

分析师: 张婧

执业证书编号: S1410525010001

联系人: 吴雁宇

执业证书编号: S1410124010015

投资评级: 增持 (首次)

当前价格: 51.9元

星图测控 920116.BJ

计算机行业

卫星互联网新标的,积极关注(首次覆盖)

投资要点:

◆中国科学院空天院是公司实际控制人。截至2025年1月27日,中科星图(688568.SH)为公司控股股东,其持有公司股权比例为34.77%;穿透后,中国科学院空天院为公司实际控制人。公司核心管理层整体以70、80后为主,教育背景良好,行业从业经验丰富。

◆公司所处行业国家鼓励发展的战略性支柱产业,技术属性较强、客户需求个性化特征明显,业内领先企业普遍采用“产品+综合服务方案”业务模式。航天产业是国家鼓励发展的战略性支柱产业,政府出台多项鼓励政策,有力促进了航天测控管理和航天数字仿真行业迅速发展。航天测控管理是通过建立涵盖发射、在轨、离轨等航天任务全生命周期各阶段的管理控制系统,为航天器制造、航天发射、在轨运营、离轨退役等各应用场景提供硬件设备、软件产品、信息保障、技术服务等全套解决方案。航天测控管理是实现太空资产高效调度、提升其使用效率并充分发挥最大效能的关键保障。作为太空资产管理的核心技术之一,航天测控管理在太空经济蓬勃发展的浪潮中,逐渐成为航天产业的前沿学科和热门领域。航天数字仿真通过模拟试验与分析,为航天任务的规划设计、航天器平台与载荷优化、发射入轨及在轨运行提供仿真环境。它以低成本、高效率的方式验证和优化航天任务方案,有效降低任务执行成本,提升任务效益。公司所处行业技术属性较强、客户需求个性化特征明显,业内领先企业普遍采用“产品+综合服务方案”业务模式。航天产业特种领域收入确认主要集中在下半年,尤其是第四季度,呈现出一定的季节性。

◆洞察者系列产品是公司产品与服务体系的核心,包括洞察者基础平台(洞察者空间信息分析系统)和洞察者应用平台。公司主营业务是航天测控管理和航天数字仿真业务,开发了洞察者系列产品,下游应用是特种领域、商业航天和民用航天。洞察者系列产品是公司产品与服务体系的核心,包括洞察者基础平台(洞察者空间信息分析系统)和洞察者应用平台。洞察者基础平台是系统级的航天任务全周期分析软件,利用航天器高精度轨道、姿态、控制计算,测控资源智能筹划与调度,卫星全生命周期健康管理等核心技术,为航天任务设计、测试、发射、运行和应用提供专业的信息计算分析,并为一体化全功能地面站网建设提供技术支撑,是洞察者应用平台和项目开发服务的基础。洞察者应用平台包括一体化全功能地面站网建设(天路 Space Link)、太空资产管理(天控 Space OS)、太空态势感知(天感 Space SSA)、航天仿真分析(天仿 Space Sim)、航天业务数字化训练(天训 Space Train)、太空视景交互(天视 Space XR)等航天业务应用平台。

◆技术与服务收入是公司主要收入来源。公司盈利模式包括技术开发与服务、软件销售、测控地面系统建设和系统集成。公司销售模式主要是直销,具体是通过招投标、竞争性谈判以及询比价等多种方式获取销售合同。2021年至2024年1-6月,公司技术开发与服务收入占比分别为87.59%、87.54%、74.42%和88.93%;说明技术与服务收入是公司主要收入来源。2023年,公司开展测控地面系统建设业务;测控地面系统建设业务收入确认主要集中在下半年,呈现一定的季节性特点。

◆估值和投资建议:预计公司2024-2026年营业收入分别为2.88、3.55、4.29亿元,同比增长率分别为25.61%、23.47%、20.70%;归母净利润分别为0.87、

市场数据

| | |
|--------------|-----------------|
| 总股本(百万股) | 114.13 |
| A股股本(百万股) | 114.13 |
| B/H股股本(百万股) | -/- |
| A股流通比例(%) | 22.89 |
| 12个月最高/最低(元) | 56.80/35.00 |
| 第一大股东 | 中科星图股份有限公司 |
| 第一大股东持股比例(%) | 34.77 |
| 上证综指/沪深300 | 3303.67/3892.70 |

数据来源:聚源 注:2025年2月7日数据

近十二个月股价表现



| % | 1个月 | 3个月 | 12个月 |
|------|-------|--------|--------|
| 相对收益 | 19.93 | 663.02 | 604.46 |
| 绝对收益 | 38.03 | 650.00 | 650.00 |

数据来源:聚源 注:相对收益与北证50相比

相关研究报告

1.08、1.30亿元，同比增长率分别为38.12%、24.98%、20.46%；EPS分别为0.76、0.95、1.14元/股，对应PE分别为68.47、54.79、45.48倍。考虑公司产品下游需求较为确定，业绩有望持续稳健增长。首次覆盖，给予增持评级。

◆**风险提示：**产业政策风险、市场竞争加剧风险、同业竞争风险、关联交易风险、财务风险、技术风险、人力资源风险。

| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 141.46 | 229.04 | 287.68 | 355.20 | 428.72 |
| YOY(%) | 35.71% | 61.90% | 25.61% | 23.47% | 20.70% |
| 归母净利润(百万元) | 50.75 | 62.63 | 86.50 | 108.11 | 130.24 |
| YOY(%) | 45.62% | 23.41% | 38.12% | 24.98% | 20.46% |
| ROE(%) | 44.01% | 28.00% | 27.89% | 25.85% | 23.74% |
| EPS(摊薄/元) | 0.44 | 0.55 | 0.76 | 0.95 | 1.14 |
| P/E(倍) | 116.71 | 94.58 | 68.47 | 54.79 | 45.48 |
| P/B(倍) | 51.37 | 26.48 | 19.10 | 14.16 | 10.80 |

资料来源：公司财报，江海证券研究发展部

正文目录

| | |
|-----------------------------|----|
| 1 公司简介 | 1 |
| 1.1 公司股权结构 | 1 |
| 1.2 公司核心管理层 | 2 |
| 2 行业简要分析 | 3 |
| 2.1 航天产业监管政策 | 3 |
| 2.2 航天行业产业链分析 | 4 |
| 2.3 航天测控管理行业分析 | 5 |
| 2.4 航天数字仿真行业分析 | 6 |
| 2.5 公司所处行业经营特点 | 6 |
| 3 主营业务分析 | 7 |
| 3.1 主要产品和服务、盈利模式和销售模式 | 7 |
| 3.2 主要客户 | 11 |
| 3.3 主要供应商 | 12 |
| 3.4 核心技术 | 13 |
| 3.5 公司 IPO 募投项目 | 14 |
| 4 公司财务分析 | 15 |
| 4.1 收入和净利润持续快速增长 | 15 |
| 4.2 毛利率整体稳定 | 17 |
| 4.3 期间费用率整体维持稳定 | 17 |
| 5 盈利预测及估值 | 18 |
| 5.1 盈利预测 | 18 |
| 5.2 估值及建议 | 20 |
| 6 风险提示 | 20 |

图表目录

| | |
|-------------------------|----|
| 图 1 、公司股权结构 | 2 |
| 图 2 、航天产业链 | 5 |
| 图 3 、公司主要产品和服务 | 7 |
| 图 4 、公司洞察者系列产品构成 | 8 |
| 图 5 、公司洞察者基础平台功能 | 8 |
| 图 6 、公司营业收入及同比增速 | 16 |
| 图 7 、公司归母净利润及同比增速 | 16 |
| 图 8 、公司毛利率 | 17 |
| 图 9 、公司期间费用率 | 18 |
| 表 1 、公司核心管理层 | 2 |
| 表 2 、中国航天产业主要监管政策 | 4 |
| 表 3 、洞察者应用平台产品介绍 | 9 |
| 表 4 、公司主营业务收入拆分 | 11 |
| 表 5 、公司前五大客户 | 11 |
| 表 6 、公司前五大供应商 | 12 |

| | |
|------------------------|----|
| 表 7 、公司主要核心技术 | 13 |
| 表 8 、公司 IPO 募投项目 | 15 |
| 表 9 、公司收入按业务拆分 | 16 |
| 表 10 、公司收入按季节拆分 | 16 |
| 表 11 、公司不同业务毛利率 | 17 |
| 表 12 、公司收入结构预测 | 19 |
| 表 13 、可比公司估值 | 20 |

1 公司简介

中科星图测控技术股份有限公司成立于 2016 年 12 月，总部位于安徽省合肥市。2022 年 11 月，公司由有限责任公司整体变更为股份有限公司。2023 年 2 月，公司在新三板挂牌，股票代码 874016.BQ；2023 年 6 月，公司股票调至新三板创新层。2025 年 1 月，公司在北京证券交易所上市，股票代码为 920116.BJ。公司主营业务是航天测控管理与航天数字仿真。

