

星图慧眼 洞察天地

— 中科星图 (688568.SH)

计算机/计算机应用

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要:

中科星图：中科院空天院旗下的数字地球产业领军企业

- ◆ 公司聚焦数字地球产业，将地理信息技术与大数据、云计算和人工智能等进行深度融合，以遥感及导航卫星数据为源，覆盖数据的存储、解译、承载、可视化与应用等产业链环节，赋能终端行业。
- ◆ 打造“GEOVIS/GEOVIS+”双轮驱动产品线，形成以特种领域、智慧政府、气象生态、航天测运控、企业能源、线上业务六大板块的集团化战略布局。
- ◆ 中科星图业绩持续亮眼，17-21年营收及归母净利润年复合增速均超过40%。定制化的技术与开发服务是当前核心的业务形态，而行业端，特种领域营收占比超过50%。

行业：多维度驱动 遥感数据应用与服务市场迈入成长期

- ◆ 我们预计当前我国商业遥感卫星数据与增值服务的市场规模约80亿元。当前遥感行业应用与服务领域市场竞争表现为分散化，我们认为行业未来竞争格局将逐步集中化。以中科星图和航天宏图为代表的企业竞争优势明显，成长性显著，有望持续提升市场份额。
- ◆ 供给端，上游卫星数量的增加保障了数据的供应。需求端，特种领域是刚需，G端应用场景随政策驱动逐步打开，遥感数据应用与服务市场迈入成长期。

布局“航天测运控”延展产业链 建设在线数字地球探索商业模式创新

- ◆ 公司通过AI赋能遥感技术，贯穿多源异构遥感数据从处理分析到共享应用的全链路，打造技术壁垒。
- ◆ 公司特种领域构筑业务基本盘，21年底锁定5亿元大定单。
- ◆ 中科星图于2020年通过股权收购形式控股星图测控，布局商业航天与卫星测运控领域，完成产业链拓展。我们认为，目前二级市场对于中科星图进入测运控领域尚未有充分的认识与重视。我们预计，中国商业航天测运控的市场将随着卫星资源数量的激增而进一步打开，航天测运控业务将成为未来公司营收业绩的强势增长点。
- ◆ 募投超15亿元建设在线数字地球项目。GEOVIS Online将对标谷歌地球，作为在线数字地球的国产化替代产品。我们认为，SaaS或PaaS在线数字地球运营模式在以数据服务拓展G端及B端业务层面具有比较强的确定性，但在大众应用市场层面的商业模式仍有待探索。我们预计未来中国市场数字地球的月度活跃用户数大致是百万的量级。

盈利预测与投资建议：预计中科星图2022-2024年归母公司净利润分别为3.23亿元、4.41亿元、5.66亿元，对应EPS分别为1.47元、2.00元、2.57元，同比增加46.7%、36.4%、28.5%。参考可比公司，测算中科星图2022年目标市值177.79亿元，对应目标价格80.81元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：疫情对公司业务经营造成短期不利影响；遥感数据使用受限；GEOVIS数字地球在民用领域推广受限；技术推进不及预期等。

评级

买入（首次）

2022年6月30日

曹旭特

分析师

SAC执业证书编号：S1660519040001

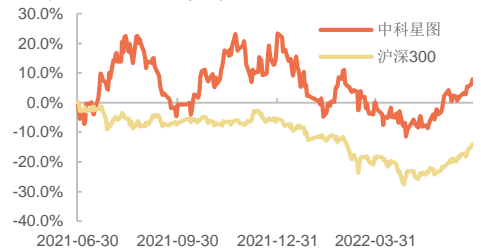
caoxute@shgsec.com

交易数据

时间 2022.06.30

总市值/流通市值（亿元）	149.07/70.58
总股本（万股）	22,000
资产负债率（%）	28.56
每股净资产（元）	6.54
收盘价（元）	67.76
一年内最低价/最高价（元）	55.81/79.44

公司股价表现走势图



资料来源：Wind，申港证券研究所

财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	702.54	1,039.95	1,510.18	2,155.33	2,919.16
增长率 (%)	43.55%	48.03%	45.22%	42.72%	35.44%
归母净利润 (百万元)	147.45	220.31	323.26	441.00	566.49
增长率 (%)	43.31%	49.41%	46.73%	36.42%	28.45%
净资产收益率 (%)	11.91%	15.36%	19.11%	21.59%	22.73%
每股收益(元)	0.67	1.00	1.47	2.00	2.57
PE	101.10	67.67	46.12	33.80	26.32
PB	12.04	10.39	8.81	7.30	5.98

资料来源: Wind, 申港证券研究所

内容目录

1. 中科星图：中科院空天院旗下的数字地球产业领军企业	5
1.1 聚焦数字地球产业 地球大数据赋能终端行业.....	5
1.2 中科星图业绩持续亮眼 成长性凸显.....	7
2. 行业：多维度驱动 遥感数据应用与服务市场迈入成长期	10
2.1 当前市场竞争格局分散化 未来将逐步走向集中.....	10
2.2 供应端和需求端共振 数字地球产业多维度驱动.....	12
3. 公司：布局“航天测运控”延展产业链 建设在线数字地球探索商业模式创新	13
3.1 专业积淀 打造空天大数据全产业链核心技能.....	13
3.2 特种领域构筑业务基本盘 21 年底锁定 5 亿元大定单.....	15
3.3 落子商业航天测运控赛道 成长空间广阔.....	16
3.4 建设 GEOVIS Online 在线数字地球 探索大众市场应用场景.....	18
4. 盈利预测与估值	19
4.1 盈利预测.....	19
4.1.1 关键假设.....	19
4.1.2 业绩预测.....	21
4.2 估值与评级.....	21
5. 风险提示	22

图表目录

图 1： 中科星图 GEOVIS iData 空天大数据视角下的地球影像	5
图 2： 中科星图发展历程	5
图 3： 中科星图的业务形态	6
图 4： 中科星图股权结构图（截至 2022 年 Q1）	7
图 5： 中科星图营收持续保持高速增长	8
图 6： 中科星图归母公司净利润(2016-2022Q1)	8
图 7： 中科星图 2019-2022 年各年度 Q1 净利润水平	8
图 8： 中科星图各季度营收占比	8
图 9： 中科星图近年各业务营收占比分布情况	8
图 10： 中科星图 2021 年营收占比分布情况（按行业）	8
图 11： 中科星图总体毛利率和净利率情况	9
图 12： 中科星图各业务毛利率	9
图 13： 中科星图销售期间费用率	10
图 14： 中科星图销售、管理、研发及财务费率	10
图 15： 数字地球产业链	11
图 16： 全球及中国当前在轨遥感卫星数及遥感数据与服务市场规模	11
图 17： 中科星图与航天宏图 16-21 年总营收及增速	11
图 18： 世界范围内主要国家在轨卫星数量	12
图 19： 中国当前在轨卫星的用途分布	12
图 20： 中国当前在轨卫星按发射年份统计	12
图 21： 中国当前在轨遥感卫星按发射年份统计	12
图 22： 中科星图基于遥感影像、二三维地理信息数据和国土调查数据等构建的实景三维模型	13
图 23： 中科星图具备数字地球领域的关键能力与核心技术	14
图 24： 中科星图研发人员占比及学历分布情况	14

图 25: 截至 2021 年末中科星图及航天宏图累计获得的知识产权数量对比	14
图 26: 中科星图与航天宏图人均创收对比	15
图 27: 中科星图与航天宏图人均创利	15
图 28: 中科星图过往特种领域营收占比情况	15
图 29: 中科星图过往特种领域营收	15
图 30: 中科星图按 2021 年板块划分的各领域的营收及增长情况	16
图 31: 中科星图“洞察者空间信息分析平台”	17
图 32: 中科星图“洞察者空间资产管理服务平台”	17
图 33: 以 GEOVIS 6 为核心的业务模式与 GEOVIS Online 在线数字地球服务模式的比较	18
图 34: 在线版 Google Earth	19
图 35: 中科星图数字地球门户（geovis.online）	19
图 36: GEOVIS 软件销售与数据服务营收情况	20
图 37: GEOVIS 一体机产品销售营收情况	20
图 38: 中科星图上市以来动态市盈率	22
表 1: 实景三维中国建设的规划目标	13
表 2: 当前我国主要的商业航天测运控公司概况	18
表 3: 中科星图营收（按行业）及毛利率预测	20
表 4: 可比公司估值情况	21
表 5: 公司盈利预测表	23

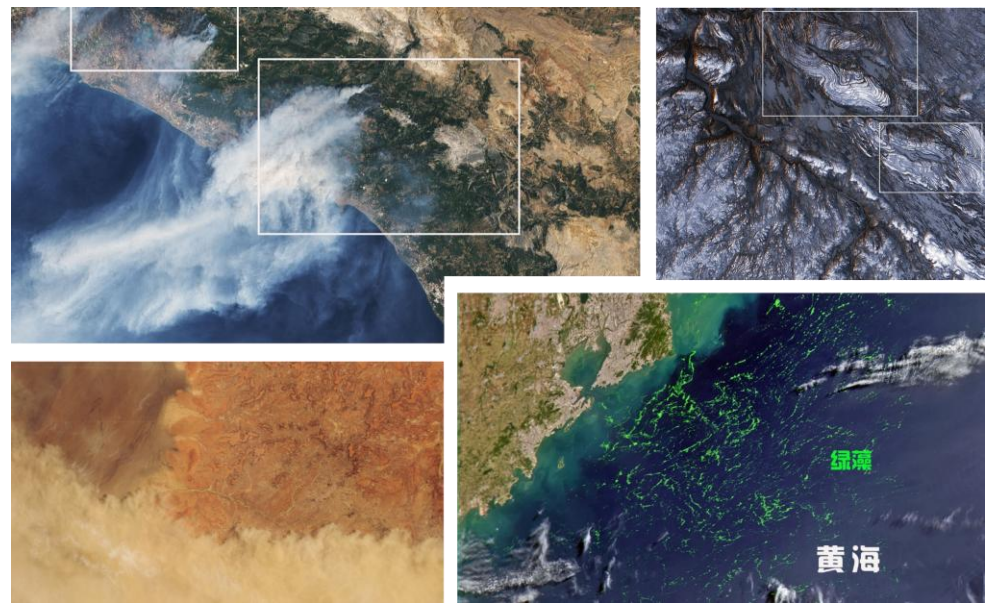
1. 中科星图：中科院空天院旗下的数字地球产业领军企业

1.1 聚焦数字地球产业 地球大数据赋能终端行业

数字地球产业领军企业。 中科星图成立于 2006 年，是中科院空天院投资的国有控股高新技术企业。

- ◆ 公司聚焦于数字地球产业。数字地球，是地球的数字孪生，是反映地球地形、地物、地貌的三维数字模型，同时附加时间属性，可展现不同年代、季节的地球演变。构建数字地球的基础在于地球数据，而获取地球数据主要技术手段是遥感技术。遥感，可以被形象地形容为给地球“照相”，在离地表几百公里的高空，通过安装在卫星上的各种传感器设备，根据地面物体不同的电磁波反射或辐射特征来探测地球。
- ◆ 中科星图将地理信息技术与大数据、云计算和人工智能等进行深度融合，覆盖地球数据的存储、解译、承载、可视化与应用等产业链环节，最终将地球大数据赋能终端行业。公司最初集中服务于特种领域，从 17 年开始逐步向民用领域拓展渗透。公司在当前“GEOVIS/GEOVIS+”双轮驱动的产品战略基础上，着手打造 GEOVIS Online 在线数字地球平台，向大众服务领域迈进。

