

中科星图 (688568)

数字地球星图璀璨，机遇已至启航未来

2024年08月17日

买入 (首次)

证券分析师 苏立赞

执业证书: S0600521110001

sulz@dwzq.com.cn

证券分析师 王紫敬

执业证书: S0600521080005

021-60199781

wangzj@dwzq.com.cn

证券分析师 许牧

执业证书: S0600523060002

xumu@dwzq.com.cn

研究助理 高正泰

执业证书: S0600123060018

gaozht@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	1577	2516	3718	5385	7535
同比 (%)	51.62	59.54	47.79	44.84	39.92
归母净利润 (百万元)	242.78	342.55	486.69	677.43	940.83
同比 (%)	10.20	41.10	42.08	39.19	38.88
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.45	0.63	0.90	1.25	1.73
P/E (现价&最新摊薄)	65.33	46.30	32.59	23.41	16.86

投资要点

- **中科院空天院控股的数字地球产业领军企业:** 中科星图由中科院空天院实际控制，中科曙光为第二大股东，分别为中科星图提供了顶尖科研技术支持与市场拓展资源，以及强大的超算支持与数据处理能力，共同助力在数字地球领域保持领先地位并推动技术创新与市场拓展。
- **我国数字地球行业有力竞争者较少，中科星图龙头地位显著:** 数字地球行业缺乏能够整合空天大数据从获取到应用所有环节的企业，整体尚处于发展初期。尽管谷歌地球全球领先，但因涉及国家敏感信息，其在中国的使用受到限制。就更广泛的地理信息行业而言，由于行业整体技术门槛高，准入严格，市场竞争者规模小且分散。中科星图凭借其先发优势，预计将在行业集中度提升的过程中进一步扩大市场份额。
- **集团化，生态化发展战略实现资源优化与业务协同，拉动业绩持续上行:** 集团化战略实现了各业务板块间的紧密连接与资源高效配置。母公司通过设立或收购优势子公司，并为其提供数据与技术支持，促进子公司快速成长，形成良性循环。子公司间则通过资源共享、技术协作与市场信息交流，实现优势互补与协同效应。这种多板块布局不仅分散了经营风险，还拓宽了市场空间。赛马机制更激发了内部竞争活力，推动星图测控与星图维天信等子公司快速成长并成功挂牌新三板。多层次策略协同下，中科星图不仅拓宽了资金来源，还通过并购与赋能细分行业领军企业，提升了整体实力。人才团队的汇聚则为持续创新提供了不竭动力，共同推动中科星图业绩显著提升。
- **国防信息化筑基，智慧政府领航，企业及个人需求星辰大海:** 数字地球作为地理信息技术的补充与升级，不仅拓展了地理信息应用边界，还以三维可视化显著提升了地图精度与表现力。尽管卫星赋能地面产业面临技术复杂性与需求多样性挑战，数字地球作为桥梁，整合空天信息与地面需求，简化应用流程。中科星图突破数据处理瓶颈，实现低成本高效能，推动数据处理全程自动化智能化，降低了应用成本，促进了数字地球技术的广泛普及与应用深化。
- **盈利预测与投资评级:** 中科星图作为国内数字地球产业的领军者，依托中科院空天院与中科曙光两大股东的背景资源，不仅掌握顶尖科研技术支持与市场拓展资源，还拥有强大的超算支持与数据处理能力。通过持续的技术创新和产品迭代，进一步拓展了其在空天信息领域的市场份额，行业竞争优势地位显著。随着国家对数字经济和空天信息产业支持力度的加大，以及商业航天与低空经济等新兴领域的快速发展，中科星图迎来发展机遇。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 4.87/6.77/9.41 亿元，对应 PE 分别为 33/23/17 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示:** 1) 数字地球产品的市场拓展风险; 2) 产品升级换代的风险; 3) 技术风险; 4) 财务风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	28.37
一年最低/最高价	28.31/61.70
市净率(倍)	2.96
流通 A 股市值(百万元)	15,414.16
总市值(百万元)	15,414.16

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.60
资产负债率(% LF)	34.63
总股本(百万股)	543.33
流通 A 股(百万股)	543.33

相关研究

## 内容目录

<b>1. 中科院空天院控股的数字地球产业领军企业 .....</b>	<b>4</b>
1.1. 核心业务是以 GEOVIS 数字地球为技术底座的软硬件销售和数据服务 .....	4
1.2. 空天院与中科曙光为前两大股东，分别提供技术支持与算力保障 .....	6
1.3. 五大地球圈层及多个应用领域深度布局，上伸下延集团化发展 .....	7
1.4. 紧抓空天信息技术发展机遇，业绩保持较快增长态势 .....	8
<b>2. 上承空天数据、下接信息应用，数字地球大有可为 .....</b>	<b>10</b>
2.1. 受技术进步和应用拓展双重驱动，中国数字地球市场规模迅速扩大 .....	10
2.2. 数字地球行业具有高度综合性的技术特征，与上下游产业链紧密相连 .....	11
2.3. 我国数字地球行业有力竞争者较少，中科星图龙头地位显著 .....	11
2.4. 国防信息化筑基，智慧政府领航，企业及个人需求星辰大海 .....	12
2.4.1. 数字地球显著增强战场情况洞察，新域新质建设方向 .....	14
2.4.2. 深度契合数字中国战略，农业、国土与自然资源领域为主要驱动场景 .....	16
2.4.3. 企业推动应用创新，释放大众用户市场潜力，空天信息赋能千行百业 .....	17
<b>3. 天眼感知世界，星图导航未来 .....</b>	<b>19</b>
3.1. 集团化，生态化发展战略实现了资源优化、业务协同与合作创新 .....	19
3.2. 低空经济与商业航天相互赋能，期待实现商业闭环 .....	20
3.2.1. 构建自主天基能力 .....	20
3.2.2. 万亿低空经济牵引需求 .....	21
<b>4. 盈利预测与投资建议 .....</b>	<b>22</b>
4.1. 核心假设 .....	22
4.2. 估值与评级 .....	24
<b>5. 风险提示 .....</b>	<b>25</b>

## 图表目录

图 1:	公司使命与愿景.....	4
图 2:	数字地球产品以 GEOVIS 为技术底座进行开发.....	4
图 3:	产品形态取决于业务形式.....	5
图 4:	公司发展历程.....	5
图 5:	公司股权结构（截至 2024 年一季度）.....	6
图 6:	公司两大股东.....	6
图 7:	向上布局五大圈层观测体系.....	7
图 8:	近五年营业总收入及同比增速.....	8
图 9:	近五年归母净利润及同比增速.....	8
图 10:	近五年主营业务营收占比.....	9
图 11:	近五年毛利率变化.....	9
图 12:	近五年四费变化.....	9
图 13:	数字地球.....	10
图 14:	中国数字地球行业市场规模.....	10
图 15:	数字地球行业上下游.....	11
图 16:	中科星图竞争格局.....	12
图 17:	数字地球系统部分功能.....	12
图 18:	数字地球整合空天资源简化卫星应用，技术创新降低使用成本.....	13
图 19:	战场环境信息保障.....	14
图 20:	Palantir Meta-Constellation.....	15
图 21:	信息化指挥系统界面.....	15
图 22:	农产品产量评估.....	17
图 23:	国土空间规划.....	17
图 24:	线上数字地球业务增长逻辑.....	18
图 25:	线上业务高效运营，赋能商业变现（2023 年数据）.....	18
图 26:	集团化，生态化发展战略.....	19
图 27:	星图测控登陆新三板.....	20
图 28:	星图维天信挂牌新三板.....	20
图 29:	“4+2”商业航天全产业链建设计划.....	20
图 30:	无人机飞行场景分析.....	21
图 31:	商业航天与低空经济相互赋能期待实现商业闭环.....	21
表 1:	向下布局多个应用领域.....	7
表 2:	按用户群体特征的数字地球应用市场分类.....	14
表 3:	新域新质作战力量“新”在哪里.....	16
表 4:	《目标纲要》中提及十大数字化应用场景.....	16
表 5:	公司业务拆分（百万元）.....	23
表 6:	可比公司估值（截至 2024 年 8 月 14 日）.....	24

## 1. 中科院空天院控股的数字地球产业领军企业

中科星图创立于 2006 年，是国内数字地球产品研发与产业化的领军企业。公司将大数据、云计算和人工智能等新一代信息技术、地理信息技术与航空航天产业深度融合，自主研发了覆盖空天大数据获取、处理、承载、可视化和应用等产业链环节的 GEOVIS 数字地球产品。并依托 GEOVIS Online 在线数字地球产品体系，形成了云上数据、云上计算和云上应用三大线上服务体系，实现数字地球应用模式从传统的线下向线上转型突破。在“集团化、生态化、国际化”战略引领下，目前公司形成特种领域、智慧政府、气象生态、航天测运控、企业能源、线上业务六大业务板块。

