

2023 年 09 月 22 日

证券研究报告|公司研究|军工公司点评

中科星图 (688568)

2023 中报点评：营收与归母净利润创同期新高，第二增长曲线取得 737 万元营收

投资评级

买入

维持评级

2023 年 09 月 22 日

收盘价(元):

45.06

报告摘要

◆ 各类业务拓展均有成效，营收与归母净利润创同期新高。2023H1，公司营业收入（7.22 亿元，+60.78%）、归母净利润（0.35 亿元，+55.88%）以及扣非归母净利润（0.11 亿元，+442.29%）均实现大幅增长，创同期新高，主要系在公司集团化发展的推动下，实现对各细分市场的渗透，业务规模扩大。毛利率（51.67%，+3.05pcts）和净利率（9.02%，+2.75pcts）亦创上市以来同期新高。

◆ 费用率稳中有降，研发投入持续增长。2023H1 公司三费费率（19.66%，-5.00pcts）显著下降，规模效应逐步显现。研发投入总额（1.84 亿元，+72.40%）和研发投入占营收的比例（25.42%，+1.71pcts）有所提升，研发人员突破千人，达到 1175 人（较去年同期增长 38.07%），占员工总数的 59%。

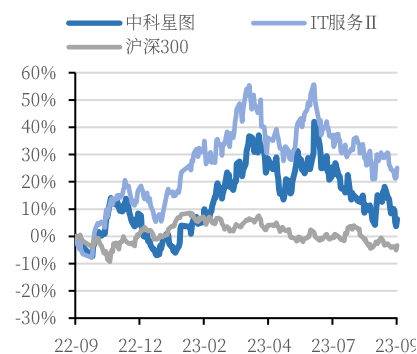
◆ 现金流稳中有升，在手订单充足。2023H1 公司经营活动产生的现金流量净额（-2.37 亿元，较 2022H1 增加 0.14 亿元）稳中有升。存货（4.98 亿元，+145.63%）大幅增长，其中合同履约成本（4.41 亿元，+202.21%）增长显著；应收账款账龄结构合理，6 个月以内的应收账款达到 5.27 亿元，同时合同负债（2.99 亿元，+106.53%）明显提升。

◆ 赛马机制成效显著，测运控与气象生态收入大幅增长。公司通过“赛马”机制，持续遴选产品创新能力强、经营业绩增长迅速、内控管理体系趋于完善的子公司作为集团“赛马”子公司进行重点发展，支持其走向资本市场，持续推动公司第一增长曲线。报告期内，“赛马”子公司星图测控已于 2023 年 2 月 28 日成功在新三板挂牌，并于 6 月 13 日成功进入新三板创新层；气象生态板块的“赛马”子公司星图维天信已于 2023 年 6 月 27

公司基本数据

总股本(百万股)	365.44
总市值(百万)	16,466.66
流通股本(百万股)	365.44
流通市值(百万)	16,466.66
12 月最高/最低价(元)	92.78/43.62
资产负债率(%)	30.68
每股净资产(元)	8.92
市盈率(TTM)	64.47
市净率(PB)	5.05
净资产收益率(%)	1.08

股价走势图



作者

王宏涛 分析师
SAC 执业证书：S0640520110001
联系电话：010-59562525
邮箱：wanght@avicsec.com

张超 分析师
SAC 执业证书：S0640519070001
联系电话：010-59219568
邮箱：zhangchao@avicsec.com

滕明滔 研究助理
SAC 执业证书：S0640123070037
联系电话：010-59562521

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

邮箱: tengmt@avicsec.com

相关研究报告

2022 年中报点评: 民用领域市场拓展效果显现, 收入与归母净利润同步快速增长 —2022-08-31

日完成股份制改造, 开启步入资本市场的步伐。根据我们发布的 2023 年度策略报告《战地黄花分外香》, “十四五” 期间, 卫星遥感下游数字政府建设、实景三维、灾害监测等 to G 领域需求不断, 遥感卫星发射节奏加快, 卫星遥感产业下游市场需求有望维持在 40%左右的增速。我们认为, 中科星图作为国内卫星应用产业的上市公司代表, 受益于国内卫星应用下游市场持续的高景气, 叠加公司“赛马”机制的核心驱动力, 其第一增长曲线有望持续保持平稳较快增长。