图1：中科星图 GEOVIS iData 空天大数据视角下的地球影像



资料来源：中科星图微信公众号，申港证券研究所

图2：中科星图发展历程

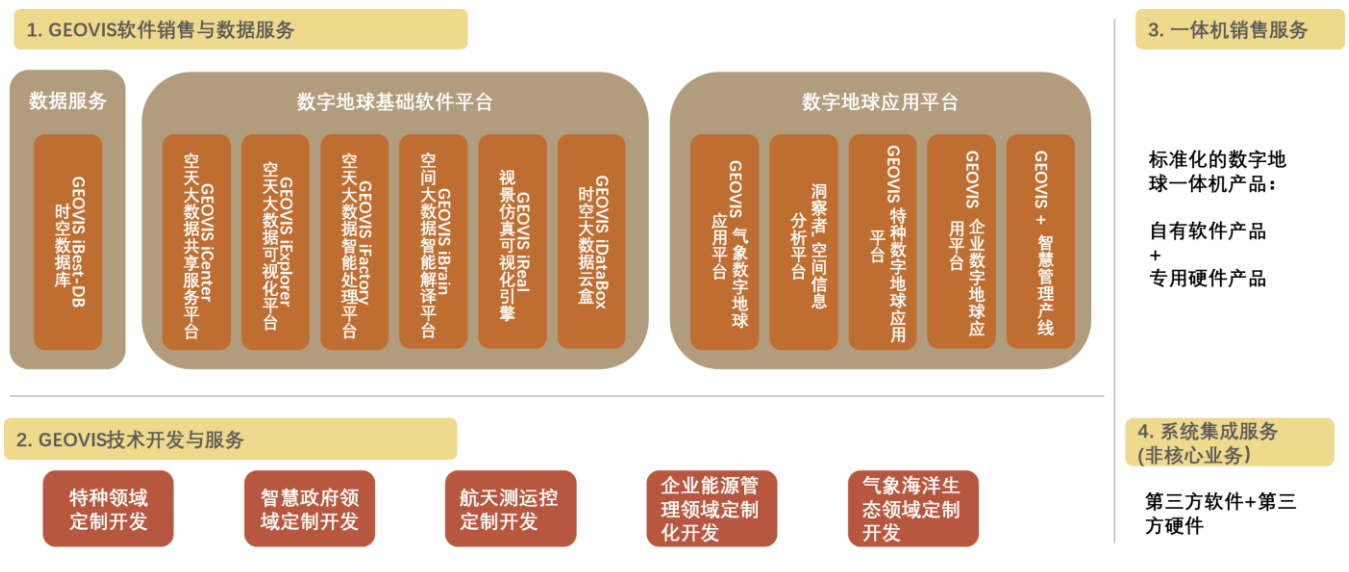


资料来源：中科星图官网，中科星图招股说明书，企查查，申港证券研究所

中科星图的产品是以 GEOVIS 数字地球基础软件平台及数字地球应用平台为支撑，通过不同的业务形态呈现。数字地球基础软件平台是中科星图以遥感测绘或导航数据为基础数据框架，对地球大数据进行深度处理的一系列软件的集合，最终形成涵盖地理空间的几何信息和时空分布信息的三维数字地球模型。数字地球应用平台是在基础软件平台上，针对特定行业需求，进行一定程度初始化定制的软件平台。当前中科星图所覆盖的终端应用领域包括特种领域、气象生态、航天测运控、企业能源管理及智慧政府（农业、交通、市政等）。

- ◆ 软件销售与数据服务，是直接将 GEOVIS 数字地球基础软件平台或应用平台作为成型产品销售给客户或提供数据服务。
- ◆ GEOVIS 技术开发与服务，是在特定领域，根据客户需求深度定制基于数字地球模型的专属应用平台。
- ◆ 一体机销售服务，是将公司的数字地球软件装载于专用的硬件设备，交付给用户标准化软硬件一体机产品。
- ◆ 系统集成服务是中科星图的非核心业务，不涉及其自身核心技术，主要是为维系部分客户业务，对第三方软硬件进行集成。

图3：中科星图的业务形态



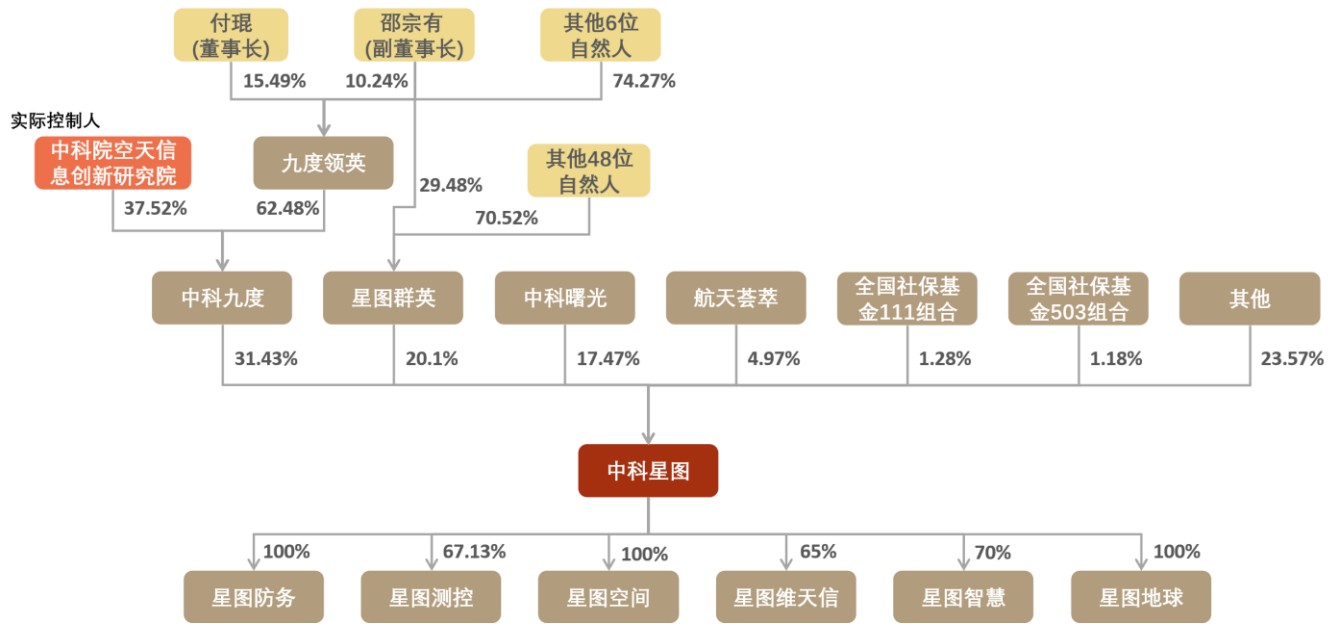
资料来源：中科星图招股说明书，中科星图 2021 年年度报告，申港证券研究所

实控人中科院空天信息创新研究院，为中科星图提供有力的人才和技术支持。公司控股股东为中科九度空间信息技术有限公司，而实际控制人为中科院空天信息创新研究院（由中科院电子学研究所、遥感与数字地球研究所、光电研究院于 2020 年正式整合组建）。空天院是承载我国空天信息领域基础性和前瞻性研究的核心科研事业单位。根据公司披露的高管及核心技术人员的从业经历，其中近 1/3 有中科院相关院所的科研及工作经历。

公司组织结构实现集团化战略转型。中科星图主体既是上市公司，又是军工企业和国有企业。因此，公司通过组建子公司，以更加多样的、符合不同行业特点的方式布局重点行业赛道。其中 6 家子公司星图防务、星图智慧、星图测控、星图空间、星图维天信、星图地球即是对应公司特种品类、智慧政府、航天测运控、企业能源

管理、气象生态、在线业务等 6 大行业板块的实施主体。

图4：中科星图股权结构图（截至 2022 年 Q1）



资料来源：Wind，中科星图 2021 年年度报告，申港证券研究所

注：根据中科星图 21 年年报披露的信息，截至 2021 年末公司共参股控股 38 家分子公司，上述图例仅展示部分涉及核心业务板块的子公司

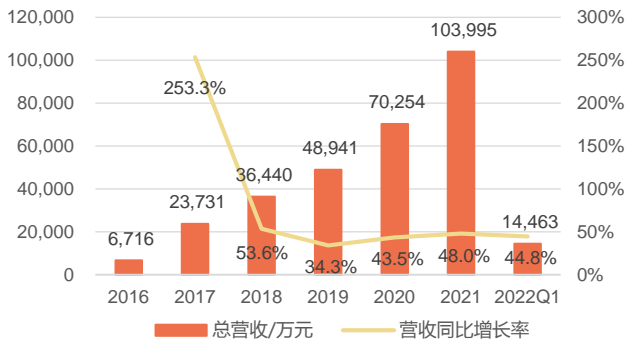
1.2 中科星图业绩持续亮眼 成长性凸显

中科星图过往营收及净利润持续保持高速增长，但扣除非经常性损益的归母净利润增速呈现放缓趋势。

- ◆ 2021 年，中科星图全年总营收达到 10.4 亿元，同比增长 48%。公司营收于 2017 年迎来倍数级增长，主要原因系 GEOVIS 5 空间大数据承载和智能服务平台的发布，叠加产品端开始出现一体机的销售形式。17-21 年四年间，公司营收年复合增速达到 44.7%。2022 年 Q1 公司营收 1.45 亿元，同比增加 44.8%，依旧保持着强劲的增长趋势。
- ◆ 净利润方面，公司 2021 年归母公司净利润 2.2 亿元，同比增长 49.4%，17-21 年间年复合增速为 47.6%。2021 年扣非归母净利润 1.5 亿元，同比增加 22%。扣非净利润增速低于净利润增速，且近三年呈现逐步下滑的趋势。公司的非经常损益项目（主要为政府补助）金额从 19 年的 874 万元增加至 21 年 6999 万元，但本质上，扣非归母净利润增速的下滑是由于公司近两年综合毛利率的下降，导致扣非净利润增速与营收增速不匹配。
- ◆ 2022 年 Q1 公司归母及扣非净利润分别为 -97 万元及 -1531 万元。参考过往业绩，公司一季度出现亏损是常态化现象，主要系公司业务呈现显著的季度性特征。公司所属行业的客户大多为特种领域客户、政府部门或科研院所，上述客户一般在上半年制定、审批采购计划，通过后进行招标和项目实施，并于年底集中交付和验收，导致公司项目完成、收入确认主要集中在下半年尤其是第四季度。公司过往一季度营收占全年营收的比例不超过 10%，而该营收水平无法覆盖当期的营业成本。
- ◆ 另，22 年 Q1 净利润同比亏损有所收窄，而扣非净利润亏损有一定程度扩大。公司一季度营收虽然同比大涨，但费用成本率同比 21 年 Q1 大致相当，均处于亏

