为53.34%、18.87%。公司营运能力整体变动幅度较小，固定资产周转率由2016年的29.62（次）下降至2020年的29.24（次），总资产周转率相同期间内由0.63（次）下降至0.61（次）。

GEOVIS技术开发与服务贡献主要营收及毛利。分业务看，2020年四大主营业务分别为GEOVIS技术开发与服务、GEOVIS一体机产品销售、系统集成设备和GEOVIS软件销售与数据服务，分别贡献当期营收75.68%、11.81%、6.69%、5.83%。从增长性看，技术开发与服务业务、系统集成设备和软件销售与数据服务2016-2020年营收复合增速分别为84.41%、25.41%、112.78%，一体机销售2017-2020年营收复合增速为9.63%。GEOVIS技术开发与服务业务、GEOVIS软件销售与数据服务及系统集成设备营收复合增速高于整体营收复合增速。毛利端，GEOVIS技术开发与服务贡献主要毛利，GEOVIS技术开发与服务、GEOVIS一体机产品销售、系统集成设备和GEOVIS软件销售与数据服务2020年贡献毛利占比分别为79.17%、11.46%、2.86%、6.51%，上述业务2020年毛利率分别为57.23%、52.53%、23.17%、61.23%。

数字地球产业规模持续扩大，“高分+北斗”有望推动大众市场应用场景落地。随着国家将地理信息产业列为战略性新兴产业，地理信息产业正成为推动经济增长和社会发展的新引擎，我国数字地球产业迎来一定的行业发展机遇期。目前我国数字地球产业规模持续扩大，正在由较高速发展向较高质量发展转变，产业结构持续优化。随着国家特殊领域、数字城市、智慧城市的建设与应用，自然资源和地理空间基础信息库建设实施，特殊领域、农业、林业、环保及灾难预警等相关资源与环境应用领域的地理信息应用深入，需要先进技术的三维数字地球平台的有效支撑。商业航天、新一代信息技术、“数字经济”等方面的发展，为数字地球行业发展提供了更长足的动力；而在“互联网+”及IT技术快速发展的大形势下，陆续有基础设施提供商、互联网应用提供商向行业上下游全产业链发展，将带来合作与融合的发展态势。同时随

随着我国航天遥感卫星发射数逐年增加，北斗卫星导航系统和高分辨率对地观测系统的逐步建成，以及相关产业发展的持续向好，“高分+北斗”的融合发展态势愈加明显，民用导航市场或将受益并进一步扩张，催生大众市场客户需求的提升。据中科星图招股书，从Geospatial World杂志旗下研究机构GeoBuiz统计的口径来看，2018年世界地理信息产业产值约为3300亿美元，预计到2020年产值将达到4392亿美元，年复合增长率达13.6%。航天卫星产业的商用化、大数据云计算等新一代信息技术的发展以及空天大数据新应用模式的逐步兴起，公司核心产品GEOVIS数字地球成果有望迎来较为广阔的应用场景。

谷歌等海外公司在数字地球领域具有一定的先发优势，但受制于各国出于国家安全和产业安全考虑，相关全球竞争者在国内处于相对弱势。据中科星图招股书，数字地球在1998年由美国首先提出，借助美国在遥感对地观测和全球卫星定位导航等领域的先发优势，美国谷歌公司的谷歌地球（Google Earth）成为发展最早和最为成熟的数字地球产品，也是国际数字地球技术的领先者之一。由于数字地球系统平台涉及到大量国家重要设施的高精度目标信息，出于国家安全和产业安全的考虑，世界上许多国家对谷歌地球的使用进行了不同程度的限制。法国、俄罗斯、欧盟等航空航天大国都在研制本国的替代性产品，追赶并试图超越谷歌地球。全球范围内，除了谷歌公司外，目前开展数字地球业务的主要公司包括有美国数字地球公司（Digital Globe），美国环境系统研究所公司（ESRI），法国信息地球公司（INFOTERRA）和俄罗斯联邦航天国家公司（ROSCOSMOS）等。在国内，政策支持叠加行业发展机遇期，我国相关科研院所在数字地球理论研究方面处于世界前列，如中国科学院电子学研究所、中国科学院遥感与数字地球研究所等多个科研院所从事数字地球理论和基础技术研究工作。随着我国高分辨率对地观测系统和北斗卫星导航系统的逐步建成，以及新一代信息技术在我国的快速发展，以中科星图、航天宏图、世纪空间等为代表的国内公司自主研发数字地球相关产品，在数据获取、处理、承载、可视化及应用等方面各家竞争对手差异化优势明显。