图1: 公司使命与愿景



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 1.1. 核心业务是以 GEOVIS 数字地球为技术底座的软硬件销售和数据服务

核心业务在于依托 GEOVIS 数字地球平台，为各领域提供领先的地理及空天信息解决方案与服务。公司核心业务在于通过其自主研发的 GEOVIS 数字地球平台，为各领域提供高效、精准的地理空间信息解决方案。该平台是一套以遥感测绘和导航数据为框架，深度处理地球大数据的软件集合，最终构建包含地理空间几何和时空分布信息的三维数字地球模型，而后在这一基础上，根据特定行业需求进行定制化初始化的软件平台。

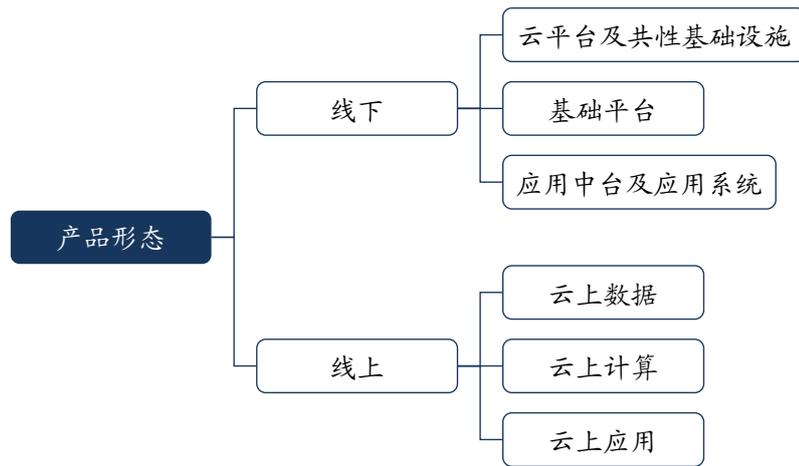
图2: 数字地球产品以 GEOVIS 为技术底座进行开发



数据来源：星图地球，东吴证券研究所

线下及线上业务均有布局，产品形态取决于具体的业务形式。中科星图线下业务形成了“1+1+1+N”的产品体系架构，在特种、政府、企业等多领域深度布局，提供数字地球解决方案、技术服务与系统集成。公司经过多年的技术积累，已建立并完善了一套完整的面向线下交付的产品体系。这一体系包括一体化云资源管理及数据服务底座、基于北斗网格码引擎的数字地球基础平台、大数据共性应用中台以及多个行业应用系统。线上则依托 GEOVIS Earth 在线数字地球产品体系，形成了云上数据、云上计算和云上应用三大线上服务体系，实现了核心技术的线上化改造和业务的转型升级。

图3：产品形态取决于业务形式



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

自 2010 年国家高分专项启动，公司紧密围绕 GEOVIS 数字地球产品进行开发，历经多次迭代升级。2014 年发布 GEOVIS 4 专攻特种领域，实现了行业应用的落地，2017 年经中央相关部门批准批复同意，转向民用并推出 GEOVIS 5。2018 年，公司推行“GEOVIS+”战略，推动数字地球技术在多领域应用。2021 年 GEOVIS 6 构建“北斗为体、高分为象”框架，奠定新一代数字地球时空大数据底座。2022 年，GEOVIS Online 全面启动，引领数字地球向线上转型，进而推动生态化建设，打造第二增长曲线。2023 年，空天·灵眸模型发布，加速 AI 在遥感领域应用，为公司发展注入新动力。

图4：公司发展历程

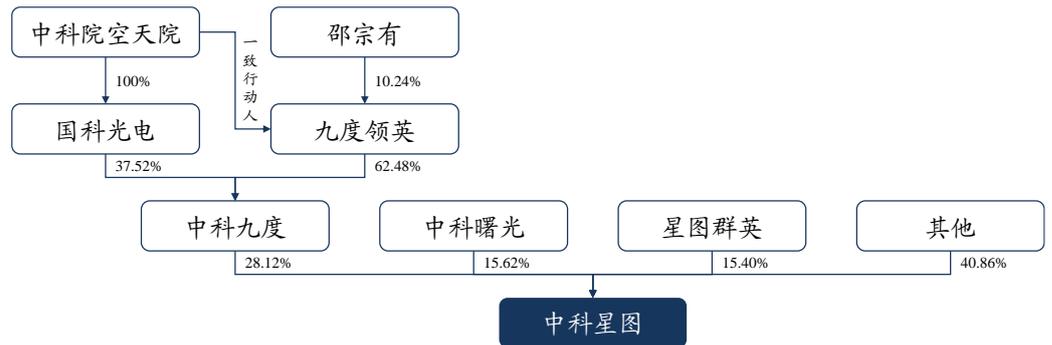


数据来源：公司宣传册，东吴证券研究所

## 1.2. 空天院与中科曙光为前两大股东，分别提供技术支持与算力保障

实控人为中科院空天院，中科曙光为第二大股东。截至 2023 年，中科九度持有公司 28.12% 的股份，为公司第一大股东，而实际控制人为中科院空天院，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。中科曙光持有公司 15.62% 的股份，为公司第二大股东，中科曙光背靠中科院计算所，是我国核心信息基础设施领军企业。

图5：公司股权结构（截至 2024 年一季度）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

空天院与中科曙光，分别为中科星图提供了顶尖科研技术支持与市场拓展资源，以及强大的超算支持与数据处理能力，共同助力在数字地球领域保持领先地位并推动技术创新与市场拓展。空天院作为我国在航空航天和遥感技术领域的顶尖科研机构，不仅为中科星图提供前沿的科研技术支持，助力公司产品不断突破，还通过其行业影响力和市场资源，为公司在特种领域、智慧政府等关键市场的拓展提供了有力保障。中科曙光，作为我国超级计算机和高性能计算领域的领军企业，则为中科星图提供了强大的算力支持和数据处理能力，确保公司能够高效、精准地处理和分析海量的卫星数据和地理信息。

图6：公司两大股东



数据来源：公司宣传册，东吴证券研究所

### 1.3. 五大地球圈层及多个应用领域深度布局，上伸下延集团化发展

向上布局五大地球圈层，每个圈层各并购一家企业，整合各圈层数据资源，构建全面数字地球系统。实体地球由五个圈层组成，分别是电磁圈、大气圈、水圈、岩石圈及生物圈，五大地球圈层各自包含丰富的数据和信息，这些数据之间具有相互关联和互补性，公司通过将五大地球圈层的数据和信息整合到同一系统中，能够实现对地球环境的全方位、多层次的模拟和呈现，进一步提升数字地球的准确性和可靠性。这种综合表现有助于用户更直观地了解地球环境，为决策提供更加科学、准确的依据。

图7：向上布局五大圈层观测体系



数据来源：公司公众号，东吴证券研究所

向下布局多个应用领域，通过设立多个子公司，实现业务的细分和专业化，推进集团化建设。中科星图利用其 GEOVIS 数字地球平台，为政府、企业及个人用户提供定制化解决方案，以全面推进生态化建设，大力发展在线数字地球业务和相关新业态。数字地球正向特种领域、自然资源、交通、气象、海洋、环保、应急等多个领域推广应用，形成了多主体、多层次、多行业的应用格局。公司通过同时设立多个子公司，实现多元化与业务细分增强市场竞争力并且降低业务风险。子公司在各自领域独立运营，同时在技术共享、协同创新和战略协同上形成合力。

表1：向下布局多个应用领域

应用领域	子公司	开展业务
空天信息	特种领域	星图深海 星图创奇 空间防务 中科星光 星图测控 星图维天信
	智慧政府	星图智慧
		海洋
		试验训练、论证教学
		测绘地理、ZC 态势、综合演训
	电磁	
	商业航天	
	气象生态	
	低空经济、政府	

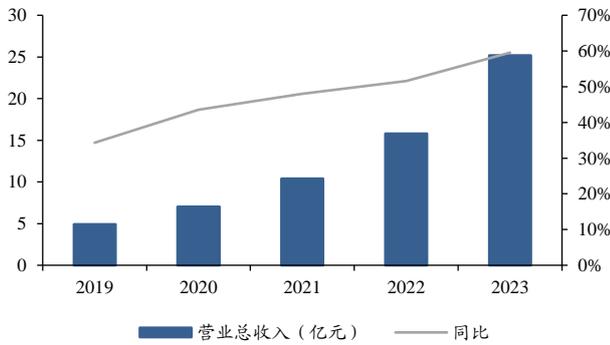
	星图亿水	水利
	星图慧安	公共安全
	星图瑞云	农业、文旅
	星图智源	自然资源
企业业务	星图金能	能源、园区、金融
	中科数测	软件测评
	星图资本	产业投资、产业生态
在线业务	星图地球	教育、科研、传媒、资讯