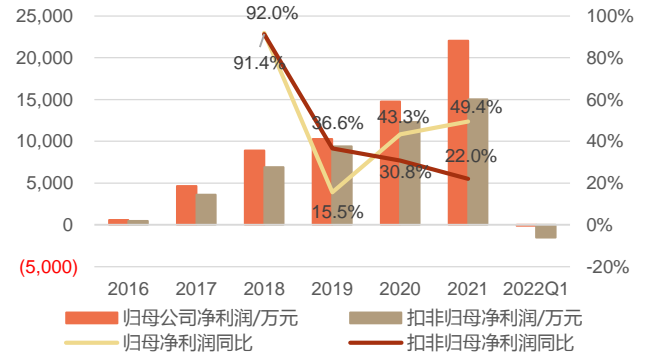
损状态，因此营收增长越多，亏损越多。但净利亏损收窄，主要系 22 年 Q1 非经常损益项目（主要为政府补助）金额增长导致。

图5：中科星图营收持续保持高速增长



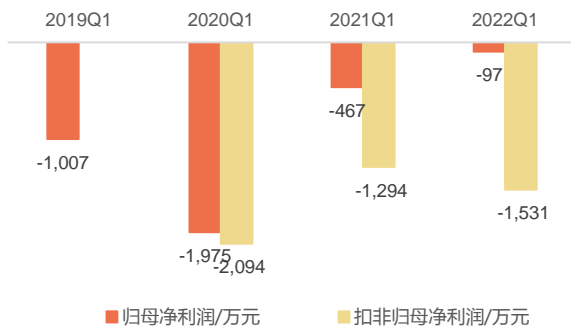
资料来源：Wind，申港证券研究所

图6：中科星图归母公司净利润(2016-2022Q1)



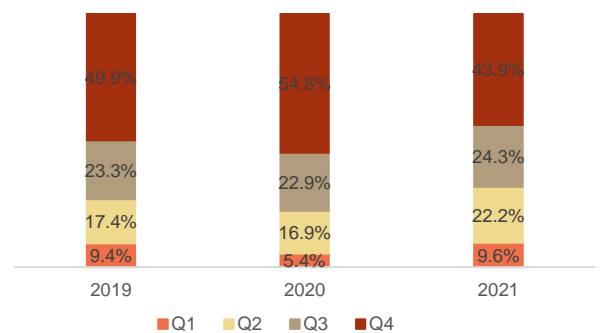
资料来源：Wind，申港证券研究所

图7：中科星图 2019-2022 年各年度 Q1 净利润水平



资料来源：Wind，申港证券研究所

图8：中科星图各季度营收占比



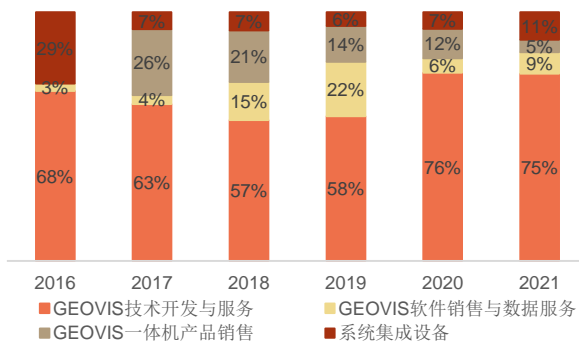
资料来源：Wind，申港证券研究所

产品端，GEOVIS 技术和开发服务是营收的主力军。而行业端，特种领域是中科星图的最大收入来源。

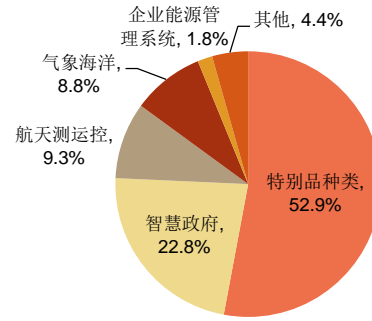
- ◆ GEOVIS 技术开发与服务营收占比最近两年已经稳定在 75%左右，表明中科星图的业务形态在逐步集中。非核心业务的系统集成服务 21 年的营收占比提升至 11%，我们认为这可能与当年某些项目实施中的特殊需求相关，并不具备长期的持续性。另，一体机产品的销售业务的占比呈现明显收缩趋势，而软件销售和数据服务业务营收占比在 19 年达到顶峰后也是逐步回落。
- ◆ 公司于 2021 年确立了新的 6 大业务板块，包括特种领域、智慧政府、气象生态、航天测运控、企业能源及线上业务。其中，航天测运控(商业卫星的测控与运维)原本为特种领域的子模块，现调整成为独立的业务模块。从营收构成看，特种领域占比超过五成，其次是涵盖交通、规划及社会治理等行业应用的智慧政府业务占比达到 22.8%。航天测运控业务当前占比约 9.3%，但其 21 年营收增长接近 3 倍，是高成长性的业务，今后的营收占比有望持续提升。

图9：中科星图近年各业务营收占比分布情况

图10：中科星图 2021 年营收占比分布情况（按行业）



资料来源: Wind, 申港证券研究所



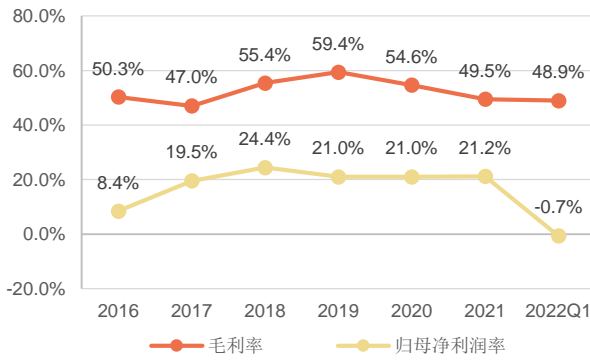
资料来源: Wind, 申港证券研究所

公司综合毛利率水平波动较大，近两年呈现快速下滑趋势，但我们认为毛利率持续性大幅下滑的风险不大。

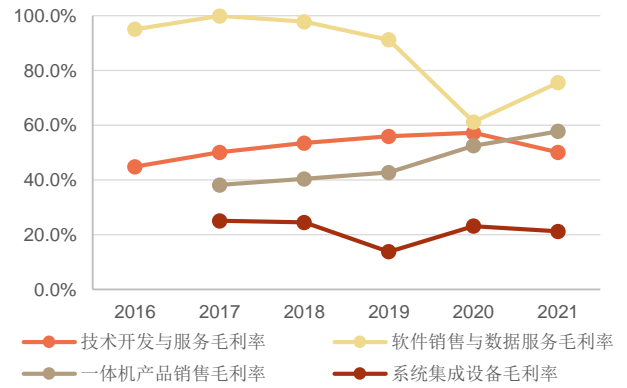
- ◆ 公司 2021 年综合毛利率为 49.5%，连续两年毛利率水平下滑近 5pct。20 年毛利率快速下滑的原因是 19 年毛利率较高的软件销售和数据服务产品的营收和毛利率均大幅下滑。20 年软件与数据服务毛利率较去年同期减少 30pct，主要系报告期内数据服务种类增加，数据需求增加，遥感数据采购成本大幅增加导致。而 21 年毛利率继续下降的原因是技术与开发服务毛利率水平下滑及毛利率低的系统集成服务占比提升。
- ◆ 我们认为毛利率持续性大幅下滑的风险不大。以营收占比最大的 GEOVIS 技术开发与服务业务为例，其 16-20 年毛利率水平呈现提升的趋势。具体拆解成本来看，其业务核心成本项之一是行业应用插件的采购成本。而根据公司招股说明书中披露的数据，随着公司自主研发能力的提升，17-19 年插件的采购成本占技术与服务业务营收的比例从 23.4% 快速下降至 14.8%，从而促进了毛利率的提升。但，GEOVIS 技术与服务业务中依然存在开发设备及工程施工等具有一定偶发性的成本因子。我们推断，这部分偶发性的成本项是导致 2021 年技术与服务业务毛利率下滑的主因。
- ◆ 公司 21 年毛利率水平已接近过往的低点，与此同时，22 年 Q1 的毛利率为 48.9%，尽管相较于 21 年全年毛利率仍然有所下降，但与 20 及 21 年 Q1 的毛利率相比，分别提升了 3.83pct 及 2.65pct，存在一定的反弹迹象。
- ◆ 净利率方面，公司近三年的归母净利润率基本稳定在 21% 的水平，而以政府补助为主的其他收益或营业外收入是公司近两年在毛利率下滑的情况下维持净利率水平的主要因素。

