



买入（维持）

所属行业：计算机/IT 服务 II
当前价格(元)：56.80

证券分析师

陈涵泊

资格编号：S0120524040004

邮箱：chenhb3@tebon.com.cn

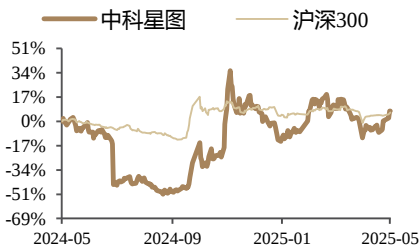
李佩京

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(%)	21.50	-1.63	-0.25
相对涨幅(%)	14.16	0.68	0.78

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《中科星图：“小米造车式创新”效果显现，AI+低空应用场景加速落地》，2025.3.30
- 《中科星图：迈向 AI Saas+数据分析未来》，2025.3.5
- 《中科星图：AI+低空之王的未来之路》，2025.2.28
- 《中科星图：吹响 AI+低空龙头号角》，2025.2.7
- 《中科星图：低空云 V1.0 发布，迈向 AI 算力+低空 SaaS 新征程》，2025.1.19

中科星图：对标 PLTR，AI+数据分析之王

投资要点

● 未来战场“制智权”是制胜关键

- 1、基础技术进步驱动战场形态升级，“制智权”是关键，核心是军队处理大数据和利用 AI 系统分析数据、控制武器的能力；
- 2、美国自 2011 年就开始向智能化迈进，OpenAI、谷歌、Scale AI 等 AI 科技巨头也在逐步解除对 AI+军工应用的限制，五角大楼 AI 旗舰项目“Maven 计划”已投入实战并快速迭代，在目标识别任务中发挥了重要作用，该系统在 1 分钟就可以完成真人数月时间才能完成的数据分析任务。

● 中科星图：对标 PLTR，AI+数据分析之王

- 1、IDC 预计，中国大数据 IT 支出规模，2025 年将超过 300 亿美元，而 2028 年预计为 502.3 亿美元，全球占比约 8%，2023-2028 五年复合增长率约为 21.9%；
- 2、星图洛书可直接对标 PLTR 的 AIP 平台。公司拟定增不超过 25 亿，其中 3.49 亿投入星图洛书防务与公共安全大数据 AI 分析平台建设项目，包括 AI 平台（vs AIP）、全域态势认知平台（vs Gotham）、大数据分析平台（vs Foundry）、一站式支撑平台（vs Apollo）等四个专业技术平台，为防务和公共安全等重点行业领域提供全域大数据智能处理、分析和应用的解决方案、技术服务和数据服务；
- 3、我们认为，公司在 AI+数据分析领域具备降维打击优势：
 - 1) 20 年国防遥感数据分析业务积累，深刻理解特种行业 know-how，2020-2024 年特种业务收入从 4.84 亿翻倍至 10.03 亿元，四年 CAGR+20%；
 - 2) 通过“收并购+集团化+生态化+赛马机制”构建了兼具深度（大批垂类专业子公司）和广度（十图层数据、布局建设天基星座）的数据分析能力，形成了规模化效应，可以对结构化、非结构化数据进行精准分析；
 - 3) 注重商业化、应用能力强，具备海量现成的变现场景、广泛、优质的客户资源，为公司 AI+数据分析能力的商业化变现提供了广阔的空间，有望快速实现军用技术的民用化转型和变现，2020-2024 年公司非特种业务收入从 2.19 亿增长十倍至 22.55 亿，四年 CAGR 高达 79.15%；
 - 4) 中科院+中科曙光股东强强联合，为公司带来管理、技术、算力、客户资源等全方位的支持。

● PLTR：智能时代的军工龙头

- 1、Palantir 成立于 2003 年，创始人将 PayPal 的欺诈检测系统用于国防领域进行情报分析，后续逐步拓展至大型商业企业客户，产品包括 AIP、Gotham（军）、Foundry（商）、Apollo 平台；2、俄乌冲突（2022.02）以来，Palantir 市值已突破 2600 亿美元（2025.4.25），成为美国市值最高的上市军工企业。Palantir 是“Maven 计划”的主要承接单位，后扩张至整个美军军事部门以及北约；Palantir 通过与 Anduril、Archer 等军工新贵组建联合体、与微软、谷歌等 AI 科技巨头合作等广泛结盟的方式挑战传统军工巨头地位；
- 3、自 2023 年以来估值一路走高，Forward-PS 从最低 6 提升至 70+，Forward-PE 从最低 36 提升至 200+。我们认为持续高估值的原因包括：1) 美国国防预算再分配中的受益者，用 AI 技术引领军工行业发展；2) 为数不多在 2023 年就因为 AI 而产生明显的订单和业绩拐点的应用公司；3) AIP 使得公司强大的数据分析能力可以在政府、商业客户中快速规模化推广；4) 因极高的护城河带来的业绩爆发潜力；护城河体现在：1) 技术先发优势+人才优势，带来的非结构化数据分析处理能力；2) 积累的大量真实数据和经验积累出的业务 Know-how；3) 高度定制化带来的客户极高的粘性和转换成本。

● 盈利预测和估值。我们预计 2025-2027 年公司营业总收入分别为 43.11/61.74/88.72 亿元，同比增长 32.3%/43.2%/43.7%，归母净利润分别为 4.90/8.09/12.20 亿元，同比增长 39.4%/65.0%/50.7%；基于 5.8 收盘价，PE 分别为 62.9、38.1、25.3X，维持“买入”评级。

● 风险提示：AI 商业化进展不及预期、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、竞争加剧风险等。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	543.33		2023	2024	2025E	2026E	2027E
流通 A 股(百万股):	543.33	营业收入(百万元)	2,516	3,257	4,311	6,174	8,872
52 周内股价区间(元):	25.81-71.95	(+/-)YOY(%)	59.5%	29.5%	32.3%	43.2%	43.7%
总市值(百万元):	30,860.91	净利润(百万元)	343	352	490	809	1,220
总资产(百万元):	8,099.22	(+/-)YOY(%)	41.1%	2.7%	39.4%	65.0%	50.7%
每股净资产(元):	6.98	全面摊薄 EPS(元)	0.63	0.65	0.90	1.49	2.24
资料来源：公司公告		毛利率(%)	48.3%	49.6%	50.7%	51.0%	51.4%
		净资产收益率(%)	9.6%	9.2%	11.6%	16.6%	20.8%
		资料来源：公司年报（2023-2024），德邦研究所 备注：净利润为归属母公司所有者的净利润					

投资五要素

核心逻辑

1) 我们认为, 公司本质上是 AI Saas+数据分析应用公司, 回顾公司发展历程可知, 公司的发展思路是从应用场景和需求出发, 再加强上游能力, 生成式 AI 时代真实场景为王, 大量细碎的场景和数据将成为公司 AI 应用的油田。

2) 星图洛书将是公司一大战略级产品, 公司的最大优势在于 20 年国防遥感数据分析业务积累, 深刻理解特种行业 know-how。

3) 远期来看, 公司“收并购+集团化+生态化+赛马机制”为公司积累了 十圈层的真实数据、真实需求场景和产业专家, 同时具备快速军转民落地的能力, 有望在民用、商用业务中规模化推广。

盈利预测与投资建议

我们预计 2025-2027 年公司营业总收入分别为 43.11/61.74/88.72 亿元, 同比增长 32.3%/43.2%/43.7%, 归母净利润分别为 4.90/8.09/12.20 亿元, 同比增长 39.4%/65.0%/50.7%; 基于 2025 年 4 月 30 日收盘价, PE 分别为 58.8、35.6、23.6X, 维持“买入”评级。

区别于市场的观点

1) 市场认为, 公司是传统的遥感卫星应用公司、军工企业;

我们将公司重新定义为具备广泛真实场景的生成式 AI Saas+数据分析公司, AI Saas 指的是星图云、低空云, 数据分析指的是特种、民用领域数据分析。

2) 市场认为, 公司的增长依赖特种、政府客户的订单和项目;

我们认为, 公司已经在主动带领产业进行商业模式升级, 星图云+低空云仅仅是 Saas 化的开始, 而星图洛书也有望复刻 PLTR 的 AIP 平台发展历程, 实现特种->政府->商业企业的突破。

3) 市场担心公司未来业绩增速。

我们认为, 2025 年是公司面临宏观形势下的主动调结构之年, 有望提高经营质量, 通过面向低空、商业航天、生成式 AI 进行定向大力研发投入和主动引领产业商业模式转型的方式逐步加强护城河, 未来业绩增长质量将更为优质, 业绩增长更可期。

股价表现的催化因素

1) 公司在 AI+数据分析领域产品的研发和落地进展; 2) 特种、政府、商业客户订单情况; 3) PLTR 的估值情况; 4) 低空新基建支持政策、资金的落地情况; 5) 公司低空战略合作协议或订单的签署情况; 6) eVTOL 的适航认定进展; 7) 公司未来季度毛利率情况; 8) 公司未来在生成式 AI 领域的其他进展。

风险提示

1) AI 商业化进展不及预期; 2) 关键客户政策及订单节奏不及预期; 3) 国际局势风险; 4) 国内宏观经济压力; 5) 竞争加剧风险。

内容目录

投资五要素	2
核心逻辑	2
盈利预测与投资建议	2
区别于市场的观点	2
股价表现的催化因素	2
风险提示	2
1. AI 或是未来战场致胜关键	6
2. 中科星图：对标 PLTR，AI+数据分析之王	8
2.1. 2028 年中国大数据 IT 市场规模预计超 500 亿美元	8
2.2. 星图洛书可直接对标 PLTR 的 AIP 平台	9
2.3. AI+数据分析领域，降维打击	10
2.3.1. 20 年国防遥感数据分析业务积累，深刻理解特种行业 know-how	11
2.3.2. “集团化+生态化战略”构筑十圈层垂类数据分析子公司 know-how 壁垒	11
2.3.3. 注重商业化、应用能力强，具备现成、广泛、优质的客户资源，可以快速实现军用技术的民用化转型和变现	12
2.3.4. 中科院+中科曙光股东强强联合，为公司带来技术、算力、客户资源等全方位体系化支持	13
3. PLTR：智能时代的军工龙头	15
3.1. 金融反欺诈技术起家，从国防到商业	15
3.2. 围绕国防、商用客户构建四大产品矩阵，结合大模型构建 AIP 平台	15
3.3. 2023 年 4 月推出 AIP 平台后，开启订单业绩高增期	16
3.4. Palantir 已成为美国市值最高的上市军工企业	19
3.5. PLTR 估值：高护城河带来高估值	20
4. 盈利预测和估值	24
5. 风险提示	24