◆ **在线数字地球项目稳步推进, 第二增长曲线进入早期收获阶段。**公司依托 GEOVIS Online 在线数字地球产品体系, 着力打造基于在线数字地球业务的第二增长曲线。报告期内, 公司第二增长曲线进入早期收获阶段。其中, 认证个人开发者 11875 户、认证企业开发者 6219 户, 开发者基于数字地球在线能力已构建 7579 个活跃的生态应用, 累计触达 1187.9 万个终端用户, 通过面向开发者提供付费数字地球在线能力实现 737.77 万元收入。作为第二增长曲线的重要支撑, 公司定增项目——GEOVIS Online 在线数字地球建设项目稳步推进, 该项目于 2022 年开始建设, 规划建设期为 4 年, 截至报告期末, 累计投入进度 23.59%, 预计 2025 年 12 月达到预定可使用状态。我们认为, 伴随公司定增项目稳步推进, 叠加数据要素与人工智能大模型的发展, 公司数字地球产品有望通过线上触达 C 端, 快速抬升应用市场天花板, 第二增长曲线或将迎来陡峭化上行阶段。

◆ **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, 长期深耕卫星应用下游市场, 在相关领域中具有较强的技术竞争力, 具体观点如下:

- 1.行业规模层面, 根据我们发布的 2023 年度策略报告《战地黄花分外香》“十四五” 期间, 卫星遥感产业下游的数字政府建设、实景三维、灾害监测等 to G 领域需求不断, 市场需求有望维持在 40%左右的增速。重点关注遥感卫星发射进度;
- 2.公司业务层面, 公司赛马机制有望持续推动第一增长曲线平稳快速增长, 公司第二增长曲线有望随着定增项目的稳步推进, 迎来陡峭化上行阶段。重点关注公司收并购和子公司上市进展、定增项目建设情况;
- 3.公司经营层面, 公司费用管控能力提升, 规模效应显现, 在手订单充裕。重点关注公司回款速度。

基于以上观点，我们预计公司 2023-2025 年的营业收入分别为 22.76 亿元、31.96 亿元和 44.79 亿元，归母净利润分别为 3.44 亿元、4.56 亿元和 5.86 亿元，EPS 分别为 0.94 元、1.25 元、1.60 元，我们维持“买入”评级，当前股价分别对应 2023-2025 年 48 倍、36 倍及 28 倍 PE。

财务数据与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1039.95	1576.74	2276.11	3196.19	4479.48
增长率（%）	48.03	51.62	44.36	40.42	40.15
归母净利润（百万元）	220.31	242.75	344.27	456.13	585.54
增长率（%）	49.41	10.19	41.82	32.49	28.37
毛利率（%）	49.48	48.86	48.89	48.72	48.25
每股收益	0.60	0.66	0.94	1.25	1.60
市盈率 PE	74.74	67.83	47.83	36.10	28.12
市净率 PB	11.48	5.12	4.67	4.14	3.56
净资产收益率 ROE（%）	15.36	7.56	9.76	11.48	12.67

资料来源：iFinD，中航证券研究所

正文目录

一、 定期财务报告分析	5
(一) 各类业务拓展均有成效，营收与归母净利润创同期新高	5
(二) 费用率稳中有降，研发投入持续增长	6
(三) 现金流稳中有升，在手订单充足	7
二、 赛马机制成效显著，第二增长曲线进入早期收获阶段	7
(一) 赛马机制成效显著，测运控与气象生态收入大幅增长	7
(二) 在线数字地球项目稳步推进，第二增长曲线进入早期收获阶段 ..	8
三、 盈利预测与投资建议	9
四、 风险提示	11