图11: 中科星图总体毛利率和净利率情况

图12: 中科星图各业务毛利率



资料来源: Wind, 申港证券研究所

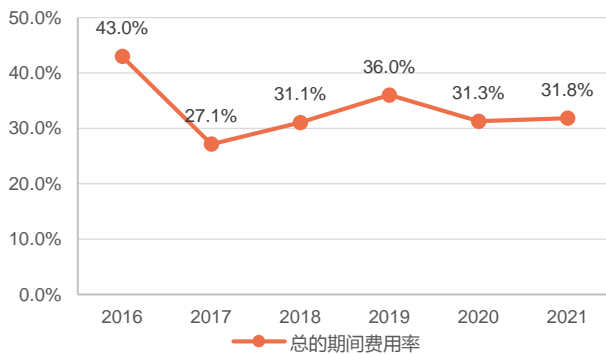


资料来源: Wind, 申港证券研究所

公司总销售期间费率趋于稳定, 研发投入持续提升。

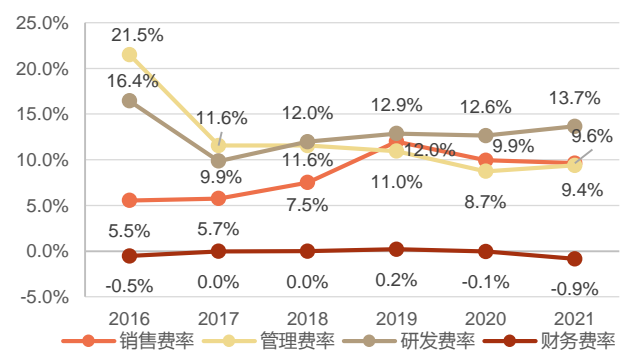
- ◆ 2021年, 中科星图全年期间费用率约31.8%, 较2020年增长约0.5pct。公司自18年以来, 除去19年因业务扩张、加大区域销售平台力度而导致销售费率大幅上升外, 总的期间费用率相对稳定。
- ◆ 公司研发投入持续增加。2021年研发投入1.59亿元, 同比增加66.8%, 占总营收的比例为15.3%。公司从20年起部分研发投入采用资本化处理, 21年研发投入资本化率为10.5%。21年研发费率增加1.1pct, 至13.7%。
- ◆ 2021年公司管理费用0.98亿元, 其中用于员工股权激励的成本达到0.21亿元, 管理费率增长至9.4%。扣除股权激励成本, 公司业务层面的管理费率约7.4%, 同口径下相比20年下降1.1pct, 管理效能持续提升。

图13: 中科星图销售期间费用率



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图14: 中科星图销售、管理、研发及财务费率



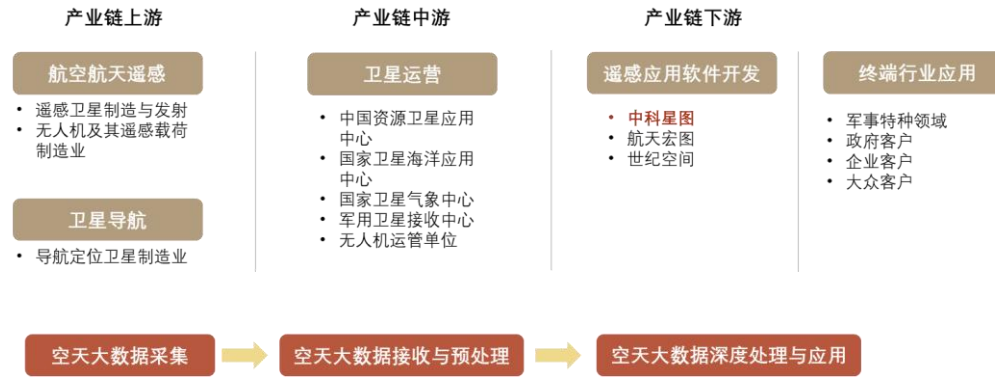
资料来源: Wind, 申港证券研究所

2. 行业: 多维度驱动 遥感数据应用与服务市场迈入成长期

2.1 当前市场竞争格局分散化 未来将逐步走向集中

中科星图位于数字地球产业链下游, 依赖于卫星运营单位提供的遥感数据, 以对接服务终端客户。数字地球产业链上游是航空航天遥感与导航卫星。遥感与导航卫星的制造与发射, 以及近地端的遥感测绘无人机是采集空间数据的设备基础。而位于产业链中游的卫星运营单位, 则主要是在地面端接收卫星原始数据, 并进行数据解码、成像、校正和定标等预处理工作。海量空间数据最终要在行业中发挥价值, 需要通过产业链下游的遥感应用软件开发企业进行深度的数据处理与平台定制。

图15: 数字地球产业链

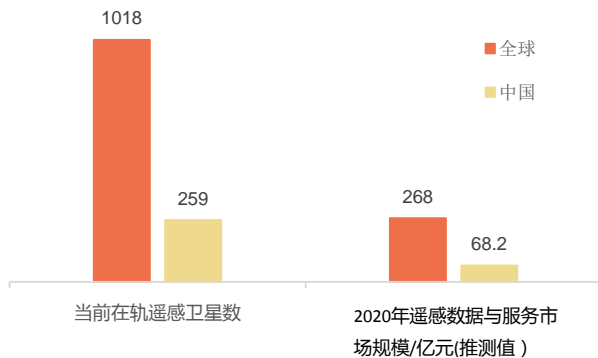


资料来源: 中科星图招股说明书, 航天宏图招股说明书, 申港证券研究所

我们预计当前我国商业遥感卫星数据与增值服务的市场规模约 80 亿元, 行业未来竞争格局将逐步集中化。

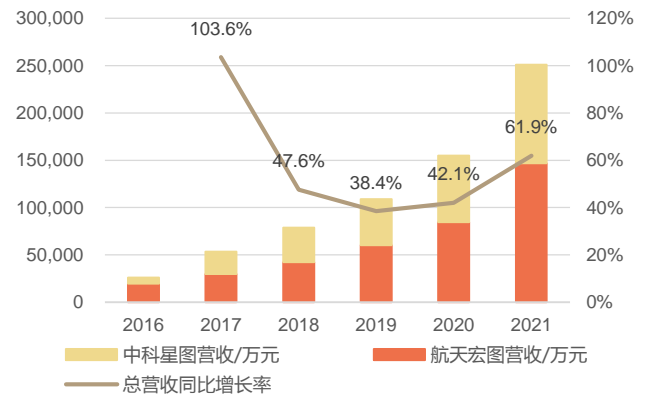
- ◆ 根据 Euroconsult (一家在国际上领先的专门从事卫星领域垂直市场的独立咨询公司) 分析统计的数据, 2020 年全球商业遥感卫星数据与增值服务的市场规模达到 40 亿美元。而根据 UCS 卫星数据库中的数据, 当前我国在轨的遥感卫星数量占全球比例达到 25.4%。我们参照该比例做粗略的估算, 则 2020 年我国商业遥感卫星数据与增值服务的市场规模约为 68 亿元, 考虑一定的增速则当前市场规模在 80 亿元左右。
- ◆ 当前遥感数据应用与服务领域市场竞争表现为分散化。根据航天宏图招股说明书中披露的信息, 目前我国从事遥感应用与服务的企事业单位达到上百家, 而规模普遍偏小, 大多聚焦于单一行业或区域的应用拓展, 比如专注于农业领域的珈和科技和佳格天地。
- ◆ 考虑遥感数据应用行业具有较高的技术壁垒以及在特定领域的准入门槛, 我们认为行业未来竞争格局将逐步集中化。规模较大的企业, 比如航天宏图和中科星图, 其本身在技术领域处于领先的地位, 而上市后有更充裕的资金支持开展业务和加强研发, 参考中科星图与航天宏图的过往业绩, 其营收近三年复合增速达到 47%, 成长性显著。我们认为其市占率将有望持续提升, 未来的竞争格局将逐步集中化。

图16: 全球及中国当前在轨遥感卫星数及遥感数据与服务市场规模



资料来源: UCS 卫星数据库 (2022 年 1 月 1 日版), Euroconsult, Wind, 申港证券研究所

图17: 中科星图与航天宏图 16-21 年总营收及增速



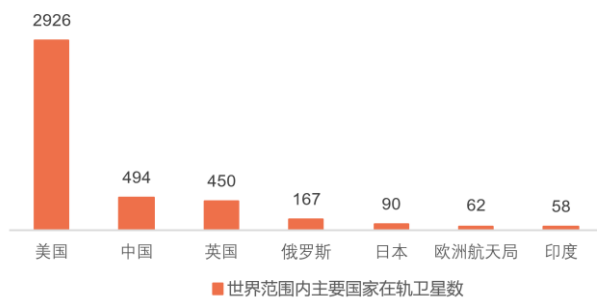
资料来源: Wind, 申港证券研究所

2.2 供应端和需求端共振 数字地球产业多维度驱动

驱动因子一：上游卫星数量的增加是数字地球产业规模化应用的基础保障。

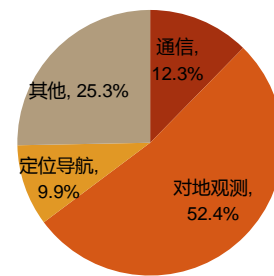
- ◆ 根据 UCS 卫星数据库中的数据，中国目前公开的在轨卫星数量达到 494 颗，仅次于美国。而从中国当前在轨卫星的用途分布看，超过半数的卫星是遥感卫星，用于对地观测。
- ◆ 从发射的时间发布来看，我国卫星的发射数量在 2018 年实现了跳跃式的增长。一方面，北斗导航卫星从 2017 年开始进入密集发射期。另一方面，遥感卫星领域，作为国家中长期科学与技术发展规划纲要（2006-2020 年）确定的重大科技专项之一，高分专项（高分辨率对地观测系统）亦进入冲刺阶段。多因素叠加，我国卫星发射进入了阶段性的爆发期。

图18：世界范围内主要国家在轨卫星数量



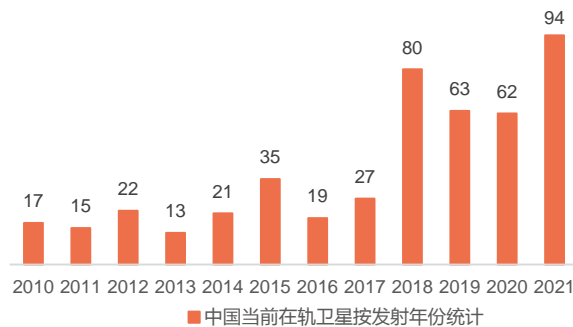
资料来源：UCS 卫星数据库（2022 年 1 月 1 日版），中港证券研究所

图19：中国当前在轨卫星的用途分布



资料来源：UCS 卫星数据库（2022 年 1 月 1 日版），中港证券研究所

图20：中国当前在轨卫星按发射年份统计



资料来源：UCS 卫星数据库（2022 年 1 月 1 日版），中港证券研究所

图21：中国当前在轨遥感卫星按发射年份统计



资料来源：UCS 卫星数据库（2022 年 1 月 1 日版），中港证券研究所

驱动因子二：国防信息化催生遥感数据应用刚性需求

国防军事是遥感数据的基础应用领域。

- ◆ 信息化时代，战场环境已经从传统的四维空间拓展到“陆、海、空、天、电”五维空间。在数字地球基础平台上，可以对战场环境、地形进行有效的数字化模拟，构建满足数字化战场需要的各种军事应用。同时，战时状态下，遥感数据与 GIS、GPS 技术一并进行跟踪、侦察的核心技术手段。
- ◆ 根据中研网的预测数据，2025 年我国国防信息化费用支出将突破 2400 亿元，占国防装备费用比例将达到 40%，其中核心领域有望保持 20% 以上的复合增长。