图表目录

图 1: 基础技术进步驱动战场形态演进	6
图 2: 战场的演进也反过来会带动技术的应用和推广	6
图 3: 未来是智能化战场时代	7
图 4: 美军 2011 年以后从信息化开始向智能化迈进	7
图 5: Maven 系统工作原理	7
图 6: 上海瀚讯 C4ISR	8
图 7: 国防信息化四阶段发展	8
图 8: 中国 C4ISR 系统行业市场规模预计 (亿元、%)	9
图 9: 中国大数据市场支出预测, 2023-2028 (百万美元、%)	9
图 10: PLTR 四大产品体系	9
图 11: 星图洛书 AI 分析平台	9
图 12: 公安指挥一张图	10
图 13: 金融风险洞察者	10
图 14: PLTR 竞争力解析	10
图 15: 中科星图竞争力解析	10
图 16: 遥感卫星数据种类	11
图 17: 十圈层数据能力和集团化生态化子公司	12
图 18: 子公司维天信主营业务	13
图 19: 营业收入对比 (中科星图 vs Maxar vs Planet Labs) 人民币亿元、亿美元、%	13
图 20: 中科院+中科曙光强强联合	13
图 21: 公司股权结构 (截至 2025-4-25)	13
图 22: 中科星图在郑州的超算数据工厂	14
图 23: PLTR 发展历程	15
图 24: PLTR 四大平台之间有机协同	15
图 25: Gotham 平台	16
图 26: Foundry 平台	16
图 27: AIP 在国防领域的应用	16
图 28: AIP 在商业领域的应用	16
图 29: PLTR 按客户类型分类的收入及增速 (亿美元、%)	17
图 30: PLTR 按地区分类的收入占比 (%)	17
图 31: 来自美国商业企业收入增速明显上行 (%)	17
图 32: Bootcamp 策略	17

图 33: 季度 TCV (亿美元、%)	18
图 34: RPO 季度环比净增加值 (亿美元)	18
图 35: PLTR 剔除股权激励 (SBC) 等调整后的毛利率和营业利润率 (%)	18
图 36: 调整后的营业利润和营业利润率 (亿美元、%)	18
图 37: 自由现金流、自由现金流利润率 (亿美元、%)	18
图 38: TITAN 项目合作方	20
图 39: Forward-PS (左轴) 和 Forward-PE (右轴)	21
图 40: 季度 SBC 及收入占比 (亿美元、%)	21
图 41: Palantir 将结构化非结构化数据进行重新整合	22
图 42: 数据+逻辑+行动处理过程	22
图 43: AIP Now 应用示例	23
图 44: 季度销售费用和费用率 (亿美元、%)	23
图 45: 平均单个客户贡献的季度收入 (万美元)	23
表 1: 公司部分董事会及高管情况	14
表 2: 2024 年 Palantir 获得的主要国防合同	19
表 3: Palantir 已成为美国市值最高的上市军工企业	20
表 4: 可比公司估值表	24

1. AI 或是未来战场致胜关键

基础技术进步驱动战场形态升级，从信息化升级为智能化，“制智权”是关键。从石器时代开始，每一轮基础技术的变革直接带来了武器装备和制胜机理的演进，同时也反过来促进了技术的应用和推广。

图 1：基础技术进步驱动战场形态演进



资料来源：赵擎天等《人工智能对军事变革影响的多视角研究》，德邦研究所

图 2：战场的演进也反过来会带动技术的应用和推广



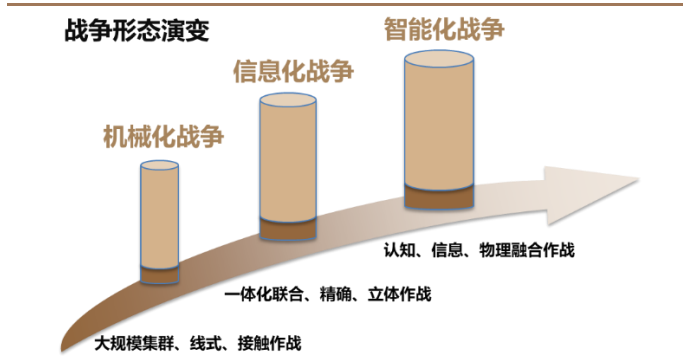
资料来源：南京工程学院机械工程学院，凤凰职教微信公众号，虎嗅网等，德邦研究所

美国自 2011 年后就开始从信息化向智能化迈进。根据吴明曦《智能化战争时代正在加速到来》，2017 年 8 月，美国国防部表示，未来人工智能战争不可避免，美国需要“立即采取行动”加速人工智能战争科技的开发工作。美军提出的“第三次抵消战略”认为，以智能化军队、自主化装备和无人化战争为标志的军事变革风暴正在到来；为此，他们已将自主系统、大数据分析、自动化等为代表的智能科技列为主要发展方向。

根据吴明曦《智能化战争时代正在加速到来》，2018 年 6 月，美国国防部宣布成立联合人工智能中心，该中心在国家人工智能发展战略的牵引下，统筹规划美军智能化军事体系建设。2019 年 2 月，时任美国总统特朗普签署《美国人工智能倡议》行政令，强调美国在人工智能领域保持持续领导地位对于维护美国的经济和国家安全至关重要，要求联邦政府投入所有资源来推动美国人工智能领域创新。

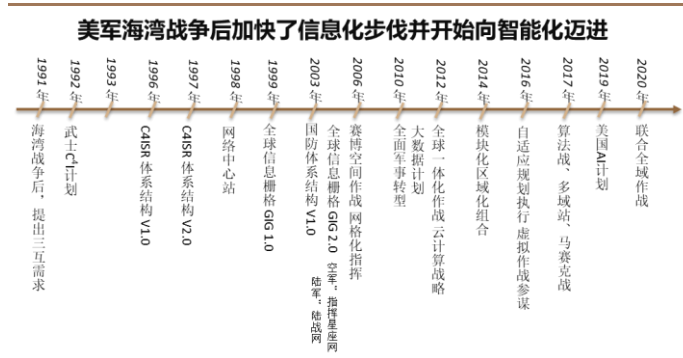
根据刘胜湘&李志豪《美国军事战略的人工智能化趋势及其影响》，2022 年美国《国家安全战略》报告指出，随着新兴技术改变战争并对美国及其盟友、伙伴构成新的威胁，美国正在投资网络和空间技术、可信赖的人工智能、量子系统等一系列先进技术并及时将其部署到战场上。2023 年美国《国家情报战略》强调要充分抓住机遇实现技术突破，通过持续的资金投入增强技术效能，通过协调投资优化资源配置，推进情报科技企业获取和分析情报的一体化进程。

图 3：未来是智能化战场时代



资料来源：吴明曦《智能化战争时代正在加速到来》，德邦研究所

图 4：美军 2011 年以后从信息化开始向智能化迈进

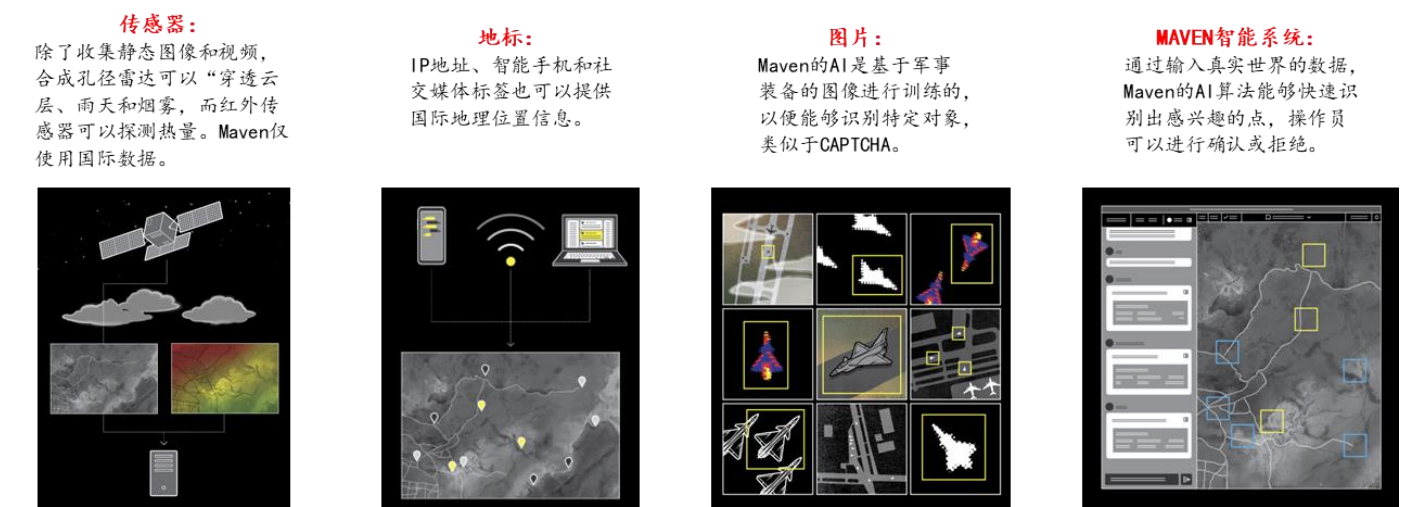


资料来源：吴明曦《智能化战争时代正在加速到来》，德邦研究所

五角大楼 AI 旗舰项目“Maven 计划”已投入实战并在快速迭代，在目标识别任务中发挥了重要作用。根据彭博社、纽约时报、远望智库技术预警中心等，2017 年开始，美“Maven 计划”（将卫星、雷达、红外设备甚至社交媒体上的影像处理后汇总到一块屏幕上，利用 AI 算法帮助接入该系统的人员快速识别出打击目标，通过接入战斗机或无人机等武器系统，人类指挥官只需做出确认打击的最终决定）已经进入实战检验和学习。

据亚历山大·季莫欣《人工智能将成为未来战争的主要武器》，未来战争的主要因素将不会是无人机，而是军队处理大数据和利用人工智能系统分析数据、控制武器的能力。目前 Maven 系统在图像处理和目标识别上，利用商业卫星获取的数据就可以在 12 小时内完成真人数月时间才能完成的分析，并且迭代后的处理速度已经加快到 1 分多钟。

图 5：Maven 系统工作原理



资料来源：bloomberg，德邦研究所

美科技巨头纷纷加入 AI+军工领域，PLTR 是 Maven 项目的主要承接单位之一，曾与美国军方就 Maven AI 项目签订了价值高达 4.8 亿美元的合同，参与该项目的还包括微软、亚马逊等科技公司。此外，美大模型公司也在逐步解除对技术应用方向的限制。

2023 年 1 月，OpenAI 删除了禁止其技术被用于军事用途的条款，据中国国防报，Sora 模型被美国陆军用于战场模拟训练以便快速构建用于演习和作战复盘的虚拟环境。

2024 年 2 月，据 Scale 官网，Scale AI 与美国国防部合作共同创建 LLM 全面测试与评估框架。

2025 年 2 月，据 TechCrunch，谷歌从其网站上删除了不使用 AI 制造武器或进行监控的承诺。

2. 中科星图：对标 PLTR，AI+数据分析之王

2.1. 2028 年中国大数据 IT 市场规模预计超 500 亿美元

国务院新闻办公室发表的《新时代的中国国防》白皮书指出，在新一轮科技革命和产业变革推动下，人工智能、量子信息、大数据、云计算、物联网等前沿科技加速应用于军事领域，国际军事竞争格局正在发生历史性变化。以信息技术为核心的军事高新技术日新月异，武器装备远程精确化、智能化、隐身化、无人化趋势更加明显，战争形态加速向信息化战争演变，智能化战争初现端倪……加快军事智能化发展，构建中国特色现代军事力量体系。

