

24H1 利润依然承压，PIE+行业增长明显

核心观点

- **中报业绩显著下滑。**公司发布中报，2024H1 收入 8.4 亿 (YoY-17.7%)，归母净利润亏损 1.85 亿，去年同期盈利 1087 万，扣非净利润为-1.97 亿，去年同期为-2900 万，经营性现金流净额为-4.6 亿，较去年同期的-9.2 亿有所改善。24Q2 单季看，公司收入 6.2 亿 (Yoy-17%)，归母净利润与扣非净利润则分别亏损 3401 万元和 4524 万元，均较去年同期有明显下滑。
- **团队规模继续缩减，费用开始下降。**面对宏观环境和需求端的变化，公司从去年下半年开始对团队进行调整与优化，大幅减少市县级分支机构销售人员，也对研发和管理人员进行压缩，公司总员工数由 23H1 的 3780 降至 23 年底的 3364 人，24H1 进一步下降至 2666 人，同比降幅近 30%。在人员规模得到压缩后，公司 24Q2 销售、管理、研发费用合计为 1.55 亿，较 24Q1 的 2.22 亿和 23Q2 的 2.49 亿均有明显下降。我们认为，公司精简人员，减少下沉市场布局、更加聚焦特种行业与应急等重点行业市场，符合未来趋势，是公司未来走向扭亏和良性发展的必要调整。
- **公司继续坚持上中下游一体化布局。**公司将坚持“上游自主数据—中游自主平台—下游规模应用”的业务布局。上游数据层面，公司 2023 年发射的 InSAR 分布式雷达卫星已在轨运行一年多，加上无人机低空遥感，形成了较全面的数据采集体系。而中游“PIE-Engine”平台已从单一的多源遥感数据处理工具升级为新一代智慧地球平台，支撑下游应急、自然资源等十多个行业应用的落地，并积极拓展面向特种领域和应急等行业的卫星应用服务。
- **行业应用需求已开始好转。**24H1 公司最核心的 PIE+ 行业收入为 7.94 亿，较去年同期的 6.56 亿增长 21% 左右，不过空间基础设施规划与建设、云产品服务线均大幅下滑。我们认为，随着国债等项目的落地，以及卫星数据服务的规模化开展，公司整体收入增速有望反弹，此外，海外市场也成为公司重点拓展方向并有积极进展。

盈利预测与投资建议

- 由于宏观环境变化超出我们预期，下调公司 2024-2026 年归母净利润至-1.44 亿、1.53 亿、3.04 亿 (原 24-25 年预测为 5.87 亿、8.33 亿)，参照可比公司，我们认为公司合理估值水平为 2025 年的 23 倍市盈率，对应目标价为 13.51 元，下调评级至增持。

风险提示

下游客户需求持续低迷；海外市场拓展不力风险；公司扭亏不及预期风险；

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,457	1,819	2,008	2,455	2,842
同比增长(%)	67.3%	-26.0%	10.4%	22.3%	15.7%
营业利润(百万元)	278	(425)	(151)	167	328
同比增长(%)	27.5%	-253.0%	64.4%	210.4%	96.7%
归属母公司净利润(百万元)	264	(374)	(144)	153	304
同比增长(%)	32.3%	-241.5%	61.5%	206.5%	98.3%
每股收益(元)	1.01	(1.43)	(0.55)	0.59	1.17
毛利率(%)	48.0%	35.9%	34.9%	37.6%	38.1%
净利率(%)	10.8%	-20.6%	-7.2%	6.3%	10.7%
净资产收益率(%)	10.7%	-15.0%	-6.6%	7.0%	12.6%
市盈率	12.4	(8.7)	(22.7)	21.3	10.7
市净率	1.2	1.4	1.6	1.5	1.3

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 增持 (下调)

股价 (2024 年 09 月 06 日)	12.52 元
目标价格	13.51 元
52 周最高价/最低价	58.88/12 元
总股本/流通 A 股 (万股)	26,128/26,128
A 股市值 (百万元)	3,271
国家/地区	中国
行业	计算机
报告发布日期	2024 年 09 月 07 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-4.86	-23.8	-32.43	-78.04
相对表现%	-2.15	-20.46	-22.38	-62.81
沪深 300%	-2.71	-3.34	-10.05	-15.23



证券分析师

浦俊懿	021-63325888*6106 pujunyi@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860514050004
陈超	021-63325888*3144 chenchao3@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860521050002
覃俊宁	qinjunning@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860524080002
宋鑫宇	songxinyu@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860524090002

相关报告

延续稳健增长，加速数据要素和 AI 大模型落地	2023-09-04
实现卫星全产业链布局，数据要素市场有望带来新机遇	2023-05-13
Q3 收入增速超预期，应急管理、特种领域景气度高	2022-10-31

考虑到宏观经济影响、公司 2023 年、2024 上半年业绩不如预期，我们下调营业收入与毛利率预测，预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为-1.44 亿、1.53 亿、3.04 亿（原 24-25 年预测为 5.87 亿、8.33 亿），对应 EPS 分别为-0.55/0.59/1.17 元，参考可比公司给予公司 25 年 23 倍 PE，对应目标价为 13.51 元，下调至增持评级。