1.1 公司股权结构

截至 2025 年 2 月 7 日，中科星图（688568.SH）为公司控股股东，其持有公司股权比例为 34.77%；穿透后，中国科学院空天院为公司实际控制人；策星九天、策星银河和策星逐日均为公司员工持股平台，分别持有公司股权比例为 21.32%、2.54%、1.55%；策星揽月是公司董事、员工组成的持股平台，持有公司股权比例为 3.75%；幸福一期和幸福二期均为公司控股股东中科星图或其控股子公司员工组成的持股平台，分别持有公司股权比例为 8.34%、2.73%。

公司拥有 4 家全资子公司，分别是无锡洞察、合肥洞察、西安洞察和喀什测控；2 家参股公司，参股比例均为 30%，分别是岢岚九舟、航天宇遥。

图 1、公司股权结构



资料来源：iFinD，企查查，公司招股说明书，江海证券研究发展部（截至 2025 年 2 月 7 日）

1.2 公司核心管理层

公司核心管理层整体以 70、80 后为主，教育背景良好，行业从业经验丰富。

表 1、公司核心管理层

| 姓名 | 职务 | 性别 | 国籍 | 学历 | 出生年份 | 个人简历 |
|----|-----|----|----|----|------|--|
| 胡煌 | 董事长 | 男 | 中国 | 硕士 | 1976 | 无境外永久居留权，正高级工程师，安徽省第十三届政协委员。1998 年至 2006 年，历任中国空间技术研究院 503 所某研究室工程师、主任助理。2006 年至 2016 年，历任航天恒星科技有限公司市场营销处处长、业务副总经理，期间曾兼任西安航天天绘数据技术有限公司总经理。2016 年至 2022 年，任中科星图副总经理。2016 年至 2024 年 2 月，兼任星图空间董事长。2021 年至今，兼任中科天极（新疆）空天信息有限公司副董事长，2023 年至今，兼任中科星图金能（南京）科技有限公司董事长，2024 年 9 月至今，兼任南京中科华兴应急科技研究院有限公司董事。2020 年至今，任中科星图测控技术股份有限公司董事长。 |

| | | | | | | |
|-----|-------------------------|---|----|----|------|---|
| 牛威 | 总经理 | 男 | 中国 | 硕士 | 1975 | 无境外永久居留权，高级工程师。1997年至2009年，历任西安卫星测控中心助理工程师、工程师、高级工程师。2009年至2017年，任西安卫星测控中心宇航动力学国家重点实验室识别团队负责人，期间2013年至2014年，在英国埃克塞特大学作访问学者。2017年至今，任中科星图测控技术股份有限公司董事、总经理。 |
| 张子航 | 副总经理， 财务总监， 董事会秘书 | 男 | 中国 | 硕士 | 1985 | 无境外永久居留权，持有中国注册会计师（CPA）、美国特许金融分析师（CFA）、保荐代表人资格。2007年至2011年，历任德勤（Deloitte）会计师事务所加拿大蒙特利尔分所、中国上海分所审计员、高级审计员。2012年至2015年，历任江海证券有限公司投资银行部高级经理、信达证券有限公司投资银行部副总裁。2016年至2022年，历任中信建投证券股份有限公司投资银行业务管理委员会副总裁、高级副总裁、业务总监。2013至2019年，兼任华夏视听环球传媒（北京）股份有限公司独立董事、审计委员会主任委员、薪酬与考核委员会委员。2022年至今就职于公司，现任中科星图测控技术股份有限公司董事、副总经理、财务总监、董事会秘书。 |
| 李宁 | 副总经理 | 男 | 中国 | 本科 | 1973 | 无境外永久居留权，高级工程师。1997年至2018年，历任西安卫星测控中心助理工程师、工程师、高级工程师。2018年至2019年，任西安中子运测信息科技有限公司副总经理。2020年至今就职于公司，现任中科星图测控技术股份有限公司副总经理、数字太空研究院院长。 |
| 李攀 | 副总经理 | 男 | 中国 | 硕士 | 1977 | 无境外永久居留权。曾在联想、三星、IBM和中科星图从事技术研发、客户销售、渠道建设和市场运营等管理工作。在联想工作期间，先后担任联想研究院信息安全研究室助理研究员、联想集团信息安全事业部行业经理和联想网御科技有限公司销售总监等职位。在三星工作期间担任三星电子业务群组中国区政府行业销售主管。在IBM工作期间，先后担任IBM安全软件产品线中国北区经理、IBM ISS产品线中国区渠道经理、IBM安全服务业务中国区高级咨询顾问、IBM集成与服务业务中国区销售主管等职位。在中科星图工作期间任副总裁，负责区域市场和营销管理等工作。2021年至今就职于公司，现任中科星图测控技术股份有限公司副总经理。 |

资料来源：iFinD，江海证券研究发展部

2 行业简要分析

2.1 航天产业监管政策

公司业务主管部门是工信部、国防科工局、国家航天局；行业自律性组织是中国宇航学会和中国软件行业协会。

航天产业是国家鼓励发展的战略性支柱产业，政府出台多项鼓励政策，有力促进了航天测控管理和航天数字仿真行业迅速发展。

表 2、中国航天产业主要监管政策

| 政策名称 | 颁布单位 | 颁布时间 | 要点 |
|--|-----------------|----------|--|
| 《关于印发国家民用空间基础设施中长期发展规划(2015-2025年)的通知》 | 国家发改委、财政部、国防科工局 | 2015年10月 | 探索国家民用空间基础设施市场化、商业化发展新机制，支持和引导社会资本参与国家民用空间基础设施建设和应用开发，实现空间资源规模化、业务化、产业化发展。 |
| 《国家信息化发展战略纲要》 | 国务院 | 2016年7月 | 以信息化驱动现代化为主线，以建设网络强国为目标，着力增强国家信息化发展能力。将信息强军的内容纳入信息化战略。 |
| 《中国航天助力联合国2030年可持续发展目标的声明》 | 国家航天局 | 2019年4月 | 实施国家科技重大专项、重大航天工程和空间科学任务；建设空间信息走廊，促进卫星资源开放共享；支持商业航天发展，推广卫星应用，促进航天技术转移转化，打造“航天+”产业等。 |
| 《2021中国的航天》白皮书 | 国务院 | 2021年1月 | 鼓励引导商业航天发展，研究制定商业航天发展指导意见，促进商业航天快速发展。优化商业航天在产业链中布局，鼓励引导商业航天企业从事卫星应用和航天技术转移转化。商业卫星测控站网加快发展。 |
| 《国家民用卫星遥感数据国际合作管理办法》 | 国家航天局 | 2022年4月 | 明确卫星遥感数据国际合作遵循平等互利、和平利用、包容发展的原则，明确责任主体，加强多方协同，促进国际应用推广，支持卫星遥感数据的开放与共享。 |
| 《关于推动未来产业创新发展的实施意见》 | 工业和信息化部等七部门 | 2024年1月 | 提出重点推进未来信息、未来空间等产业发展，涵盖卫星互联网、空天等领域。 |

资料来源：公司招股说明书，江海证券研究发展部

2.2 航天行业产业链分析

航天产业链包括卫星研制、火箭研制与发射、卫星运管、卫星应用等上中下多个环节，公司所处的航天测控管理与航天数字仿真行业涉及航天产业上中下游，覆盖航天任务全生命周期。

图 2、航天产业链



注：各环节细分业务中，红色部分为公司所处行业涉及的业务

资料来源：公司招股说明书，江海证券研究发展部

2.3 航天测控管理行业分析

航天测控管理是通过建立涵盖发射、在轨、离轨等航天任务全生命周期各阶段的管理控制系统，为航天器制造、航天发射、在轨运营、离轨退役等各应用场景提供硬件设备、软件产品、信息保障、技术服务等全套解决方案。航天测控管理是实现太空资产高效调度、提升其使用效率并充分发挥最大效能的关键保障。作为太空资产管理的核心技术之一，航天测控管理在太空经济蓬勃发展的浪潮中，逐渐成为航天产业的前沿学科和热门领域。

当前太空资源竞争激烈，世界各国巨头争相布局低轨卫星互联网星座。

美国 SpaceX 公司于 2015 年启动“星链”计划，旨在构建一个包含近 4.2 万颗卫星的超大型星座。2022 年，该公司又推出“星盾”计划，专门为美国国家安全机构服务，旨在大幅提升美军的通信侦察、空间态势感知以及天基防御与打击能力。英国 OneWeb 公司于 2015 年首次提出 648 颗低轨卫星计划，并于 2021 年向美国联邦通信委员会 (FCC) 申请部署 6,372 颗 LEO 卫星。美国亚马逊公司于 2020 年获得 FCC 批准，启动 Kuiper 卫星部署计划，该计划计划发射 3,236 颗卫星，预计投入超过 100 亿美元，并已预订 92 次发射服务。美国链客 (Lynk) 公司于 2021 年宣布将布局 5,000 颗低轨卫星，并在 2022 年 9 月成为全球首家获得 FCC 商业许可的卫星通信公司。