图表目录

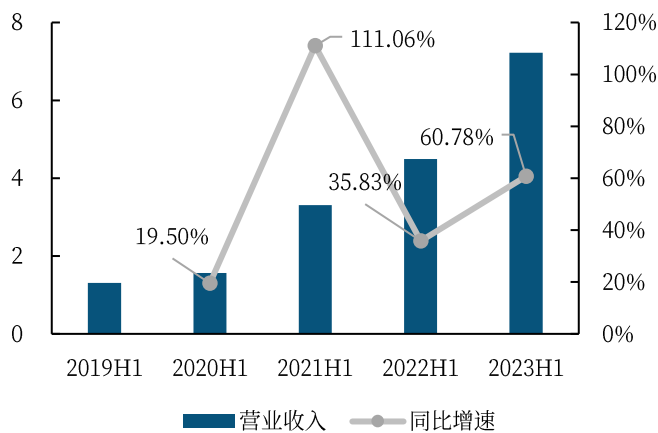
图 1 公司中报营业收入及增速（单位：亿元；%）	5
图 2 公司中报归母净利润及增速（单位：百万元；%）	5
图 3 公司 2023H1 按产品类型分类的营收结构情况（单位：亿元，%）	6
图 4 公司 2023H1 按行业类型分类的营收结构情况（单位：亿元，%）	6
图 5 公司中报三费情况（单位：百万元；%）	6
图 6 公司中报研发投入和占营收比例（单位：百万元；%）	6

一、定期财务报告分析

(一) 各类业务拓展均有成效，营收与归母净利润创同期新高

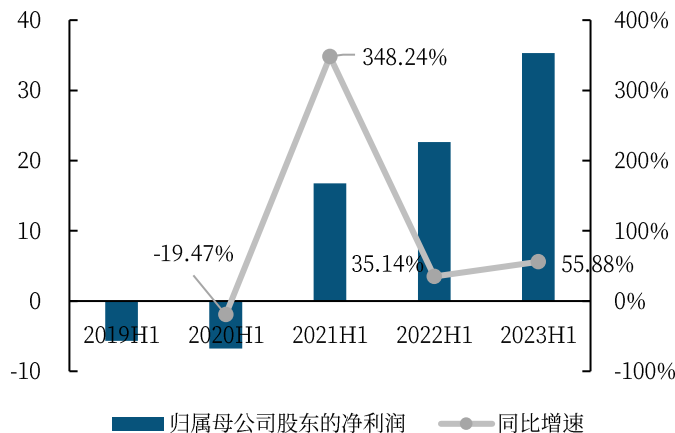
2023H1, 公司营业收入(7.22 亿元, +60.78%)、归母净利润(0.35 亿元, +55.88%)以及扣非归母净利润(0.11 亿元, +442.29%)均实现大幅增长, 创同期新高, 主要系在公司集团化发展的推动下, 实现对各细分市场的渗透, 业务规模扩大, 实现收入和净利润的增加。毛利率(51.67%, +3.05pcts)和净利率(9.02%, +2.75pcts)亦实现同步增长, 创上市以来同期新高。

图1 公司中报营业收入及增速 (单位: 亿元; %)



资料来源: iFinD, 中航证券研究所

图2 公司中报归母净利润及增速 (单位: 百万元; %)



资料来源: iFinD, 中航证券研究所

从 2023Q2 单季度来看, 公司营业收入(4.55 亿元, +49.27%)和归母净利润(0.30 亿元, +27.84%)实现显著增长, 毛利率(51.79%, +3.32pcts)和净利率(11.87%, +1.89pcts)亦同步增长。

分产品看, 公司主要产品为 GEOVIS 技术开发与服务、GEOVIS 软件销售与数据服务、专用设备及系统集成。2023H1, 公司 GEOVIS 技术开发与服务营收(4.83 亿元, +101.73%)大幅增长, GEOVIS 软件与数据销售(0.92 亿元, +39.64%)快速增长, 专用设备及系统集成(1.47 亿元, +2.33%)稳定增长。可以看出, GEOVIS 技术开发与服务营收占比(66.86%, +13.57pcts)有所回升, 我们认为可能系公司产品结构持续优化所致。

分行业看, 公司产品涉及的行业包括智慧政府、特种领域、气象生态、航天测运控、企业能源以及其他。报告期内, 公司智慧政府收入(2.39 亿元, +37.06%)和特种领域收入(2.04 亿元, +40.50%)增长显著, 仍是公司主要的收入来源; 气象生态收入(1.53 亿元, +154.20%)和航天测运控收入(0.61 亿元, +212.99%)大幅增长; 企业能源收入(0.49 亿元, +15.68%)稳定增长; 其他行业的收入(0.16 亿元, +114.81%)大幅增长。