公司在数字地球领域积累了技术、产品、背景、品牌、人才等优势。在技术方面，公司是国内数字地球行业的先行者，承担了多个重大科技攻关项目及产业化专项。截至2019年12月31日，公司及其控股子公司共申请202件专利。其中申请发明专利170件，已授权49件；申请实用新型3件，申请外观设计专利29件，已授权15件。同时公司及其控股子公司共拥有软件著作权555件。**在产品方面，**公司实现了“GEOVIS/GEOVIS+”双轮驱动产品战略。通过该战略的实施形成完整覆盖空天大数据获取、处理、承载、可视化和行业应用的数字地球产品体系，逐步实现对国外竞争对手的数字地球产品的进口替代。2018年11月，工业和信息化部、国防科工局联合将GEOVIS 5数字地球列为新一代信息技术领域重点项目。**在背景方面，**公司上游数据获取环节受国防科工局专项工程中心批准，可免费获取应用高分遥感数据，其支撑背景雄厚，相比无自主卫星企业具数据获取降本优势，相比有自主卫星企业具折旧维护成本优势。**在品牌方面，**公司GEOVIS数字地球产品近年来得到了市场及客户的高度认可，树立了良好的公司品牌和信誉。公司获得2018十大创新软件企业和十大软件创新产品、2018年度中国空天大数据领域影响力企业、2018中国软件行业最具影响力企业、地理信息开发者大会2019年度最具影响力品牌等奖项。公司

与许多主要客户与公司保持长期的合作关系。在人才方面，公司借助于中国科学院的人才优势和机制，已经形成了以高端引进、持续培养、股权激励和文化遗产为核心的的人力资源管理体系，并建立了数字地球院士专家工作站，成立了博士后科研工作站，吸纳高端人才开展空天大数据前沿技术研究。

三、盈利预测和投资建议

核心投资逻辑：（1）公司是国内数字地球行业及其平台应用落地的先行者和重要推动者，公司对标国际数字地球领先企业，形成自主研发的GEOVIS数字地球基础平台与面向政府、企业以及特种领域的应用平台产品，并成功进行产业化应用推广，形成了“数据+平台+应用”的应用模式。（2）特种领域市场先发优势明显，积极打通民用市场深化融合。公司基于10余年来在特种领域的应用需求理解和技术储备，积累了丰富的特种领域系统项目开发的知识库，并积极拓展如农业、气象、海洋、交通、应急等民用市场。（3）数字地球行业应用场景逐渐丰富，多种新技术手段加速产品应用落地。数字地球行业是实现模拟地球发展变化、支持政府决策、开展数据共享融合等重大目标，服务于国家治理、行业创新的重要手段，也是数字经济建设的重要基础设施，人工智能、大数据、云计算、5G等新一代技术发展有望加速地理信息技术产品及应用落地，发展前景较为广阔。

当前，公司作为国内最早从事数字地球产品研发与产业化的企业，具有自主知识产权的数字地球相关产品和核心技术。数字地球为服务于国家治理、数字经济建设的重要基础设施，以应急管理、智慧城市、智慧农业、智慧水利等细分市场为代表的空天信息产业发展空间较为广阔，我们看好公司凭借领先技术优势或率先受益，我们预计2021-23年公司合并口径营业收入分别为10.05/14.17/19.71亿元，分别同比增长43.0%/41.0%/39.1%，预计未来三年整体毛利率分别为54.8%/55.3%/55.7%。

具体来看：

（1）**GEOVIS技术开发与服务方面**，公司有望依托其GEOVIS数字地球相关产品和核心技术，持续为客户等提供虚拟环境构建、态势感知、仿真推演等服务，继续在自然资源、气象、特种等领域落地产品应用场景，并有望凭借其全产业链环节优势及稳定客户基础进一步扩大市场份额，我们预计2021-23年该业务营收分别同比增长45%/43%/41%，预计2021-23年该业务毛利率企稳并随相关产品技术状态成熟规模效应或渐显，分别为57.50%/58.00%/58.50%。

（2）**GEOVIS一体机产品销售方面**，产品形态包括手持版、便携版、桌边版和数据中心四个版本，产品形态的多样或进一步加深客户粘性，叠加在特种领域、政府和企业用户等领域的先发优势，有望在熟悉地球信息产业发展中率先受益，我们预计2021-23年该业务营收分别同比增长20%/18%/15%，预计2021-23年该业务毛利率分别为53.0%/53.5%/54.0%。

（3）**系统集成业务方面**，主要系公司为维系部分客户业务，根据用户需求将整个系统中的外购软件、硬件按照合理的方式进行集成的业务。此类业务与公司现有客户基础规模增长相关性较大，或将在未来产业数字化、新基建和地理信息产业下游运用扩大的趋势中得以逐步扩张业务规模，并基于原先业务的服务基础进一步加强公