中国低轨卫星互联网规划了 3 个万星星座计划，分别是千帆星座、GW 星座和鸿鹄-3 星座。千帆星座由上海垣信卫星科技有限公司主导建设，该星座计划分三期实施，一期是到 2025 年底，发射 648 颗卫星，实现区域网络覆盖；

二期是到 2027 年底，再发射 648 颗卫星，实现全球网络覆盖；三期是到 2030 年底，完成超过 1.5 万颗卫星的组网，提供全球范围内的互联网接入服务。GW 星座由中国星网牵头，计划打造一个由 1.3 万颗卫星组成的中国星链主体。鸿鹄-3 星座将在 160 个轨道平面上总共发射 1 万颗卫星。

随着卫星频轨资源的稀缺性日益凸显，各国在低轨卫星领域的竞争不断加剧。根据国际电信联盟（ITU）的规定，卫星轨道和频谱资源具有排他性，地球同步轨道（GEO）需要各国通过公平协商进行分配；而低地球轨道（LEO）和中地球轨道（MEO）则遵循“先登先占”的原则。赛迪研究院的数据显示，地球近地轨道理论上可容纳的卫星数量约为 6 万颗，但目前各国申报的卫星数量已远超这一容量。此外，时效性也成为关键因素。按照 ITU 的要求，卫星运营商必须在首颗卫星投入使用后的监管期结束起，2 年内完成 10% 的卫星发射，5 年内发射 50%，并在 7 年内完成全部部署。

航天测控管理是支撑未来航天发展的关键，其能提升太空开发经济效益和航天器在轨运营效率。航天测控管理未来技术要求是提供更远的测控距离、更高的数据传输速率、更高的轨道测量精度、更低的探索成本、更多的测控目标和更智能的测控管理。

2.4 航天数字仿真行业分析

航天数字仿真通过模拟试验与分析，为航天任务的规划设计、航天器平台与载荷优化、发射入轨及在轨运行提供仿真环境。它以低成本、高效率的方式验证和优化航天任务方案，有效降低任务执行成本，提升任务效益。

借助航天数字仿真，可以提前规划空间飞行器和航天运载器的载荷需求、功能布局和技术指标，从而提高研制效率、缩短研发周期、优化生产流程。这不仅能够降低空间飞行器和航天运载器的研发与生产成本，还能推动航天产业的高质量发展。

随着我国航天任务复杂性以及航天工业信息化水平的持续提升，航天数字仿真的应用需求愈发凸显。在此背景下，航天数字仿真技术正朝着数字化、高效化、信息化和智能化的方向加速演进。

2.5 公司所处行业经营特点

公司所处行业技术属性较强、客户需求个性化特征明显，业内领先企业普遍采用“产品+综合服务方案”业务模式。

航天产业特种领域收入确认主要集中在下半年，尤其是第四季度，呈现出一定的季节性。

3 主营业务分析

3.1 主要产品和服务、盈利模式和销售模式

公司主营业务是航天测控管理和航天数字仿真业务，开发了洞察者系列产品，下游应用是特种领域、商业航天和民用航天。

图 3、公司主要产品和服务



资料来源：公司招股说明书，江海证券研究发展部

航天测控是针对航天器飞行和工作状态进行跟踪、测量与控制的活动，是航天器与地面通信的中枢链路。公司航天测控管理系统为火箭主动段、卫星早期轨道段、在轨测试阶段、长期管理阶段以及离轨阶段提供全方位技术支持，包括遥测遥控、任务规划与调度、轨道确定与控制、碰撞预警以及健康管理等服务。同时，公司还致力于地面站网等航天基础设施的建设，为特种领域、民用航天和商业航天用户提供一站式测控解决方案。

航天数字仿真通过模拟试验与分析航天任务的全过程，为航天任务的规划设计、航天器平台与载荷优化、发射入轨以及在轨运行等环节提供高效、低成本的仿真环境；其能够有效验证与优化航天任务方案，降低任务执行成本，提升整体效益。公司航天数字仿真业务专注于为航天工程的设计论证、仿真推演、模拟训练和分析评估提供全面的解决方案和产品。

洞察者系列产品是公司产品与服务体系的核心，包括洞察者基础平台（洞察者空间信息分析系统）和洞察者应用平台。

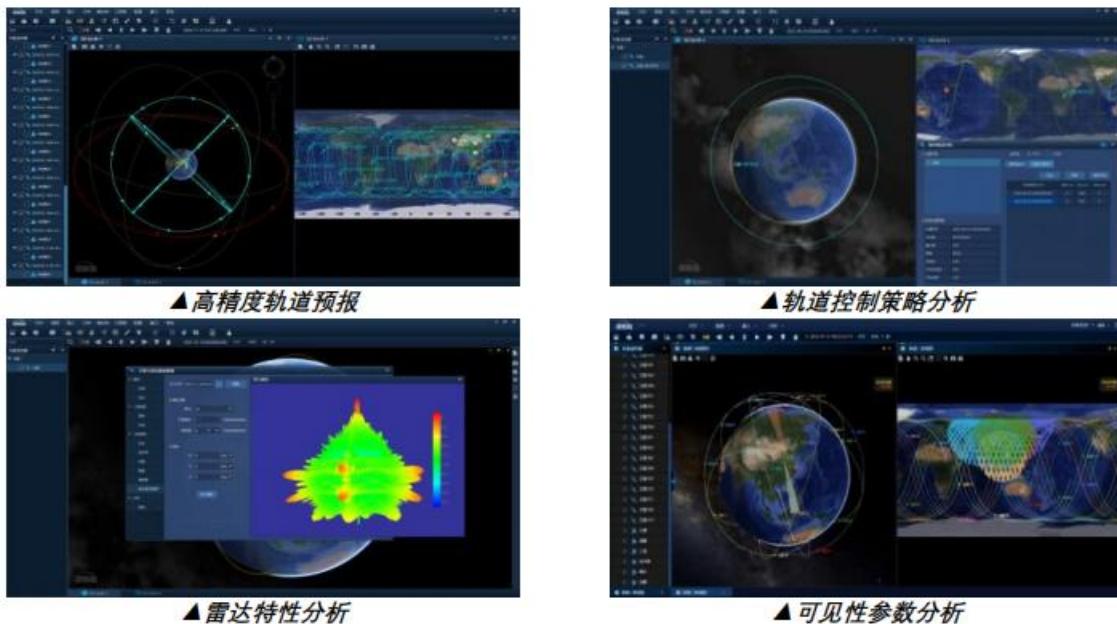
图 4、公司洞察者系列产品构成



资料来源：公司招股说明书，江海证券研究发展部

洞察者基础平台是系统级的航天任务全周期分析软件，利用航天器高精度轨道、姿态、控制计算，测控资源智能筹划与调度，卫星全生命周期健康管理等核心技术，为航天任务设计、测试、发射、运行和应用提供专业的信息计算分析，并为一体化全功能地面站网建设提供技术支撑，是洞察者应用平台和项目开发服务的基础。

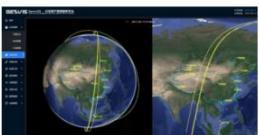
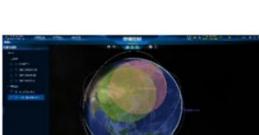
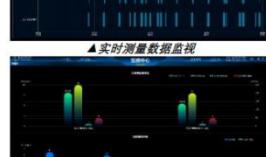
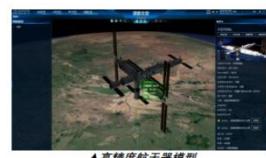
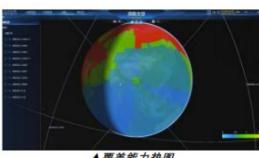
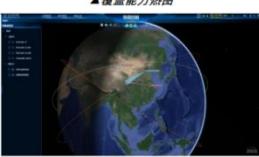
图 5、公司洞察者基础平台功能

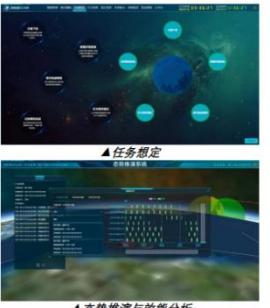
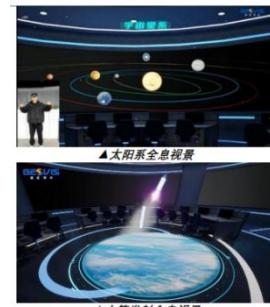
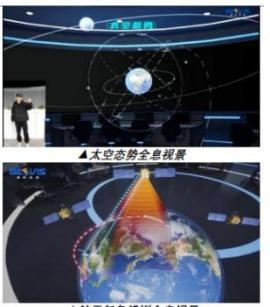