驱动因子三：政策驱动，G 端应用迎来发展契机

实景三维中国建设进入加速阶段。政策层面，2022 年 2 月，自然资源部发布《关于全面推进实景三维中国建设的通知》，明确了实景三维作为国家新型数字基础设施的建设目标。

- ◆ 根据泰伯智库发布的研究报告，依据最近三年平均每个地级市在实景三维建设的直接市场（数据采集与处理为主）投入的项目金额测算，至 2025 年要实现地级以上城市级实景三维的全覆盖，整个投入规模预计将达到 40 亿元。若考虑实景三维建设的带动效应，如相关智慧政府数字平台的建设，假定 1:10 的放大效应，则整个市场规模将达到 400 亿元。
- ◆ 遥感影像是地形及城市三维模型的重要数据支撑，是构建实景三维中国的时空基座。我们认为，以中科星图为代表的遥感数据与应用软件开发企业，将依托实景三维中国的建设得到快速发展，加速在智慧城市应用层面的渗透。

表1：实景三维中国建设的规划目标

规划年限	地形级实景三维	城市级实景三维	政府决策、生产调度和生活规划通过线上实景三维空间完成的比例
2025 年	5 米格网的地形级实景三维实现对全国陆地及主要岛屿覆盖	5 厘米分辨率的城市级实景三维初步实现对地级以上城市覆盖	50%
2035 年	优于 2 米格网的地形级实景三维实现对全国陆地及主要岛屿必要覆盖	优于 5 厘米分辨率的城市级实景三维实现对地级以上城市和有条件的县级城市覆盖	80%

资料来源：自然资源部《关于全面推进实景三维中国建设的通知》，申港证券研究所

图22：中科星图基于遥感影像、二三维地理信息数据和国土调查数据等构建的实景三维模型



资料来源：中科星图微信公众号，申港证券研究所

3. 公司：布局“航天测运控”延展产业链 建设在线数字地球

探索商业模式创新

3.1 专业积淀 打造空天大数据全产业链核心技能

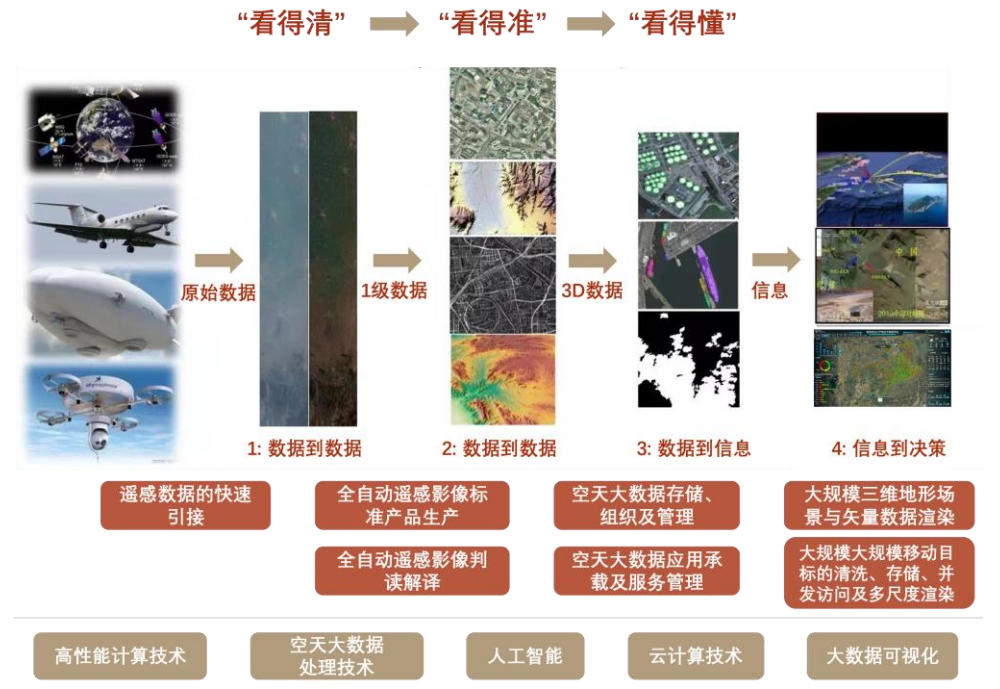
中科星图具备覆盖空天大数据获取至应用全产业链的关键能力与核心技术。

- ◆ 遥感数据应用的核心在于解决“看得清”、“看得准”、“看得懂”三个问题。“看得清”在于原始遥感影像数据的快速隐接，进行第一道过滤，消除大气层影响。

“看得准”在于消除坐标位置的偏差，形成数字地表模型 DSM，数字高程模型 DEM，数字正射影像 DOM 等标准产品。“看得懂”是识别遥感图像中的内容，实现图像数据至行业应用信息知识变现。

- ◆ 依托大数据+人工智能技术突破卫星数据处理和影像解译劳动密集型瓶颈。根据中科星图公众号披露的信息，以空天院为例，其每天可接收几十颗卫星，100TB 以上的卫星数据，且随着卫星数量的增加，数据量仍然在不断扩大。而要从巨量数据中最终获取有价值的信息，传统卫星数据处理过程需要人工的大量干预，生产效率低下。中科星图通过 AI 赋能遥感技术，贯穿多源异构遥感数据从处理分析到共享应用的全链路，大幅缩短遥感图像的解译周期。

图23：中科星图具备数字地球领域的关键能力与核心技术



资料来源：中科星图招股说明书，中科星图微信公众号，申港证券研究所

人才储备奠定技术研发基础。根据公司 21 年年报的数据，中科星图研发人员数占总员工数比例达到 67%，其中 40% 具备硕士或博士学位。同时，截至 2021 年末，公司在围绕大数据、人工智能、空间大数据处理与应用等方向累计获得 119 件专利数及 699 个软件著作权，显著多于同行业直接竞争对手。由此表明，中科星图着力于技术研发，夯实自身核心竞争优势。

图24：中科星图研发人员占比及学历分布情况

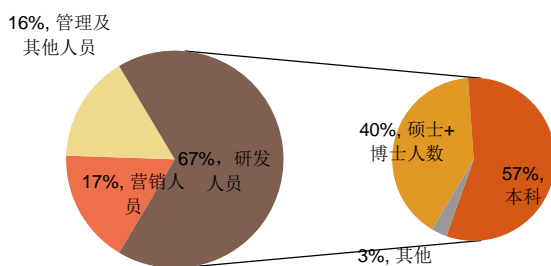
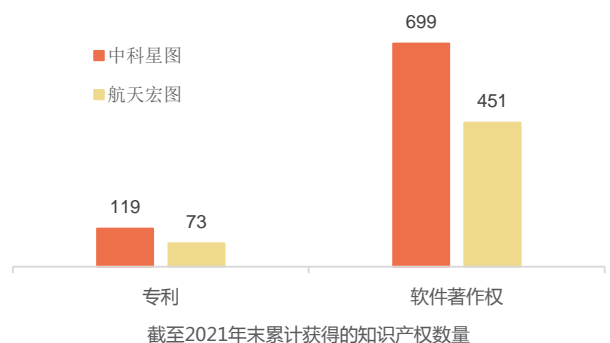


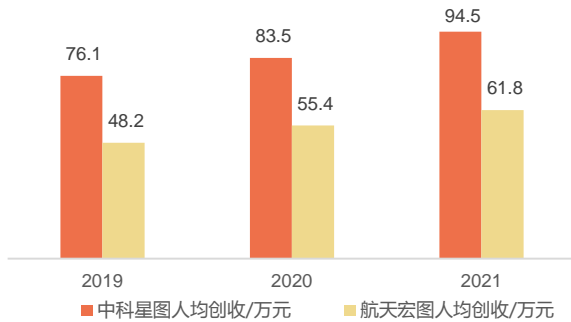
图25：截至 2021 年末中科星图及航天宏图累计获得的知识产权数量对比



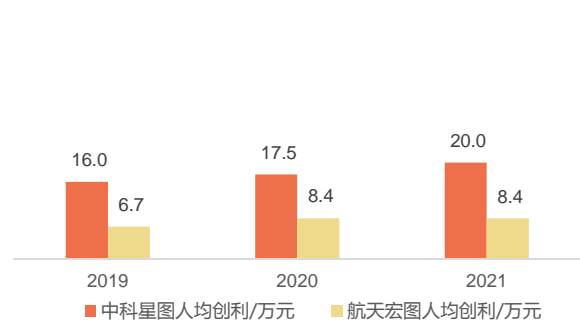
资料来源: 中科星图 2021 年年度报告, 申港证券研究所

资料来源: 中科星图 2021 年年度报告, 申港证券研究所

依托产品标准化转型实现高人效。公司在数字地球基础软件平台上, 结合终端应用领域不同行业的标准体系与应用特点, 集成行业的服务插件级, 形成了多领域的数字地球应用平台。根据公司披露的信息, 其项目中技术开发与服务的定制量降低到 40% 以下, 人均交付效率是同行业的约 2 倍。而对比公司与同行业竞争者的人均创收和人均创利水平, 中科星图均处于较大的领先位置。

