

Q3 订单收入持续高增，行业景气度有望延续

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-10-28

主要观点：

● 事件回顾：

收盘价（元）	51.09
近12个月最高/最低（元）	55.98/34.49
总股本（百万股）	183.97
流通股本（百万股）	98.77
流通股比例（%）	53.69
总市值（亿元）	93.99
流通市值（亿元）	50.46

公司10月27日晚发布三季报，公司2021年前三季度实现营收8.11亿元，同比增速+98.60%，实现归母净利润0.56亿元，同比增速+65.30%；扣非后归母净利润0.52亿元，同比增速119.83%。**单季度来看**，公司Q3实现营收3.75亿元，同比增速+87.06%，环比持平；实现归母净利润0.51亿元，同比增速+61.64%，环比持平。**总体而言**，三季报符合预期，进入下半年以来，公司民口和军口的订单、收入持续兑现，下游风险普查、特种领域等行业景气度有望延续。

公司价格与沪深300走势比较



● Q3 毛利率企稳态势，公司整体财务状况良好

关键财务指标来看，毛利率方面，公司前三季度综合毛利率49.70%，同比减少4.59pct，主要系前三季度民口业务收入确认较多、毛利率偏低以及风险普查试点期间投入大、尚未形成规模效应。随着下半年风险普查由试点向非试点铺开，Q3毛利率较Q2基本持平，未来有望企稳回升。**费用率方面**，公司前三季度研发和管理费用率分别为15.36%、13.12%，较去年同期略有下降，销售费用率为10.82%，较去年同期略有上升，主要系公司发力建设地方市场渠道，同时也带来地方区县订单快速增加。**现金流方面**，公司前三季度经营性现金流净流出4.35亿元，主要系公司业务量快速扩张，销售人员增加以及各项采购支出增加导致投入和产出存在周期上的错配，公司通过引入华为IPD管理模式、增加预付款比例以及加强历史款项催收等多措施改善回款状况。

分析师：尹沿枝

执业证书号：S0010520020001

邮箱：yinyj@hazq.com

联系人：赵阳

执业证书号：S00101200550035

邮箱：zhaoyang@hazq.com

联系人：陈晶

执业证书号：S0010120040031

邮箱：chenjing@hazq.com

● 卫星产业供给端发生深刻变化，遥感下游应用市场空间巨大

供给端来看，首先，小卫星制造及发射成本快速下降，遥感卫星在轨数量快速增加，覆盖范围越来越广、频次越来越高；其次，国家重大高分专项引领下，遥感图像分辨率越来越高，卫星载荷多元化发展，具备全天候遥感能力；最后，通信、导航和遥感技术融合发展，未来通过有望通过星间链路实现实时传输。**由此，需求端多维扩张，有望打开潜在市场空间**：1) **横向来看**，政府和国防部门对高精度、高质量、高安全性的空间地理信息服务需求不断加大，同时，随着通导遥一体化发展，风险普查、自动驾驶等新兴行业、新需求不断涌现；2) **纵向来看**，新一代ICT技术提高了遥感数据可用度的同时，大大降低了使用门槛，终端用户由国家和省级向市区县级、由G端向B端和甚至C端延伸。

相关报告

1. 遥感行业下游景气度高，围绕PIE平台加速扩张 2021-09-14

2. 前三季度业绩超预期，“PIE+行业”产品线快速放量 2021-10-15

● 应急、特种和自然资源领域齐发力，“PIE+行业”是当前核心驱动力

近三年公司业务结构持续优化，“PIE+行业”产品线收入占比由2018年30%提升至2020年74.54%，成为公司核心增长动能。**应急管理领域**，风险普查全国约3000个县，每个县平均500万投入，3年150亿规模，公

司凭借参与顶层设计、丰富的试点经验以及综合的产品能力，市场份额有望达到 10-15%，目前正由试点转入非试点阶段；**特种领域**，根据智研咨询，军事仿真每年 100 亿规模，此外特种领域还有目标识别、定制化数据服务等业务，总计约 200 亿规模，公司凭借过硬的研发实力、产品快速响应能力以及渠道能力，有望持续获取大额订单；**自然资源领域**，根据泰伯智库，实景三维专项 5 年 300 亿规模，公司凭借参与标准制定、丰富的试点经验以及数据获取能力，也有望高份额中标。

● 空间基础设施规划与建设业务稳中求进，云服务等业务有望多点开花

空间基础设施方面，新型基础设施建设有望接力国家高分专项，预计民口 2015-2025 年期间将发射 70-80 颗遥感卫星，此外军口天绘、云海系列卫星也将陆续发射。公司参与了 90% 以上的民口遥感地面系统规划与建设，凭借强大的工程化能力，有望在空间基础设施规划与建设领域保持较高的市场份额和稳定的利润率。**云服务方面**，受益于遥感应用的推广和下沉以及远期的大众化和国际化，且云服务是推广遥感应用、做大生态的最佳途径，公司 2020 年云服务收入占比迅速提升至 3%，预计未来遥感云服务的用户数将快速增长、收入占比有望达到 15-20%。**卫星运营方面**，公司正在筹建自主运控的遥感卫星，向产业链上游延伸，跻身国际卫星数据产品与服务供应商。预计在 2022 年底发射全国首个 InSAR 卫星星座，届时，向上将具备稳定数据源，向下将协同云服务、提供高价值数据产品。