资料来源：公司招股说明书，江海证券研究发展部

洞察者应用平台包括一体化全功能地面站网建设（天路 Space Link）、太空资产管理（天控 Space OS）、太空态势感知（天感 Space SSA）、航天仿真分析（天仿 Space Sim）、航天业务数字化训练（天训 Space Train）、太空视景交互（天视 Space XR）等航天业务应用平台。

表 3、洞察者应用平台产品介绍

| 产品 | 定义 | 功能展示 |
|-----------------|---|--|
| 天路 (Space Link) | 天路应用平台是以智能管控系统为指挥中枢的测控地面系统，是数据收发的最前端设备，是天地联系的唯一通道。 |  <p>▲ 天何馈系统</p>  <p>▲ 机房设备</p>  <p>▲ 智能任务编排</p>  <p>▲ 无人值守与远程控制</p> |
| 天控 (Space OS) | 天控应用平台针对卫星在轨管理领域的典型业务需求，基于“云计算+微服务”软件架构以及组件式开发方法，设计并实现了集卫星遥测处理、遥控发令、轨道确定与控制、任务规划与调度、健康管理、数据处理、态势展示等多功能为一体的卫星测控管理应用服务平台。 |  <p>▲ 星座状态监视</p>  <p>▲ 任务运行态势</p>  <p>▲ 遥控指令加工</p>  <p>▲ 转发协议配置</p> |
| 天感 (Space SSA) | 天感应用平台主要针对太空态势感知领域典型需求，采用结构化、组件化设计理念以及并行计算、高精度轨道确定与预报等核心技术，设计并实现了包括外测数据汇集与处理、空间目标发现识别、编目定轨、碰撞预警、陨落预报等多项空间目标感知处理业务功能于一体的太空态势感知应用平台，为在轨航天器运行提供了各种太空事件感知预警及轨道编目的分析和数据支撑。 |  <p>▲ 实时测量数据监视</p>  <p>▲ 监视区域可视化</p>  <p>▲ 监视任务统计</p>  <p>▲ 测量数据详情</p> |
| 天仿 (Space Sim) | 天仿应用平台主要针对航天系统设计与仿真分析领域的典型需求，在洞察者基础平台高精度轨道预报与控制算法的基础上，设计并实现了卫星频率轨道设计、星座组网设计、航天装备数字化建模、场景想定编辑、态势推演、系统效能评估、态势展示等多功能于一体的仿真验证与效能评估应用平台，为航天系统设计的高精度仿真验证提供技术支撑。 |  <p>▲ 高精度航天器模型</p>  <p>▲ 覆盖能力热图</p>  <p>▲ 太空环境模拟</p>  <p>▲ 任务推演</p> |

| | | | |
|------------------|--|--|---|
| 天训 (Space Train) | <p>天训应用平台主要针对航天系统模拟训练领域的典型需求，围绕训练准备、实施及总结等全流程，设计并实现了训练规划、仿真推演、态势显示、导调控制、训练监控、考核评估、记录回放等模拟训练功能，为太空任务模拟训练提供完整解决方案。</p> |  |  |
| 天视 (Space XR) | <p>天视应用平台主要是针对航天工业设计、航天科普教育等应用领域实际需求，利用MR、VR、AR等扩展现实技术，构建太空视景渲染与交互引擎，设计并实现了空间态势映射、空间目标模型管理、场景编辑、场景推演与展示等多功能为一体的综合航天工程可视化平台，通过手势/语音交互、虚拟现实等多种交互方式，提升航天器设计、制造以及科普教育等诸多应用场景的效能。</p> |  |  |

资料来源：公司招股说明书，江海证券研究发展部

公司盈利模式包括技术开发与服务、软件销售、测控地面系统建设和系统集成。技术开发与服务是基于公司自主研发的洞察者系列产品向客户提供航天测控管理、航天数字仿真等业务方向的定制技术研发与服务，获得销售收入。软件销售是基于公司自主研发的洞察者软件产品满足航天领域用户通用业务需求，获得销售收入。测控地面系统建设业务根据用户测控需求，提供地面站设计与建设、测控中心设计与建设等服务，获得销售收入。系统集成基于公司在航天领域长年积累的研发经验、技术优势，结合用户需求，通过集成航天系统通用硬件与航天系统软件满足用户多样化需求，获得销售收入。

2021年至2024年1-6月，公司技术开发与服务收入占比分别为87.59%、87.54%、74.42%和88.93%；说明技术与服务收入是公司主要收入来源。2023年，公司开展测控地面系统建设业务；测控地面系统建设业务收入确认主要集中在下半年，呈现一定的季节性特点。

表 4、公司主营业务收入拆分

| | 2021 年 | | 2022 年 | | 2023 年 | | 2024 年 1-6 月 | |
|-----------|------------------|----------------|------------------|----------------|------------------|----------------|-----------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 技术开发与服务 | 9,129.73 | 87.59% | 12,384.42 | 87.54% | 17,044.33 | 74.42% | 7235.25 | 88.93% |
| 软件销售 | 261.06 | 2.50% | 758.41 | 5.36% | 681.42 | 2.98% | 168.14 | 2.07% |
| 测控地面系统建设 | N/A | N/A | N/A | N/A | 4,096.95 | 17.89% | N/A | N/A |
| 系统集成 | 1,032.96 | 9.91% | 1,003.65 | 7.09% | 1,080.82 | 4.72% | 732.57 | 9.00% |
| 合计 | 10,423.76 | 100.00% | 14,146.49 | 100.00% | 22,903.52 | 100.00% | 8,135.97 | 100.00% |

数据来源：公司招股说明书，江海证券研究发展部

公司销售模式主要是直销，具体是通过招投标、竞争性谈判以及询比价等多种方式获取销售合同。

3.2 主要客户

2021 年-2024 年 1-6 月，公司前五大客户收入合计分别为 6,529.15 万元、7,271.87 万元、8,627.8 万元、3,783.01 万元，占营业收入比例分别为 62.64%、51.40%、37.67%、46.50%，可知公司对单一客户的依赖风险呈波动下降趋势。

表 5、公司前五大客户

| 2024 年 1-6 月前五大客户情况 | | | | |
|---------------------|-------------------|-------|-----------------|---------------|
| 序号 | 客户名称 | 是否关联方 | 金额 | 占营业收入比例 |
| 1 | 上海宇航系统工程研究所 | 否 | 1,291.51 | 15.87% |
| 2 | 中国科学院空天院 | 是 | 398.89 | 4.90% |
| | 齐鲁空天信息研究院 | 是 | 264.15 | 3.25% |
| 3 | 北京中科气象科技有限公司 | 否 | 660.38 | 8.12% |
| 4 | 昆宇蓝程（北京）科技有限责任公司 | 否 | 660.38 | 8.12% |
| 5 | NL 单位 | 否 | 507.71 | 6.24% |
| 合计 | | - | 3,783.01 | 46.50% |
| 2023 年前五大客户情况 | | | | |
| 序号 | 客户名称 | 是否关联方 | 金额 | 占营业收入比例 |
| 1 | 二十一世纪空间技术应用股份有限公司 | 否 | 2,910.77 | 12.71% |
| 2 | 上海宇航系统工程研究所 | 否 | 1,768.26 | 7.72% |
| 3 | 中科星图 | 是 | 840.38 | 3.67% |
| | 中国科学院空天院 | 是 | 458.49 | 2.00% |
| | 星图空间 | 是 | 330.19 | 1.44% |
| 4 | 陆海空间（烟台）信息技术有限公司 | 否 | 1,159.88 | 5.06% |
| 5 | 天津云遥宇航科技有限公司 | 否 | 1,159.85 | 5.06% |
| 合计 | | - | 8,627.82 | 37.67% |
| 2022 年前五大客户情况 | | | | |
| 序号 | 客户名称 | 是否关联方 | 金额 | 营业收入比例 |
| 1 | 中科星图 | 是 | 1,705.20 | 12.05% |

| | 中国科学院空天院 | 是 | 904.87 | 6.40% |
|----------------------|--------------------|-------|-----------------|---------------|
| 2 | 欧比特卫星大数据 | 否 | 1,680.00 | 1.88% |
| 3 | 知一航宇（北京）科技有限公司 | 否 | 1,179.25 | 8.34% |
| 4 | 北京开运联合信息技术集团股份有限公司 | 否 | 943.40 | 6.67% |
| 5 | 湖南迈克森伟电子科技有限公司 | 否 | 859.16 | 6.07% |
| 合计 | | - | 7,271.87 | 51.40% |
| 2021 年前五大客户情况 | | | | |
| 序号 | 客户名称 | 是否关联方 | 金额 | 营业收入比例 |
| 1 | 中科星图 | 是 | 2,290.60 | 21.97% |
| | 中国科学院空天院 | 是 | 1,455.09 | 13.96% |
| | 星图空间 | 是 | 73.20 | 0.70% |
| 2 | 时空道宇 | 否 | 939.26 | 9.01% |
| 3 | 航天科工仿真 | 否 | 620.00 | 5.95% |
| 4 | 华如科技 | 否 | 580.00 | 5.56% |
| 5 | 上海宇航系统工程研究所 | 否 | 571.00 | 5.48% |
| 合计 | | - | 6,529.15 | 62.64% |