图26: 中科星图与航天宏图人均创收对比


资料来源: 中科星图 2021 年年度报告, 申港证券研究所

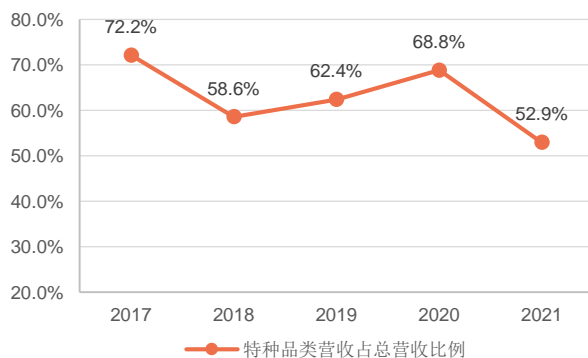
图27: 中科星图与航天宏图人均创利


资料来源: 中科星图 2021 年年度报告, 申港证券研究所

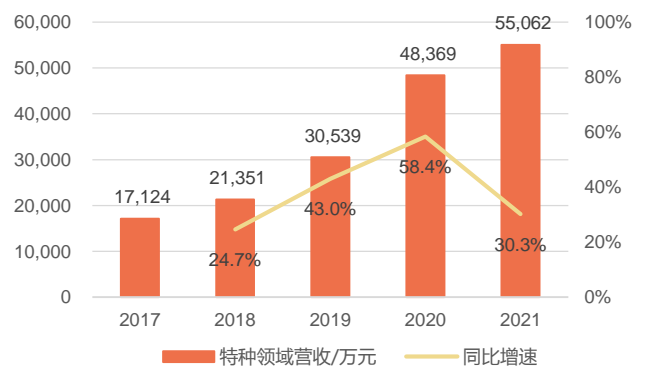
3.2 特种领域构筑业务基本盘 21 年底锁定 5 亿元大定单

中科星图特种领域业务基本盘稳固。

- ◆ 公司自成立以来, 特种领域的营收占比均超过 50%。17-20 年特种领域业务营收的年复合增速达到 41.4%。21 年公司进行了业务行业板块调整, 航天测绘控业务从特种品类中剥离, 而据公司披露, 调整前特种领域较同期增幅为 30.26%。
- ◆ 据公司 2021 年 12 月底的公告信息, 公司与某单位签署了与特种领域业务相关的销售合同, 合同金额为 5.07 亿元。合同履行期限为签订之日起至 2023 年 12 月 31 日。我们认为, 公司过往具有良好的合同交付和履约记录, 因此公司未来 2 年在特种领域的营收业绩具备足够的保障。

图28: 中科星图过往特种领域营收占比情况


资料来源: Wind, 中科星图 2021 年年度报告, 申港证券研究所

图29: 中科星图过往特种领域营收


资料来源: Wind, 中科星图 2021 年年度报告, 申港证券研究所

注: 2021 年中科星图进行行业板块调整, 同比增速为调整前数据

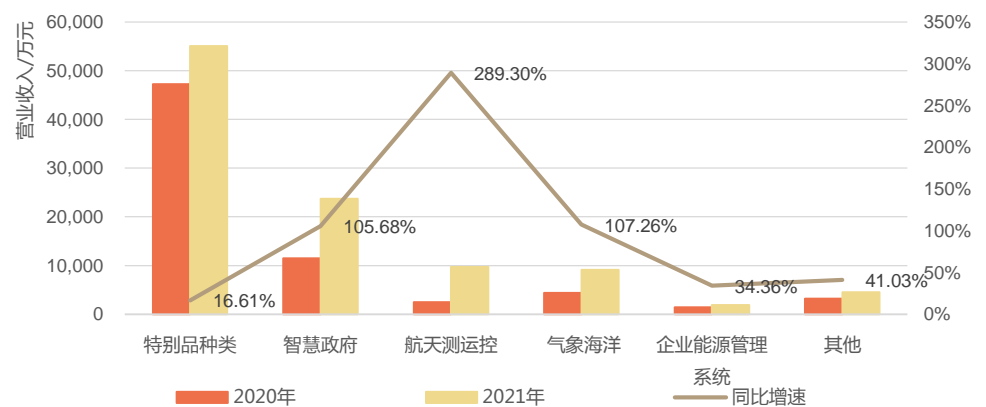
公司在特种领域竞争优势明显。一方面，特种品类业务的开展需要对国防军事领域需求具备较深刻的理解。只有符合国家安全要求、具备专业资质的大型企业，才能与客户形成长期、互信的合作关系，获得并保持良好的品牌形象，给拟进入企业形成了较高的进入壁垒。另一方面，公司实际控制人中科院空天院，多年来一直承接国家重大国防科技项目课题，中科星图在渠道端具备天然的优势。

3.3 落子商业航天测运控赛道 成长空间广阔

通过收购布局商业航天与卫星测运控领域，完成产业链拓展。公司 2021 年将航天测运控业务从特种品类中剥离，成为独立的板块，并由子公司星图测控进行运营。

- ◆ 中科星图于 2020 年完成对星图测控的股权收购。根据企查查中的资料显示，星图测控（原名“西安四方星途测控技术有限公司”）于 2016 年底成立，成立之初的控股股东为北京四方继保自动化股份有限公司，四方股份的核心业务是能源与工业自动化。2020 年 9 月，中科星图以现金方式受让四方继保持有的星图测控 60% 的股权，并于同年完成增资，增资后控股比例为 67.13%。
- ◆ 测运控业务 2021 年实现营收 9693 万元，同比增长达到 289.3%，增速远远高于同期其他行业板块。

图30：中科星图按 2021 年板块划分的各领域的营收及增长情况



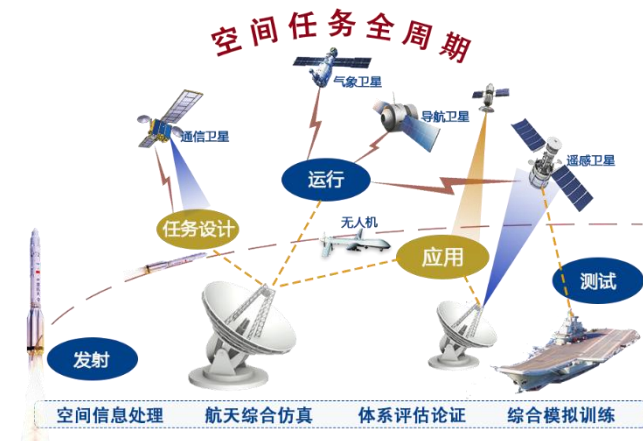
资料来源：Wind，申港证券研究所

航天测运控领域与公司当前以空天大数据处理和应用为核心的业务不同，其聚焦于太空资产（卫星及其他航天器）的运维与管理，主要服务的对象是商业航空公司。

- ◆ 航天测运控包括测控与运控两部分，主要是针对卫星的跟踪、测量与控制。它的任务角色类似于机场的地面塔台，实时监测卫星的运行状态，同时统筹自身任务需求，规划制定卫星任务执行序列，结合太空环境，向卫星传达运动指令。太空环境存在诸多难以掌控的因素，有可能出现会对卫星造成巨大干扰的电磁风暴、太空碎片等自然灾害，因此卫星测控的要务之一即合理地处理这些突发状况，以避免会出现巨大的财产损失。
- ◆ 卫星测控是卫星发射与卫星在轨全生命周期的重要保障手段，具有极高的商业价值。同时需要持续在全国乃至海外进行广泛的地面测控站建设，这种基础设施级别的投入需要大量资金及时间周期进行持续投入和布局。因此，对于商业航天公司，通过采购商业测控服务，即可实现降本增效的效果。

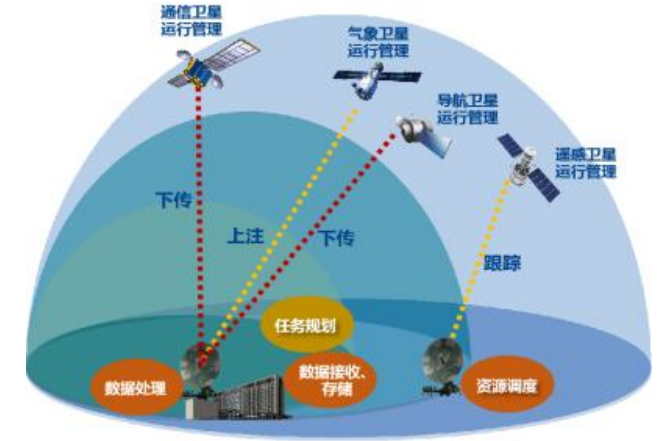
当前中科星图的测运控业务客户集中于国防领域，依托 GEOVIS 洞察者产品线。根据我们调研了解，中科星图在测运控领域暂未建设自有测控站，主要借助国有的地面基础设施，当前的业务形态是提供以 GEOVIS 洞察者产品线为代表的测运控软件系统或解决方案。GEOVIS 洞察者产品线有“洞察者-空间信息分析平台”和“洞察者-空间资产管理服务平台”。后者是在前者基础上，针对商业航天测运控方向拓展而来。

图31：中科星图“洞察者空间信息分析平台”



资料来源：中科星图微信公众号，申港证券研究所

图32：中科星图“洞察者空间资产管理服务平台”



资料来源：中科星图微信公众号，申港证券研究所

我们认为目前二级市场对于中科星图进入测运控领域尚未有充分的认识与重视。而我们预计，中国商业航天测运控的市场将随着卫星资源数量的激增而进一步打开，航天测运控业务将成为未来公司营收业绩的强势增长点。

- ◆ 中国的卫星资源数量有望实现至少 1 个数量级的增长。2021 年 4 月，我国首家国资委卫星企业中国卫星网络集团正式成立，旨在对标 SpaceX 的“星链计划”，占领太空资源的高地。而据国际电信联盟（ITU）官网的公示资料，我国在 2020 年 11 月 9 日已经正式申请 12992 颗宽带通信卫星的轨道和无线频段使用，星座代号为 GW。根据 ITU 规定，申请批准后 8 年内必须完成所有卫星的发射，否则申请将会被取消。相较前文提到的截至 2022 年 1 月 1 日我国目前在轨卫星数约 494 颗，卫星资源将在未来 5-10 年内将呈现至少 1 个数量级的增长。
- ◆ 卫星数量的激增将彻底激活对于航天测运控的刚性需求。根据中国航天系统科学与工程研究院的测算，假定未来 10 年内我国落实的商业卫星发射数量达到 4000 颗，依据现有国内商业测运控普遍市场价格，整个航天测运控市场规模预计将达到 100 亿元，再加上数据增值服务及未来为国外客户服务等模式，市场规模将会达到数百亿级别。
- ◆ 当前市场的主要参与者均为 2015 年之后成立的初创公司，处于相对领先地位的是北京航天驭星科技有限公司。根据其官网介绍，截至 2022 年 5 月 5 日，航天驭星已累计有偿服务 144 星/箭，连续三年市场占有率处于领先地位。公司在测运控领域建立了一定的先发优势，建设了中国首个商业卫星测控站并取得国内第一个商业卫星测控电台执照，建成了中国首个商业卫星智能运营中心，建成了中国首个覆盖全国的商业卫星测控网。也正因此，航天驭星在一级市场被资本看好，21 年 10 月完成了 2 亿元的 A++轮融资。
- ◆ 中国的商业航天测运控正处于导入期向成长期迈进的过程。尽管与竞争对手相比起步略晚，但我们认为，在当前的时间节点，中科星图依然能够依托中科院的资源禀赋，不断提升自身的竞争能力，享受商业航天测运控赛道高速成长的红利。