数据来源：公司宣传册，东吴证券研究所

### 1.4. 紧抓空天信息技术发展机遇，业绩保持较快增长态势

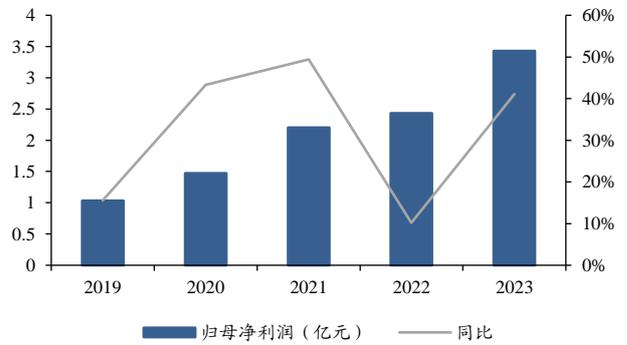
集团化、生态化战略顺利实施，公司近五年营业总收入和归母净利润均保持较快增速，从2019年到2023年，营业总收入与归母净利润的同比增速基本保持在40%以上。中科星图近五年来业绩表现亮眼，营收方面，从2019年的4.89亿元增长至2023年的25.16亿元，五年复合年均增长率达38.77%；利润方面，从2019年的1.03亿元增长至2023年的3.43亿元，五年复合年均增长率达27.20%。公司业绩持续增长的动力源于成功的集团化、生态化战略实施，通过优化管理、拓展业务、技术创新提升竞争力与市占率，并辅以强大的营销服务网络，确保了市场订单的充裕，从而实现了业绩的显著增长。

图8：近五年营业总收入及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

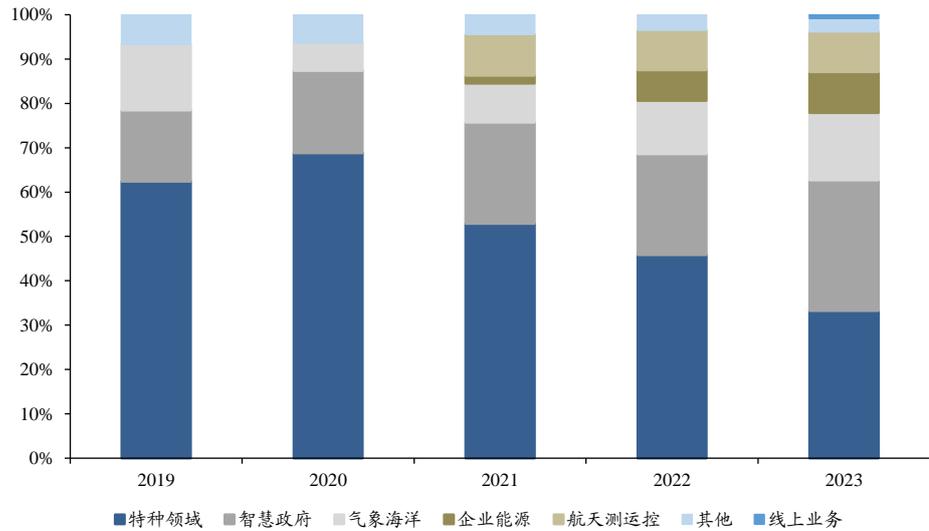
图9：近五年归母净利润及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司业务结构持续优化，近五年主营业务营收占比发生显著变化，传统业务平稳发展，线上化转型初见成效。特种领域曾为公司主力业务，但其营收占比自2019年起逐年下滑，至2023年已退居次席（航天测运控业务于2021年从特种领域业务中独立分拆）。智慧政府业务则稳步上升，成为公司营收新引擎，反映了公司在智慧城市建设和政府数字化转型中的竞争优势。气象海洋业务经历先降后升波动，与行业周期性有一定联系。企业能源业务从无到有，迅速崛起，显示公司在能源管理领域的市场突破。航天测运控业务保持快速增长，巩固公司在航天领域的技术与市场地位。2023年新增的线上业务占比虽小，却标志着公司线上化转型提前进入收获阶段。

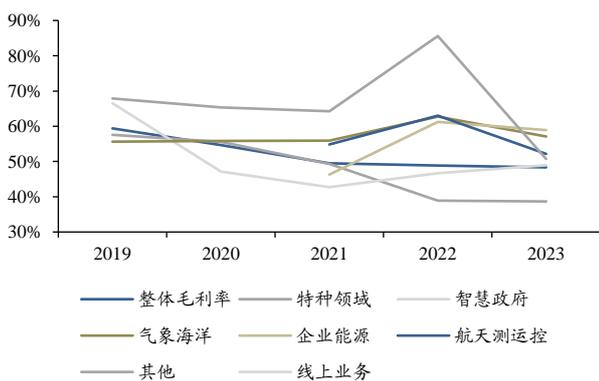
图10: 近五年主营业务营收占比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

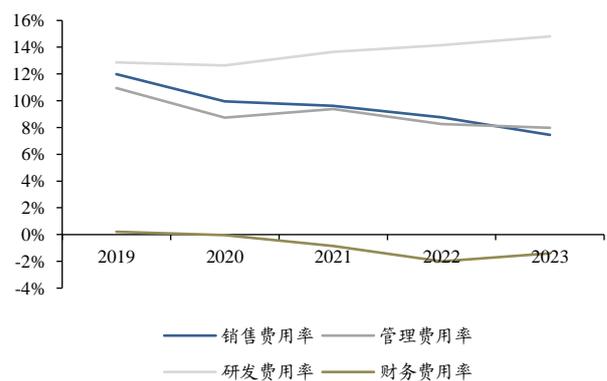
主要受到特种领域毛利率下降与在线数字地球服务投入较高影响,公司毛利率整体呈现下降趋势,我们预计毛利率有望在2026-2027年触底反弹,继续下滑的风险不大,而费用率下降则得益于成本控制和运营效率提升。公司近五年毛利率呈现逐年下降趋势,从2019年的59.39%降至2023年的48.33%,主要是受到特种领域毛利率下降拉动,而其他业务的毛利率整体回暖。毛利率持续下降的另一大原因是线上业务前期投入较大,我们认为2026-2027年线上业务模式可以走通,毛利率继续下滑的风险不大。在费用率方面,公司表现出较好的成本控制能力,销售费用率、管理费用率和财务费用率总体呈下降趋势,特别是财务费用率由正转负,显示出财务成本的有效控制。

图11: 近五年毛利率变化



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 近五年四费变化



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 2. 上承空天数据、下接信息应用，数字地球大有可为

空天信息产业是运用空间基础设施和技术手段，收集、存储、处理、分析来自空天领域的信息并提供多样化服务的新兴产业。数字地球作为空天信息产业链的核心环节，是打通天上空天数据与地上行业应用的承载平台。数字化的地球，是一种用于描述、处理和分析地球环境和空间活动的信息系统。利用遥感卫星、航空摄影等多种对地观测手段，快速高效地获取高精度地球观测数据，基于统一的时空基准重建三维虚拟地球框架模型，并根据行业需求承载融合各行业空间信息，解决特定的应用问题。

图13: 数字地球

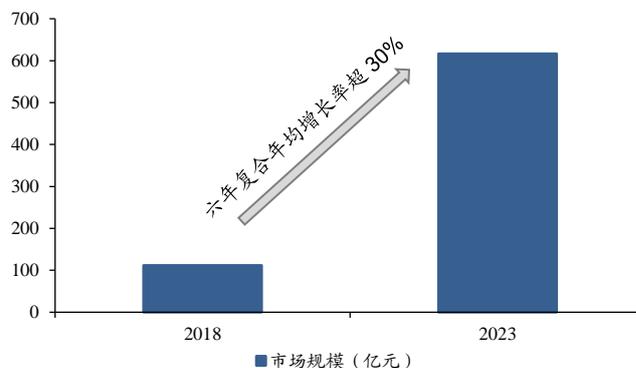


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 2.1. 受技术进步和应用拓展双重驱动，中国数字地球市场规模迅速扩大

中国数字地球市场规模近六年复合年均增长率超 30%，受技术进步和应用拓展双重驱动，成长潜力较大。中国数字地球行业的市场规模持续扩大，根据中研网数据，2018 年中国数字地球行业市场规模约为 111.7 亿元，而 2023 年该市场规模已达到约 616.5 亿元，六年复合年均增长率超 30%。随着大数据、云计算、人工智能等新一代信息技术的快速发展，数字地球行业的技术水平不断提升，为行业规模的扩大提供了有力支撑。