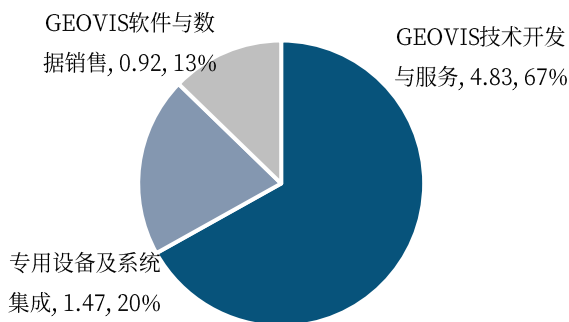
分地区看, 华东地区收入(2.49 亿元, +206.86%)大幅增长, 占总收入的比例达

34.46%。此外，公司在华中、华南和东北地区的收入增速同样加快，我们认为主要系公司在全国范围拓展业务渠道、扩大市场规模上取得了一定进展。

通过以上数据可知，公司各业务拓展均有成效，尽管增速存在一定差异，但整体仍然保持快速增长态势，同时毛利率和净利率再创新高，显示出公司盈利水平逐步增强。**我们判断，2023 年全年公司业绩仍有望保持较快增长。**

图3 公司 2023H1 按产品类型分类的营收结构情况

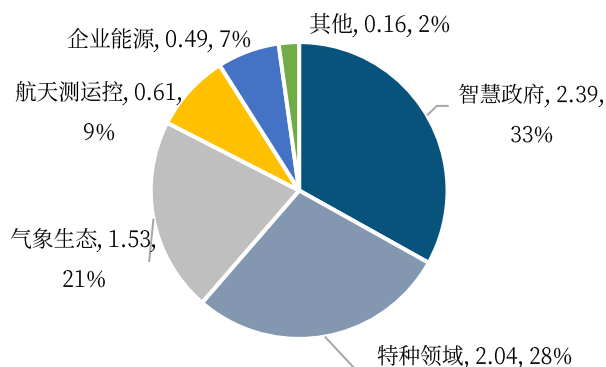
(单位：亿元，%)



资料来源：iFinD，中航证券研究所

图4 公司 2023H1 按行业类型分类的营收结构情况 (单位：亿元，%)

(单位：亿元，%)



资料来源：iFinD，中航证券研究所

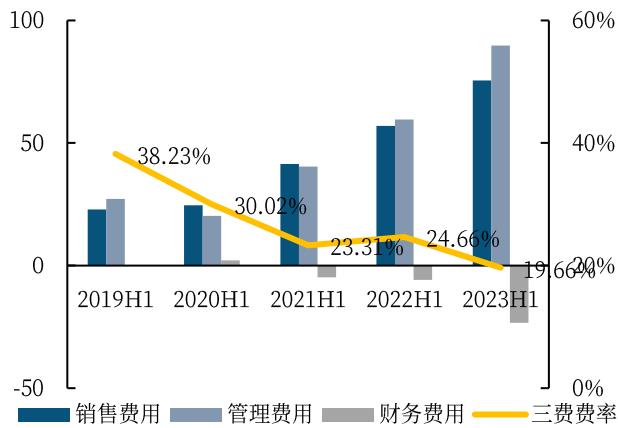
(二) 费用率稳中有降，研发投入持续增长

费用方面，2023H1 公司整体费用有所增长，但受益于营收的更快增长，费用率稳中有降，规模效应逐步显现。其中，销售费用（0.76 万元，+32.52%）和管理费用（0.90 万元，+50.63%）同比显著增长，主要系人工成本增加所致；财务费用（-0.23 亿元，较 2022H1 减少 0.17 亿元）则出现下降，主要系利息收入增加所致。然而，受益于营收的更快增长，各项费用率均稳中有降，带动三费费率（19.66%，-5.00pcts）显著下降，我们认为公司业务快速拓展下，规模效应也开始逐步显现。