数据来源：公司招股说明书，江海证券研究发展部

3.3 主要供应商

2021 年-2024 年 1-6 月，公司向前五大供应商采购金额合计分别为 3,288.16 万元、2,622.13 万元、3,860.16 万元、1,276.61 万元，占当期采购额总额的比例分别为 69.31%、38.58%、32.93%、34.29%，可知公司对单一供应商依赖风险较小。

表 6、公司前五大供应商

| 2024 年 1-6 月前五大供应商情况 | | | | |
|----------------------|-------------------|-------|-----------------|---------------|
| 序号 | 供应商名称 | 是否关联方 | 金额 | 占采购总额的比例 |
| 1 | 北京无元数字科技有限公司 | 否 | 338.68 | 9.10% |
| 2 | 北京天工科仪空间技术有限公司 | 否 | 330.19 | 8.87% |
| 3 | 北京华创众成信息技术有限责任公司 | 否 | 226.42 | 6.08% |
| 4 | 北京方州科技有限公司 | 否 | 207.55 | 5.58% |
| 5 | 陕西航天技术应用研究院有限公司 | 否 | 173.77 | 4.67% |
| 合计 | | - | 1,276.61 | 34.29% |
| 2023 年前五大供应商情况 | | | | |
| 序号 | 供应商名称 | 是否关联方 | 金额 | 占采购总额的比例 |
| 1 | 北京天工科仪空间技术有限公司 | 否 | 1,022.23 | 8.72% |
| 2 | 北京方州科技有限公司 | 否 | 829.57 | 7.08% |
| 3 | 安徽华印机电有限公司 | 否 | 821.24 | 7.01% |
| 4 | 中国电子科技集团公司第三十九研究所 | 否 | 601.77 | 5.13% |
| 5 | 西安敏文测控科技有限公司 | 否 | 585.36 | 4.99% |
| 合计 | | - | 3,860.16 | 32.93% |

2022 年前五大供应商情况

| 序号 | 供应商名称 | 是否关联方 | 金额 | 占采购总额的比例 |
|----|----------------|-------|----------|----------|
| 1 | 星图空间 | 是 | 797.58 | 11.73% |
| 2 | 西安运控信息科技有限公司 | 否 | 507.74 | 7.47% |
| 3 | 北京星天科技有限公司 | 否 | 441.51 | 6.50% |
| 4 | 长沙翔宇信息科技有限公司 | 否 | 441.34 | 6.49% |
| 5 | 北京天工科仪空间技术有限公司 | 否 | 433.96 | 6.38% |
| 合计 | | - | 2,622.13 | 38.58% |

2021 年前五大供应商情况

| 序号 | 供应商名称 | 是否关联方 | 金额 | 占采购总额的比例 |
|----|----------------|-------|----------|----------|
| 1 | 中科星图 | 是 | 786.79 | 16.58% |
| 2 | 西安运控信息科技有限公司 | 否 | 741.26 | 15.62% |
| 3 | 西安索菲电子科技有限公司 | 否 | 736.39 | 15.52% |
| 4 | 北京天工科仪空间技术有限公司 | 否 | 624 | 13.15% |
| 5 | 北京神州数码有限公司 | 否 | 399.71 | 8.43% |
| 合计 | | - | 3,288.16 | 69.31% |

数据来源：公司招股说明书，江海证券研究发展部

3.4 核心技术

公司主要核心技术有 4 项，均为自主研发，具体包括航天器高精度轨道、姿态、控制计算，测控资源智能筹划与调度，卫星全生命周期健康管理，测控装备一体化设计与智能管控等。依托上述核心技术，公司研发了洞察者系列产品，包括系统级的空间信息分析平台及基于该平台衍生开发的各类应用平台，形成了高度协同的技术体系。

表 7、公司主要核心技术

| 序号 | 技术名称 | 技术特色 | 技术来源 | 在主营业务及产品或服务中的应用 | 所处阶段 |
|----|------------------|---|------|------------------------|--------------------|
| 1 | 航天器高精度轨道、姿态、控制计算 | 涵盖航天领域的轨道动力学、姿态动力学以及控制计算等多种专业算法技术，构建了基于微服务架构的算法服务平台，提供精确、高效的数学、力学及航天学的支撑。 | 自主研发 | 广泛应用于公司洞察者系列软件产品和技术开发。 | 已投入使用实现规模化生产并持续优化。 |

| | | | | | |
|---|----------------|---|------|---------------------------------|--------------------|
| 2 | 测控资源智能筹划与调度 | 涵盖卫星需求建模、卫星任务规划、测控资源筹划、设备调度策略制定等方向技术,提供了自主运行、按需服务等航天任务及航天测控站网体系智能化调度的能力。 | 自主研发 | 广泛应用于公司洞察者系列软件产品、卫星测控、太空交通管理服务。 | 已投入使用实现规模化生产并持续优化。 |
| 3 | 卫星全生命周期健康管理 | 涵盖智能诊断与维护、轨道自主维持、碰撞预警与规避、星座频轨分析、数字卫星仿真模型等技术,提供了自主运行、按需服务等全寿命周期自动化管控的能力。 | 自主研发 | 广泛应用于公司洞察者系列软件产品和卫星测控及太空交通管理服务。 | 已投入使用实现规模化生产并持续优化。 |
| 4 | 测控装备一体化设计与智能管控 | 涵盖通信链路一体化设计与适配、指标分析计算与控制分配、接口标准化设计与优化匹配、全系统无人值守与智能调度、测控数据高可靠性实时处理与传输,提供测控任务全流程自动运行、测控装备全系统智能管控能力。 | 自主研发 | 广泛应用于卫星测控和地面站建设。 | 已投入使用并持续优化。 |

资料来源: 公司招股说明书, 江海证券研究发展部

3.5 公司 IPO 募投项目

据公司招股说明书,公司 IPO 募投资金用途包括商业航天测控服务中心及站网建设(一期)项目、基于 AI 的新一代洞察者软件平台研制项目、研发中心建设项目和补充流动资金。

商业航天测控服务中心及站网建设(一期)项目: 公司拟在安徽合肥建设商业航天测控服务中心,同时拟在我国西部、东北、南部等地(初步选址)建设地面站网,开展航天器测控及其增值服务。项目建设周期为 36 个月,完全达产后预计可实现新增年均营业收入 4,183.00 万元,新增年均净利润 1,454.16 万元;项目内部收益率为 15.27% (税后),投资回收期为 7.18 年(税后,含建设期)。

基于 AI 的新一代洞察者软件平台研制项目: 本项目由公司实施,针对未来空间领域卫星星座规模不断增大,任务范围逐步向月球、火星等深空领域扩展,包含星间链路在内的通导遥星座业务模型及内外交互流程更加复杂,任务管控的智能化需求越来越高,任务分析由当前以时空分析为主转变到时空、通信、导航、

遥感、电磁干扰等多维综合分析等发展趋势，将在原有的洞察者系列产品的基础上对现有的产品进行迭代，融入智算、超算模块，进一步提升该产品的智能化处理、大规模并行计算能力，研发通导遥任务数字卫星仿真模型、基于星间链路通导遥任务一体化智能分析与测运控软件、航天器全生命周期故障智能诊断与健康管理软件、巨型星座电磁频率干扰分析软件、面向太阳系深空探测任务的动力学分析软件等软件产品系列，形成洞察者系列的新一代软件产品。项目建设周期为36个月，完全达产后预计可实现新增年均营业收入8,000.00万元，新增年均净利润1,651.55万元；项目内部收益率为33.77%（税后），投资回收期为3.74年（税后，含建设期）。

