

2024年09月01日

证券研究报告|公司研究|军工公司点评

中科星图（688568）

2024年中报点评：抢抓“商业航天+低空经济”发展机遇，营收维持高速增长

◆ **事件：**公司8月23日公告，2024年上半年公司营收（11.05亿元，+52.97%），归母净利润（0.64亿元，+80.05%），扣非归母净利润（0.05亿元，-57.51%），毛利率（48.01%，-3.65pcts），净利率（9.69%，+0.66pcts）。

◆ 营收维持高速增长，各类业务收入均实现快速增长

2024年上半年，公司营收（11.05亿元，+52.97%）延续了2021年以来的高速增长态势，毛利率（48.01%，-3.65pcts）略有下降。我们认为，这主要系公司充分挖掘客户需求，实现对各细分赛道的渗透，业务规模扩大，毛利率相对略低的民口业务收入占比提升所致。公司归母净利润（0.64亿元，+80.05%）增长，而扣非归母净利润（0.05亿元，-57.51%）出现下滑。我们认为，一方面，主要系报告期内非经常性损益中的政府补助（0.82亿元，+164.82%）显著增长所致，另一方面，公司净利润兑现的季节性特征明显，净利润主要体现在下半年或Q4，上半年的净利润波动较大。公司净利率（9.69%，+0.66pcts）有所提升，创下上市以来的同期新高，主要系报告期内公司主要费用的费用率稳中有降，包括销售费用率（9.61%，-0.85pcts）、管理费用率（11.32%，-1.11pcts）和研发费用率（15.98%，-1.97pcts）均有所下降。

对收入结构进行拆分来看，公司各类业务均实现快速增长，民口业务占比显著提升。其中，智慧政府收入（4.29亿元，+79.98%）显著增长，占营业总收入的比例（38.87%，+5.83pcts）显著提升，特种领域（3.07亿元，+50.16%）、航天测运控（0.81亿元，+32.33%）以及企业能源（0.68亿元，+38.78%）的收入均实现显著增长，气象生态收入（1.81亿元，+18.57%）平稳增长；同时，线上业务（第二增长曲线）实现收入2164.98万元，超过去年全年水平（2080.41万元），占当期营业总收入的比例达到1.96%，已初具规模。

投资评级

买入

维持评级

2024年08月30日

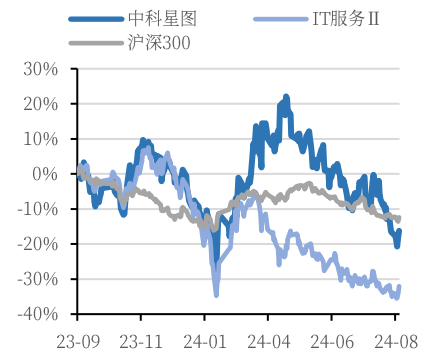
收盘价(元): 27.27

目标价(元): 42.00

公司基本数据

总股本(百万股)	543.33
总市值(百万)	14,816.50
流通股本(百万股)	543.33
流通市值(百万)	14,816.50
12月最高/最低价(元)	61.70/25.52
资产负债率(%)	39.28
每股净资产(元)	6.48
市盈率(TTM)	39.96
市净率(PB)	4.21
净资产收益率(%)	1.81

股价走势图



作者

张超 分析师

SAC执业证书: S0640519070001

联系电话: 010-59219568

邮箱: zhangchao@avicsec.com

王宏涛 分析师

SAC执业证书: S0640520110001

联系电话: 010-59562525

邮箱: wanght@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

分季度看，2024Q2 公司营收（6.86 亿元，+50.93%）持续增长，同时归母净利润（0.62 亿元，+104.13%）显著增长，带动整个上半年净利润的显著增长。

我们认为，从公司上半年的收入保持高速增长来看，公司在各细分市场布局效果显著，特种领域、智慧政府、航天测运控、气象生态等主营业务均有望保持较快增长，更多净利润将有望逐步兑现在三四季度，第二增长曲线也将支撑公司的中长期业绩持续增长。

◆ 费用率稳中有降，研发投入持续增长

2024 年上半年，公司销售费用率（9.61%，-0.85pcts）和管理费用率（11.32%，-1.11pcts）均实现同比下降，规模效应显现。财务费用（-0.06 亿元）较上年同期增长 0.17 亿元，主要系利息收入减少及银行贷款利息费用增加所致。公司研发投入总额（2.30 亿元，+25.16%）持续增长，研发投入占营收的比例（20.80%，-4.62pcts）虽有所下降，但研发强度依然保持在较高水平。截至报告期末，公司研发人员达到 1641 人（较去年同期增长 39.66%），约占员工总数的 61%，也侧面印证了公司正处于业务高速拓展期。