司业务客户粘性，我们预计2021-23年该业务营收分别同比增长55%/48%/45%，预计2021-23年该业务毛利率分别为23.5%/24.0%/24.5%。

(4) **GEOVIS软件销售与数据服务方面**，公司的数字地球基础软件平台已较为成熟，基于基础软件平台的应用软件开发或呈现规模效应，加之软件销售与数据服务的高毛利性，公司软件开发效率和盈利质量有望进一步提升，并基于其较为快速的产品技术迭代能力有望在数字地球产业发展中领先获取优质客户资源，我们预计2021-23年该业务营收分别同比增长50%/45%/40%，预计2021-23年该业务毛利率分别为62.0%/62.0%/62.0%。

(5) **费用率方面**，结合公司营收增长情况及相关市场的开拓与业务整合，公司期间费用管控能力有望企稳提升，预计2021-2023年公司管理销售费用率分别20.48%/20.29%/20.18%，财务费用率分别为0%/0%/0%。

综上，预计2021-2023年，中科星图收入分别为10.05/14.17/19.71亿元，分别同比增长43.0%/41.0%/39.1%；归母净利润2.12/3.02/4.26亿元，同比增长43.5%/42.8%/41.2%，2021/2022/2023年EPS分别为0.96/1.37/1.94元。

表1：公司分业务拆分（单位：百万元）

	2020	2021E	2022E	2023E
GEOVIS 技术开发与服务				
收入	531.55	770.75	1102.17	1554.06
增长率 (%)	86.73	45.00	43.00	41.00
成本	227.33	327.57	462.91	644.93
毛利	304.22	443.18	639.26	909.12
毛利率 (%)	57.23	57.50	58.00	58.50
GEOVIS 一体机产品销售				
收入	82.84	99.41	117.30	134.90
增长率 (%)	17.14	20.00	18.00	15.00
成本	39.32	46.72	54.55	62.05
毛利	43.52	52.69	62.76	72.84
毛利率 (%)	52.53	53.00	53.50	54.00
系统集成设备				
收入	47.40	73.47	108.74	157.67
增长率 (%)	72.80	55.00	48.00	45.00
成本	36.42	56.20	82.64	119.04
毛利	10.98	17.27	26.10	38.63
毛利率 (%)	23.17	23.50	24.00	24.50
GEOVIS 软件销售与数据服务				
收入	40.75	61.13	88.63	124.08
增长率 (%)	-61.77	50.00	45.00	40.00
成本	15.80	23.23	33.68	47.15
毛利	24.95	37.90	54.95	76.93
毛利率 (%)	61.23	62.00	62.00	62.00

	合计			
收入	702.54	1004.75	1416.84	1970.71
增长率 (%)	43.55	43.02	41.01	39.09
成本	318.86	453.72	633.78	873.18
毛利	383.67	551.03	783.06	1097.53
毛利率 (%)	54.61	54.84	55.27	55.69

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

可比公司估值: 在数字地球领域, 上市公司除了中科星图外, 另外还有航天宏图 (遥感和北斗导航卫星应用服务商)、超图软件 (地理信息系统平台软件企业)、世纪空间等, 前两者已经上市。 **(1) 格局端,** 中科星图是国内最早从事数字地球产品研发与产业化的企业之一, 在国内数字地球行业具有领先地位, 基于10余年来在特种领域的应用需求理解和技术储备, 积累了丰富的特种领域系统项目开发的知识库, 技术储备及客户资源较为深厚; **(2) 市场端,** 特种领域为公司传统及优势细分市场领域, 该领域对数字地球产品需求相比民用的价格需求弹性较低且需求空间较广, 公司设立行业事业部专门从事特种领域、政府、企业等领域的应用推广, 相比其他企业其稳增长的预期相对较高。同时, 公司基于其平台化的产品系列及特种领域积累的深厚技术储备, 正积极在农业、应急、交通等公共事业或民用市场开拓并已取得一定进展。综上, 我们认为适合给予公司22年65倍的PE估值, 对应合理价值89.23元/股, 给予“增持”评级。

表2: 可比公司估值分析

公司名称	公司代码	业务类型	市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)			PE 估值水平		
				2019A	2020A	2021E	2019A	2020A	2021E
航天宏图	688066.SH	遥感和北斗导航卫星应用服务商	99	84	129	190	76	55	52
超图软件	300036.SZ	地理信息系统平台软件企业	139	219	235	306	41	36	46

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心 (上述均为 wind 一致预测, 市值选取 2021/8/25 日收盘)

四、风险提示

(一) 疫情发展超出预期

上市企业生产地较为集中, 同时多数公司重资产属性特征明显、且所需人力成本较高, 疫情反复对相关企业影响较大。

(二) 市场竞争加剧的风险

数字地球市场国内正处于发展期, 国内外竞争对手正积极开拓相关市场, 不排除因竞争加剧公司部分产品盈利能力波动的风险。

(三) 重大行业政策调整的风险

特种行业属于典型的To G行业, 考虑生产计划的保密性、战略性等, 无论是需求端还是供给端均受政府政策影响较大。因此若相关政策发生调整 (如影响较大的定价政策、采购政策) 等, 则易对板块产生一定系统性冲击。