图14: 中国数字地球行业市场规模

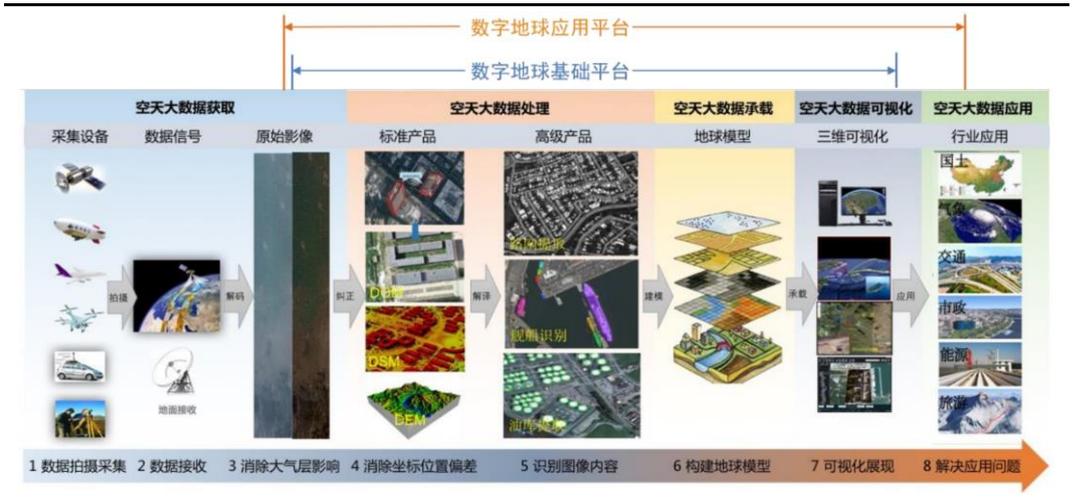


数据来源：中研网，东吴证券研究所

## 2.2. 数字地球行业具有高度综合性的技术特征，与上下游产业链紧密相连

数字地球行业上下游涵盖了从遥感数据获取、处理与分析的上游技术支持，到广泛应用于城市规划、环境保护、农业等领域的下游应用服务。上游方面，航空航天遥感技术、卫星导航系统、地理信息系统以及大数据与云计算等关键技术为数字地球提供了丰富的基础数据和技术支持。本行业与上游行业具有一定关联性，主要体现在技术更新和产品升级从而使本行业的产品方案与之联动变化。下游方面，以特种领域、自然资源、交通、气象、海洋、环保、应急等行业以及石油、电力、建筑等企业为主的最终用户，以及为最终用户提供定制系统服务的增值开发商。

图15：数字地球行业上下游

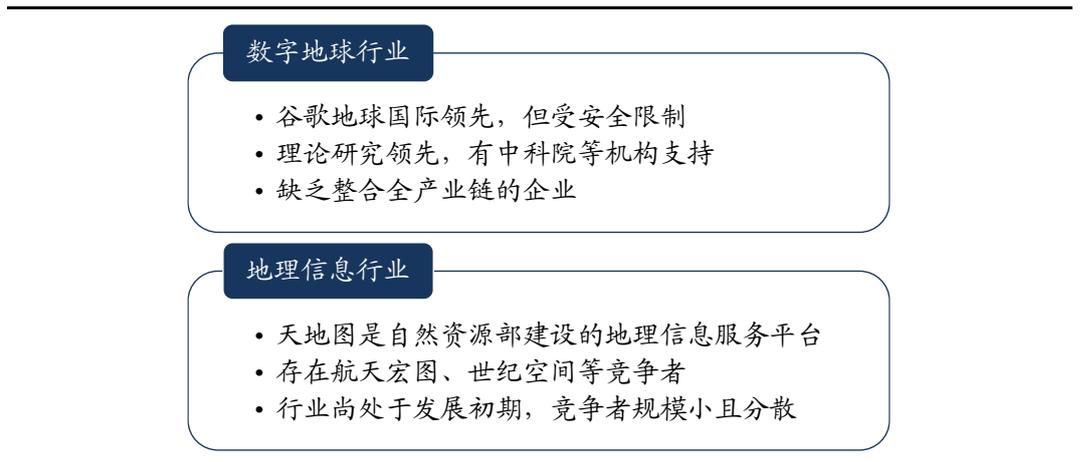


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2.3. 我国数字地球行业有力竞争者较少，中科星图龙头地位显著

数字地球行业具有较高的技术壁垒以及在特定领域的准入门槛，龙头企业优势明显强者恒强，行业未来竞争格局将逐步集中化，中科星图作为国内领先企业其市占率有望持续提升。数字地球行业涵盖空天大数据的获取、处理、承载、可视化和应用五大环节，目前国内缺乏能将这五个环节整合为一套标准产品的企业，整体市场尚未成熟。谷歌地球虽为全球领先的数字地球产品，但因其涉及国家敏感信息，我国对其使用受限。在更广泛的地理信息产业，天地图作为自然资源部建设的地理信息服务平台，与中科星图存在一定的竞争关系，但该行业技术门槛高，准入严格，尚处于发展初期，市场竞争者规模小且分散，缺乏龙头企业。中科星图作为国内数字地球研发的先行者，拥有明显的领先地位，预计随着行业集中度的提升，其市场份额将持续增长。

图16: 中科星图竞争格局

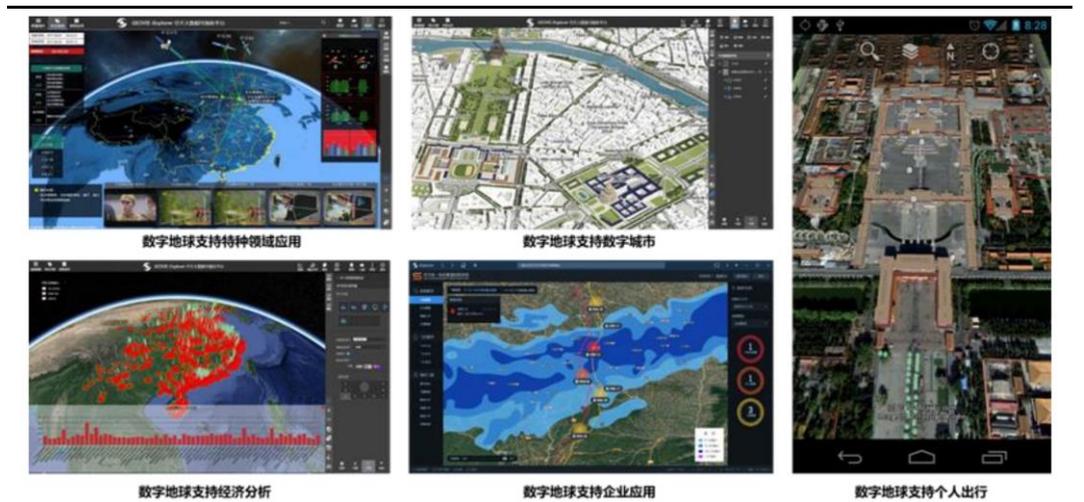


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2.4. 国防信息化筑基，智慧政府领航，企业及个人需求星辰大海

数字地球的定位主要是对人工或地理信息技术的补充，地理信息行业相对成熟且经济效益显著，但数字地球在全局视野、数据多样性与三维可视化方面更为出色。数字地球定位是对传统地理信息技术的补充与升级。尽管地理信息行业已发展得相当成熟且成本效益显著，但数字地球集成了大数据、云计算、人工智能等前沿技术，不仅扩展了地理信息的应用边界，还通过三维地理信息技术和数据可视化能力，显著提升了地图的精度与视觉表现力。相比传统二维地图，数字地球的三维表达更加直观，这种技术上的飞跃，不仅提高了数据处理的效率与准确性，还极大地丰富了地理信息的应用场景。

图17: 数字地球系统部分功能



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

卫星赋能地面产业应用领域众多，但普遍存在环节过多、过于专业、过于复杂等问题，导致天上卫星与地面产业需求并未完全适配。数字地球行业的应用领域十分广泛且多样化，随着技术的不断进步和应用需求的日益增长，数字地球行业的应用场景还在不断拓展。但卫星赋能地面产业面临多重挑战，这些挑战主要源于技术的复杂性和专业性，以及地面产业需求的多样性。卫星技术要求高度专业化支持，流程复杂且环环相扣，其

数据专业性强，需专业处理才能转化为有用信息，而地面产业需求多样化，不同行业和企业需求差异显著，这些问题长期存在导致天上卫星与地面产业需求并未完全适配。

**数字地球是一个集成空天信息与地面需求的平台，通过整合高分卫星、北斗导航及遥感飞机等资源，将复杂的卫星应用过程简化，使行业应用能够更容易。**实现这一目标需跨越数据获取、处理、存储、可视化及应用等多重技术障碍。数据获取需确保精准、稳定、及时，构建高效航天测控体系；数据处理则依赖于智能技术，以自动化、智能化手段缩短数据使用周期；数据管理强调统一标准，构建时空框架，实现全域时空覆盖；数据可视化则聚焦于三维建模，精准展现多维环境信息；最终，数据应用需打破多源异构壁垒，构建灵活分析模型，服务于各行业实际需求。