● 投资建议

我们认为，航天宏图以中游数据处理能力 (PIE) 为核心，向下游应用和上游数据获取拓展，有望成长为卫星应用平台型公司。短期看好风险普查、特种领域带来业绩爆发式增长，中期看好自主卫星赋能、实现多点开花，长期看好云服务推动应用大众化和全球化。预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 1.89、2.71、3.83 亿元，对应 EPS 为 1.03、1.47、2.08 元，当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 49.73X/34.73X/24.54X。维持“买入”评级。

● 风险提示

- 1) 遥感应用相关的政府专项落地不及预期；
- 2) 行业竞争加剧；
- 3) 公司云服务产品线客户拓展不及预期；
- 4) 公司 InSAR 卫星星座折旧摊销拖累业绩风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	847	1234	1763	2484
收入同比 (%)	40.8%	45.7%	43.0%	40.9%
归属母公司净利润	129	189	271	383
净利润同比 (%)	54.3%	46.7%	43.2%	41.5%
毛利率 (%)	53.4%	54.8%	56.2%	57.9%
ROE (%)	9.6%	12.4%	15.4%	18.4%
每股收益 (元)	0.78	1.03	1.47	2.08
P/E	54.17	49.73	34.73	24.54
P/B	5.24	6.15	5.36	4.52
EV/EBITDA	35.43	40.85	27.10	18.74

资料来源: Wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	1738	2105	2521	3067	
现金	527	650	700	755	
应收账款	702	845	1063	1361	
其他应收款	31	45	64	90	
预付账款	29	41	57	77	
存货	182	257	356	482	
其他流动资产	268	267	282	302	
非流动资产	156	252	420	470	
长期投资	0	0	0	0	
固定资产	36	75	132	132	
无形资产	42	63	104	118	
其他非流动资产	78	114	184	220	
资产总计	1894	2357	2942	3537	
流动负债	473	750	1108	1380	
短期借款	108	236	409	439	
应付账款	89	125	173	235	
其他流动负债	277	389	526	706	
非流动负债	78	78	78	78	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负债	78	78	78	78	
负债合计	551	828	1187	1458	
少数股东权益	1	1	1	0	
股本	166	184	184	184	
资本公积	833	833	833	833	
留存收益	343	511	738	1062	
归属母公司股东权	1342	1528	1755	2079	
负债和股东权益	1894	2357	2942	3537	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	75	89	95	161	
净利润	129	189	271	383	
折旧摊销	18	11	31	58	
财务费用	4	8	15	19	
投资损失	-10	-14	-21	-29	
营运资金变动	-97	-96	-181	-249	
其他经营现金流	258	275	431	610	
投资活动现金流	29	-93	-179	-78	
资本支出	-75	-107	-199	-107	
长期投资	0	0	0	0	
其他投资现金流	104	14	21	29	
筹资活动现金流	30	127	134	-27	
短期借款	40	129	173	30	
长期借款	0	0	0	0	
普通股增加	0	18	0	0	
资本公积增加	18	0	0	0	
其他筹资现金流	-29	-19	-39	-57	
现金净增加额	134	123	50	55	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业收入	847	1234	1763	2484	
营业成本	394	558	772	1045	
营业税金及附加	3	4	6	8	
销售费用	61	136	203	298	
管理费用	99	167	238	335	
财务费用	3	8	18	21	
资产减值损失	0	9	20	21	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	10	14	21	29	
营业利润	139	200	287	406	
营业外收入	0	0	0	0	
营业外支出	2	0	0	0	
利润总额	137	200	287	406	
所得税	8	12	17	23	
净利润	129	189	270	382	
少数股东损益	0	0	0	0	
归属母公司净利润	129	189	271	383	
EBITDA	187	220	336	485	
EPS (元)	0.78	1.03	1.47	2.08	

主要财务比率		单位:百万元			
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	
成长能力					
营业收入	40.8%	45.7%	43.0%	40.9%	
营业利润	46.8%	44.1%	43.2%	41.5%	
归属于母公司净利	54.3%	46.7%	43.2%	41.5%	
获利能力					
毛利率 (%)	53.4%	54.8%	56.2%	57.9%	
净利率 (%)	15.2%	15.3%	15.3%	15.4%	
ROE (%)	9.6%	12.4%	15.4%	18.4%	
ROIC (%)	11.0%	11.1%	13.3%	16.0%	
偿债能力					
资产负债率 (%)	29.1%	35.1%	40.3%	41.2%	
净负债比率 (%)	41.0%	54.2%	67.6%	70.1%	
流动比率	3.67	2.81	2.27	2.22	
速动比率	3.22	2.40	1.89	1.81	
营运能力					
总资产周转率	0.45	0.52	0.60	0.70	
应收账款周转率	1.21	1.46	1.66	1.83	
应付账款周转率	4.45	4.45	4.45	4.45	
每股指标 (元)					
每股收益	0.78	1.03	1.47	2.08	
每股经营现金流	0.45	0.48	0.51	0.87	
每股净资产	8.07	8.31	9.54	11.30	
估值比率					
P/E	54.17	49.73	34.73	24.54	
P/B	5.24	6.15	5.36	4.52	
EV/EBITDA	35.43	40.85	27.10	18.74	

资料来源:公司公告,华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：尹沿技，华安证券研究所所长、TMT 首席分析师，2010、2012 年新财富最佳分析师第一名。

联系人：赵阳，厦门大学硕士，七年产业经验，曾任职于 NI、KEYSIGHT 公司，从事 5G、智能网联汽车工作。

联系人：陈晶，华东师范大学金融硕士，主要覆盖物联网及 5G 下游应用，2020 年加入华安证券研究所。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。