		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	571	1,602	1,952	2,450	3,150	
货币资金	112	906	997	1,087	1,258	
应收及预付	386	391	661	915	1,249	
存货	62	99	139	196	269	
其他流动资产	11	206	155	252	373	
非流动资产	43	88	114	135	153	
长期股权投资	5	5	5	6	6	
固定资产	27	21	33	37	38	
在建工程	0	0	0	0	0	
无形资产	3	22	32	43	54	
其他长期资产	7	40	45	50	55	
资产总计	613	1,689	2,066	2,585	3,303	
流动负债	309	379	543	759	1,047	
短期借款	60	0	0	0	0	
应付及预收	196	238	383	526	718	
其他流动负债	53	141	160	233	329	
非流动负债	16	62	62	62	62	
长期借款	0	0	0	0	0	
应付债券	0	0	0	0	0	
其他非流动负债	16	62	62	62	62	
负债合计	325	441	605	821	1,109	
股本	165	220	220	220	220	
资本公积	3	749	749	749	749	
留存收益	121	269	480	782	1,209	
归属母公司股东权益	289	1,238	1,449	1,751	2,178	
少数股东权益	-1	11	12	13	16	
负债和股东权益	613	1,689	2,066	2,585	3,303	

		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业收入	489	703	1,005	1,417	1,971	
营业成本	199	319	454	634	873	
营业税金及附加	1	1	2	3	4	
销售费用	59	70	110	153	211	
管理费用	54	61	96	135	187	
研发费用	63	89	128	181	251	
财务费用	1	0	0	0	0	
资产减值损失	0	-9	0	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	
投资净收益	-1	4	3	4	6	
营业利润	108	151	231	331	468	
营业外收支	1	14	0	0	0	
利润总额	109	165	231	331	468	
所得税	10	13	19	27	39	
净利润	100	152	212	304	430	
少数股东损益	-3	4	1	1	3	
归属母公司净利润	103	147	212	302	426	
EBITDA	138	201	247	349	487	
EPS (元)	0.62	0.67	0.96	1.37	1.94	

		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	-3	79	132	126	205	
净利润	100	152	212	304	430	
折旧摊销	11	16	17	19	22	
营运资金变动	-132	-111	-94	-193	-241	
其它	18	23	-3	-4	-6	
投资活动现金流	-12	-25	-41	-36	-34	
资本支出	-10	-15	-43	-40	-40	
投资变动	-2	-14	0	0	0	
其他	0	5	3	4	6	
筹资活动现金流	52	740	0	0	0	
银行借款	83	104	0	0	0	
股权融资	0	820	0	0	0	
其他	-32	-185	0	0	0	
现金净增加额	37	795	91	90	171	
期初现金余额	68	105	906	997	1,087	
期末现金余额	105	899	997	1,087	1,258	

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	34.3%	43.5%	43.0%	41.0%	39.1%
营业利润增长	12.6%	39.4%	53.2%	43.2%	41.5%
归母净利润增长	15.5%	43.3%	43.5%	42.8%	41.2%
获利能力					
毛利率	59.4%	54.6%	54.8%	55.3%	55.7%
净利率	20.3%	21.6%	21.1%	21.4%	21.8%
ROE	35.6%	11.9%	14.6%	17.2%	19.6%
ROIC	33.2%	13.6%	14.5%	17.1%	19.4%
偿债能力					
资产负债率	53.0%	26.1%	29.3%	31.7%	33.6%
净负债比率	112.6%	35.3%	41.4%	46.5%	50.5%
流动比率	1.85	4.23	3.59	3.23	3.01
速动比率	1.58	3.33	2.98	2.56	2.32
营运能力					
总资产周转率	0.80	0.42	0.49	0.55	0.60
应收账款周转率	1.35	2.06	1.67	1.71	1.75
存货周转率	7.84	7.08	7.23	7.23	7.31
每股指标 (元)					
每股收益	0.62	0.67	0.96	1.37	1.94
每股经营现金流	0	0	1	1	1
每股净资产	1.75	5.63	6.59	7.96	9.90
估值比率					
P/E	-	66.38	79.95	56.00	39.66
P/B	-	7.91	11.67	9.66	7.77
EV/EBITDA	-	44.13	64.38	45.37	32.13

广发军工行业研究小组

孟祥杰：首席分析师，清华大学机械工程博士、哈佛大学访问学者，航天科工实业背景，曾任方正证券军工首席分析师，主要从事军工信息化、新材料及军工高端制造领域研究。

吴坤其：研究助理，对外经济贸易大学精算本科、金融学硕士，曾任方正证券军工研究员，主要覆盖军工新材料、军工电子。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -10%~+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15% 以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -5%~+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5% 以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。