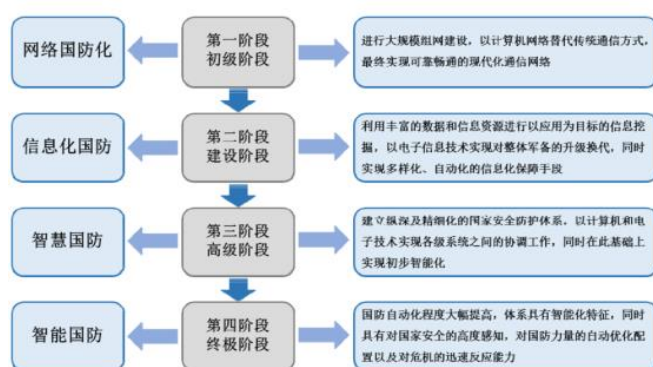
C4ISR（军事指挥控制通信专网）系统是国防信息化的应用载体。C4ISR 系统是指从基础的指挥与控制（Command&Control）出发，囊括通信（Communications）、计算机（Computers）、情报（Intelligence）、监视（Surveillance）、侦查（Reconnaissance）等要素的全维度军事信息系统框架。C4ISR 系统不仅是对军事信息管理的理论概括，也对应着现实的软硬件解决方案。C4ISR 系统能及时准确获取战场信息，分析处理后将指令经由可靠安全的军工通信网络传达到具体作战单元，从而形成完整的信息闭环。

图 6：上海瀚讯 C4ISR



资料来源：上海瀚讯招股书，德邦研究所

图 7：国防信息化四阶段发展



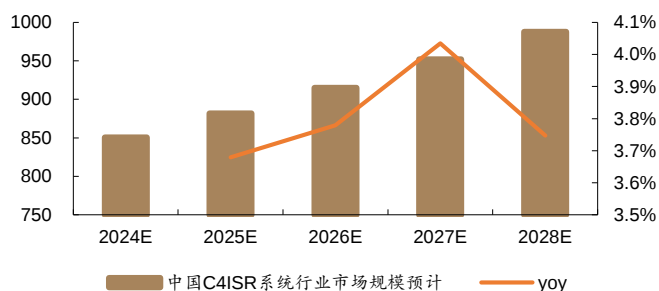
资料来源：上海瀚讯招股书，德邦研究所

2028 年，全球 C4ISR 市场规模预计达到 1540 亿美元，中国市场规模有望达到 987.62 亿元。Markets&Markets 预计全球 C4ISR 市场规模预计将从 2022 年的 1134 亿美元增长到 2028 年的 1540 亿美元，CAGR 为 5.2%；智研瞻产业研究院预计，2025 年中国 C4ISR 系统行业市场规模预计达到 881.71 亿元，2028 年预计达到 987.62 亿元，CAGR+3.81%。

IDC 预计，中国大数据 IT 支出规模 2025 年将超过 300 亿美元，而 2028 年预计为 502.3 亿美元，全球占比约 8%，2023-2028 五年复合增长率约为 21.9%，增速位居全球第一。从技术维度来看，大数据软件市场在五年预测期内有较大发展潜力，支出增速位居技术市场第一。

IDC 预测，2028 年软件市场规模超 175 亿美元；聚焦大数据服务市场，2028 年中国市场对大数据服务支出规模预计近 150 亿美元；面对全球服务市场增速放缓的大趋势，中国大数据服务市场预计以 1.5 倍于全球平均水平的五年复合增长率(CAGR)稳步增长；IDC 预计，未来五年，政府、金融和电信行业将成为对大数据技术市场支出规模较大的行业，支出合计近整个市场的六成。

图 8：中国 C4ISR 系统行业市场规模预计（亿元、%）



资料来源：智研瞻产业研究院，德邦研究所

图 9：中国大数据市场支出预测，2023-2028（百万美元、%）



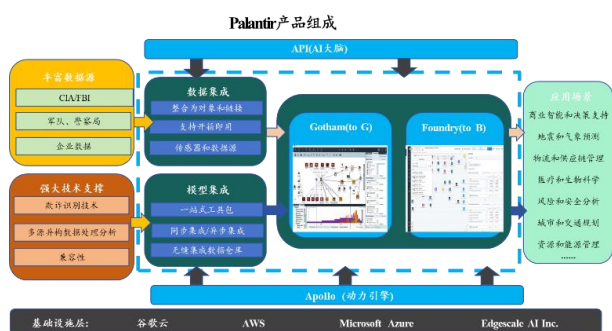
资料来源：IDC 中国，德邦研究所

2.2. 星图洛书可直接对标 PLTR 的 AIP 平台

拟定增研发战略级工具链——星图洛书 AI 分析平台。公司拟定增不超过 25 亿，其中 3.49 亿投入星图洛书防务与公共安全大数据智能分析平台建设项目。

该项目基于国产自主可控软硬件包括数字地球产品基座，计划研发 **AI 平台（vs AIP）、全域态势认知平台（vs Gotham）、大数据分析平台（vs Foundry）、一站式支撑平台（vs Apollo）** 等四个专业技术平台，建立包括智能分析云平台（PaaS）、数据分析服务（SaaS）和数据服务（DaaS）在内的大数据智能服务体系，构建陆、海、空、天、网电以及政治、经济、社会、人文等全域地球大数据的集成体系，**为防务和公共安全等重点行业领域**提供全域大数据智能处理、分析和应用的解决方案、技术服务和数据服务。

图 10：PLTR 四大产品体系



资料来源：Palantir Blog，钛媒体 APP，新浪财经，砺石商业评论等，德邦研究所

图 11：星图洛书 AI 分析平台



资料来源：中科星图公众号，德邦研究所

据中科星图微信公众号，在国防安全的“数字战场”上，公司已构建起独特的能力矩阵：

1) 全域数据：**汇聚空天遥感、地理信息、网络电磁等多源异构数据**，形成覆盖战场全域的“数字地图”，让隐秘角落的风险无所遁形；

2) 智能算法：**自主研发的军事 AI 模型**，能瞬时完成复杂场景推理，如同一位不知疲倦的“数字参谋”，**为决策提供精准预判**；

3) 业务模型：深度解构国防业务流程，**将数十年实战经验转化为可复用的智能模块**，让技术与场景真正同频共振。

军标级的能力向民生领域延伸,从“国防硬核”到“行业智慧”的转化,不是简单的技术平移,而是将安全基因重新编码,形成更贴合民生需求的解决方案,触达千行百业:

1) 在公共安全领域,平台运用军标级的数据融合技术生成“**情报一张网**”,让公共安全的异常波动即时显现;把军标级的算法模型嵌入“**指挥一张图**”,让应急响应速度提升 300%;

2) 在金融领域,平台化身“**风险洞察者**”,通过卫星影像监测企业厂房热度、结合税收数据构建信贷风险模型,让金融监管从“事后追溯”变为“事前预警”;

3) 在医疗卫生领域,平台通过搭建“**医疗数据中台**”整合区域医疗资源,为公共服务均等化提供数字支撑;

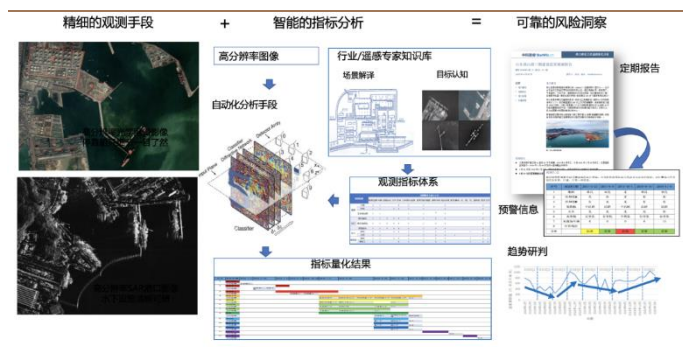
4) 面对应急管理,平台通过多源数据和模型实时推演灾害影响范围,成为抢险救灾的“**数字指挥官**”。

图 12: 公安指挥一张图



资料来源: 中科星图公众号, 德邦研究所

图 13: 金融风险洞察者



资料来源: 中科星图公众号, 德邦研究所

2.3. AI+数据分析领域, 降维打击

我们认为, 与 PLTR 相比, 公司在国内的数据分析领域具备降维打击优势:

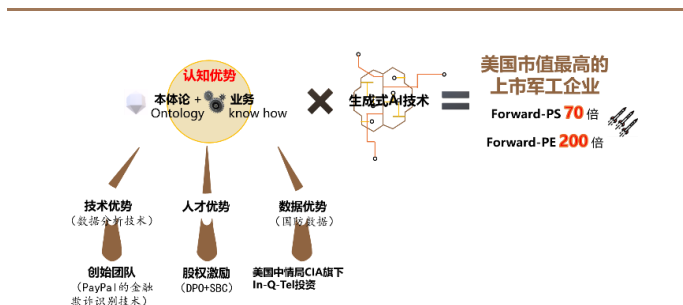
1) 业务: 20 年国防遥感数据经验, 深刻理解特种行业 know-how;

2) 规模化: “集团化+生态化战略”构筑十圈层垂类数据分析子公司认知壁垒;

3) 商业化: 注重商业化、应用能力强, 具备现成、广泛、优质的客户资源, 可以快速实现军用技术的民用化转型和变现;

4) 股东加持: 中科院+中科曙光股东强强联合, 为公司带来技术、算力、客户资源等全方位体系化支持。

图 14: PLTR 竞争力解析



资料来源: 彭博, PLTR 公司公告等, 德邦研究所绘制

图 15: 中科星图竞争力解析



资料来源: Wind, 中科星图官网, 科技日报等, 德邦研究所绘制

2.3.1. 20 年国防遥感数据分析业务积累，深刻理解特种行业 know-how

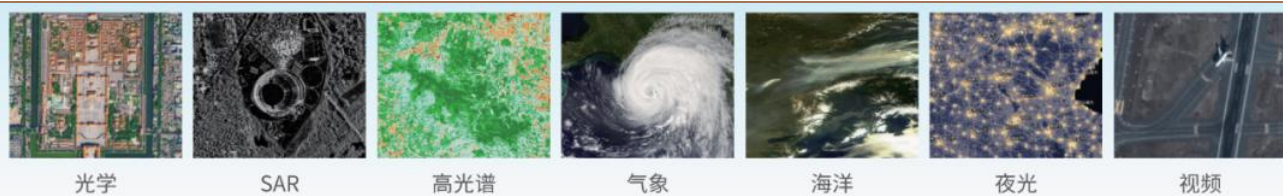
遥感是地理信息行业的重要组成，由于遥感卫星可以跨境获取数据，因而遥感数据和技术在军事和民事领域具有重要的战略价值，公司在 2020 年上市时特种领域收入占比达到 68.85%。

公司是国内最早从事数字地球产品研发与产业化的企业，2006 年由中科院电子所（服务国防建设多年，拥有大量的遥感领域成果）和中科曙光（国内高性能计算机代表性企业）的产学研合作孵化。如今，中科星图核心竞争力的数字地球系列产品，最初也始于国防需求研发；

公司在 20 年的发展历程中承担了国家高分重大专项、科技部国家重点研发计划、军民融合重大专项、北京市科委物联网与智慧城市重点专项以及中关村高精尖专项等重大科技专项 10 余项；

依托特种领域数字地球产品研发及其应用经验，公司特种业务收入快速增长，2020-2024 年收入从 4.84 亿翻倍增长至 10.03 亿元，CAGR 近 20%。