◆ 现金流有所减少，重点关注公司回款进度

截至报告期末，公司经营活动产生的现金流量净额（-5.17 亿元，较去年同期减少 2.79 亿元）有所减少，应收账款（22.69 亿元，较去年同期增长 70.67%）有所增长。建议重点关注公司回款进度。

◆ 持续优化赛马机制，主营业务保持较快增长

2024 年，公司持续深化集团化战略举措，通过持续推进和优化“赛马”机制，有效激励各赛道公司积极进取，拓展政府、防务、气象、测控、电磁、仿真、海洋、能源、水利、公共安全、自然资源、软件测评等细分市场，各赛道公司整体呈现较快增长势头。另一方面，公司主营业务逐渐从空天信息产业链中下游向上游拓展、从特种领域向民用领域拓展、从线下向线上拓展，收入规模不断增长、民口业务占比不断扩大。

报告期内，公司在低空、商业航天、水利、气象等业务领域取得了显著的进展。公司研发并推出了 GEOVIS 数智低空大脑、洞察者系列软件、iWater 智水平台、eTAPES 多领域综合气象技术平台等一系列创新产品，开辟了广阔的民用市场空间，带动了整体业务的增长。2024 年上半年，公司主营业务实现快速增长，智慧政府、特种领域、航天测运控、气象生态以

邮箱：tengmt@avicsec.com

相关研究报告

2023 年报及 2024Q1 点评：收入与归母净利润再创新高，第二曲线快速增长 —2024-04-29

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 —2023-09-27

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

及企业能源较去年同期增幅明显，分别为 79.98%、50.16%、32.33%、18.57%、38.78%。

根据我们发布的《风雪迎春到——军工行业十问十答&2024 年投资策略》，“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，作为国内卫星应用产业的上市公司代表，公司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，其主营业务有望持续保持平稳较快增长。

◆ 打造“平台+生态”模式，第二增长曲线业务收入超过去年全年水平

公司通过拉通集团内各赛道的技术能力，以及各生态合作伙伴的资源，支撑生态化建设，推动第二增长曲线的发展。公司以实现“空天信息一朵云”为目标，打造星图云开发者平台，形成了云上数据、云上计算和云上应用三大服务体系，通过“平台+生态”模式，构筑全场景开发者生态，让空天信息能力赋能千行百业，触达大众。

2024 上半年，第二增长曲线业务持续增长，实现收入 2164.98 万元，超过去年全年水平（2080.41 万元）。星图云开发者平台收获个人认证开发者 2.13 万户、企业认证开发者 1.72 户，月活跃应用数达 1.14 万个，历史累计触达约 8577 万个终端用户。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 44.64%，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，公司星图云平台有望触达更多终端用户，快速抬升卫星应用市场天花板，第二增长曲线有望持续爬升。

◆ 抢抓“商业航天+低空经济”发展机遇，公司估值天花板有望提升

2024 年 7 月 8 号，在 2024 空天信息大会暨数字地球生态峰会上，公司表示将建设商业卫星星座，完善商业卫星测运控网络，深化创新空天信息应用，加速商业航天多领域布局。公司报告中提出“4+2”计划构想，即建设 1 个电磁卫星星座、1 个气象卫星星座、1 个遥感卫星星座、1 个新型卫星星座+1 个全球测运控网络与运营服务中心、1 朵空天信息“星图云”。

报告期内，公司发布多款新产品，其中包括一款面向低空保障的基础平台——GEOVIS 数智低空大脑产品。该产品基于低空数字底座和低空智算引擎，面向低空交通服务，提供空域划设、航线规划、地理围栏、飞行态势、飞行告警、风险评估等共性能力，最终为低空飞行服务保障提供有力支撑。

公司将持续加大科技研发投入，全面打通低空产业的上中下游产业链，实现低空信息资源的获取、处理、存储、共享及应用，赋能各行业发展。

商业航天和低空经济都是国家战略性新兴产业，是新质生产力的重要抓手。我们认为，公司加速商业航天多领域布局，抢抓低空经济发展机遇，在拓展业务边界的同时，估值天花板有望提升。

◆ 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，在卫星应用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，“十四五”期间，卫星遥感产业下游需求不断，市场规模有望维持在 40%左右的增速；
- 2.公司经营层面，赛马机制有望持续推动主营业务快速增长，第二增长曲线有望持续爬升，重点关注公司民口业务和线上业务拓展情况；
- 3.公司管理层面，公司费用管控能力提升，规模效应显现，重点关注公司回款进度；
- 4.公司估值层面，公司抢抓商业航天和低空经济的发展机遇，估值天花板有望抬升。