数字地球前期基础投入大，后期数据处理大量依靠人工，导致应用该技术的价格昂贵，而数字地球技术大规模使用的前提在于低成本，低到足以替代人工以及地理信息技术，中科星图突破了卫星数据处理和影像解译劳动密集型瓶颈，可以依靠其经济性实现商业模式闭环。得益于高性能计算、人工智能、云计算与大数据等前沿技术的深度融合，共同驱动了数据处理能力的飞跃，实现了从数据获取到分析应用的全程自动化与智能化。使得用户能够以更低成本、更高效率获取所需数据，服务下游应用。

图18：数字地球整合空天资源简化卫星应用，技术创新降低使用成本



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

数字地球的未来发展包括两个方面：第一是面向政府、企业的业务通过互联网进行云服务升级；第二是面向大众服务应用领域，通过技术手段挖掘大众应用场景，扩大市场规模，更好地服务于数字地球产业的发展。下游应用领域，制约个人和企业用户的原因主要为卫星信息服务价格昂贵，需求往往以签订项目的形式释放，因此目前主要客户为军方和政府等具备相应购买力的实体。个人和企业用户同样具有相关需求，随着使用成本的逐渐降低，我们预计企业类客户和个人用户未来增长潜力较大。

表2: 按用户群体特征的数字地球应用市场分类

市场分类	目标市场举例	市场特征
特种领域	特种领域的各部门、各应用单位	目标用户为各特种单位。数字地球应用市场成熟，容量较大
政府	数字经济，智慧城市，自然资源、交通、气象、海洋、环保、应急等政府部门及事业单位	目标用户为各类政府部门和事业单位，从国家部委到省级、市级、县级单位。用户群体庞大，应用需求正在快速增长
企业	石油、石化、电力等大型能源企业，公路、铁路、航运等大型交通企业，以及建筑、航空、航天等众多大型企业	国内企业数字地球应用尚处于起步阶段，企业数字地球应用未来市场空间巨大。目前市场总量小于政府类应用市场
大众应用	数字地球网站及在线应用	所使用的平台软件比专业的数字地球功能简单，运营商可自行设计。有更多商业模式可探索，有广阔的市场空间

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

#### 2.4.1. 数字地球显著增强战场情况洞察，新城新质建设方向

未来战争信息制胜，精准高效获取战场环境信息，形成透明战场优势，助力作战决策与协同，实现信息主导的胜利。战场是一个复杂的多维空间，战场环境信息是对影响作战活动的各种条件和情况的描述，包括自然条件、战场建设情况和信息网络状况。这些因素相互作用，影响指挥决策。未来战争的竞争将更多体现在信息掌握能力上，高效率和精确度的战场信息掌握能够为一方带来透明战场优势，通过稳定的信息分发技术，确保作战决心的传达和战场态势的一致理解，最终达到信息制胜的战略目标。

图19: 战场环境信息保障



数据来源：Lockheed Martin，东吴证券研究所

数字地球是战场环境信息保障的重要内容，利用数字地球建设区域化的数字战场，将大幅提高战场态势感知能力，以辅助情报分析与决策支持。数字地球整合海量空间与非空间数据，重现真实地球，助力军事领域如侦察、导航、制导等战场应用，是战场信息保障建设的关键部分。典型例子包括美国 Palantir 公司在 2021 年推出的 Meta-Constellation 卫星情报系统，通过将 AI 技术应用于 400 多颗商业卫星，实现了系统级智能调度和实时在轨分析。该系统通过在轨数据处理，大幅缩短了响应时间，提升了决策效率，具有显著的军事应用价值。

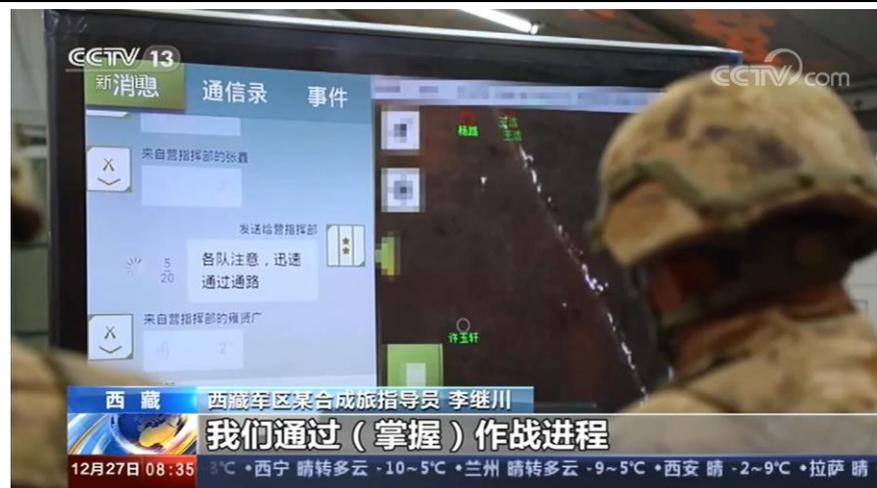
图20: Palantir Meta-Constellation



数据来源: Palantir, 东吴证券研究所

当前各军兵种指控系统相对独立，各军种正逐步推进全军联动转型，数字地球作为作战指挥体系的技术底座之一，使得各军兵种能够基于统一平台进行信息共享与协同作战，奠定军用需求之基。主要源于历史发展、技术差异及特定作战需求的累积，目前我国各军兵种的指控系统多处于相对独立的状态。未来全军联合作战需求日益增强，在这一背景下，数字地球不仅是一个信息展示平台，更是一个重要的指挥决策支持系统。

图21: 信息化指挥系统界面



数据来源: 央视网, 东吴证券研究所

中国军工新城新质建设方向聚焦于战略威慑、新质作战、无人智能及网络信息体系，数字地球作为其中新式作战力量有望获得加速发展。数字地球技术以其新城新质特征，支撑战略威慑的精准监测与评估，加强信息依托和指挥控制，加速无人智能作战发展，并提供实时战场态势感知，是推动军事现代化、提升作战效能的关键。

**表3: 新城新质作战力量“新”在哪里**

新城新质作战力量	典型特征
空间领域出现新拓展	· 作战空间: 深海、太空、电磁等新领域成为焦点 · 社会认知: 影响范围扩大至社会、认知域
制胜机理突显新变化	· 降维制智: 数据驱动, 破击网链, 切断敌方行动 · 复合迭代: 跨域释放作战效果, 多域共振 · 灰色超限: 非军事破坏、非常规作战方式
科学技术涌现新突变	· 新兴科技: 智能、无人、空间对抗等技术驱动 · 集群效应: 科技体系复杂性和系统性增强 · 融合交叉: 前沿技术向交叉领域转移, 推动创新
武器装备呈现新模态	· 智能无人装备: 无人机、无人平台广泛应用 · 异构多能系统: 构建广域分布式武器系统 · 弹性开放体系: 提高抗打击能力和灵活性
力量编组显现新样态	· 动态重构: 作战要素智能化动态重构 · 跨域组网: 构建分布式“杀伤网” · 人机混合: 无人平台与有人系统混合编组

数据来源: 中华人民共和国国防部, 东吴证券研究所

#### 2.4.2. 深度契合数字中国战略，农业、国土与自然资源领域为主要驱动场景

数字地球技术深度契合国家数字中国战略的核心导向，在《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》规划中所强调的十大数字化应用场景中，七个直接关联数字地球技术的应用与发展。数字地球技术与国家数字中国战略的核心导向紧密相连，通过构建高效、安全的信息基础设施，推动了数据驱动的科学决策，加速了传统产业的数字化转型，并催生了新经济形态。《目标纲要》提出了数字经济发展的十大应用场景，其中智能交通、智慧能源、智慧农业和水利、智慧教育、智慧文旅、智慧社区、智慧政务等七大应用场景均与数字地球技术密切相关。

**表4: 《目标纲要》中提及十大数字化应用场景**

应用场景	目标
智能交通	发展自动驾驶技术，实现车路协同，推广智能交通管理，如交通信号联动和公交优先通行控制。建设智能铁路、民航、港口和停车场
智慧能源	推动能源行业的智能化升级，实现能源信息的广泛采集和在线分析，促进能源的互动、协同和智能调控
智能制造	促进生产设备的联网和生产环节的数字化，实现供应链的协同响应，推动生产数据贯通、制造柔性化、产品个性化和管理智能化
智慧农业及水利	推广精准农业技术，如精准播种、施肥和收获，推动设施园艺和水产养殖的智能化。构建智慧水利体系，提升水情测报和调度能力
智慧教育	推动在线教育资源的普及，将优质资源辐射到农村和边远地区，发