表2: 当前我国主要的商业航天测控公司概览

公司名称	成立时间	服务卫星情况	融资情况
西安运控信息科技有限公司	2015.6	-	-
北京宇航智科科技有限公司	2015.10	-	2017年8月完成千万元天使轮融资
北京航天驭星科技有限公司	2016.10	截至2022年5月5日, 航天驭星已累计有偿服务144星/箭	2021年10月完成2亿元A++轮融资
北京牧星人航天科技有限公司	2016.11	-	-
西安中科天塔科技股份有限公司	2017.3	-	-
北京天链测控技术有限公司	2017.4	2022年2月, 天链测控承担"长征八号"遥二火箭一箭22星中19颗卫星的测控任务	2021年6月完成超亿元B轮融资
成都天奥集团有限公司高新航天分公司	2017.6	-	-
陕西星邑空间技术有限公司	2018.5	自公司成立以来, 已累计服务卫星超120颗	由铜川航天城建设投资有限公司投资成立, 注册资本3亿元
西安寰宇卫星测控与数据应用有限公司	2018.7	-	由陕西投资集团独家出资成立, 注册资本2亿元
国科华路航天科技有限公司	2018.10	-	-

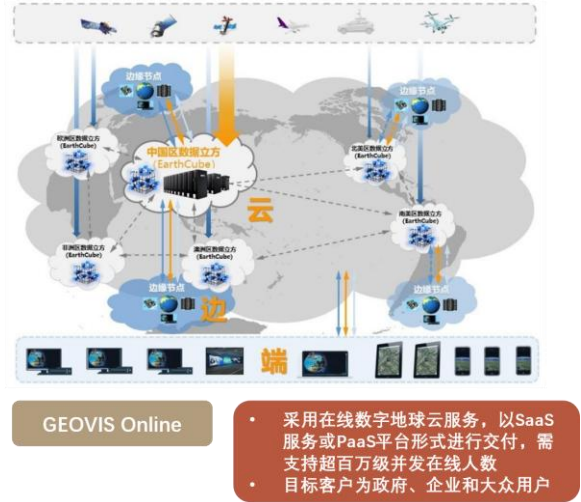
资料来源: 中国航天系统科学与工程研究院《浅析商业航天测控发展趋势及应对策略》, 航天驭星官网, 天链测控官网, 星邑空间官网, 企查查, 申港证券研究所

3.4 建设 GEOVIS Online 在线数字地球 探索大众市场应用场景

募投超15亿元建设在线数字地球项目。GEOVIS Online 将对标谷歌地球, 作为在线数字地球的国产化替代产品。

- ◆ 技术框架层面, GEOVIS Online 将以超级计算机为底, 支撑起海量时空数据的存储与计算、以及 SaaS 与 PaaS 平台的搭建。
- ◆ 在线数字地球服务模式将是公司当前以 GEOVIS 6 数字地球基础平台为核心的业务模式的延伸。当前的业务模式将继续支持对于信息安全具有极高等级要求的特种品类业务, 或高精度、高质量的定制化业务。而数字地球在线运营模式将极大地扩展数字地球在民用领域的应用空间, 触达更加广泛的客户群体, 同时相较于当前模式, 获客成本及边际交付成本都将降低。
- ◆ 打造 GEOVIS Online “云、边、端”协同的三类用户应用场景。其中, 云订阅服务, 主要面向中小型企业端客户, 瞄准旅游、教育等新应用场景, 提供在线调用的时空数据访问及分析云服务。边缘产品授权重点面向政府、企业等机构类用户, 以边缘前置节点形式授权用户使用数字地球产品, 实现私域服务访问。“端”应用服务则直接面向大众消费者, 让大众以移动 APP 或桌面端软件、Web 浏览的方式访问数字地球平台。

图33: 以 GEOVIS 6 为核心的业务模式与 GEOVIS Online 在线数字地球服务模式的比较

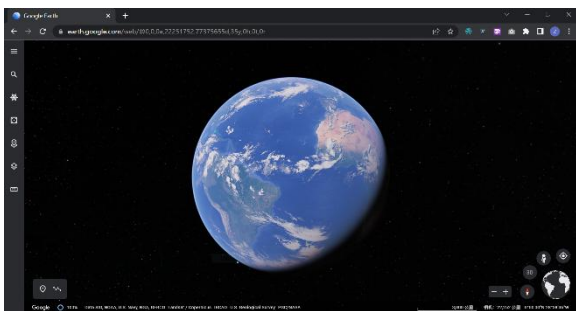


资料来源：关于中科星图股份有限公司申请向特定对象发行股票的审核问询函的回复（2021年年报更新版），申港证券研究所

我们认为，在线数字地球运营模式在以数据服务拓展 G 端及 B 端业务层面具有较强的确定性，但在大众应用市场层面的商业模式仍有待探索。

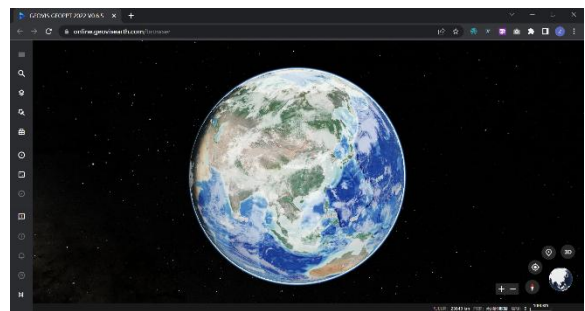
- 以成熟产品谷歌地球为例，2015 年谷歌宣布取消针对谷歌地球专业版每年 399 美元的收费，全面向大众用户免费开放。当前，谷歌地球提供桌面版、移动版和 Web 版，用户均可免费使用。对于谷歌来说，谷歌地球产品当前自身并不盈利，更多作为谷歌公司的品牌推广和产品力的展示。
- 我们认为，与地图导航类产品相比，数字地球产品的用户规模相对较小。参考美国、英国两个海外市场苹果 IOS 应用商城中对于谷歌地图和谷歌地球产品的评分数量，谷歌地球约为谷歌地图的 0.67% 与 1.3%。若以 1% 的比例预估，考虑国内领先的地图产品百度地图和高德地图的数亿级的月度活跃用户数，未来中国市场数字地球的月度活跃用户数可能是百万的量级。

图34：在线版 Google Earth



资料来源：谷歌地球官网，申港证券研究所

图35：中科星图数字地球门户（geovis.online）



资料来源：星图地球官网，申港证券研究所

4. 盈利预测与估值

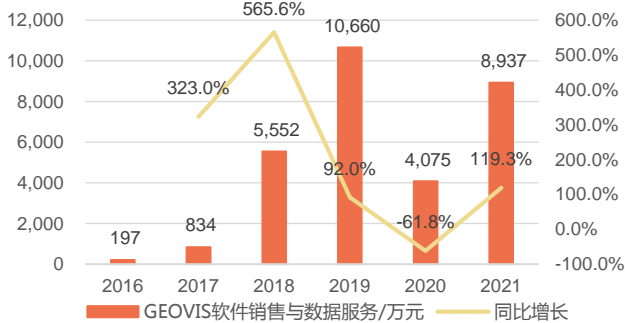
4.1 盈利预测

4.1.1 关键假设

我们认为，对于中科星图，通过拆分不同的产品进行盈利预测的方法不确定性较大。以 GEOVIS 软件销售与数据服务及一体机产品销售业务为例，过往营收增速均出现大幅波动。一方面，不同的产品形态与当年的客户特定需求具有较大的关联性，

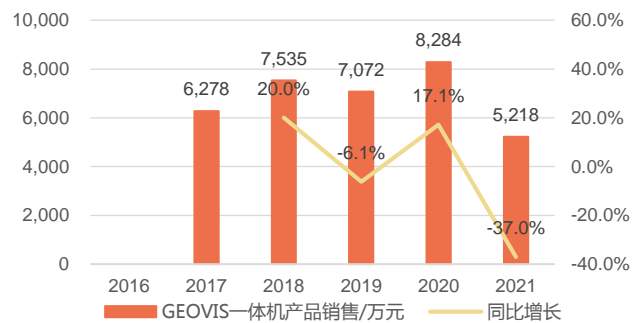
由此导致短期内业务营收出现震荡；另一方面，以产品进行分类不能够反映公司在不同的行业板块中的拓展情况。因此，参照公司目前以行业进行集团化战略布局的思路，我们通过拆分业务板块对公司营收进行预测。

图36: GEOVIS 软件销售与数据服务营收情况



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图37: GEOVIS 一体机产品销售营收情况



资料来源: Wind, 申港证券研究所

特种品类: 根据前述章节的介绍，公司特种领域在 21 年底收获 5 亿元的定单。因此，尽管公司 21 年特种品类营收增速相较过往有所放缓，我们认为 2022-2024 年营收业绩在大额定单下将有所保障，假定 22-23 年特种品类的营收增速维持过往的平均水平 35%，而 24 年略放缓至 30%。毛利率方面，过往特种品类毛利率水平有一定程度波动，取过往 5 年的平均水平，假定 22-24 年毛利率为 51.5%。

智慧政府: 伴随全面推进实景三维中国建设，涉及智慧政府的市政规划、交通、城市治理等多领域的业务均有望打开增长趋势，因此我们假定 22-24 年智慧政府板块的营收增速为 60%、50%、40%。参考过去两年的经营数据，假定 22-24 年毛利率水平维持在 45.5%。

航天测运控: 根据前述章节的分析，我们认为航天测运控业务将成为未来公司营收业绩的强势增长点。假定 22-24 年营收增速为 100%、75%、50%。毛利率水平，参考过去两年的经营数据，假定 22-24 年毛利率水平维持在 61.1%。

气象海洋生态: 气象海洋行业板块是公司相对传统的业务板块。根据公司招股书中披露的信息，中科星图在气象领域与航天宏图的行业应用经验有一定差距。因此我们认为公司在该领域的竞争能力稍弱，21 年的营收高增速一定程度是由于 20 年低基数效应，因此假定 22-24 年智慧政府板块的营收增速为 15%、15%、15%。气象海洋业务过去三年的毛利率水平基本稳定，假定 22-24 年毛利率水平维持在 55.9%。