表 8、公司 IPO 募投项目

| 序号 | 项目名称 | 预计投资总额（万元） | 拟募集资金使用额（万元） |
|----|-----------------------|------------|--------------|
| 1 | 商业航天测控服务中心及站网建设（一期）项目 | 10,940.39 | 7,869.26 |
| 2 | 基于AI的新一代洞察者软件平台研制项目 | 4,713.62 | 3,373.19 |
| 3 | 研发中心建设项目 | 3,308.45 | 3,308.45 |
| 4 | 补充流动资金 | 4,500.00 | 4,500.00 |
| 合计 | | 23,462.46 | 19,050.90 |

数据来源：公司招股说明书，江海证券研究发展部

4 公司财务分析

4.1 收入和净利润持续快速增长

2021年-2024年三季报，公司营业收入分别为1.04、1.41、2.29、1.63亿元，同比增速分别为289.35%、35.71%、61.90%、34.34%；公司归母净利润分别0.35、0.51、0.63、0.50亿元，同比增速分别为262.45%、45.62%、23.41%、82.10%。2021年-2024年三季报，公司营业收入和归母净利润持续增长主要原因包括所处行业市场规模快速增长，通信、导航、遥感等在轨卫星数量快速增长；公司自身持续加大技术创新投入，逐渐实现相关领域国产自主可控的突破，综合服务能力持续提升，获得下游用户的认可。

据公司招股说明书披露，2024年预计公司营业收入为2.87亿元，同比增长25.50%；归母净利润0.83亿元，同比增长32.18%；扣非归母净利润为0.60亿元，同比增长18.44%。

我们认为，随着公司所处行业持续快速增长，公司营业收入和归母净利润有望维持快速增长。

图 6、公司营业收入及同比增速



数据来源：iFinD，江海证券研究发展部

图 7、公司归母净利润及同比增速



数据来源：iFinD，江海证券研究发展部

按业务拆分，公司主营业务收入来源包括技术开发与服务、软件销售、测控地面系统建设、系统集成。2021年-2023年，技术开发与服务收入占公司营业收入比例分别为87.59%、87.54%、74.42%，是公司主要营业收入来源。2023年，公司开展测控地面系统建设业务，开辟新的收入增长点；测控地面系统建设业务收入主要确认集中在下半年，具有一定的季节性。

表 9、公司收入按业务拆分

| 项目 | 2021年 收入占比 | 2022年 收入占比 | 2023年 收入占比 |
|----------|---------------|---------------|---------------|
| 技术开发与服务 | 87.59% | 87.54% | 74.42% |
| 软件销售 | 2.50% | 5.36% | 2.98% |
| 测控地面系统建设 | N/A | N/A | 17.89% |
| 系统集成 | 9.91% | 7.09% | 4.72% |
| 合计 | 100.00% | 100.00% | 100.00% |

数据来源：公司招股说明书，江海证券研究发展部

按季节拆分，公司营业收入集中在下半年尤其是第四季度，主要由下游客户经营特点导致。公司下游客户主要来自于特种领域、商业航天，此类客户多在上半年制定采购计划、进行预算立项、落实资金、审批通过后进行招标和项目实施，并在年底集中交付和验收。

表 10、公司收入按季节拆分

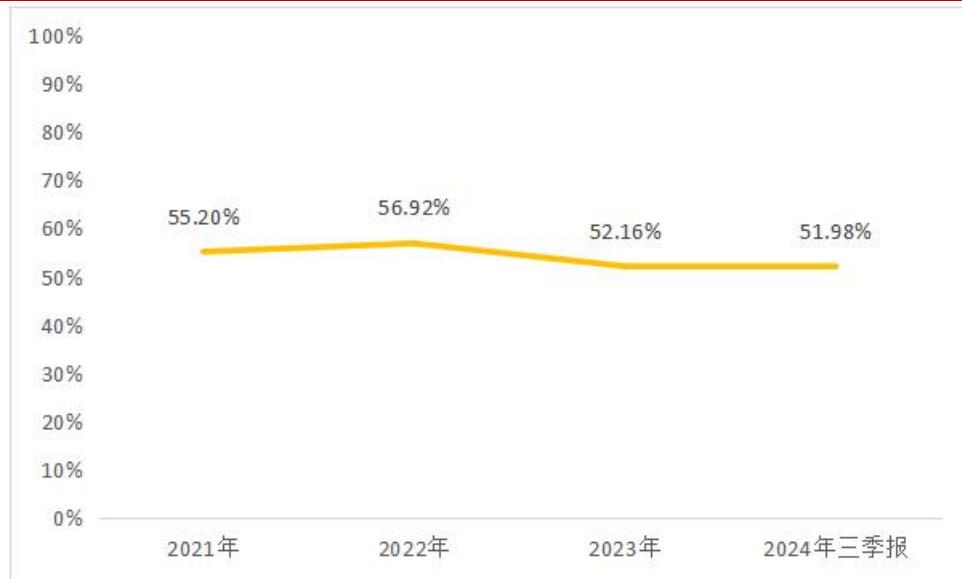
| 项目 | 2021年 收入占比 | 2022年 收入占比 | 2023年 收入占比 |
|----|---------------|---------------|---------------|
| Q1 | 0.78% | 1.97% | 11.06% |
| Q2 | 6.91% | 11.91% | 15.79% |
| Q3 | 23.07% | 28.38% | 26.08% |
| Q4 | 69.24% | 57.73% | 47.08% |
| 合计 | 100.00% | 100.00% | 100.00% |

数据来源：公司招股说明书，江海证券研究发展部

4.2 毛利率整体稳定

2021 年-2024 年三季报，公司毛利率分别为 55.20%、56.92%、52.16%、51.98%，整体保持稳定。

图 8、公司毛利率



数据来源：iFinD，江海证券研究发展部

2021 年-2024 年三季报，公司主要营业收入来源技术开发与服务业务毛利率分别为 56.69%、57.00%、56.95%、55.31%，保持稳定；公司软件销售业务毛利率分别为 97.51%、89.07%、87.41%、82.19%；公司系统集成业务毛利率分别为 31.34%、31.72%、25.95%、25.52%，毛利率较低，主要系硬件成本占比高。2023 年，公司测控地面系统建设业务毛利率为 33.28%。

我们认为，公司整体毛利率有望维持稳定。

表 11、公司不同业务毛利率

| 项目 | 2021 年 毛利率 | 2022 年 毛利率 | 2023 年 毛利率 | 2024 年 1-6 月 毛利率 |
|----------|---------------|---------------|---------------|---------------------|
| 技术开发与服务 | 56.69% | 57.00% | 56.95% | 55.31% |
| 软件销售 | 97.51% | 89.07% | 87.41% | 82.19% |
| 测控地面系统建设 | N/A | N/A | 33.28% | N/A |
| 系统集成 | 31.34% | 31.72% | 25.95% | 25.52% |

数据来源：公司招股说明书，江海证券研究发展部

4.3 期间费用率整体维持稳定

2021 年-2024 三季报，公司期间费用率分别为 21.09%、30.71%、23.86%、24.17%。具体来看，2021 年-2024 三季报，公司销售费用率分别为 2.20%、

6.51%、5.86%、6.87%，管理费用率分别为4.37%、8.84%、5.90%、6.36%，研发费用率分别为14.54%、15.47%、12.15%、11.00%，财务费用率分别为-0.02%、-0.11%、-0.04%、-0.06%。综上可知，公司2022年期间费用率上升明显主要系销售费用率和管理费用率增加所致；2023年期间费用率下降明显主要系销售费用率、管理费用率和研发费用率均下降导致；2024年前三季度，公司期间费用率整体保持稳定。

我们认为，随着公司未来业务规模不断扩大，公司期间费用率整体有望维持稳定。

图 9、公司期间费用率



数据来源：iFinD，江海证券研究发展部

5 盈利预测及估值

5.1 盈利预测

(1) 技术开发与服务：技术开发与服务业务是公司收入主要来源，2024年1-9月公司技术开发与服务业务营业收入同比增速为33.56%，公司招股说明书披露预计2024年实现营业收入28743.00万元，同比增长25.50%，合理推测公司技术开发与服务业务2024年营业收入同比增速为30.00%；考虑公司下游星座发射需求持续提升，审慎假设公司技术开发与服务业务2025、2026年营业收入同比增速分别为27.00%、24.00%。观察公司技术开发与服务业务2021-2024年前三季度毛利率均比较稳定，假设2024-2026年公司技术开发与服务业务毛利率分别为56.00%、56.50%、57.00%。

(2) 软件销售：软件销售收入体量较小，2024年1-9月公司软件销售

营业收入同比下滑 35.07%；考虑公司收入存在季节性因素，假设公司 2024 年软件销售收入同比增速为-10%，为简化假设 2025、2026 年软件销售收入同比增速分别为 5%、5%；考虑 2024 年 1-9 月公司软件业务毛利率为 83.77%，假设公司软件销售业务毛利率 2024-2026 年每年减少 2 个百分点。