基于以上观点，我们预计公司 2024-2026 年的营业收入分别为 35.61 亿元、49.01 亿元和 66.18 亿元，归母净利润分别为 4.49 亿元、5.69 亿元及 7.11 亿元，EPS 分别为 0.83 元、1.05 元、1.31 元，给予目标价为 42 元，分别对应 51 倍、40 倍及 32 倍 PE，维持“买入”评级。

◆ 风险提示

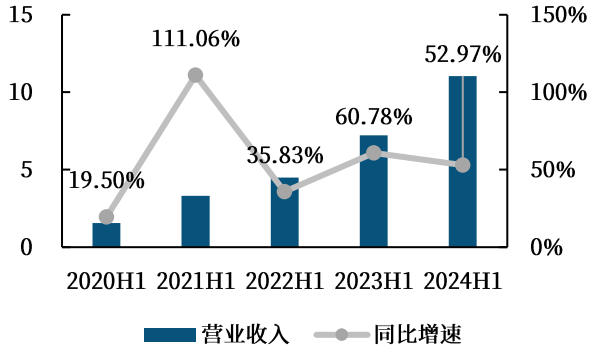
卫星应用下游市场不及预期；遥感卫星发射节奏不及预期；市场竞争激烈导致毛利率持续下滑的风险；募投项目建设不及预期；商誉增加的风险。

财务数据与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1576.74	2515.60	3561.21	4900.64	6618.45
增长率（%）	51.62	59.54	41.57	37.61	35.05
归母净利润（百万元）	242.75	342.55	449.28	569.00	711.46
增长率（%）	10.19	41.11	31.16	26.65	25.04
毛利率（%）	48.86	48.33	47.68	47.30	47.13
每股收益（元）	0.45	0.63	0.83	1.05	1.31
市盈率 PE	61.04	43.25	32.98	26.04	20.83
市净率 PB	4.61	4.16	3.73	3.27	2.80
净资产收益率 ROE（%）	7.56	9.61	11.31	12.57	13.45

资料来源：iFinD，中航证券研究所

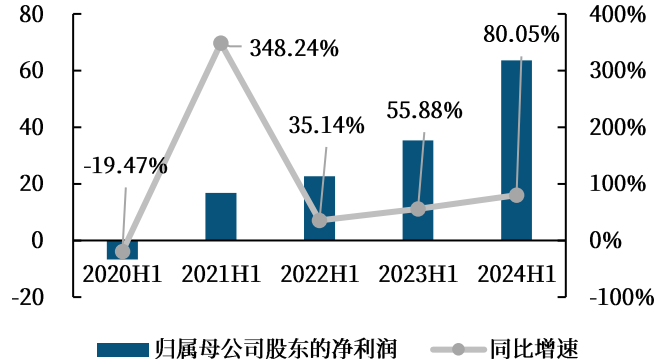
● 2020-2024 年公司中报主要财务数据

图1 公司营业收入及增速 (单位: 亿元; %)



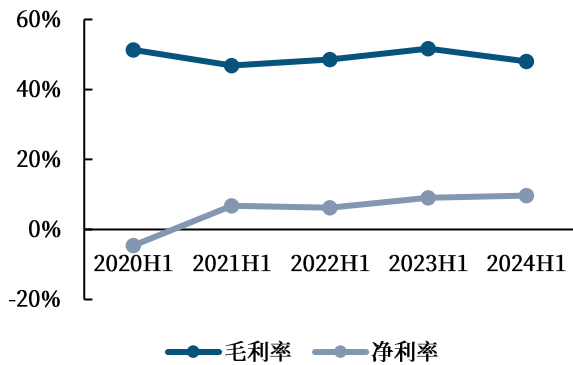
资料来源: iFinD, 中航证券研究所

图2 公司归母净利润及增速 (单位: 百万元; %)



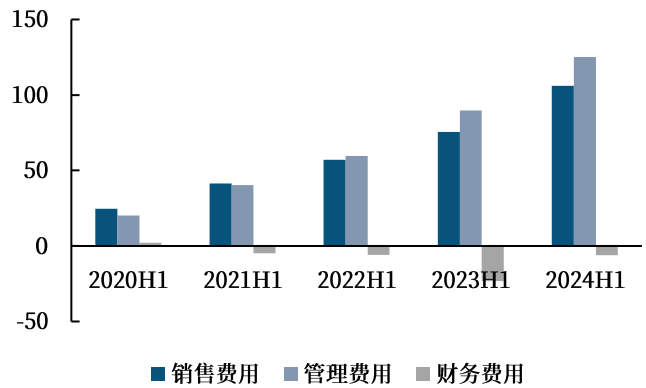
资料来源: iFinD, 中航证券研究所

图3 公司毛利率和净利率情况 (单位: %)



