



买入（维持）

所属行业：计算机/IT 服务 II
当前价格(元)：48.22

证券分析师

陈涵泊

资格编号：S0120524040004

邮箱：chenhb3@tebon.com.cn

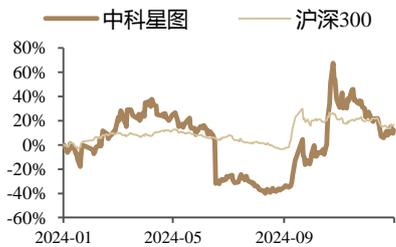
李佩京

资格编号：S0120524090004

邮箱：lipj@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-8.85	-18.38	29.17
相对涨幅(%)	-6.05	-14.44	28.54

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1. 《中科星图：低空 AI 算力龙头新起点》，2025.1.7

中科星图：低空云 V1.0 发布，迈向 AI 算力+低空 SaaS 新征程

投资要点

- 低空空域安全是国家安全的重要组成部分，我国在政策层面充分保障低空经济发展。美国国家科学、工程与医学院发布《加强空中交通国家蓝图》，提出使用新型智能航空器在本地、区域内、跨区域及城市等开展空中交通运输服务的发展愿景，建议加快发展先进空中交通运输。对于我国而言，低空政策频出，低空司+专项资金+六地试点实现央地协同。
- 我们认为，当前低空产业发展的难点在于能否以一套体系化的思路进行统一规划、统一设计，背后需要体系化的资源协调整合和部署能力，同时也需要扎实的一线产业经验。地球的表面积为 5.1 亿平方千米，日均飞行飞机架次 20 万+个（财经 M 平方，1 月 16 日数据）。我们认为，中国最大的城市西藏那曲市面积 35.3 万平方公里，如果要在城市飞行 10 万个无人机（根据深圳新闻网，目前深圳市在基建层面为头部企业超 10 万架无人机提供高质量的通信、感知和定位服务），则需要一套完整的体系。
- 公司在低空领域发展具备体系化优势：公司对上可以有效协调中科院股东资源，自身具备集天基数据+AI 算法+超算算力为一体的自主可控的星图云 IaaS 基座，对下有集团化+赛马机制可以充分调动业务团队积极性。
- 公司以产业带动地方试点，基于星图云底座，打造了全国低空云整体 PaaS+SaaS 解决方案标杆。
 - 领先的空域网格图：子公司北斗伏羲参与起草了《地球空间网格编码规则》国家标准设计了低成本、动态更新的低空立体导航空域图，公司打造了 G-DGGS 空域网格体系，实现了空域资产的数字化，有望为后续地方空域资产的商业化奠定基础；
 - 自主的天基卫星数据：公司基于自主构建的天基卫星星座能力，实现了全国影像 0.8/0.5 米天级更新、实况气象 23 类分钟/小时/天级预报、支持大疆/亿航/道通等 50+种无人机的电磁环境感知；
 - 星图地球智脑生成式 AI 引擎（GEOVIS Earth Brain）：集成与中科院合作的首个面向跨模态遥感数据的生成式预训练大模型“空天·灵眸”，接入了 PB 级分析就绪数据，20 余个基础处理算法、30 余个行业通用算法、15 余个专题应用算法和 800 余个算子服务；
 - 强大的超算和 AI 算力：公司自主设计了数字地球超级计算机，以某省会城市为例，可以使用 512 个超算处理器，在 3 小时内完成 1.1 万平方公里的 8 米网格的地形+白模网格的快速构建；平均每 64 个处理器可以支撑 1 万架飞行器动态智能计算，合计最高可支持百万级无人机的大规模路径规划；
 - 两大低空试验场：公司建设了全数字化仿真低空试验场、实景仿真低空试验场，与汽车自动驾驶 AI 模型训练类似，使用真实的飞行数据来持续提升低空云能力。
- 目前公司已签约 15+低空区域示范战略合作单位，未来公司有望参与低空领域整体国家和行业标准制定，并将低空云在全国范围内进行推广。低空云支持线上 PaaS 和 SaaS 调用或线下本地部署双模式，公司已为全国客户开通在线样板间 10+个城市，采用多租户管理+周期性付费方式进行部署。1 月 18 日，公司已和 15+个地区和单位签约，未来有望在全国进行推广并实现订阅式收入。
- 盈利预测和估值。我们预计 2024-2026 年公司营业总收入分别为 35.69/53.82/83.65 亿元，同比增长 41.86%/50.82%/55.41%，归母净利润分别为 4.38/6.96/11.57 亿元，同比增长 27.98%/58.75%/66.23%，维持“买入”评级。
- 风险提示：AI 商业化进展不及预期、低空经济产业政策及订单落地节奏不及预期、关键客户订单节奏不及预期、国际局势风险、国内宏观经济压力等。

股票数据

总股本(百万股):	543.33
流通 A 股(百万股):	543.33
52 周内股价区间(元):	25.81-71.95
总市值(百万元):	26,199.18
总资产(百万元):	7,263.50
每股净资产(元):	6.63