图 16：遥感卫星数据种类



资料来源：星图地球微信公众号，德邦研究所

2.3.2. “集团化+生态化战略”构筑十圈层垂类数据分析子公司 know-how 壁垒

我们认为，数据分析类业务呈一定的规模化效应，即垂类数据的种类、维度越多，越能够带来数据分析能力和最终交付效果的提升，例如特种客户需要同时针对气象、电磁、遥感、水文等多种结构化和非结构化数据进行统一分析，才能有效定位目标完成任务；

而垂类数据分析能力的构建需要大量真实一手的数据来源、大量一线长期服务对应客户的行业专家和团队，深刻理解客户需要什么数据、怎么分析和处理这些数据、这些数据要怎么应用到业务中来满足客户的需求，既要“深度”又要“广度”，这也要求公司具备大量资金、人员等资源的广泛且深入的投入，因而具备很高的门槛。

公司目前通过前期的收并购，已构建起了完善的十圈层数据来源，通过“集团化+生态化+赛马机制”筛选出了一批细分行业龙头子公司。

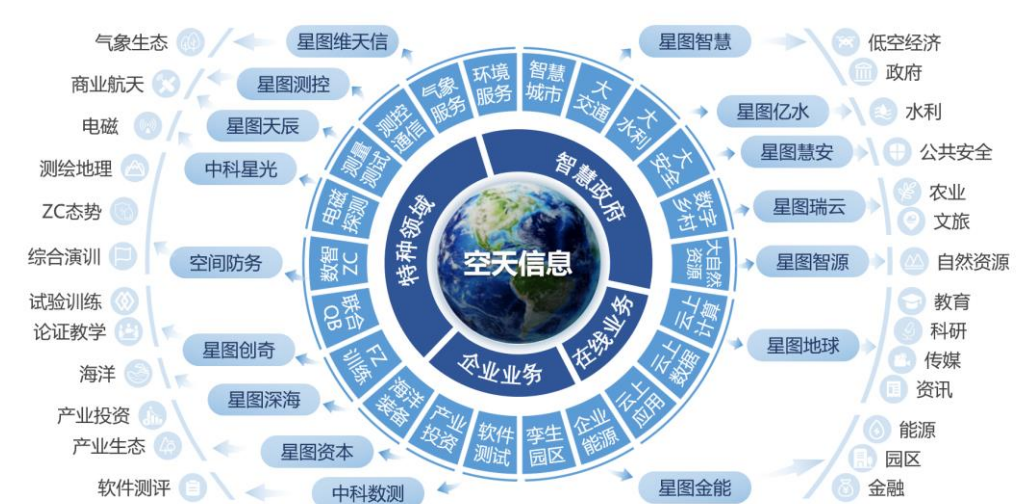
当前，公司具备“天-临-空-地-海”多圈层对地观测体系和实体地球五大圈层“电磁圈-大气圈-水圈-岩石圈-生物圈”构建十大圈层数据能力，整合汇聚国内外近 300 颗在轨遥感卫星资源，提供光学、雷达、高光谱以及红外等多类遥感数据来源；业务领域覆盖空天遥感、空间测控、海洋信息、电磁空间、气象服务、智慧城市、智慧水利、智慧能源、智慧金融等各新兴行业，下游用户涉及特种领域、政府、金融、能源、气象、水利等各行业部门，公司拥有海量、多样、全域、全维的空天地海网电以及社会人文等大数据资源和模型资源。

数据标准方面，公司建立了标准化的数据整编治理体系，实现了针对结构化、非结构化、半结构化数据的精准化治理和快速入库，实现了光学、立体测绘、夜光等多源数据的智能化融合处理、应用及知识信息的自动处理、提取、分发和服务，“数据工程”已引接汇聚卫星数据资源 350 余颗、打造科学数据集 1300 余个、呈现数据条目 2500 余万景、落地数据场景应用服务能力 120 余个，其中新增遥感共性产品 7 大类 50 个数据集，形成了“上游-中游-下游”全面互通的数据及服务全链路。

布局天基星座，持续加强天基能力：中科星图总裁邵宗有表示，公司正布局建设电磁星座、气象星座、遥感测绘星座等天基卫星星座，在天基能力方面的优势有望进一步加强。

我们认为，公司目前已在数据分析领域形成了一定的规模化效应，这也是公司的护城河。

图 17：十圈层数据能力和集团化生态化子公司



资料来源：ECNUMBAUNION 微信公众号，德邦研究所

2.3.3. 注重商业化、应用能力强，具备现成、广泛、优质的客户资源，可以快速实现军用技术的民用化转型和变现

公司本质上是一家军民两用高新技术企业。2018 年度《军用技术转民用推广目录》中，“空天大数据承载与智能服务平台”是“新一代信息技术”类别里推荐的第一项技术，目前公司在影像处理、仿真推演、指挥控制、态势感知、情报分析、国土规划、环境分析、交通应用等众多专业应用领域拥有行业领先地位。

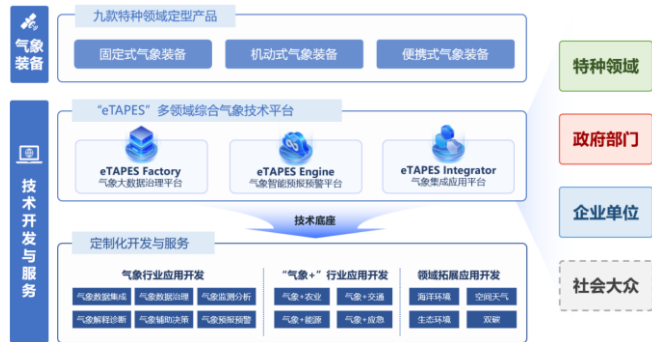
公司具有广泛且优质的客户资源。分布于特种领域、政府、研究院所、企业等重点行业领域，多数主要客户对公司品牌具备较高的忠诚度，与公司保持着长期的合作关系。

我们认为，公司从下游应用起步，成功规避了遥感卫星行业重资产、变现难的问题，海量的真实场景反而为公司 AI+数据分析能力的商业化变现提供了广阔的空间。与海外的 MAXAR、Planet LABs 相比，公司从应用出发向上游拓展，业绩指标明显好于海外遥感公司，2020-2024 年公司非特种业务收入从 2.19 亿增长十倍至 22.55 亿，四年 CAGR 高达 79.15%。

在公共安全领域，公司通过多元化手段，集探测、跟踪、可视化、人工智能分析、识别、打击等功能于一体，构建全方位低空地面安防一体化系统，该系统功能包括超低空目标预警、超低空目标跟踪、预案设置、目标区域巡防等。

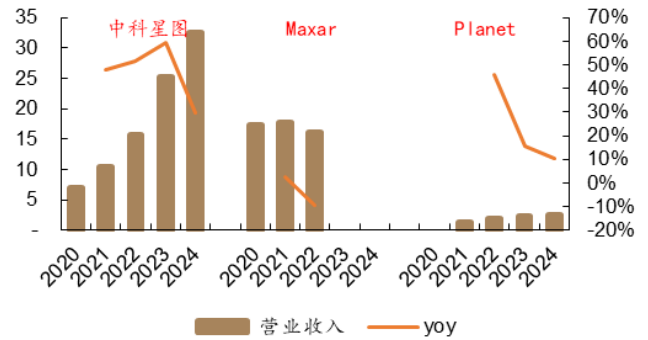
在气象领域，维天信子公司覆盖气象行业全产业链，以及“气象+”农业、能源、交通、应急等广泛的“气象+”行业应用服务，并基于气象行业积累的相关技术、业务模式、市场渠道等资源拓展至海洋、生态、空间天气、人工影响天气、双碳等领域，为特种领域、政府和企业用户提供气象装备以及气象、海洋、生态等行业的技术开发与服务；子公司维天信收入从 2021 年的 1.04 亿元快速增长至 2024 年的 5.63 亿元，CAGR+75.47%。

图 18: 维天信的主营业务



资料来源：维天信公开转让说明书（申报稿），德邦研究所

图 19：营业收入对比（中科星图 vs Maxar vs Planet Labs）人民币亿元、亿美元、%



资料来源：Wind，各公司公告，德邦研究所

2.3.4. 中科院+中科曙光股东强强联合，为公司带来技术、算力、客户资源等全方位体系化支持

中科星图的起步得益于中科院电子所和中科曙光产学研合作：

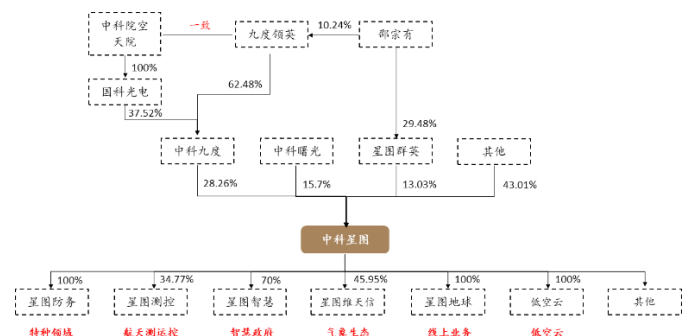
1) 电子学研究所创建于 1956 年, 为我国第一个综合型电子与信息科学研究所, 后与遥感与数字地球研究所、光电研究院整合组建为中国科学院空天信息创新研究院; 公司的创新技术和产品根源于中科院电子所的科技成果转移转化, 公司依托国家高分辨率对地观测重大专项“天眼工程”打造了 GEOVIS 数字地球资源共享服务平台。

图 20：中科院+中科曙光强强联合



资料来源：公司官网，德邦研究所

图 21：公司股权结构（截至 2025-4-25）



资料来源: Wind, 公司招股书等公告, 公司微信公众号, 公司官网, 德邦研究所 (注: 3 月, 中科星图在青岛成立中科星图低空云科技有限公司作为其低空经济总部)

2) 公司的管理方法和理念来自于中科曙光的科技成果产业化经验,管理层也大多来自中科院、中科曙光。例如党委书记、副董事长、总经理邵宗有曾任曙光信息产业股份有限公司副总裁,国家高性能计算机工程技术研究中心常务副主任,其间曾主持“863”重大专项,核高基专项,国家发改委安全专项,工信部电子基金等 12 项课题研究。