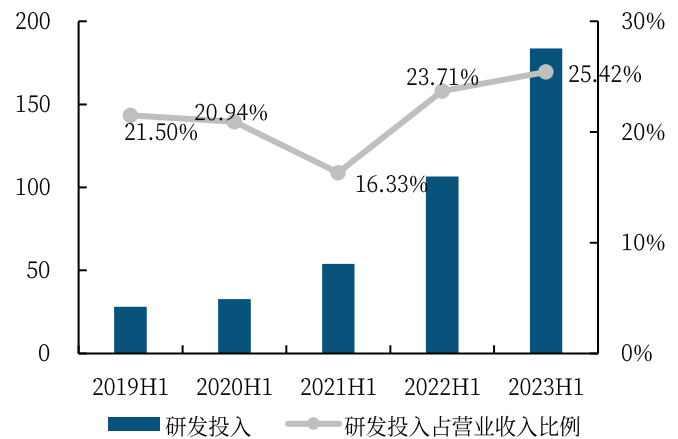
研发投入方面，公司持续加大研发投入强度。2023H1 公司研发投入总额（1.84 亿元，+72.40%）高速增长，研发投入占营收比例（25.42%，+1.71pcts）同步有所提升，主要系公司通过加大研发投入，构建更丰富的产品体系，并快速推进 GEOVIS Online 在线数字地球建设，逐步实现线上、线下一体化运营。报告期内，公司研发人员突破千人，达到 1175 人（较去年同期增长 38.07%），占员工总数的 59%。

我们认为，公司费用率伴随着业务快速拓展，表现出稳中有降的态势，规模效应有所体现；同时研发人员数量和研发投入规模的快速增长，更代表公司业务广度正在快速提升，背靠实控人中科院空天信息研究院，公司市场竞争力有望进一步提升。

图5 公司中报三费情况 (单位：百万元；%)
图6 公司中报研发投入和占营收比例 (单位：百万元；%)



资料来源：iFinD，中航证券研究所



资料来源：iFinD，中航证券研究所

(三) 现金流稳中有升，在手订单充足

现金流量方面，2023H1 公司经营活动产生的现金流量净额（-2.37 亿元，较 2022H1 增加 0.14 亿元）稳中有升，主要系公司经营活动现金流入（6.47 亿元，+121.46%）增加所致。

资产负债方面，2023H1 公司存货（4.98 亿元，+145.63%）大幅增长，其中合同履约成本（4.41 亿元，+202.21%）增长显著；应收账款（13.29 亿元，+78.48%）较多，但账龄结构合理，6 个月以内的应收账款达到 5.27 亿元。同时公司合同负债（2.99 亿元，+106.53%）明显提升。我们认为，以上数据表明公司当前在手（或意向）订单较为充足，下游需求景气度较高，相关资产负债表数据均有望逐步兑现至利润表中。

二、赛马机制成效显著，第二增长曲线进入早期收获阶段

公司深耕国内卫星遥感应用市场，面向政府、企业及特种领域用户提供以 GEOVIS 数字地球产品为核心的软件销售和数据服务、技术开发服务、数字地球一体机和系统集成。同时，公司快速推进 GEOVIS Online 在线数字地球建设，着力打造基于在线数字地球业务的第二增长曲线，且第二增长曲线已进入早期收获阶段。

(一) 赛马机制成效显著，测运控与气象生态收入大幅增长

特种领域、智慧政府、气象生态、航天测运控、企业能源等板块作为公司业务的优势领域，经营业绩平稳快速增长，有力支撑第一增长曲线。管理模式方面，公司建立以集团总部为核心，43 家控股子公司、29 家分公司为主体，全国 20 多个办事处为补充的集团化架构。公司通过“赛马”机制，持续遴选产品创新能力强、经营业绩增长迅速、内控管理体系趋于完善的子公司作为集团“赛马”子公司进行重点发展，支持其走向资本市场，持续推动公司第一增长曲线。

在公司“赛马”机制的加持下，航天测运控板块“赛马”子公司星图测控已于 2023 年 2 月 28 日成功在新三板挂牌，并于 6 月 13 日成功进入新三板创新层，成为集团内

首家挂牌公司，同时星图测控在 23H1 录得收入 0.61 亿元（同增 212.98%），净利润 0.10 亿元（同增 29.68%），助力公司航天测控板块收入（0.61 亿元，+212.99%）实现大幅增长；另外气象生态板块“赛马”子公司星图维天信已于 2023 年 6 月 27 日完成股份制改造，开启步入资本市场的步伐，报告期内公司气象生态收入（1.53 亿元，+154.20%）同样实现大幅增长。