	展场景式、体验式学习和智能化教育管理评价
智慧医疗	完善医疗健康档案和病历数据库，加快数据共享，推广远程医疗和医学影像辅助判读等应用，利用大数据提升医疗监管能力
智慧文旅	推动文旅场所的数字化体验，建设监测设施和大数据平台，发展沉浸式体验、虚拟展厅和高清直播等新型服务
智慧社区	推动政务服务平台与社区设施的联通，发展智能预警、应急救援和智慧养老服务，建立无人物流配送体系
智慧家居	应用感应、语音和远程控制技术，发展智能家电、照明、安防监控、音箱、穿戴设备和服务机器人等
智慧政务	推进政务服务的一网通办，推广电子证照、合同、签章、发票和档案的应用，健全政务服务评价体系

数据来源：中国政府网，东吴证券研究所

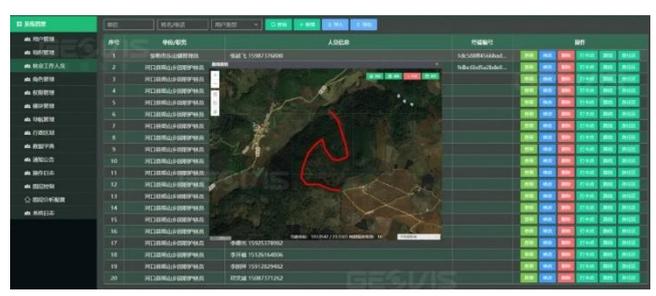
数字地球技术能够以较低成本为政府监管、政策制定等提供决策依据，农业、国土及自然资源领域对数字地球技术的需求持续增长，成就未来行业发展主要驱动力。农业、国土和自然资源领域迫切需要推进数字化转型，以加强资源的保护与合理利用。引入数字地球技术提升了效率和管理水平。这一增长趋势不仅反映了智慧政府对技术创新的渴望，也体现了在资源有限、环境压力加大的背景下，对更高效、更环保管理方式的追求。

图22: 农产品产量评估



数据来源：公司公众号，东吴证券研究所

图23: 国土空间规划



数据来源：公司公众号，东吴证券研究所

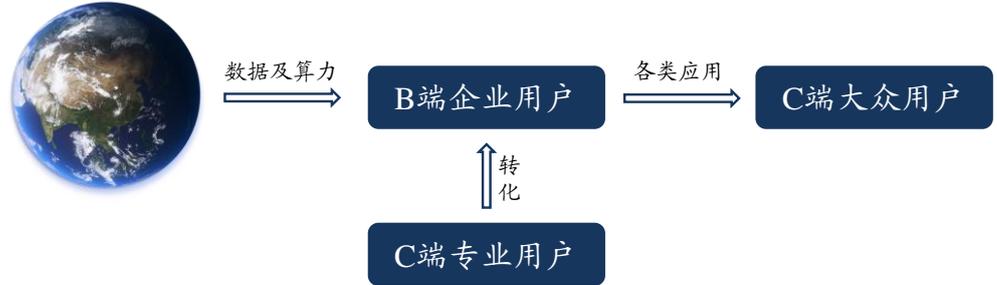
数字地球行业在智慧政府领域的主要客户为国家部委，其付费意愿较强。国家部委作为政策制定与执行的关键力量，在数字中国战略推动下，面临数字化转型的迫切需求，通过引入数字地球技术整合政务数据，可以显著提高治理能力和决策效率。因此，国家部委对数字地球技术的付费意愿普遍较强。

#### 2.4.3. 企业推动应用创新，释放大众用户市场潜力，空天信息赋能千行百业

传统线下数字地球业务属于熟人生意，行业天花板明显，真正实现“空天信息赋能千行百业”必须通过线上将空天信息的数据及算力推广给中小企业及大众用户，企业及大众用户对于空天数据需求客观存在，目前企业与个人市场较小，增长潜力较大。传统线下数字地球业务主要依赖于人际关系网络，覆盖面有限，且往往无法快速响应市场需求的变化。中小企业及大众用户在运营管理、供应链优化等方面对空天信息存在客观需求，而线上数字地球服务通过空天数据及算力的推送，有望充分挖掘市场潜力。

线上数字地球业务的增长逻辑根植于大众用户对空天信息需求的广泛存在，但大众用户缺乏直接购买空天信息的意愿与后续的处理能力。因此，企业成为了推动线上数字地球业务增长的直接力量，企业通过购买并深度加工空天信息，开发出各类应用，间接服务于大众用户。随着技术的普及与市场的拓展，原本作为个体的专业开发者也有机会转化为企业开发者，凭借对空天信息的创新应用，为市场注入新的活力。

图24: 线上数字地球业务增长逻辑



数据来源: 东吴证券研究所绘制

中科星图线上数字地球业务提前进入收获阶段。2023 年公司成功吸引认证个人开发者 20,961 名及企业开发者 21,310 家，初步构建起基于在线数字地球平台的生态体系。此生态内，开发者们积极利用平台能力，创新开发出 13,769 个应用，与星图自营应用累计触达终端数量高达 4,555 万。凭借此生态构建与业务拓展，实现收入总额 2,080 万元，验证了线上业务场景的可行性与盈利能力。

图25: 线上业务高效运营，赋能商业变现（2023 年数据）



数据来源: 公司业绩说明会, 星图云, 东吴证券研究所

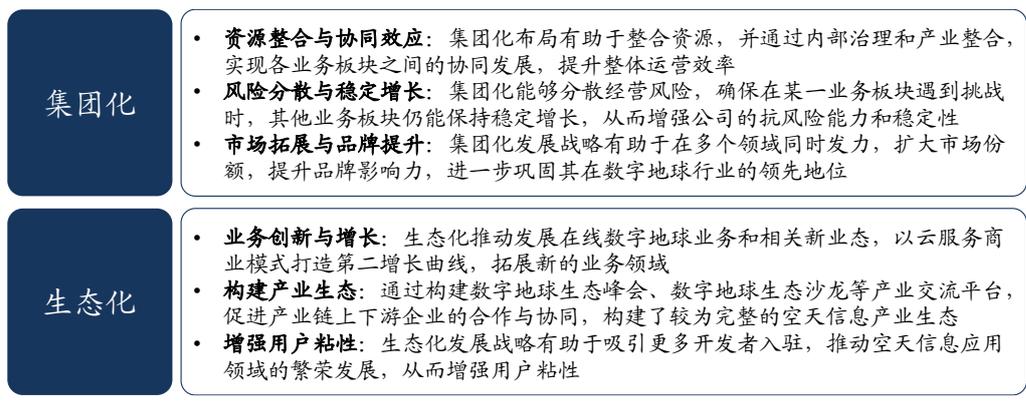
### 3. 天眼感知世界，星图导航未来

#### 3.1. 集团化，生态化发展战略实现了资源优化、业务协同与合作创新

集团化连接中科星图各个业务板块，实现了资源的优化配置与高效利用。首先，母公司设立或收购在细分行业具有优势的子公司，而后为子公司提供数据与技术支持，加速子公司业绩成长，进而反哺母公司。其次，子公司之间同样存在业务协作与技术支持。子公司之间可以共享资源、技术和市场信息，实现优势互补和协同效应。此外同时布局多个业务板块有效分散了经营风险，在面对市场波动和行业竞争时，能够展现出更强的韧性和稳定性，也为公司带来了更广阔的市场拓展空间。

生态化通过构建开放合作的产业生态，促进了产业链上下游企业的紧密合作与资源共享。中科星图以数字地球为核心搭建生态交流平台，吸引了众多开发者、合作伙伴和用户的加入，共同推动空天信息应用领域的繁荣发展。生态化战略的实施，不仅丰富了中科星图的产品体系和服务模式，还为用户提供了更加多样化、个性化的解决方案。更重要的是激发了产业的创新活力，推动了技术迭代和产品升级。通过生态化发展战略，中科星图正逐步构建一个共生共荣的产业生态系统，为公司奠定长期发展基础。

图26：集团化，生态化发展战略



数据来源：财经网，东吴证券研究所

通过赛马机制激发内部竞争活力，成功促进子公司星图测控和星图维天信的快速增长，新三板成功挂牌。赛马机制的核心在于多层次的策略协同，首先，通过子公司上市及一级市场融资，有效拓宽了资金来源，为产品研发提供了坚实的资金保障。其次，中科星图通过并购细分行业领先公司并对其进行赋能，进一步提升子公司的综合实力。同时，子公司各行各业的人才团队也为公司的持续创新注入动力。最终汇聚合力推动中科星图业绩的显著提升。