表 1：公司部分董事会及高管情况

姓名	职务	学历、职称	简介
许光奎	董事长	中科院电子所博士，博士生导师	曾获国家科技进步一等奖 2 项、军队科技进步一等奖、中科院科技促进发展奖、中科院杰出科技成就奖。
邵宗有	党委书记、副董事长、总经理	北京科技大学博士	长江商学院 EMBA，教授级高级工程师，国务院政府特殊津贴专家。曾任曙光信息产业股份有限公司副总裁，电子政务云国家工程实验室副理事长，国家高性能计算机工程技术研究中心常务副主任，其间曾主持“863”重大专项，核高基专项，国家发改委安全专项，工信部电子基金等 12 项课题研发；以第一发明人申请专利 79 项，其中已授权 41 项；参与制定国家电子行业相关标准 5 项。
陈伟	董事、副总经理	中国科学院自动化研究所硕士，正高级工程师	现兼任中国林业产业联合会副会长、中国卫星导航定位协会常务理事。曾获中国科学院地合作一等奖、中国科学院北京技术转移工作组织一等奖、山东省科技进步一等奖、青岛市科技进步一等奖、中国指挥与控制学会科学技术一等奖、首批中国科学院知识产权专员。
唐德可	副总经理	中国科学院大学博士，正高级工程师	长期从事空天信息处理与应用相关技术研究及工程项目管理工作，参与我国第一颗 SAR 卫星地面系统、第一套多星一体化地面应用系统、高分辨率对地观测重大专项等国家重大工程建设项目任务，主持多个大型工程及 863 等科研项目，获得部级科技进步二等奖。
杨宇	副总经理、董事会秘书	硕士研究生学历	2014 年至 2018 年，任职于中信建投证券股份有限公司；2018 年至 2019 年，任职于中青旅控股股份有限公司；2019 年至 2023 年，任职于北京能泰高科环保技术有限公司；2023 年 6 月加入中科星图股份有限公司，现任公司副总经理、董事会秘书。
胡煜	副总经理	北京航空航天大学硕士，正高级工程师	多年来在测绘遥感领域从事技术研发，市场营销及管理工作，参与了我国第一代北斗用户机的开发，主持了北斗指挥型用户机正样及星载北斗用户机研制任务，参与了一体化接收处理系统，机动式卫星遥感影像综合应用系统等 10 多个重大工程项目的研制建设工作，获得了多个先进技术奖项及航天领域先进个人荣誉称号。

资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

3) 算力方面，中科曙光直接持股本公司 15.70%（截至 2025 年 4 月 25 日），为公司提供充足超算和智算算力支持。

公司融合了超算、智算、大数据和云计算等多元化算力资源，自建了数字地球超级计算机，构建了高性能算力底座，实现人工智能算力 100Pflops、超算云网调度算力 33 万核心、大数据存储 24PB、通用算力 40000 核心。基于强大的混合时空调度引擎，结合自主研发的异构算力的混合调度能力，实现了云计算域、超算域、智算域、大数据域四域融合以及统一管理，可满足多场景多层次的混合算力需求。

公司与国家超级计算郑州中心紧密合作，构建了星图地球超算数据工场，依托星图地球超级计算机底座，打通了星图超算云网，同时实现云计算域、超算域、智算域、大数据域四域融合以及统一管理，通过地球超算和智脑引擎建设，构建强大的数字地球智能计算能力。

通过超算云网与国家级算力中心及曙光算力集群互联互通，支持跨域调度每秒超百亿亿次浮点运算的智能算力和超过数十万核心的超算算力，支持数值仿真、空间分析、人工智能等不同计算范式在统一时空基准下的融合计算，突破 PB 级遥感数据实时解析与知识萃取的技术瓶颈，形成空天信息全地理理解译产品的自动化生产体系，实现光学、雷达、高光谱等 20 余类遥感数据源的智能融合处理。

图 22：中科星图在郑州的超算数据工场



资料来源：星图地球微信公众号，德邦研究所

3. PLTR：智能时代的军工龙头

3.1. 金融反欺诈技术起家，从国防到商业

“制智权”的前提是数据获取和定位目标，PLTR 是新晋 AI 软件龙头。Palantir 是一家大数据公司，基于知识图谱技术，提供数据集成、搜索、管理、协作等大数据功能。该公司成立于 2003 年，美国中情局 CIA 旗下投资机构 In-Q-Tel 进行了早期投资，最初为美国情报界开发软件，以协助反恐调查和行动。后来，该公司开始与商业企业合作。

图 23：PLTR 发展历程

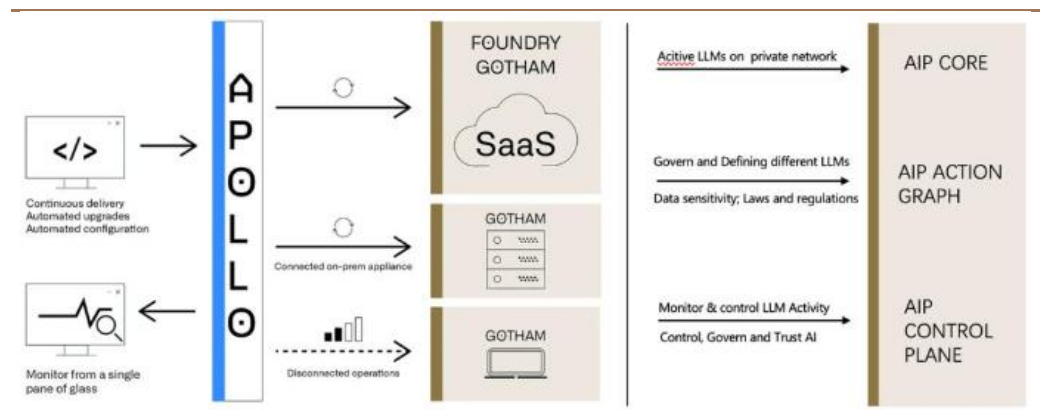


资料来源：Palantir 官网，Palantir 招股书，数据猿，蓝德信息、Oracle 官网、雷帝网等，德邦研究所

3.2. 围绕国防、商用客户构建四大产品矩阵，结合大模型构建 AIP 平台

目前 Palantir 的产品主要包含四大平台，Gotham、Foundry、Apollo 以及 AIP 平台，四大平台定位清晰。

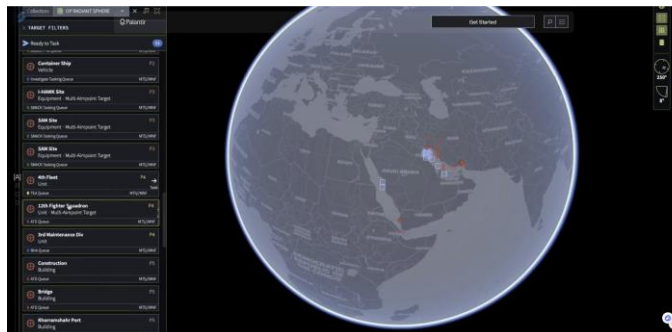
图 24：PLTR 四大平台之间有机协同



资料来源：Palantir Blog, Dolphin Research, 德邦研究所

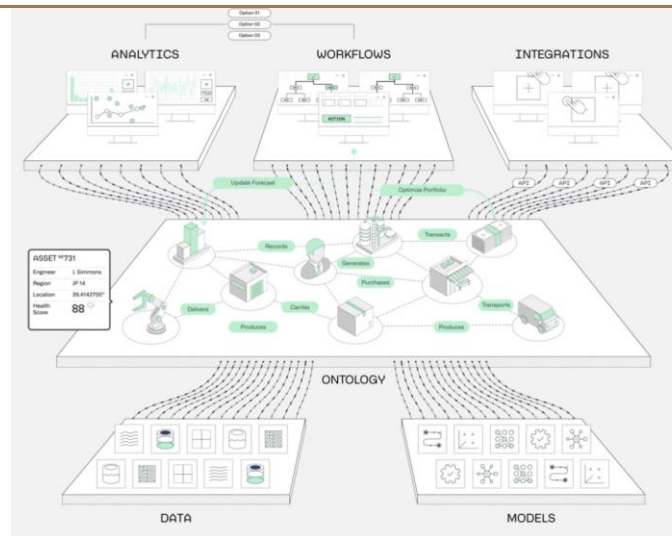
Gotham 和 Foundry 使机构能够将大量信息转化为反映其运营的集成数据资产。 Gotham 为全球防务机构，情报界，救灾组织及其他机构提供了见解。Foundry 正在成为一个中央操作系统，不仅适用于个别机构，也适用于整个行业。

图 25: Gotham 平台



资料来源: Palantir 官网, 德邦研究所

图 26: Foundry 平台

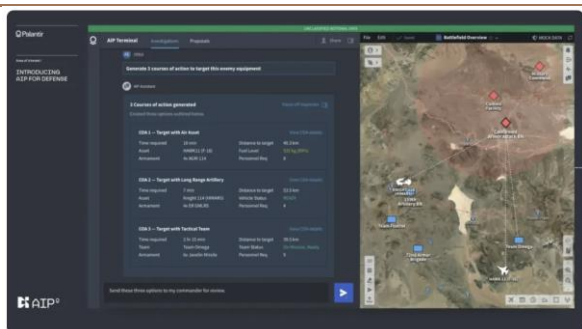


资料来源: Palantir 官网, 德邦研究所

Apollo: 是一个与云端无关的单一控制层，可协调新功能、安全性更新和平台配置的持续交付，帮助确保关键系统的持续运行，并允许客户在几乎任何环境中运行其软件。

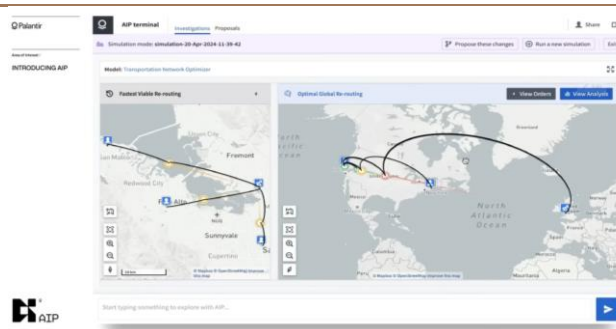
AIP: 利用现有的机器学习技术以及生成式 AI 模型，专为商业和政府部门的客户设计，专注于提供高级数据整合、分析和智能决策支持解决方案。企业可通过 AIP 实现不同经营环节的数字化、智能化，比如供应链、存货管理，动态定价，内部决策等。例如，若有飓风即将袭击物流中心，企业管理人员可以在 AIP 平台上通过问答获知预防和补救措施、模拟具体对业务数据（订单、收入、成本）的量化影响，并可以在平台上提交 AIP 生成的解决方案。

图 27: AIP 在国防领域的应用



资料来源: Palantir YouTube 官方账号, 德邦研究所

图 28: AIP 在商业领域的应用



资料来源: Palantir YouTube 官方账号, 德邦研究所

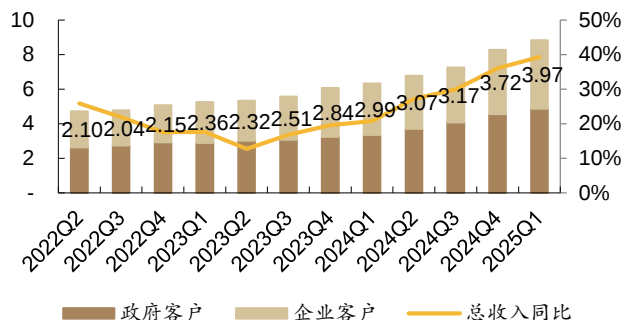
3.3. 2023 年 4 月推出 AIP 平台后，开启订单业绩高增期

2023 年开始 Palantir 迎来高速增长期，收入、毛利率均高增。2024 年营收达到 28.66 亿美元(同比+28.79%)，剔除 SBC 等调整后的毛利率达到 82%(同比+1.38pct)，调整后的息税前利润 (EBIT) 达到 11.28 亿美元 (同比+78.27%)，自由现金流 11.41 亿美元 (同比+63.72%)，业绩指标呈高速增长态势。

美国政府客户尤其是美国国防部 (DOD) 或引领 PLTR 季度收入增速持续上行。2025Q1 总收入达到 8.84 亿美元，同比+39%；按地区看美国客户占比 71.05% (同比+6.99pct) 占比呈上升趋势，按类型看政府客户占比 55.1% (同比+2.3pct)，其中美