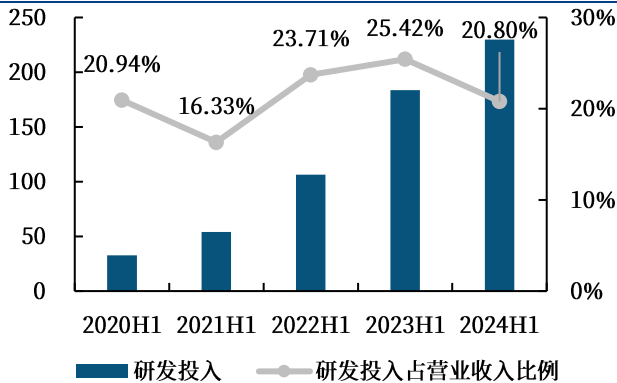
资料来源: iFinD, 中航证券研究所

图4 公司三费情况 (单位: 百万元)



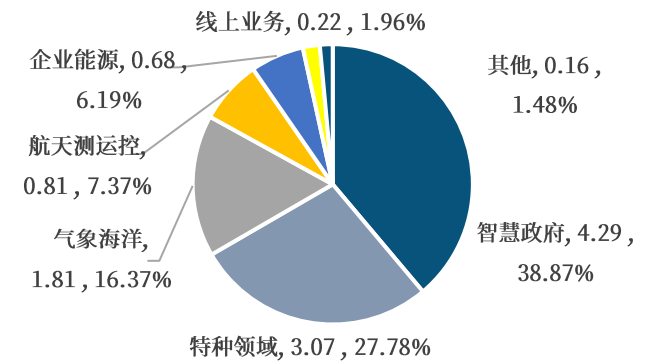
资料来源: iFinD, 中航证券研究所

图5 公司研发投入及其占比 (单位: 百万元; %)



资料来源: iFinD, 中航证券研究所

图6 2024 年公司中报各业务收入情况 (单位: 亿元; %)



资料来源: iFinD, 中航证券研究所

财务报表与财务指标
报表预测

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2515.60	3561.21	4900.64	6618.45
减:营业成本	1299.73	1863.13	2582.77	3499.28
营业税金及附加	13.64	13.29	18.29	24.70
销售费用	187.31	256.41	350.40	469.91
管理费用	200.67	263.53	352.85	476.53
财务费用	-35.31	17.75	52.55	83.31
资产减值损失	-28.84	-46.30	-73.51	-112.51
加:投资收益	-18.05	-6.38	-6.38	-6.38
公允价值变动损益	1.99	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	442.79	540.27	699.85	889.75
加:其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	525.75	598.88	758.46	948.36
减:所得税	43.87	41.98	53.16	66.47
净利润	481.89	556.91	705.30	881.88
减:少数股东损益	139.34	107.62	136.30	170.43
归属母公司股东净利润	342.55	449.28	569.00	711.46
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1635.80	2314.79	3185.42	4301.99
应收账款和预付款项	2339.39	3255.69	4345.95	5687.99
存货	390.96	684.00	948.20	1284.68
其他流动资产	50.08	36.72	50.53	68.25
长期股权投资	216.57	257.59	328.61	409.63
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	219.97	220.89	228.98	241.09
无形资产和开发支出	754.06	871.80	948.48	984.10
其他非流动资产	220.63	218.10	210.56	211.06
资产总计	6029.26	8041.95	10486.41	13501.97
短期借款	234.85	837.22	1967.41	2422.66
应付账款和预收款项	1132.62	1510.69	2094.20	2837.34
长期借款	28.99	26.41	21.96	16.16
其他负债	126.09	159.09	182.13	212.28
负债合计	2123.22	3620.54	5375.61	7454.24
股本	366.44	543.33	543.33	543.33
资本公积	2281.52	2331.52	2431.52	2631.52
留存收益	916.26	1097.13	1550.21	2116.72
归属母公司股东权益	3564.22	3971.98	4525.05	5291.57
少数股东权益	341.82	449.44	585.74	756.17
股东权益合计	3906.04	4421.42	5110.79	6047.74
负债和股东权益合计	6029.26	8041.95	10486.41	13501.97
现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	125.08	444.27	195.17	1108.18
投资活动现金流净额	-686.79	-255.81	-281.81	-212.81
筹资活动现金流净额	245.33	490.52	957.27	221.20
现金流量净额	-316.39	678.98	870.63	1116.58

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: 资本市场大型军工行业研究团队, 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, liyuq@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投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

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。

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