图27: 星图测控登陆新三板



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图28: 星图维天信挂牌新三板



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

### 3.2. 低空经济与商业航天相互赋能, 期待实现商业闭环

#### 3.2.1. 构建自主天基能力

未来五年持续推进“4+2”商业航天全产业链建设计划。公司在2024空天信息大会暨数字地球生态峰会上表示未来五年将持续推进商业航天全产业链建设, 并提出“4+2”计划, 包括建设电磁卫星星座、气象卫星星座、遥感卫星星座、新型卫星星座, 4个卫星星座, 以及全球测运控网络与运营服务中心、空天信息“星图云”, 2个关键支撑平台。全面覆盖商业航天的制造、发射、运营、数据处理及信息服务等各个环节, 向上布局形成商业航天完整产业链生态。

图29: “4+2”商业航天全产业链建设计划



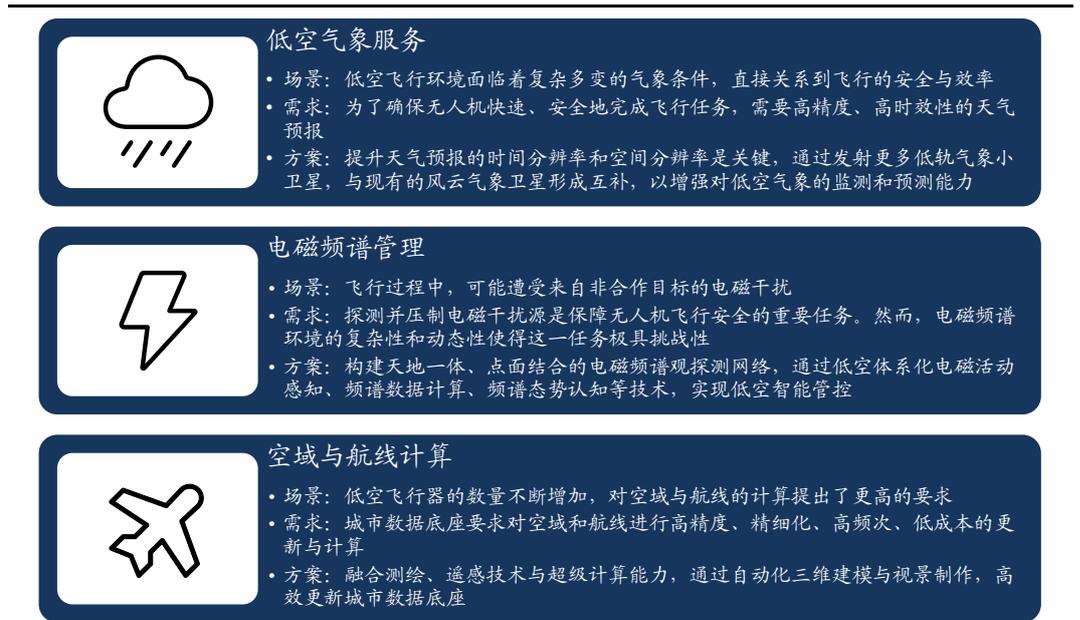
数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

公司在卫星应用和服务领域已是龙头, 现在最缺的是上游天基能力, 切入卫星制造和星座运营领域, 构建自主天基能力, 为数字地球供给更好的数据。通过建设四大卫星星座, 公司不仅覆盖了电磁监测、气象预报、遥感观测等多个关键领域, 还积极探索新型卫星技术, 以提高天基信息应用保障能力。为数字地球提供了多元化、高质量的数据支持, 显著提升了数字地球的数据丰富度, 也将极大地丰富公司产品线。

### 3.2.2. 万亿低空经济牵引需求

无论是城市底座与低空信息设施建设与服务，还是低空空域管理与安全运营，都离不开卫星数据资源的充分保障，低空经济为商业航天发展创造了巨大的市场。无人机飞行场景在低空气象、电磁频谱管理及空域航线计算方面均面临挑战。为确保飞行安全与效率，需提升低空气象预报精度，构建电磁频谱监测网络，并利用先进测绘遥感技术和超级计算能力，优化空域航线规划，为无人机飞行提供全方位的技术保障。

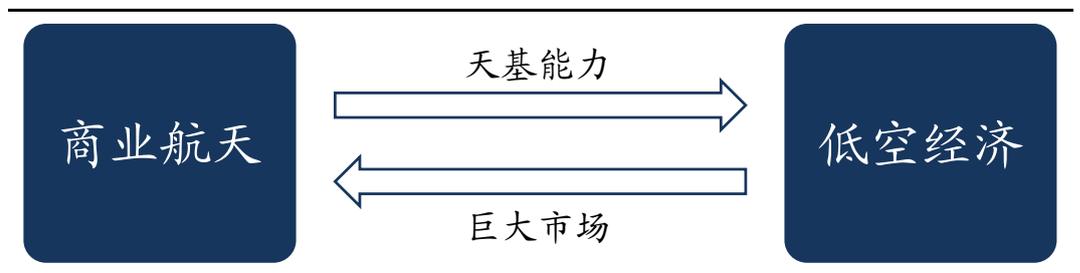
图30: 无人机飞行场景分析



数据来源: 中国证券报, 东吴证券研究所

商业航天为无人机等广泛消费群体提供天基星座能力及城市底座更新服务, 低空经济巨大市场反哺航天产业实现商业变现覆盖前期投资, 促进商业闭环逐步形成。商业航天通过构建天基星座网络, 为无人机等低空设备提供精准服务, 促进了低空经济的繁荣。这不仅拓宽了商业航天的应用领域, 也有望通过布局低空经济市场实现商业变现, 成功覆盖前期投资。这种良性循环促进了商业闭环的逐步形成, 推动了商业航天与低空经济的共同繁荣。

图31: 商业航天与低空经济相互赋能期待实现商业闭环



数据来源: 东吴证券研究所绘制

## 4. 盈利预测与投资建议

### 4.1. 核心假设

**特种领域：**特种领域是中科星图最初也是最核心的业务板块。随着国防信息化建设步伐的加快，以及对高精度、高可靠性地理信息产品和服务需求的日益增长，该领域的长期需求确定性较高，但考虑到该业务已有一定规模，后续的增速或将企稳。预计 2024-2026 年公司该业务增速分别为 20%/18%/16%，毛利率分别为 38%/37%/36%。

**智慧政府：**鉴于数字化转型已成为政府治理现代化的关键驱动力，数字地球在提升公共服务效率、优化营商环境、强化社会治理能力等方面展现出较大潜力，智慧政府市场有望迎来快速增长。预计 2024-2026 年公司该业务增速分别为 60%/50%/40%，毛利率分别为 50%/50%/50%。

**气象海洋：**近年来随着气候变化和海洋经济的发展，其重要性日益凸显。尤其是气象领域与低空经济的紧密联系，为行业带来较大想象空间，另外，气象海洋市场由于其专业性、技术密集性和高附加值特性，通常能够为企业带来较为可观的盈利空间。预计 2024-2026 年公司该业务增速分别为 70%/60%/50%，毛利率分别为 57%/55%/53%。

**企业能源：**能源行业的数字化转型和智能化升级对一体化、智能化解决方案的需求日益提升，以助力其提升运营效率、降低能耗成本。但中科星图该业务起步时间不长，基础规模较小，未来以培养成长为主。预计 2024-2026 年公司该业务增速分别为 50%/45%/40%，毛利率分别为 58%/56%/54%。

**航天测运控：**随着航天技术的不断发展和航天活动的日益频繁，我国火箭及卫星发射数量不断增加，且未来几年内这一趋势仍将持续，对航天测运控服务的需求有望持续增长。航天测运控由于其技术密集度高、定制化需求强等特点，往往能够带来较高的毛利率。预计 2024-2026 年公司该业务增速分别为 60%/70%/70%，毛利率分别为 52%/52%/52%。

**线上业务：**随着平台功能的不断完善、用户体验的持续优化以及市场推广力度的加大，中科星图线上业务有望迎来爆发式增长。且线上业务市场通常具有较低的边际成本和较高的用户粘性。预计 2024-2026 年公司该业务增速分别为 300%/100%/50%，毛利率分别为 85%/85%/85%。