(3) 测控地面系统建设：测控地面系统建设业务系公司 2023 年新发展业务，预计随着下游卫星星座发射量增加而持续增长，假设公司 2024-2026 年测控地面系统建设业务营业收入同比增速分别为 20.00%、15.00%、10.00%；考虑 2024 年三季报测控地面系统建设业务毛利率为 43.10% 以及规模效应，假设公司 2024-2026 年测控地面系统建设业务毛利率分别为 43.00%、45.00%、47.00%。

(4) 系统集成：系统集成业务收入体量较小，为简化，假设公司 2024-2026 年系统集成业务营业收入同比增速均为 0.00%，毛利率均为 2021-2023 年均值 29.67%。

表 12、公司收入结构预测

| 业务 | 科目 | 2021 年报 | 2022 年报 | 2023 年报 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------|-----------|----------|-----------|-----------|----------|----------|----------|
| 技术开发与服务 | 营业收入 (万元) | 9,129.73 | 12,384.42 | 17,044.33 | 22157.63 | 28140.19 | 34893.84 |
| | YOY | 259.53% | 35.65% | 37.63% | 30.00% | 27.00% | 24.00% |
| | 营业成本 (万元) | 3,954.09 | 5,325.76 | 7,337.50 | 9749.36 | 12240.98 | 15004.35 |
| | 毛利率 | 56.69% | 57.00% | 56.95% | 56.00% | 56.50% | 57.00% |
| 软件销售 | 营业收入 (万元) | 261.06 | 758.41 | 681.42 | 613.27 | 643.94 | 676.13 |
| | YOY | 514.58% | 190.51% | -10.15% | -10.00% | 5.00% | 5.00% |
| | 营业成本 (万元) | 6.50 | 82.89 | 85.78 | 89.47 | 106.82 | 125.69 |
| | 毛利率 | 97.51% | 89.07% | 87.41% | 85.41% | 83.41% | 81.41% |
| 测控地面系统建设 | 营业收入 (万元) | N/A | N/A | 4,096.95 | 4916.34 | 5653.79 | 6219.17 |
| | YOY | N/A | N/A | N/A | 20.00% | 15.00% | 10.00% |
| | 营业成本 (万元) | N/A | N/A | 2,733.46 | 2802.31 | 3109.58 | 3296.16 |
| | 毛利率 | N/A | N/A | 33.28% | 43.00% | 45.00% | 47.00% |
| 系统集成 | 营业收入 (万元) | 1,032.96 | 1,003.65 | 1,080.82 | 1,080.82 | 1,081.82 | 1,082.82 |
| | YOY | 982.72% | -2.84% | 7.69% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | 营业成本 (万元) | 709.20 | 685.33 | 800.36 | 760.14 | 760.85 | 761.55 |
| | 毛利率 | 31.34% | 31.72% | 25.95% | 29.67% | 29.67% | 29.67% |
| 合计 | 营业收入 (万元) | 10423.76 | 14146.49 | 22903.52 | 28768.06 | 35519.74 | 42871.96 |
| | YOY | 289.35% | 35.71% | 61.90% | 25.61% | 23.47% | 20.70% |
| | 营业成本 (万元) | 4,669.79 | 6,093.98 | 10,957.10 | 13401.29 | 16218.24 | 19187.75 |
| | 毛利率 | 55.20% | 56.92% | 52.16% | 53.42% | 54.34% | 55.24% |

数据来源：iFinD，公司公告，江海证券研究发展部

5.2 估值及建议

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 2.88、3.55、4.29 亿元，同比增长率分别为 25.61%、23.47%、20.70%；归母净利润分别为 0.87、1.08、1.30 亿元，同比增长率分别为 38.12%、24.98%、20.46%；EPS 分别为 0.76、0.95、1.14 元/股，对应 PE 分别为 68.47、54.79、45.48 倍。

选取主营业务类似上市公司上海瀚讯、震有科技、臻雷科技、航天宏图为可比公司，可比公司 2024-2026 年 PE 算术平均值分别为 121.36、53.46、37.70 倍。

考虑公司产品下游需求较为确定，业绩有望持续稳健增长。首次覆盖，给予增持评级。

表 13、可比公司估值

| 证券代码 | 证券名称 | 收盘价(元) | EPS(元) | | | | PE | | | |
|-----------|------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|
| | | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 300762.SZ | 上海瀚讯 | 23.20 | -0.30 | -0.07 | 0.38 | 0.53 | - | - | 61.05 | 43.77 |
| 688418.SH | 震有科技 | 30.19 | -0.45 | 0.15 | 0.56 | 0.81 | - | 201.27 | 53.91 | 37.27 |
| 688270.SH | 臻镭科技 | 36.42 | 0.47 | 0.30 | 0.55 | 0.84 | 77.49 | 121.40 | 66.22 | 43.36 |
| 688066.SH | 航天宏图 | 19.56 | -1.43 | -0.26 | 0.49 | 1.08 | 46.58 | 41.42 | 32.67 | 26.42 |
| 算术平均值 | | | | | | | 62.03 | 121.36 | 53.46 | 37.70 |
| 920116.BJ | 星图测控 | 51.90 | 0.55 | 0.76 | 0.95 | 1.14 | 94.58 | 68.47 | 54.79 | 45.48 |

数据来源：iFinD，江海证券研究发展部（注：可比公司数据来自于iFinD一致预期，截至2025年2月7日数据）

6 风险提示

产业政策风险。航天产业作为国家战略性支柱产业，受到国家和地方政府的高度重视与大力扶持。各级政府出台了一系列政策，为航天产业的发展提供了有力保障，推动了相关产业的落地与成长。这些政策的实施，也为公司的航天测控管理业务和航天数字仿真业务的快速发展提供了良好的外部环境。然而，如果未来相关政策对航天产业的支持力度减弱，或者政策执行出现延后、偏差等情况，可能会改变公司的外部发展环境，进而对公司生产经营产生一定的不利影响。

市场竞争加剧风险。公司当前的主要终端用户集中在特种领域、民用航天和商业航天等行业，其需求与国家在特种领域的预算支出以及国家研发投入密切相关。近年来，终端用户的需求呈现稳定增长态势，且预计未来仍将保持上升趋势。然而，如果国家在研发投入或特种领域的预算支出出现重大调整或削减，公司的市场需求可能会受到一定的负面影响。与此同时，近年来我国航天测控管理与航天数字仿真产业正处于快速发展阶段，行业整体规

模不断扩大，上下游产业链也在持续完善。随着市场的逐步成熟，公司所面临的市场竞争也日益激烈，存在竞争加剧的风险。

同业竞争风险。报告期内，公司与控股股东、实际控制人及其控制的其他企业存在客户、供应商重合的情形。公司与控股股东、实际控制人的主营业务分别处于航天产业链的不同环节，且控股股东、实际控制人及其部分下属公司或单位还涉及软件业务。尽管公司与关联方的客户、供应商重合是基于各单位自身主营业务独立开展的，不存在相同或相似的产品或服务，相关销售和采购也均有合理的商业背景，且控股股东、实际控制人已出具《关于避免同业竞争的承诺函》，但如果控股股东、实际控制人违反该承诺，拓展涉及公司主营业务领域的业务，可能会通过同业竞争损害公司及其投资者的利益。

关联交易风险。2021年至2024年1-6月，公司与关联方的销售金额分别为3,818.89万元、2,610.07万元、2,626.89万元和663.04万元，占当期营业收入的比例分别为36.64%、18.45%、11.47%和8.15%。虽然2021年公司关联销售金额及其占营业收入的比重相对较高，但整体呈现逐步下降的趋势。如果未来公司未能严格遵守关联交易的决策和审批程序，可能会导致与控股股东、实际控制人及其他关联方之间出现利益冲突的风险。

财务风险。2021年至2024年1-6月，公司应收账款余额分别为5,914.05万元、11,372.34万元、16,348.8万元、21,005.58万元，占当期营业收入比例分别为56.74%、80.39%、71.38%、258.18%，应收账款周转率分别为2.38、1.38、1.39、0.39。公司应收账款占收入比例较大，如发生坏账易对公司净利润产生较大不利影响；公司应收账款周转率呈下降趋势，可能对公司经营产生不利影响。2021年至2024年1-6月，公司存货账面价值分别为179.06万元、1,336.08万元、3,503.15万元、3,913.93万元，占各期末总资产的比例分别为1.33%、6.02%、9.25%、10.09%。如果公司产品不能满足客户实际需求，或因客户自身原因不能及时验收和结算，将产生存货减值的风险。2021年至2024年1-6月，公司经营活动产生的现金流量净额分别为4,052.23万元、-605.19万元、1,484.50万元、-3,364.12万元；公司经营活动产生的现金流量净额波动较大，且有二期为负数，与公司净利润存在一定差异。公司经营活动现金流量净额的波动可能导致公司出现营运资金短期不足的风险。