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,577	2,516	3,569	5,382	8,365
(+/-)YOY(%)	51.6%	59.5%	41.9%	50.8%	55.4%
净利润(百万元)	243	343	438	696	1,157
(+/-)YOY(%)	10.2%	41.1%	28.0%	58.8%	66.2%
全面摊薄 EPS(元)	0.45	0.63	0.81	1.28	2.13
毛利率(%)	48.9%	48.3%	48.2%	49.5%	49.8%
净资产收益率(%)	7.6%	9.6%	11.4%	15.8%	21.7%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.94	0.81	1.28	2.13
每股净资产	9.73	7.10	8.11	9.81
每股经营现金流	0.34	1.88	1.56	2.83
每股股利	0.19	0.16	0.26	0.44
价值评估(倍)				
P/E	52.19	59.76	37.64	22.65
P/B	5.04	6.80	5.94	4.92
P/S	7.15	7.34	4.87	3.13
EV/EBITDA	29.88	29.50	19.11	11.24
股息率%	0.4%	0.3%	0.5%	0.9%
盈利能力指标(%)				
毛利率	48.3%	48.2%	49.5%	49.8%
净利润率	19.2%	17.5%	18.5%	20.3%
净资产收益率	9.6%	11.4%	15.8%	21.7%
资产回报率	5.7%	6.0%	7.8%	10.1%
投资回报率	9.9%	13.0%	17.0%	22.7%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	59.5%	41.9%	50.8%	55.4%
EBIT 增长率	63.6%	52.3%	59.1%	70.7%
净利润增长率	41.1%	28.0%	58.8%	66.2%
偿债能力指标				
资产负债率	35.2%	39.6%	41.2%	41.2%
流动比率	2.3	1.9	1.9	2.0
速动比率	1.8	1.5	1.5	1.6
现金比率	0.8	0.7	0.7	0.8
经营效率指标				
应收帐款周转天数	203.7	187.0	150.6	127.3
存货周转天数	108.0	78.1	62.2	52.7
总资产周转率	0.5	0.5	0.7	0.8
固定资产周转率	18.8	20.5	28.8	48.2

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	343	438	696	1,157
少数股东损益	139	188	298	544
非现金支出	207	207	223	238
非经营收益	7	-52	-14	1
营运资金变动	-572	241	-357	-404
经营活动现金流	125	1,022	845	1,537
资产	-376	-246	-169	-172
投资	-299	-100	-100	-100
其他	-12	-321	-2	-2
投资活动现金流	-687	-667	-271	-274
债权募资	216	198	200	200
股权募资	79	-58	0	0
其他	-50	-89	-164	-266
融资活动现金流	245	51	36	-66
现金净流量	-316	405	611	1,197

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 1 月 17 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,516	3,569	5,382	8,365
营业成本	1,300	1,848	2,720	4,203
毛利率%	48.3%	48.2%	49.5%	49.8%
营业税金及附加	14	11	16	25
营业税金率%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	187	263	378	548
营业费用率%	7.4%	7.4%	7.0%	6.6%
管理费用	201	265	375	536
管理费用率%	8.0%	7.4%	7.0%	6.4%
研发费用	373	582	837	1,256
研发费用率%	14.8%	16.3%	15.6%	15.0%
EBIT	452	688	1,095	1,870
财务费用	-35	8	14	20
财务费用率%	-1.4%	0.2%	0.3%	0.2%
资产减值损失	-29	0	0	0
投资收益	-18	0	0	0
营业利润	443	639	1,045	1,820
营业外收支	83	41	36	29
利润总额	526	681	1,081	1,849
EBITDA	556	835	1,268	2,068
所得税	44	54	86	148
有效所得税率%	8.3%	8.0%	8.0%	8.0%
少数股东损益	139	188	298	544
归属母公司所有者净利润	343	438	696	1,157

资产负债表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,636	2,041	2,652	3,849
应收账款及应收票据	1,800	1,948	2,618	3,391
存货	391	411	529	700
其它流动资产	792	857	979	1,230
流动资产合计	4,618	5,257	6,779	9,170
长期股权投资	217	317	417	517
固定资产	160	187	187	160
在建工程	12	8	6	4
无形资产	243	243	243	243
非流动资产合计	1,411	1,998	2,132	2,237
资产总计	6,029	7,255	8,911	11,407
短期借款	235	435	635	835
应付票据及应付账款	1,244	1,668	2,116	2,743
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	518	644	799	1,003
流动负债合计	1,997	2,746	3,550	4,581
长期借款	0	3	3	3
其它长期负债	126	122	122	122
非流动负债合计	126	124	124	124
负债总计	2,123	2,871	3,674	4,705
实收资本	366	543	543	543
普通股股东权益	3,564	3,855	4,409	5,329
少数股东权益	342	530	828	1,372
负债和所有者权益合计	6,029	7,255	8,911	11,407

信息披露

分析师与研究助理简介

陈涵泊：德邦证券计算机行业首席分析师，上海交通大学信息安全本科，电子与通信工程硕士，曾任职于中信证券研究部、天风证券研究所，多年计算机行业研究经验，具备成熟的计算机研究框架、自上而下产业前瞻视野，云计算领域深入研究。2022-2023年新财富最佳分析师入围（团队），2023年新浪金麒麟最佳分析师第五名（团队）。

李佩京：德邦证券计算机行业高级研究员，中国地质大学（北京）计算机本科，对外经济贸易大学金融硕士，CPA（专业阶段），曾就职于中信建投、浙商研究所并担任算力行业负责人，2023年新财富电子行业最佳分析师入围（成员）、金麒麟菁英分析师计算机第三名（成员）。擅长自上而下体系化拆解分析行业及公司模型、美股历史复盘及比较研究，深度覆盖AI算力、卫星应用等领域。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。