此外，报告期内，第一增长曲线中的智慧政府收入（2.39 亿元，+37.06%）和特种领域收入（2.04 亿元，+40.50%）增长显著，占比分别为 33.03%和 28.29%，未来仍有望构成公司主要收入来源；企业能源收入（0.49 亿元，+15.68%）增速较平稳，我们认为可能系宏观因素影响导致企业端订单不及预期所致。

根据我们发布的 2023 年度策略报告《战地黄花分外香》，“十四五”期间，卫星制造产业有望摆脱传统项目制，迎来大批量生产阶段，有望带动卫星应用下游产业高景气发展。其中，卫星遥感下游数字政府建设、实景三维、灾害监测等 to G 领域需求不断，卫星遥感行业整体市场需求有望维持在 40%左右的增速。根据我们的统计，截至 8 月 12 日，2023 年遥感卫星发射数量已显著高于去年同期水平，一定程度上反映了下游应用市场仍有持续性需求。而在政策方面，2023 年 8 月 23 日，自然资源部召开新闻发布会介绍加快测绘地理信息事业转型升级政策时，谈到“在数据供给方面，要丰富时空数据资源，加快推进实景三维中国建设，加强航空航天遥感影像统筹，提升数字中国时空信息数据库的规模和质量……在数据应用方面，要赋能政府管理决策，全面推进时空大数据平台建设，支撑政府部门信息化建设及治理模式不断创新”。

综上，我们认为，中科星图作为国内卫星应用产业的上市公司代表，受益于国内卫星应用下游市场持续的高景气，叠加公司“赛马”机制的核心驱动力，其第一增长曲线有望持续保持平稳较快增长。

（二）在线数字地球项目稳步推进，第二增长曲线进入早期收获阶段

公司依托 GEOVIS Online 在线数字地球产品体系，着力打造基于在线数字地球业务的第二增长曲线，形成了云上数据、云上计算和云上应用三大线上服务体系。通过数据上云，构建在线数字地球的数据基础，星图地球数据云和星图地球今日影像分别提供一致、高效、通用的底图服务和针对性强、时效性高的业务数据服务。通过应用上云，探索形成了线上运营的业务模式，面向大众消费者、创作者和开发者，提供了星图地球、星图地球工作室、星图地球开发者平台三项服务，一定程度上满足大众用户在地球探索、场景设计、应用开发等方面的需求。通过计算上云，将实现面向广大开发者和生态企业的资源聚合和共享，通过将算力、算料、算法在云端开放。报告期内，公司发布地球智能云上计算产品——星图地球智脑引擎，以高性能计算、人工智能、大数据和云计算为主要手段，汇聚了超算、智算、大数据和云计算等多元化算力资源，满足算力调配需求。

公司持续扩大卫星数据获取能力，建立智能解译基础模型。报告期内，公司与上游卫星运营实体建立深度合作关系，已经具备了超过 240 颗遥感卫星的数据获取能力，掌握了多星数据综合获取技术。同时，为提升遥感卫星影像数据的解译效率，公司基于前期人工智能研发成果，建立空天信息智能解译基础模型，打通面向跨域、异构、时序空天数据的感知与认知链路，构建异步异源异构、特性嵌入引导、群体关联建模、动向平行推演、对抗环境适应、任务场景泛化、国产自主可控的全新智能框架。此外，公司经过多年研发积累，已掌握跨域融合的算力网技术、遥感垂域大模型技术、数字地球分布式渲染引擎技术、数字地球 VR/AR 可视化交互引擎技术、基于 AI 的三维重建技术等核心技术。

报告期内，公司第二增长曲线进入早期收获阶段。其中，认证个人开发者 11875 户、认证企业开发者 6219 户，开发者基于数字地球在线能力已构建 7579 个活跃的生态应用，累计触达 1187.9 万个终端用户，通过面向开发者提供付费数字地球在线能力实现 737.77 万元收入。作为第二增长曲线的重要支撑，公司定增项目——GEOVIS Online 在线数字地球建设项目稳步推进，该项目于 2022 年开始建设，规划建设期为 4 年，截至报告期末，累计投入进度 23.59%，预计 2025 年 12 月达到预定可使用状态。该项目建设目标如下：（1）实现数字地球产品的国产化替代，建设具有国际竞争力的在线数字地球产品；（2）实现公司数字地球产品的线上运营，提供全球服务和运营能力；（3）2028 年底前实现不低于 2 亿的注册用户，成为国内用户规模最大、体验最佳的在线数字地球服务入口。