技术风险。公司所处行业是技术密集型产业，具有产品更新换代速度快的特点，这就要求公司在市场趋势预测、关键技术与产品研发、核心技术更新与优化等方面具备较高的能力。近年来，公司所处的主营业务领域发展迅猛，随着卫星发射频率的不断提高以及在轨卫星数量的持续增加，下游用户

对公司在多星在轨碰撞预警、多星同时仿真、测控支持、星座在轨运行管控、太空环境虚拟现实等方面的技术能力提出了更高的要求。如果公司无法准确把握技术发展方向，不能持续投入研发并进行技术迭代，可能会导致公司失去技术优势和市场机遇，进而对公司的经营产生不利影响。

人力资源风险。核心技术人员和管理人员是企业发展的关键。公司业务对从业人员的专业性和综合素质要求高，航天测控管理与数字仿真业务需根据客户需求进行定制化设计和开发，专业门槛高。业务人员需精通轨道动力学、姿态动力学、遥测数据融合、测控设备分析等基础科学和技术，并熟悉客户业务流程。行业内对专业人才的竞争激烈，若不能有效激励和约束核心人员，可能导致人才流失，影响企业经营和发展。

附录:

| 资产负债表(百万元) | | | | | | 利润表(百万元) | | | | | |
|----------------|------------|------------|------------|------------|------------|----------------------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|
| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 流动资产 | 200 | 342 | 430 | 571 | 708 | 营业收入 | 141 | 229 | 288 | 355 | 429 |
| 现金 | 34 | 91 | 159 | 199 | 305 | 营业成本 | 61 | 110 | 134 | 162 | 192 |
| 应收票据及应收账款 | 110 | 152 | 177 | 229 | 261 | 营业税金及附加 | 1 | 1 | 1 | 2 | 2 |
| 其他应收款 | 1 | 2 | 2 | 3 | 4 | 销售费用 | 9 | 13 | 17 | 21 | 25 |
| 预付账款 | 15 | 17 | 24 | 26 | 34 | 管理费用 | 13 | 14 | 17 | 21 | 25 |
| 存货 | 13 | 35 | 24 | 47 | 37 | 研发费用 | 22 | 28 | 35 | 43 | 52 |
| 其他流动资产 | 26 | 45 | 44 | 66 | 67 | 财务费用 | -0 | -0 | -2 | -4 | -6 |
| 非流动资产 | 22 | 36 | 38 | 40 | 40 | 资产减值损失 | -5 | -9 | -9 | -13 | -16 |
| 长期股权投资 | 0 | 2 | 4 | 5 | 7 | 其他收益 | 1 | 6 | 2 | 3 | 4 |
| 固定资产 | 4 | 3 | 2 | 3 | 3 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 3 | 4 | 4 | 4 | 3 | 投资净收益 | 0 | -1 | -0 | -0 | -1 |
| 其他非流动资产 | 15 | 27 | 27 | 27 | 27 | 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 222 | 379 | 468 | 611 | 748 | 营业利润 | 32 | 59 | 79 | 100 | 126 |
| 流动负债 | 85 | 118 | 121 | 156 | 162 | 营业外收入 | 20 | 8 | 9 | 13 | 10 |
| 短期借款 | 4 | 9 | 9 | 9 | 9 | 营业外支出 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付票据及应付账款 | 60 | 89 | 94 | 127 | 134 | 利润总额 | 52 | 67 | 88 | 112 | 136 |
| 其他流动负债 | 20 | 20 | 18 | 19 | 19 | 所得税 | 1 | 5 | 2 | 4 | 5 |
| 非流动负债 | 22 | 37 | 37 | 37 | 37 | 净利润 | 51 | 63 | 87 | 108 | 130 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 22 | 37 | 37 | 37 | 37 | 归属母公司净利润 | 51 | 63 | 87 | 108 | 130 |
| 负债合计 | 107 | 155 | 158 | 192 | 199 | EBITDA | 57 | 71 | 88 | 110 | 132 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | EPS(元) | 0.44 | 0.55 | 0.76 | 0.95 | 1.14 |
| 股本 | 75 | 83 | 83 | 83 | 83 | | | | | | |
| 资本公积 | 7 | 45 | 45 | 45 | 45 | | | | | | |
| 留存收益 | 33 | 96 | 183 | 291 | 421 | | | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 115 | 224 | 310 | 418 | 549 | | | | | | |
| 负债和股东权益 | 222 | 379 | 468 | 611 | 748 | | | | | | |
| 现金流量表(百万元) | | | | | | 主要财务比率 | | | | | |
| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 经营活动现金流 | -6 | 15 | 70 | 41 | 103 | 成长能力 | | | | | |
| 净利润 | 51 | 63 | 87 | 108 | 130 | 营业收入(%) | 35.7 | 61.9 | 25.6 | 23.5 | 20.7 |
| 折旧摊销 | 5 | 4 | 2 | 2 | 2 | 营业利润(%) | -4.4 | 83.7 | 33.5 | 26.8 | 26.1 |
| 财务费用 | -0 | -0 | -2 | -4 | -6 | 归属于母公司净利润(%) | 45.6 | 23.4 | 38.1 | 25.0 | 20.5 |
| 投资损失 | 0 | 1 | 0 | 0 | 1 | 获利能力 | | | | | |
| 营运资金变动 | -68 | -57 | -25 | -79 | -40 | 毛利率(%) | 56.9 | 52.2 | 53.4 | 54.3 | 55.2 |
| 其他经营现金流 | 6 | 4 | 9 | 13 | 16 | 净利率(%) | 35.9 | 27.3 | 30.1 | 30.4 | 30.4 |
| 投资活动现金流 | -8 | -10 | -3 | -5 | -3 | ROE(%) | 44.0 | 28.0 | 27.9 | 25.8 | 23.7 |
| 资本支出 | 8 | 7 | 1 | 3 | 1 | ROIC(%) | 37.7 | 23.7 | 24.2 | 22.9 | 21.2 |
| 长期投资 | 0 | -3 | -2 | -2 | -1 | 偿债能力 | | | | | |
| 其他投资现金流 | 0 | 0 | -0 | -0 | -1 | 资产负债率(%) | 48.0 | 40.9 | 33.7 | 31.5 | 26.6 |
| 筹资活动现金流 | 3 | 50 | 0 | 4 | 6 | 净负债比率(%) | -13.0 | -23.0 | -38.9 | -38.6 | -48.7 |
| 短期借款 | 4 | 5 | 0 | 0 | 0 | 流动比率 | 2.4 | 2.9 | 3.6 | 3.7 | 4.4 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 速动比率 | 2.0 | 2.5 | 3.2 | 3.2 | 3.9 |
| 普通股增加 | 51 | 8 | 0 | 0 | 0 | 营运能力 | | | | | |
| 资本公积增加 | 5 | 38 | 0 | 0 | 0 | 总资产周转率 | 0.8 | 0.8 | 0.7 | 0.7 | 0.6 |
| 其他筹资现金流 | -56 | -1 | 0 | 4 | 6 | 应收账款周转率 | 1.7 | 1.8 | 1.8 | 1.8 | 1.8 |
| 现金净增加额 | -11 | 54 | 67 | 41 | 106 | 应付账款周转率 | 1.2 | 1.7 | 1.7 | 1.7 | 1.7 |
| | | | | | | 总资产周转率(最新摊薄) | 0.44 | 0.55 | 0.76 | 0.95 | 1.14 |
| | | | | | | 每股经营现金流(最新摊薄) | -0.05 | 0.13 | 0.62 | 0.36 | 0.90 |
| | | | | | | 每股净资产(最新摊薄) | 1.01 | 1.96 | 2.72 | 3.67 | 4.81 |
| | | | | | | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | P/E | 116.7 | 94.6 | 68.5 | 54.8 | 45.5 |
| | | | | | | P/B | 51.4 | 26.5 | 19.1 | 14.2 | 10.8 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 74.9 | 59.3 | 47.5 | 37.3 | 30.4 |

资料来源：公司财报，江海证券研究发展部

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---|------|----|---------------------------|
| 评级标准为发布报告日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中沪深市场以沪深 300 为基准；北交所以北证 50 为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在 15% 以上 |
| | | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在 5% 到 15% 之间 |
| | | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在 -5% 到 5% 之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在 5% 以上 |
| | 行业评级 | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在 10% 以上 |
| | | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在 -10% 到 10% 之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在 10% 以上 |

特别声明

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等的相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

分析师介绍

姓名：张婧

从业经历：经济学硕士，曾在券商研究部，公募基金和保险资管从事权益研究工作。

分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，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。

免责声明

江海证券有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本研究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客户提供。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，江海证券有限公司及其附属机构（包括研发部）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“江海证券有限公司研究发展部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。