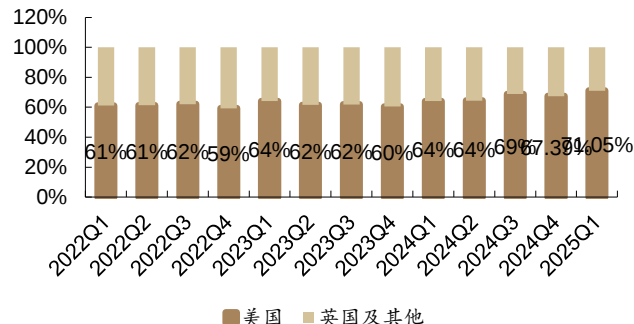
国政府客户收入增速从 2023Q4 开始明显持续上行，与 USAspending.gov 显示的季度美国政府新增订单和合同数量变化趋势基本匹配，具体来看，美国国防部 (DOD) 在 2024 年美国订单前五大客户中占 65.47%，预期未来美国国防部订单仍将是公司的重要增长动力。

图 29: PLTR 按客户类型分类的收入及增速 (亿美元、%)



资料来源: 彭博, Palantir 公司公告, 德邦研究所

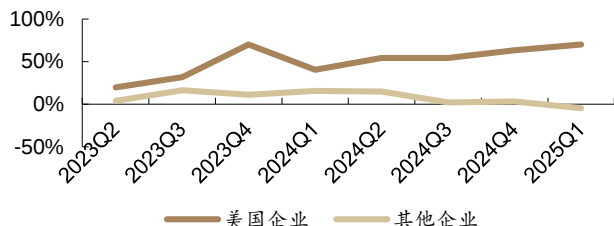
图 30: PLTR 按地区分类的收入占比 (%)



资料来源: 彭博, Palantir 公司公告, 德邦研究所

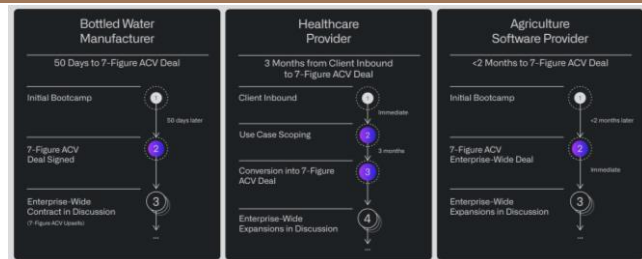
AIP 带动美国企业业务高增。2025Q1 商业企业收入 3.79 亿美元 (同比+32.78%)，其中美国企业达到 2.55 亿美元 (同比+70%)，增量主要来自 AIP 的客户需求，公司利用 Bootcamp 策略成功压低了整体客户转化时间至 1-3 个月，一定程度上弥补了规模化难的劣势。

图 31: 来自美国商业企业收入增速明显上行 (%)



资料来源: 彭博, Palantir 公司公告, 德邦研究所

图 32: Bootcamp 策略

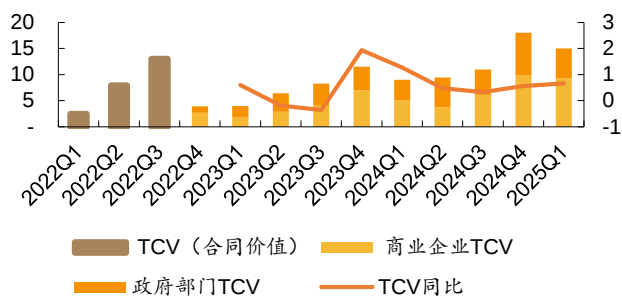


资料来源: Palantir 官网, Palantir 投关文件, 德邦研究所

美国商业企业订单快速上量。总合同价值 TCV (Total Contract Value) 代表已签订的合同总金额，2022Q4 开始公司的 TCV 快速增长，2025Q1 的 TCV 达到 15 亿美元 (同比+66%)，其中政府部门 TCV 5.7 亿美元 (同比+43%)、商业企业 TCV 9.3 亿美元 (同比+84%)，美国商业企业 TCV 8.1 亿美元 (同比+83%)。

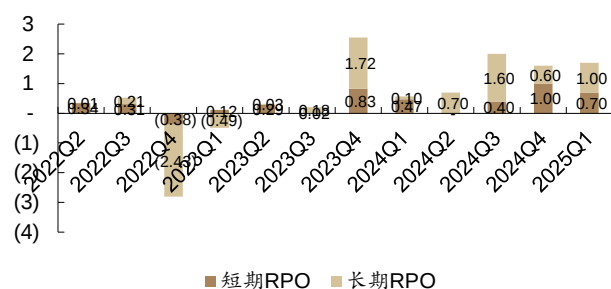
25Q1 订单中长期合同合同放量加快。剩余履约义务 RPO (Remaining performance obligations) 代表尚未确认且不可取消的合同价值，2025Q1 公司 RPO 为 19 亿美元 (同比+46.15%)，RPO 环比净增加值为 1.7 亿美元，其中短期 RPO 环比净增加 0.7 亿美元、长期 RPO 环比净增加 1 亿美元，中长期合同新增额有所增加，或代表 2025Q1 签订的新合同中 1 年以上的中长期合同更多。

图 33：季度 TCV (亿美元、%)



资料来源：Wind, PLTR 公开业绩交流会, Reportify 官网, 德邦研究所

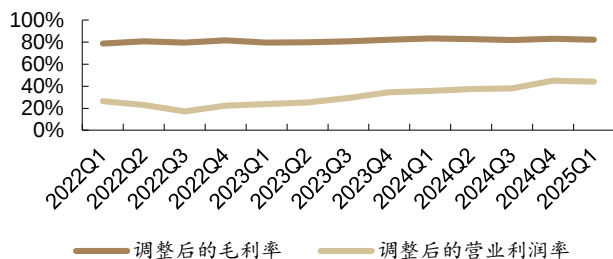
图 34：RPO 季度环比净增加值 (亿美元)



资料来源：Wind, PLTR 公开业绩交流会, 德邦研究所

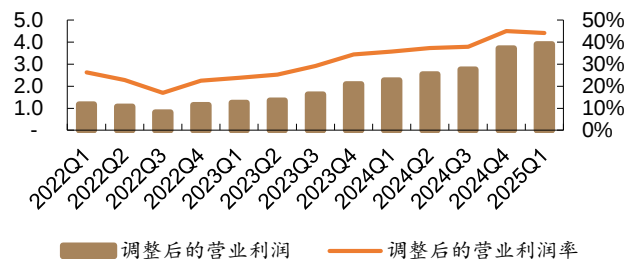
毛利率较为稳定，营业利润率持续上行。剔除 SBC 后，2025Q1 公司毛利率高达 83% (同比-1.19pct)、调整后的营业利润 3.91 亿美元 (同比+72.53%)、调整后的营业利润率高达 44.21% (同比+8.51pct)。

图 35：PLTR 剔除股权激励 (SBC) 等调整后的毛利率和营业利润率 (%)



资料来源：彭博, Palantir 公司公告, 德邦研究所

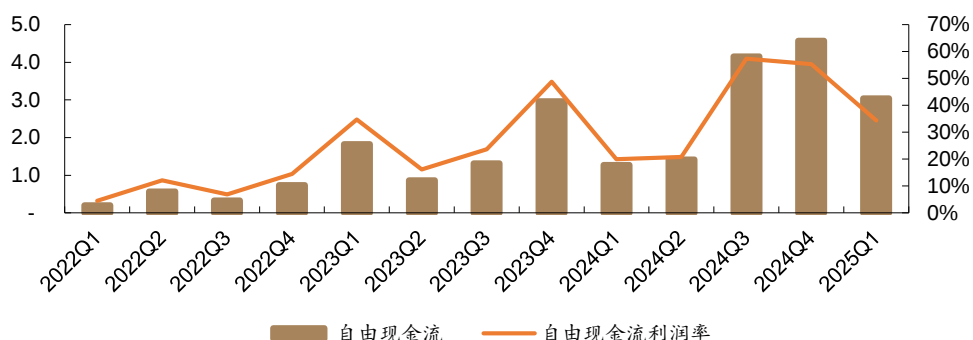
图 36：调整后的营业利润和营业利润率 (亿美元、%)



资料来源：彭博, Palantir 公司公告, 德邦研究所

自由现金流快速增长。2025Q1 自由现金流达到 3.04 亿美元 (同比+139.6%)，自由现金流利润率达到 34.4%。

图 37：自由现金流、自由现金流利润率 (亿美元、%)



资料来源：彭博, Palantir 公司公告, 德邦研究所

3.4. Palantir 已成为美国市值最高的上市军工企业

根据知识图谱科技、参考消息、国务院发展研究中心国际技术经济研究所官方账号等公开披露，Palantir 在国防情报领域发挥了重要作用：

1) 美军号称利用 Palantir 的 AI 情报系统，定位到了本拉登的位置；

2) Palantir 是五角大楼 AI 旗舰项目“Maven 计划”的主要承接单位，并在 2024 年将 Maven 智能系统的访问权限扩展至整个军事部门，包括陆军、空军、太空部队、海军和海军陆战队，据 Palantir 公开披露，同时要在 2029 年之前全面开展名为“Maven 智能系统”的大型 AI 项目；

3) 2024 年，受美国陆军委托打造首辆 AI 定义的情报战车“泰坦”(TITAN)；

4) 2025 年，与北约通信和信息局 (NCI Agency) 完成了 Palantir Maven 智能系统北约版 (MSS NATO) 的采购，将 PLTR 的该智能系统部署到北约盟军作战司令部 (ACO) 中，该组织将利用 AI 应用来增强作战能力。

表 2：2024 年 Palantir 获得的主要国防合同

时间	金额 (美元)	合作方	主要合作内容
2024.12.18	4.007 亿	美国陆军	延长了与美国陆军的长期合作伙伴关系，将为美国陆军提供 Vantage 系统，并支持美国陆军数据平台 (ADP) 项目。
2024.12.9	3680 万	美国特种作战司令部	扩大与美国特种作战司令部 (USSOCOM) 的合同，以提供支持企业能力的技术解决方案。
2024.9.20	9980 万	陆军作战能力发展司令部	将 Maven 智能系统的访问权限扩展至整个军事部门，包括陆军、空军、太空部队、海军和海军陆战队，旨在简化并加速各军种对 Maven 智能系统现有功能的访问。
2024.5.30	4.8 亿	美国陆军	在 2029 年之前全面开展名为“Maven 智能系统”的大型 AI 项目，“Maven 智能系统”将全面使用“人工智能+计算机视觉”创新技术来帮助美军更快、更准确地识别目标。
2024.3.29	980 万	美国国防信息系统局	负责开发电磁战斗管理系统原型，这一系统将支持国防部的任务分析和决策。该项目将为国防部提供先进的软件功能，以支持联合电磁频谱作战 (JEMSO)
2024.3.6	1.78 亿	美国陆军	打造一套名为“泰坦”(TITAN) 的战场情报系统，泰坦项目的重要意义是在军用车辆中引入人工智能和机器学习技术，因此也被视为美国陆军首辆 AI 定义的情报战车。