我们认为，伴随公司定增项目稳步推进，叠加数据要素与人工智能大模型的发展，公司数字地球产品有望通过线上触达 C 端，快速抬升应用市场天花板，第二增长曲线或将迎来陡峭化上行阶段。

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，公司创新打造“赛马”机制，并持续培育第二增长曲线，将促使公司进入一个业绩可持续的快速增长阶段。

三、盈利预测与投资建议

我们按照公司产品涉及的行业进行盈利预测，行业包括智慧政府、特种领域、气象生态、航天测运控、企业能源以及其他，具体预测内容如下：

1. 特种领域：特种领域是公司的重点业务板块，23H1 实现 2.04 亿元营收。同时，公司在 2021 年 12 月与某单位签署的与特种领域业务相关的销售合同有望在 2023 年末确认收入，合同金额为 5.07 亿元。公司深耕特种领域相关的数字地球应用，叠加十四五期间军工信息化、智能化等政策驱动，该板块收入有望持续稳定增长，毛利率趋于稳定。参考往年情况，我们预测特种领域行业 23-25 年收入增速分别为 27.00%/28.00%/30.00%，毛利率分别为 38.00%/38.00%/37.50%；

2. 智慧政府：23H1 智慧政府板块实现 2.39 亿元营收。考虑到宏观经济逐步企稳，卫星遥感下游的数字政府建设、实景三维、灾害监测等 to G 领域需求不断，该板块收入有望持续稳定增长，毛利率趋于稳定。参考往年情况，我们预测智慧政府行业 23-25 年收入增速分别为 45.00%/42.00%/41.00%，毛利率分别为 46.00%/45.00%/44.00%；

3. 气象生态：23H1 气象生态板块实现 1.53 亿元营收，同比增长 154.20%。该板块业务主要依托赛马子公司星图维天信开展，随着星图维天信迈进资本市场的步伐加速，公司该板块收入有望持续高速增长，毛利率可能随着收入增长有所下降。参考往年情况，我们预测气象生态行业 23-25 年收入增速分别为 95.00%/55.00%/50.00%，毛利率分别为 60.00%/57.00%/55.00%；

4. 航天测运控：23H1 航天测运控板块实现 0.61 亿元营收，同比增长 212.99%。该板块业务主要依托赛马子公司星图测控开展，目前星图测控已挂牌新三板，公司该板块收入有望持续高速增长，毛利率可能随着收入增长有所下降。参考往年情况，我们预测航天测运控行业 23-25 年收入增速分别为 60.00%/50.00%/45.00%，毛利率分别为 60.00%/60.00%/58.00%；

5. 企业能源：23H1 企业能源板块实现 0.49 亿元营收，同比增长 15.68%。该板块作为公司新兴领域业务，客户以 B 端为主，受宏观经济因素影响，该板块 23 年全年收入增速可能低于公司整体收入增速。伴随着宏观经济逐步企稳，公司该板块收入在随后两年有望迎来高速增长，毛利率可能随着收入增长有所下降。参考往年情况，我们预测企业能源行业 23-25 年收入增速分别为 31.00%/55.00%/45.00%，毛利率分别为 58.00%/55.00%/53.00%；

6. 其他：23H1 其他行业实现 0.16 亿元，同比增长 114.81%。目前，基于在线数字地球业务的第二增长曲线被划分在其他版块中，第二增长曲线目前已进入早期收获阶段，报告期内实现收入 737.77 万元，占到其他版块收入的 45.99%。若第二增长曲线迎来陡峭化上行阶段，公司该板块收入有望迎来高速增长，叠加线上业务的成本化优势，毛利率可能保持在较高水平。参考往年情况，我们预测其他版块 23-25 年收入增速分别为 80.00%/50.00%/60.00%，毛利率分别为 85.00%/85.00%/85.00%。