表5: 公司业务拆分 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>特种领域</b>				
营收	836.33	1003.60	1184.24	1373.72
同比增速	15.69%	20.00%	18.00%	16.00%
毛利率	38.66%	38.00%	37.00%	36.00%
<b>智慧政府</b>				
营收	741.74	1186.79	1780.19	2492.26
同比增速	106.87%	60.00%	50.00%	40.00%
毛利率	48.95%	50.00%	50.00%	50.00%
<b>气象海洋</b>				
营收	381.84	649.13	1038.61	1557.92
同比增速	101.58%	70%	60%	50%
毛利率	57.09%	57.00%	55.00%	53.00%
<b>企业能源</b>				
营收	230.61	345.91	501.57	702.20
同比增速	111.74%	50.00%	45.00%	40.00%
毛利率	58.93%	58.00%	56.00%	54.00%
<b>航天测运控</b>				
营收	229.04	366.46	622.98	1059.06
同比增速	61.08%	60.00%	70.00%	70.00%
毛利率	52.16%	52.00%	52.00%	52.00%
<b>线上业务</b>				
营收	20.80	83.22	166.43	249.65
同比增速	-	300.00%	100.00%	50.00%
毛利率	86.18%	85.00%	85.00%	85.00%
<b>其他</b>				
营收	75.23	82.75	91.03	100.13
同比增速	37.61%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	50.74%	50.00%	50.00%	50.00%
<b>合计</b>				
营收	2515.60	3717.86	5385.05	7534.94
同比增速	59.54%	47.79%	44.84%	39.92%
毛利率	48.33%	49.71%	49.98%	49.88%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 4.2. 估值与评级

航天宏图与超图软件同样在地理信息产业有所布局，可将它们选作可比公司进行相对估值法测算。由于中科星图的主营业务数字地球并非地理信息行业的子集，两行业在主要产品方向、应用领域等方面各具差异化，且 A 股也无第二家以数字地球为主营业务的上市公司，中科星图竞争格局优异，未来增长持续性清晰，可以给予较高估值。

表6: 可比公司估值 (截至 2024 年 8 月 14 日)

证券代码	可比公司	市值(亿元)	归母净利润(亿元)				PE(倍)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
688066.SH	航天宏图	37.57	-3.74	1.53	2.96	4.60	-	24.51	12.70	8.17
300036.SZ	超图软件	67.85	1.52	2.68	3.56	4.54	44.61	25.37	19.05	14.94
	平均值						44.61	24.94	15.87	11.56
688568.SH	中科星图	158.60	3.43	4.87	6.77	9.41	46.30	32.59	23.41	16.86

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 航天宏图与超图软件数据来自 Wind 一致预期, 中科星图数据来自东吴证券研究所测算

中科星图作为国内数字地球产业的领军者, 依托中科院空天院与中科曙光两大股东的背景资源, 不仅掌握顶尖科研技术支撑与市场拓展资源, 还拥有强大的超算支持与数据处理能力。通过持续的技术创新和产品迭代, 进一步拓展了其在空天信息领域的市场份额, 行业竞争优势地位显著。随着国家对数字经济和空天信息产业支持力度的加大, 以及商业航天与低空经济等新兴领域的快速发展, 中科星图迎来发展机遇。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 4.87/6.77/9.41 亿元, 对应 PE 分别为 33/23/17 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

## 5. 风险提示

**数字地球产品的市场拓展风险：**近年来国家在民用航天和商业航天等多个方向的较快发展，使得数字地球行业呈现出广阔的市场前景和发展空间，随着潜在的大数据、云计算、人工智能等新一代信息技术的巨型企业涉足数字地球领域，将会导致行业内竞争对手数量迅速增加，并将进一步加剧该领域的竞争。目前，公司正在将 GEOVIS 数字地球广泛推广到交通、自然资源、应急、环保等政府各个行业以及石油、电力、交通、建筑等众多企业应用；同时在建设和健全全国性营销网络。如果公司未来在激烈的市场竞争中不能及时根据市场需求，持续为客户提供高质量、高水平的产品和服务，将可能对公司“数字地球”产品的市场拓展和经营业绩造成不利影响。

**产品升级换代的风险：**公司所处的数字地球行业为典型的技术密集型行业，技术升级与产品迭代速度快，同时数字地球产品拥有较高的技术壁垒，先发企业的优势明显。若公司在后续研发过程中对市场需求判断失误或研发进度缓慢，将面临被竞争对手抢占市场份额的风险。此外，数字地球研发存在开发周期长、资金投入大、研发风险高的特点，在研发过程中很可能存在因某些关键技术未能突破或者产品性能、参数等无法满足市场需要而研发失败、落后于新一代技术的风险。

**技术风险：**数字地球行业横跨遥感、导航、通信、大数据、云计算、人工智能、地理信息等诸多领域，对跨界融合能力要求较高，属于技术密集型行业。行业技术更新变化快，应用需求发展迅猛，技术开发具有较大不确定性。公司将根据市场需求，确定新产品的研发方向，与下游客户保持密切沟通。公司在产品研发过程中需要投入大量的人力及资金，如果公司无法准确、及时把握行业未来技术发展趋势，或公司开发的产品不能契合市场需求，将会对公司产品销售和市场竞争能力造成不利影响。

**财务风险：**受客户结构、业务特点等因素的影响，公司营业收入具有季节性特征，收入集中在下半年尤其是第四季度，但员工工资、研发费用、固定资产折旧等各项费用在年度内发生则相对均衡，公司经营业绩存在季节性波动风险。如果公司主要客户的财务经营状况发生重大不利变化，将加大本公司坏账损失的风险，进而对公司财务状况产生不利影响。

### 中科星图三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>4,618</b>	<b>5,559</b>	<b>7,526</b>	<b>9,679</b>	<b>营业总收入</b>	<b>2,516</b>	<b>3,718</b>	<b>5,385</b>	<b>7,535</b>
货币资金及交易性金融资产	1,689	1,552	1,538	1,744	营业成本(含金融类)	1,300	1,870	2,694	3,776
经营性应收款项	1,938	2,439	3,890	4,909	税金及附加	14	17	27	36
存货	391	815	862	1,531	销售费用	187	301	419	598
合同资产	416	667	929	1,326	管理费用	201	302	433	609
其他流动资产	184	86	307	169	研发费用	373	538	789	1,097
<b>非流动资产</b>	<b>1,411</b>	<b>1,744</b>	<b>2,116</b>	<b>2,425</b>	财务费用	(35)	(16)	(11)	(7)
长期股权投资	217	315	446	561	加:其他收益	85	74	108	151
固定资产及使用权资产	208	239	254	234	投资净收益	(18)	(19)	(27)	(39)
在建工程	12	12	14	15	公允价值变动	2	0	0	0
无形资产	243	342	437	534	减值损失	(103)	(115)	(161)	(221)
商誉	233	337	466	582	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	18	18	18	18	<b>营业利润</b>	<b>443</b>	<b>646</b>	<b>955</b>	<b>1,317</b>
其他非流动资产	481	481	481	481	营业外净收支	83	45	45	45
<b>资产总计</b>	<b>6,029</b>	<b>7,303</b>	<b>9,641</b>	<b>12,104</b>	<b>利润总额</b>	<b>526</b>	<b>691</b>	<b>1,000</b>	<b>1,362</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,997</b>	<b>2,697</b>	<b>4,111</b>	<b>5,309</b>	减:所得税	44	47	76	98
短期借款及一年内到期的非流动负债	258	305	441	533	<b>净利润</b>	<b>482</b>	<b>644</b>	<b>924</b>	<b>1,264</b>
经营性应付款项	1,244	1,588	2,577	3,202	减:少数股东损益	139	158	247	323
合同负债	65	301	284	503	<b>归属母公司净利润</b>	<b>343</b>	<b>487</b>	<b>677</b>	<b>941</b>
其他流动负债	430	503	808	1,071	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.63	0.90	1.25	1.73
非流动负债	126	126	126	126	EBIT	452	879	1,293	1,790
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	556	1,015	1,465	1,987
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	48.33	49.71	49.98	49.88
租赁负债	29	29	29	29	归母净利率(%)	13.62	13.09	12.58	12.49
其他非流动负债	97	97	97	97	收入增长率(%)	59.54	47.79	44.84	39.92
<b>负债合计</b>	<b>2,123</b>	<b>2,823</b>	<b>4,237</b>	<b>5,435</b>	归母净利润增长率(%)	41.10	42.08	39.19	38.88
归属母公司股东权益	3,564	3,981	4,658	5,599					
少数股东权益	342	499	746	1,069					
<b>所有者权益合计</b>	<b>3,906</b>	<b>4,480</b>	<b>5,404</b>	<b>6,668</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>6,029</b>	<b>7,303</b>	<b>9,641</b>	<b>12,104</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	125	341	390	633	每股净资产(元)	9.73	7.33	8.57	10.31
投资活动现金流	(687)	(413)	(485)	(449)	最新发行在外股份(百万股)	543	543	543	543
筹资活动现金流	245	(34)	121	72	ROIC(%)	10.94	18.20	22.36	25.35
现金净增加额	(316)	(107)	26	255	ROE-摊薄(%)	9.61	12.23	14.54	16.80
折旧和摊销	104	136	172	197	资产负债率(%)	35.22	38.65	43.95	44.91
资本开支	(376)	(325)	(367)	(346)	P/E (现价&最新股本摊薄)	46.30	32.59	23.41	16.86
营运资本变动	(572)	(540)	(864)	(1,062)	P/B (现价)	3.00	3.98	3.40	2.83

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>