资料来源：全球技术地图，德邦研究所

PLTR 正在通过广泛结盟的方式挑战传统军工巨头地位：

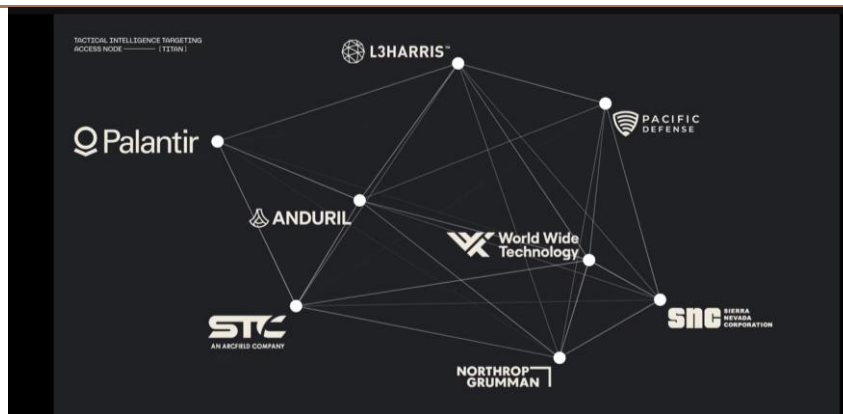
1) 2024 年 8 月，通过微软 Azure Government 部署 Palantir 的 Gotham、AIP 等工具，服务国防及情报机构；

2) 2024 年 12 月，与 Anduril 联盟 (consortium)，为了提升美国在人工智能 (AI) 领域的的能力，特别是在军事和国家安全领域。双方将共同提供从战术边缘到云端的技术基础设施，帮助美国政府及其行业伙伴将 AI 技术转化为下一代军事和安全能力；

3) 2025 年 4 月，与谷歌公共部门建立合作，将谷歌云引入公司的 FedStart 美国政府项目平台，允许大公司和初创公司将他们的软件提供给美国联邦政府机构。

自俄乌冲突 (2022.2.24) 以来，Palantir 市值快速提升，目前已突破 2645 亿美元 (2024.4.25)，翻了超 10 倍，并成为美国市值最高的上市军工企业。

图 38: TITAN 项目合作方



资料来源：Palantir YouTube 官方账号，德邦研究所

表 3: Palantir 已成为美国市值最高的上市军工企业

公司	营收 (亿美元)	归母净利润 (亿美元)	市值 (亿美元)	毛利率 (%)	净利率 (%)	PE (TTM)
Palantir	28.66	4.62	2645.09	80.25%	16.33%	572.30
GE 航空航 天	387.02	65.56	2116.03	35.92%	16.97%	30.26
雷神	807.38	47.74	1672.88	19.09%	6.21%	36.37
波音	665.17	-118.75	1341.75	-2.99%	-17.78%	-11.51
洛马	710.43	53.36	1119.09	9.75%	7.51%	20.34
通用动力	477.16	37.82	729.96	15.43%	7.93%	18.35
诺格	410.33	41.74	681.07	20.38%	10.17%	18.35

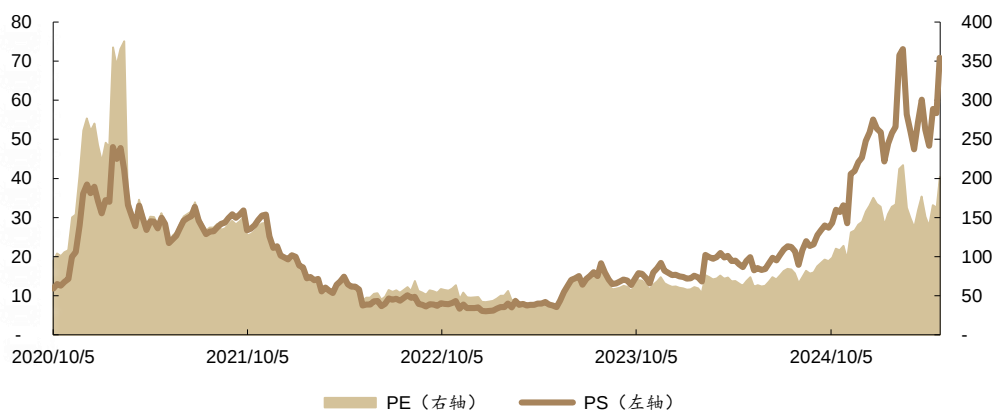
资料来源：ifind，德邦研究所（注：数据截至 2025.4.25；营收、归母净利润、毛利率、净利率对应 2024 年）

3.5. PLTR 估值：高护城河带来高估值

PLTR 自 2023 年以来估值一路走高，从最低点的 6 Forward-PS 和 36 Forward-PE，目前已抬升至 71 Forward-PS 和 202 Forward-PE（截至 2025 年 4 月 27 日）；我们认为，持续高估值的原因包括：

- 1) 美国国防预算再分配中的受益者，有望在 AI 技术变革中引领军工行业未来；
- 2) 为数不多在 2023 年就真正因为 AI 而产生订单、业绩明显拐点的应用公司；
- 3) AIP 使得公司的数据分析能力能够在政府、商业企业中规模化推广，部分解决了项目制、高度定制化的扩张难题；
- 4) 因极高的护城河而带来的高毛利率以及未来高利润增长的可能性。

图 39: Forward-PS (左轴) 和 Forward-PE (右轴)



资料来源：彭博，德邦研究所

而 Palantir 的护城河体现在：

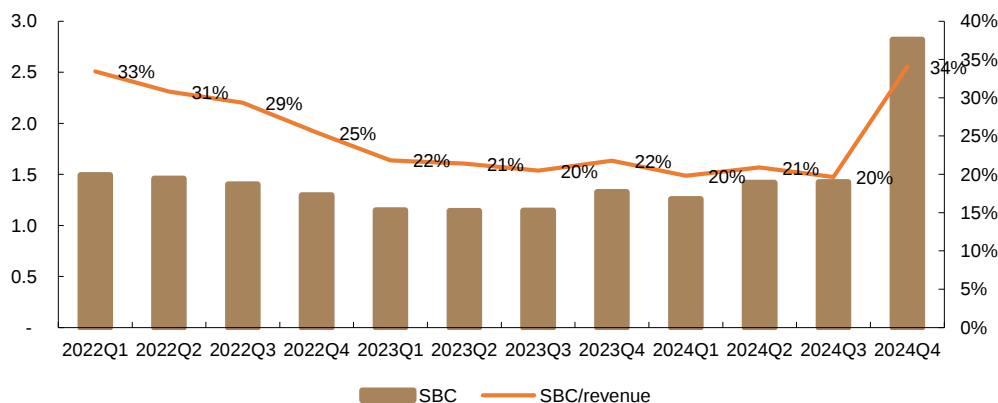
- 1) 技术先发优势+人才优势，带来了结构化+非结构化数据的分析处理能力；
- 2) 积累的大量真实数据和经验积累出的业务 Know-how；
- 3) 高度定制化带来的客户极高的粘性和转换成本。

1、具体来看，技术先发优势明显，创始人带来了早期的结构化+非结构化数据的分析处理能力：

1) 技术来源：创始人 Peter Thiel 将 PayPal 的金融欺诈识别技术引入，并奠定了技术基石 (PayPal 的诈骗率为营收的 0.17% 远低于行业平均水平 1.86%)；

2) 人才激励：上市时采用 DPO (Direct Public Offering, DPO) 未发行新股融资，员工可在公布 2020 年全年财报后的第三个交易日可以出售股票，资本市场流通的股份来自于公司上市后员工售出手中的部分股权；同时持续进行股权激励，通过 SBC (Stock-based Compensation) 以股票 (如限制性股票 RSU、股票期权) 形式支付员工薪酬，上市后季度 SBC 费用占收入的比例一度高达 60% 以上。

图 40: 季度 SBC 及收入占比 (亿美元、%)

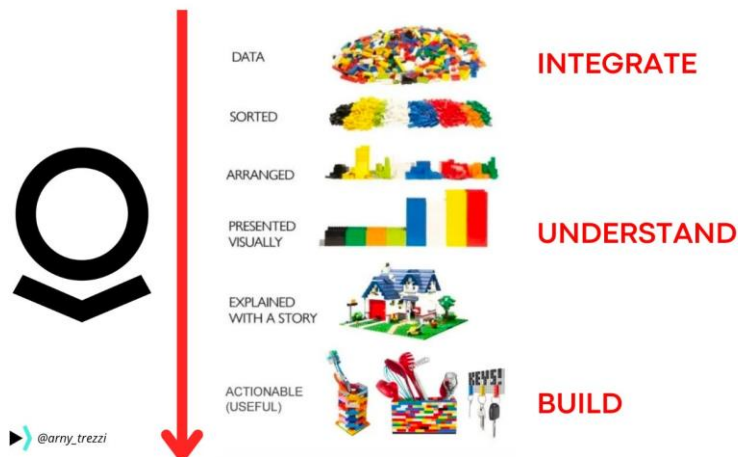


资料来源：彭博，德邦研究所

2、采用“本体论”的哲学思想，围绕客户决策进行数据清洗和分析，积累了大量真实数据+经验，形成业务 Know-how。Palantir 将“本体论”(Ontology)这一哲学概念应用于软件应用开发,将每个决策分成数据(Data)、逻辑(Logic)和行动(Action):

1) 在数据层，数据模型为开箱即用的应用程序提供支持，用于探索结构化、非结构化、地理空间、时间、模拟和其他数据模式。Palantir 平台提供了一个可扩展的多模式数据连接和集成框架，该框架可与开箱即用的企业数据系统配合使用。

图 41: Palantir 将结构化非结构化数据进行重新整合

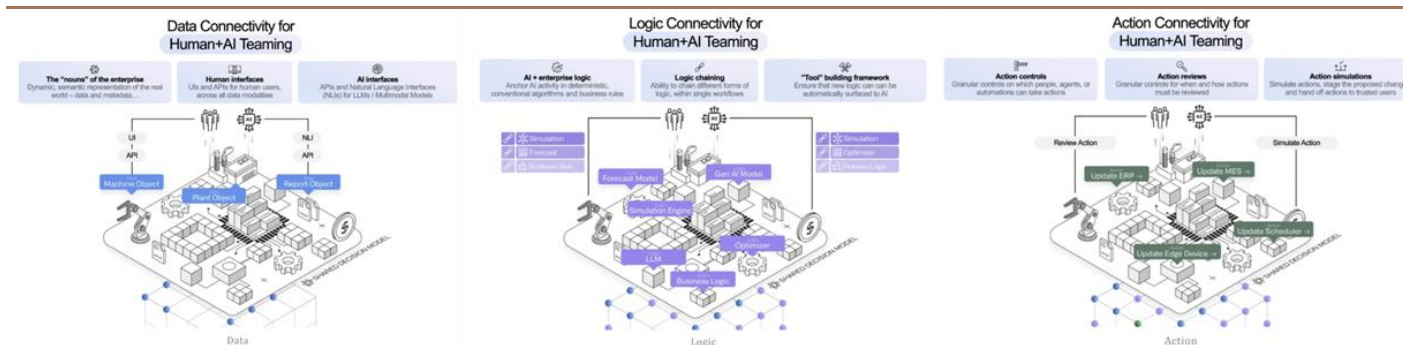


资料来源: Palantir Bullets, 德邦研究所

2) 在逻辑层，Palantir 可以将生成式 AI 或预测等模型、业务系统+业务逻辑以及模块分析和报告进行深度整合，用户可以从混合和匹配，为决策者提供关键时刻所需的所有上下文。