表 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格 (元) 2024/9/6	每股收益 (元)				市盈率			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
中科星图	688568	26.83	0.63	0.89	1.22	1.66	42.55	30.18	22.02	16.18
超图软件	300036	13.33	0.31	0.46	0.58	0.73	43.18	29.16	22.93	18.18
四维图新	002405	6.97	-0.55	-0.31	-0.13	0.04	-12.62	-22.15	-53.33	170.42
中国卫星	600118	20.68	0.13	0.17	0.21	0.26	155.26	121.65	98.99	80.44
数字政通	300075	11.69	0.22	0.30	0.39	0.49	54.02	39.18	30.13	23.78
上海钢联	300226	15.50	0.75	0.83	1.03	1.24	20.76	18.75	15.11	12.50
	最大值						155.26	121.65	98.99	170.42
	最小值						(12.62)	(22.15)	(53.33)	12.50
	平均数						50.53	36.13	22.64	53.58
	调整后平均						40.13	29.31	22.55	34.64

数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

下游客户需求持续低迷；海外市场拓展不力风险；公司扭亏不及预期风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,719	1,068	1,104	1,105	995	营业收入	2,457	1,819	2,008	2,455	2,842
应收票据、账款及款项融资	2,054	2,077	2,293	2,804	3,246	营业成本	1,276	1,165	1,308	1,533	1,759
预付账款	44	38	42	52	60	销售费用	237	263	169	156	163
存货	839	1,608	1,804	1,226	1,231	管理费用	265	278	250	245	252
其他	120	180	195	233	265	研发费用	296	383	279	260	274
流动资产合计	4,776	4,971	5,439	5,420	5,797	财务费用	41	97	111	116	105
长期股权投资	24	246	246	246	246	资产、信用减值损失	111	159	103	63	43
固定资产	497	834	829	817	800	公允价值变动收益	0	6	6	6	6
在建工程	18	4	5	5	5	投资净收益	1	(0)	(0)	(0)	(0)
无形资产	55	51	52	51	47	其他	46	96	55	78	77
其他	621	371	299	280	264	营业利润	278	(425)	(151)	167	328
非流动资产合计	1,215	1,507	1,431	1,398	1,362	营业外收入	0	0	0	0	0
资产总计	5,991	6,477	6,870	6,818	7,159	营业外支出	5	9	3	3	3
短期借款	869	1,330	1,997	1,580	1,415	利润总额	273	(434)	(154)	164	326
应付票据及应付账款	487	627	704	825	947	所得税	9	(57)	(9)	10	20
其他	636	775	813	903	981	净利润	264	(376)	(145)	154	306
流动负债合计	1,992	2,733	3,514	3,308	3,342	少数股东损益	(0)	(2)	(1)	1	2
长期借款	161	134	134	134	134	归属于母公司净利润	264	(374)	(144)	153	304
应付债券	905	949	949	949	949	每股收益(元)	1.01	-1.43	-0.55	0.59	1.17
其他	223	355	150	150	150						
非流动负债合计	1,288	1,438	1,233	1,233	1,233	主要财务比率					
负债合计	3,281	4,170	4,746	4,540	4,575		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	14	24	23	24	25	成长能力					
实收资本(或股本)	186	261	261	261	261	营业收入	67.3%	-26.0%	10.4%	22.3%	15.7%
资本公积	1,642	1,552	1,604	1,604	1,604	营业利润	27.5%	-253.0%	64.4%	210.4%	96.7%
留存收益	778	380	236	389	694	归属于母公司净利润	32.3%	-241.5%	61.5%	206.5%	98.3%
其他	90	90	(0)	(0)	(0)	获利能力					
股东权益合计	2,710	2,307	2,124	2,278	2,584	毛利率	48.0%	35.9%	34.9%	37.6%	38.1%
负债和股东权益总计	5,991	6,477	6,870	6,818	7,159	净利率	10.8%	-20.6%	-7.2%	6.3%	10.7%
						ROE	10.7%	-15.0%	-6.6%	7.0%	12.6%
						ROIC	8.2%	-5.9%	-0.7%	5.1%	7.9%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	54.8%	64.4%	69.1%	66.6%	63.9%
净利润	264	(376)	(145)	154	306	净负债率	10.8%	65.6%	100.9%	75.7%	64.6%
折旧摊销	52	93	75	80	80	流动比率	2.40	1.82	1.55	1.64	1.73
财务费用	41	97	111	116	105	速动比率	1.98	1.23	1.03	1.27	1.37
投资损失	(1)	0	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	(953)	(658)	(317)	231	(287)	应收账款周转率	1.5	0.9	0.9	1.0	0.9
其它	109	(25)	47	(6)	(6)	存货周转率	2.3	1.0	0.8	1.0	1.4
经营活动现金流	(488)	(870)	(229)	575	198	总资产周转率	0.5	0.3	0.3	0.4	0.4
资本支出	(202)	(388)	(52)	(47)	(43)	每股指标(元)					
长期投资	(1)	(222)	0	0	0	每股收益	1.01	-1.43	-0.55	0.59	1.17
其他	(88)	246	(85)	6	6	每股经营现金流	-2.63	-3.33	-0.88	2.20	0.76
投资活动现金流	(291)	(364)	(137)	(42)	(38)	每股净资产	10.32	8.74	8.04	8.63	9.79
债权融资	953	313	(206)	0	0	估值比率					
股权融资	98	(14)	52	0	0	市盈率	12.4	-8.7	-22.7	21.3	10.7
其他	427	263	556	(533)	(270)	市净率	1.2	1.4	1.6	1.5	1.3
筹资活动现金流	1,477	562	402	(533)	(270)	EV/EBITDA	14.3	-22.5	151.3	14.6	10.3
汇率变动影响	2	1	-0	-0	-0	EV/EBIT	16.6	-16.1	-131.3	18.7	12.2
现金净增加额	700	(671)	37	1	(110)						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。