投资建议方面，我们认为，公司背靠中国科学院空天信息创新研究院，长期深耕卫星应用下游市场，在相关领域中具有较强的技术竞争力，具体观点如下：

1. 行业规模层面，根据我们发布的 2023 年度策略报告《战地黄花分外香》，“十四五”期间，卫星遥感产业下游的数字政府建设、实景三维、灾害监测等 to G 领域需求不断，市场需求有望维持在 40%左右的增速。重点关注遥感卫星发射进度；

2. 公司业务层面，公司赛马机制有望持续推动第一增长曲线平稳快速增长，公司第二增长曲线有望随着定增项目的稳步推进，迎来陡峭化上行阶段。重点关注公司收购和子公司上市进展、定增项目建设情况；

3. 公司经营层面，公司费用管控能力提升，规模效应显现，在手订单充裕。重点

关注公司回款速度。

基于以上观点，我们预计公司 2023-2025 年的营业收入分别为 22.76 亿元、31.96 亿元和 44.79 亿元，归母净利润分别为 3.44 亿元、4.56 亿元和 5.86 亿元，EPS 分别为 0.94 元、1.25 元、1.60 元，我们维持“买入”评级，当前股价分别对应 2023-2025 年 48 倍、36 倍及 28 倍 PE。

四、风险提示

卫星应用下游市场需求不及预期；遥感卫星发射节奏不及预期；公司产品所处市场竞争激烈，盈利能力或出现进一步下滑；募投项目建设不及预期。

财务报表与财务指标

报表预测

利润表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1576.74	2276.11	3196.19	4479.48
减：营业成本	806.32	1163.42	1639.02	2318.21
营业税金及附加	5.61	5.61	7.87	11.04
销售费用	138.15	177.54	242.91	335.96
管理费用	130.34	172.98	239.71	335.96
财务费用	-31.58	2.90	14.42	35.21
资产减值损失	-16.99	-32.20	-45.22	-63.38
加：投资收益	-5.21	1.03	1.03	1.03
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
营业利润	285.81	378.10	512.53	668.07
加：其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	320.17	413.76	548.19	703.73
减：所得税	16.76	28.67	37.98	48.76
净利润	303.41	385.09	510.21	654.97
减：少数股东损益	60.66	40.82	54.08	69.43
归属母公司股东净利润	242.75	344.27	456.13	585.54
资产负债表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1961.19	1889.17	2652.84	3717.97
应收账款和预付款项	1462.43	2342.14	2675.96	3750.37
存货	388.83	669.36	763.38	1016.20
其他流动资产	10.50	8.36	11.75	16.46
长期股权投资	53.34	100.28	177.21	264.15
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	126.74	147.90	176.50	209.40
无形资产和开发支出	372.09	333.97	291.93	245.99
其他非流动资产	176.53	177.29	173.04	173.54
资产总计	4645.48	5788.92	7053.35	9543.19
短期借款	9.06	418.20	599.05	1525.30
应付账款和预收款项	734.61	860.40	1212.13	1714.43
长期借款	8.09	6.04	4.04	2.27
其他负债	84.41	98.37	110.58	128.07
负债合计	1289.79	2079.41	2841.30	4614.39
股本	245.26	365.44	365.44	365.44
资本公积	2325.26	2255.08	2355.08	2555.08
留存收益	642.50	905.50	1253.96	1701.28
归属母公司股东权益	3213.02	3526.02	3974.48	4621.80
少数股东权益	142.67	183.49	237.57	307.00
股东权益合计	3355.69	3709.51	4212.05	4928.79
负债和股东权益合计	4645.48	5788.92	7053.35	9543.19
现金流量表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流净额	-28.91	-325.38	784.48	322.64
投资活动现金流净额	-490.31	-69.56	-77.56	-8.56
筹资活动现金流净额	1397.90	322.92	56.75	751.05
现金流量净额	878.68	-72.02	763.67	1065.13

数据来源：iFinD，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

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。

行业的投资评级如下:

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。

研究团队介绍汇总:

中航证券军工团队: 规模 20 余人, 为资本市场最大的军工研究团队, 依托于航空工业集团强大的军工央企股东优势, 以军工品质从事军工研究, 以军工研究服务军工行业, 力争前瞻、深度、系统、全面, 覆盖军工行业各个领域, 服务一二级市场, 同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

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, 再次申明, 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:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图发送或为任何就送发、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。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

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。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637