企业能源管理系统: 该领域为公司的新兴的业务，当前总体规模不大，占总营收比例低。假定 22-24 年维持当前营收增速 35%。参考过去两年的经营数据，假定 22-24 年毛利率为 41.4%。

其他: 参考过去两年的经营数据，假定 22-24 年营收增速 40%，毛利率为 64%。

表3: 中科星图营收（按行业）及毛利率预测

业务	业绩指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
整体业务	营收 (万元)	70,253	103,995	151,018	215,533	291,916
	同比增长	51.8%	60.0%	45.2%	42.7%	35.4%

业务	业绩指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
	毛利 (万元)	38,366	51,459	78,386	112,177	152,193
	毛利率	54.6%	49.5%	51.9%	52.0%	52.1%
特种品类	营收 (万元)	47,219	55,062	74,334	100,350	130,456
	同比增长	-	16.6%	35%	35%	30%
	毛利 (万元)	26,096	27,130	38,305	51,711	67,225
	毛利率	55.3%	49.3%	51.5%	51.5%	51.5%
	智慧政府	营收 (万元)	11,515	23,685	37,896	56,844
	同比增长	-	105.7%	60%	50%	40%
	毛利 (万元)	5,558	10,117	17,239	25,858	36,201
	毛利率	48.3%	42.7%	45.5%	45.5%	45.5%
航天测运控	营收 (万元)	2,490	9,693	19,386	33,926	50,889
	同比增长	-	289.3%	100%	75%	50%
	毛利 (万元)	1,678	5,319	11,849	20,737	31,105
	毛利率	67.4%	54.9%	61.1%	61.1%	61.1%
气象海洋生态	营收 (万元)	4,401	9,122	10,491	12,064	13,874
	同比增长	-	107.3%	15%	15%	15%
	毛利 (万元)	2,459	5,099	5,864	6,744	7,755
	毛利率	55.9%	55.9%	55.9%	55.9%	55.9%
企业能源管理系统	营收 (万元)	1,401	1,883	2,542	3,431	4,632
	同比增长	-	34.4%	35%	35%	35%
	毛利 (万元)	511	872	1,052	1,420	1,917
	毛利率	36.5%	46.3%	41.4%	41.4%	41.4%
	营收 (万元)	3,226	4,550	6,369	8,917	12,484
	同比增长	-	41.0%	40%	40%	40%
其他	毛利 (万元)	2,065	2,922	4,076	5,707	7,990
	毛利率	64.0%	64.2%	64%	64%	64%

资料来源: Wind, 申港证券研究所

4.1.2 业绩预测

根据相关假设, 综合各项业务, 我们预计中科星图 2022-2024 年归母公司净利润分别为 3.23 亿元、4.41 亿元、5.66 亿元, 对应 EPS 分别为 1.47 元、2.00 元、2.57 元, 同比增加 46.7%、36.4%、28.5%。

4.2 估值与评级

针对中科星图的估值, 选取 A 股市场超图软件、数字政通、四维图新及航天宏图作为可比公司, 根据 Wind 一致预测, 四家公司 2022 年平均 PE 水平为 51。

表4: 可比公司估值情况

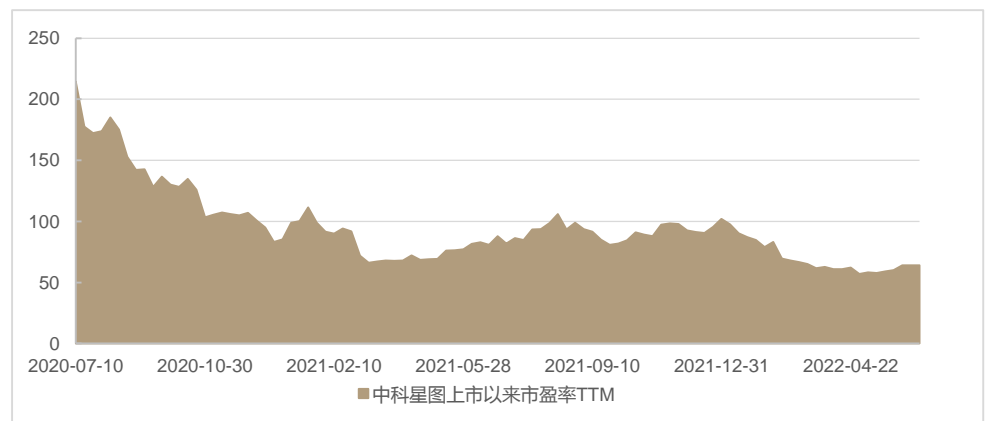
公司名称	股票代码	市值 (亿元)	归母公司净利润 (亿元)			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
超图软件	300036.SZ	95.66	3.63	4.57	5.73	26.4	20.9	16.7
数字政通	300075.SZ	87.92	2.78	3.52	4.35	31.6	25.0	20.2

公司名称	股票代码	市值 (亿元)	归母公司净利润 (亿元)			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
四维图新	002405.SZ	357.43	3.71	6.15	9.49	96.2	58.1	37.7
航天宏图	688066.SH	145.33	2.93	4.14	5.70	49.7	35.1	25.5
平均	-	-	-	-	-	51.0	34.8	25.0
中科星图	688568.SH	149.07	3.23	4.41	5.66	46.1	33.8	26.3

资料来源: Wind, 申港证券研究所, 除中科星图外其余公司盈利数据为 Wind 一致性预测值 (截至 2022 年 6 月 30 日)

另, 参照中科星图自 2020 年 7 月科创板上市以来公司的动态市盈率变化情况, 目前的估值水平位于过去两年相对底部的位置, 具有一定的安全边际。

图38: 中科星图上市以来动态市盈率



资料来源: Wind, 申港证券研究所

考虑中科星图的盈利能力以及未来遥感数据应用、航天测运控业务拓展带来的成长性, 我们给予公司 2022 年 55 倍 PE 的估值, 目标市值 177.79 亿元, 对应目标价格 80.81 元, 首次覆盖, 给与“买入”评级。

5. 风险提示

疫情对公司业务经营造成短期不利影响; 遥感数据使用受限; GEOVIS 数字地球在民用领域推广受限; 技术推进不及预期等。

表5: 公司盈利预测表

利润表	单位:百万元					资产负债表	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	703	1040	1510	2155	2919	流动资产合计	1602	2146	2451	3078	3855
营业成本	319	525	726	1034	1397	货币资金	906	1069	1045	1136	1267
营业税金及附加	1	2	3	4	6	应收账款	340	594	797	1137	1540
营业费用	70	100	131	171	224	其他应收款	14	19	27	39	53
管理费用	61	98	117	127	141	预付款项	49	85	143	225	335
研发费用	89	142	234	363	527	存货	99	167	229	325	440
财务费用	0	-9	-9	-9	-9	其他流动资产	0	5	5	5	5
资产减值损失	-9	-20	-15	-22	-29	非流动资产合计	88	217	180	167	155
信用减值损失	-21	-18	-23	-32	-44	长期股权投资	5	19	19	19	19
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	固定资产	21	29	24	18	13
投资净收益	4	4	0	0	0	无形资产	22	44	35	28	22
营业利润	151	203	326	467	617	商誉	9	26	26	26	26
营业外收入	14	61	61	61	61	其他非流动资产	13	26	26	26	26
营业外支出	0	2	0	0	0	资产总计	1689	2363	2631	3244	4010
利润总额	165	262	387	528	678	流动负债合计	379	709	709	927	1185
所得税	13	20	31	43	55	短期借款	0	140	0	0	0
净利润	152	242	356	485	623	应付账款	210	341	468	666	901
少数股东损益	4	22	32	44	57	合同负债	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	147	220	323	441	566	一年内到期的非流动负债	0	12	0	0	0
EBITDA	184	251	331	471	619	非流动负债合计	62	175	154	154	154
EPS (元)	0.67	1.00	1.47	2.00	2.57	长期借款	0	0	0	0	0
主要财务比率						应付债券	0	0	0	0	0
成长能力						负债合计	441	884	863	1081	1339
营业收入增长	43.55	48.03	45.22	42.72	35.44	少数股东权益	11	45	77	121	178
营业利润增长	39.35	34.76	60.36	43.24	32.17	实收资本(或股本)	220	220	220	220	220
归属于母公司净利润增长	46.73	36.42	46.73	36.42	28.45	资本公积	749	770	770	770	770
获利能力						未分配利润	247	415	653	978	1395
毛利率(%)	54.61	49.48	51.90	52.05	52.14	归属母公司股东权益	1238	1434	1691	2042	2493
净利率(%)	21.58	23.30	23.55	22.51	21.35	负债和所有者权益	1689	2363	2631	3244	4010
总资产净利润(%)	8.73%	9.32%	12.29	13.59	14.13						
ROE(%)	11.91	15.36	19.11	21.59	22.73	现金流量表					
偿债能力						经营活动现金流	79	167	167	151	208
资产负债率(%)	26%	37%	33%	33%	33%	净利润	152	242	356	485	623
流动比率	4.23	3.02	3.46	3.32	3.25	折旧摊销	33.75	56.89	0.00	5.60	5.60
速动比率	3.97	2.79	3.14	2.97	2.88	财务费用	0	-9	-9	-9	-9
营运能力						应收账款减少	0	0	-203	-340	-403
总资产周转率	0.61	0.51	0.60	0.73	0.80	合同负债增加	0	0	0	0	0
应收账款周转率	2	2	2	2	2	投资活动现金流	-25	-98	38	22	29
应付账款周转率	4.26	3.77	3.73	3.80	3.72	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
每股指标(元)						长期股权投资减少	0	0	0	0	0
每股收益(最新摊薄)	0.67	1.00	1.47	2.00	2.57	投资收益	4	4	0	0	0
每股净现金流(最新摊薄)	3.61	0.71	-0.11	0.42	0.59	筹资活动现金流	740	88	-229	-81	-107
每股净资产(最新摊薄)	5.63	6.52	7.69	9.28	11.33	应付债券增加	0	0	0	0	0
估值比率						长期借款增加	0	0	0	0	0
P/E	101.10	67.67	46.12	33.80	26.32	普通股增加	55	0	0	0	0
P/B	12.04	10.39	8.81	7.30	5.98	资本公积增加	746	21	0	0	0
EV/EBITDA	108.37	79.40	41.82	29.26	22.02	现金净增加额	795	157	-24	92	131

资料来源: Wind, 申港证券研究所

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，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，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。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，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、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上