3) 在行动层，Palantir 明确表示 LLM 是辅助人而不是替代人，并为 AIP 的 Workflow Services 设计了完整的控制 (Controls)、审核 (Reviews)、模拟 (Simulations) 的程序，确保 AI 的行动建议能够得到安全的执行，并通过人工的反馈对「逻辑」层的模型和流程进行不断迭代更新。

图 42: 数据+逻辑+行动处理过程

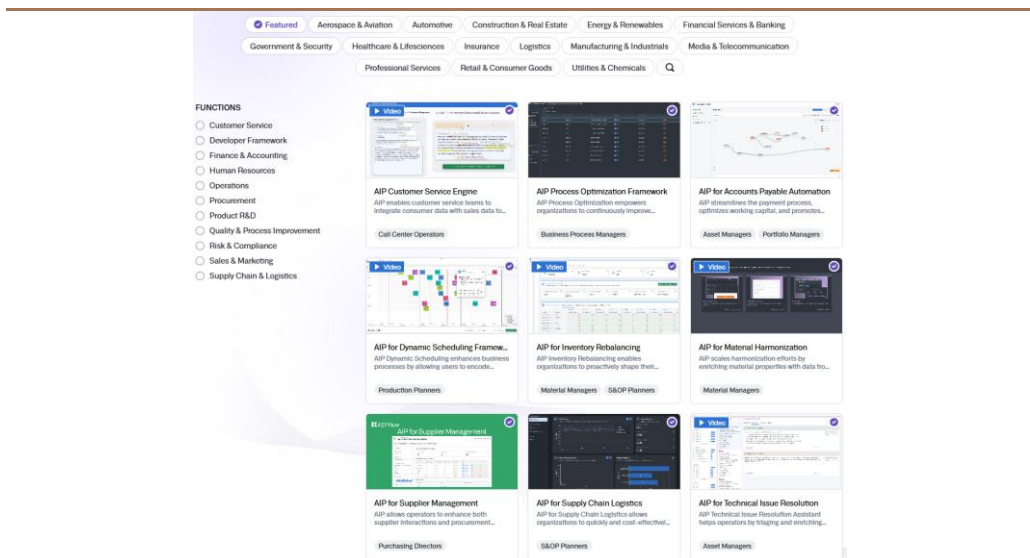


资料来源: Palantir 官网, 德邦研究所

4) Palantir 打造了 AIP Now 平台，对大模型产品的具体应用案例按照行业和职能进行了分类，AIP Now 官网已有几十个案例可供参考。

以金融行业为例，AIP 可通过集成高级多模态语言模型和其他系统集成，AIP 的本体丰富了来自 PDF 和各种文档类型的见解，然后将其与来自其他结构化来源（内部和第三方）的数据相结合，简化尽职调查分析和报告生成，加速和扩大早期 PE 交易效率。

图 43: AIP Now 应用示例



资料来源: Palantir AIP 官网, 德邦研究所

3、高度定制化带来的客户极高的粘性和转换成本:

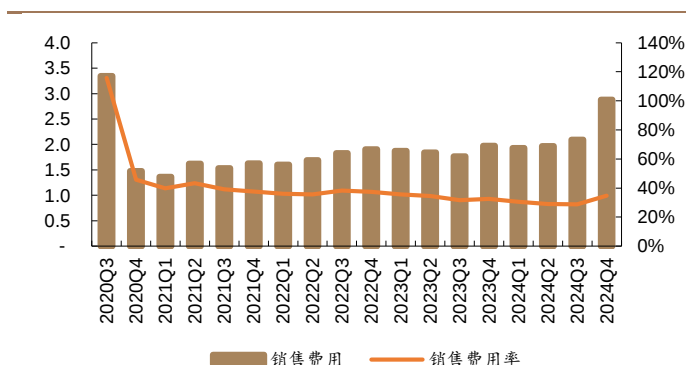
1) 根据 Palantir 招股书, 公司项目平均在 3.6 年产生收入 (截至 2020 年 9 月 30 日), 并且公司提供的软件为情报分析系统, 客户需要日常长期持续使用;

2) 项目内容包括授权+维护+培训+专业服务。根据 Gotham 的早期报价单可以看出, 与客户的合同报价中包含了软件授权费、维护费、培训费以及一些专业服务费用, 例如客户可以以约 14 万美元的单价购买一个永久授权+本地部署的 Gotham 服务器核 (单个服务器少则单核, 多则 48、64 核), 也可以按照约 7000 美元/月/核订阅云服务, 同时需要几百到上万美元的维护、培训、专业服务费。

3) 拓展政府和大型商业客户需要大量前期投入 (销售周期长达半年-1 年), 公司获取和发展客户的业务模式分为获取 (短期试点、当年确收<10 万美元)、扩展 (当年确收>10 万美元、负毛利)、规模化 (当年确收>10 万美元、正毛利) 三个阶段, 上市时销售费用率一度达到 116%, 而后常年保持 30% 以上的销售费用率;

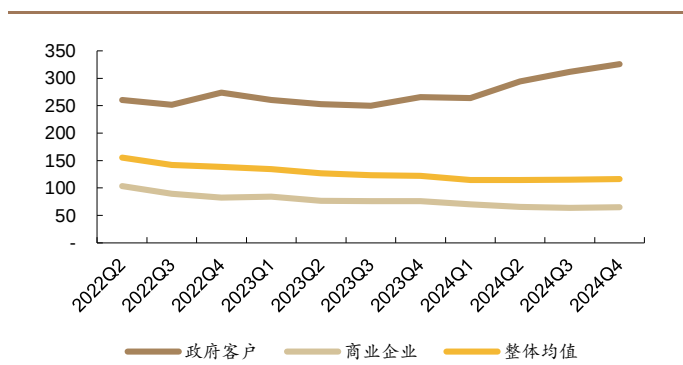
粗略计算, 2024Q4 单个客户为 Palantir 季度创收达到 116.46 万美元, 边际下行, 政府客户为 325.71 万美元且呈上升趋势, 商业客户为 65.15 万美元, 边际下行。

图 44: 季度销售费用和费用率 (亿美元、%)



资料来源: 彭博, PLTR 公司公告, 德邦研究所

图 45: 平均单个客户贡献的季度收入 (万美元)



资料来源: 彭博, PLTR 公司公告, 德邦研究所

4. 盈利预测和估值

估值方面，我们以军工信息化厂商中航成飞、能科科技、华如科技、航天宏图作为可比公司。一方面，公司紧抓空天信息产业发展重大机遇，落实集团化与生态化战略，同时在低空经济领域拥有良好卡位；另一方面，未来战场“制智权”是制胜关键，美国 AI+军工趋势明确，我国也有望通过 AI 加强军工智能化水平。我们认为 AI+低空云有望在未来基建周期中实现规模化推广并为公司贡献增长动能，同时公司拟定增研发战略级工具链——星图洛书 AI 分析平台，在 AI+数据分析领域具备领先优势。我们预计 2025-2027 年公司营业总收入分别为 43.11/61.74/88.72 亿元，同比增长 32.3%/43.2%/43.7%，归母净利润分别为 4.90/8.09/12.20 亿元，同比增长 39.4%/65.0%/50.7%；基于 2025 年 5 月 8 日收盘价，PE 分别为 62.9、38.1、25.3X。伴随着我国商业航天、低空经济以及 AI 军工的发展，公司有望取得广阔的发展前景，且考虑到公司为数字地球龙头，因此具有一定的估值增长空间，维持“买入”评级。

表 4：可比公司估值表

代码	公司名称	收盘价 (元)	归母净利润（亿元）					市盈率 PE				
			23A	24A	25E	26E	27E	23A	24A	25E	26E	27E
688568.SH	中科星图	56.8	3.4	3.5	4.9	8.1	12.2	52.5	78.8	62.9	38.1	25.3
可比公司												
302132.SZ	中航成飞	83.2	1.0	1.1	34.8	41.7	61.8	263.3	377.6	63.9	53.4	36.1
603859.SH	能科科技	31.5	2.3	1.9	2.6	3.2	3.5	27.8	38.2	29.7	24.2	22.0
301302.SZ	华如科技	24.5	-2.2	-3.5	-	-	-	-17.9	-10.6	-	-	-
688066.SH	航天宏图	18.4	-3.7	-13.9	1.3	2.5	3.4	-29.5	-3.8	36.5	19.1	14.0
平均值										43.4	32.2	24.0

资料来源：Wind，各公司公告，德邦研究所预测（注：可比公司数据来源于 Wind 一致预期，中科星图数据为德邦预测；股票收盘价为 2025 年 5 月 8 日）

5. 风险提示

- 1) AI 商业化进展不及预期：公司紧跟生成式 AI 浪潮并有相应的研发投入，AI 商业化进展对公司未来经营有重要影响；
- 2) 关键客户政策及订单节奏不及预期：关键客户订单是公司持续增长的重要保障；
- 3) 国际局势风险：地缘政治冲突对 AI 产业链、数据分析行业、特种领域均有一定影响；
- 4) 国内宏观经济压力：宏观经济变化影响着下游客户需求。
- 5) 竞争加剧风险：公司在数据分析领域面临一定的市场竞争。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(元)				
每股收益	0.65	0.90	1.49	2.24
每股净资产	7.07	7.79	8.98	10.77
每股经营现金流	-0.15	1.02	2.05	3.05
每股股利	0.13	0.18	0.30	0.45
价值评估(倍)				
P/E	78.51	62.95	38.14	25.30
P/B	7.22	7.29	6.32	5.27
P/S	8.51	7.16	5.00	3.48
EV/EBITDA	39.52	30.68	19.46	12.97
股息率%	0.3%	0.3%	0.5%	0.8%
盈利能力指标(%)				
毛利率	49.6%	50.7%	51.0%	51.4%
净利润率	16.1%	17.5%	20.2%	21.2%
净资产收益率	9.2%	11.6%	16.6%	20.8%
资产回报率	4.2%	5.1%	6.8%	8.2%
投资回报率	9.1%	12.2%	16.6%	20.0%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	29.5%	32.3%	43.2%	43.7%
EBIT 增长率	17.7%	54.2%	62.5%	49.3%
净利润增长率	2.7%	39.4%	65.0%	50.7%
偿债能力指标				
资产负债率	44.6%	45.7%	46.6%	46.4%
流动比率	1.7	1.7	1.7	1.8
速动比率	1.2	1.3	1.3	1.4
现金比率	0.4	0.4	0.5	0.6
经营效率指标				
应收帐款周转天数	250.8	258.8	221.6	190.3
存货周转天数	119.1	128.9	114.2	105.6
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7
固定资产周转率	18.1	21.6	32.9	59.4

现金流量表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	352	490	809	1,220
少数股东损益	174	264	436	657
非现金支出	317	322	347	372
非经营收益	-21	2	10	40
营运资金变动	-903	-525	-490	-630
经营活动现金流	-81	552	1,112	1,659
资产	-457	-205	-171	-203
投资	-277	-100	-100	-100
其他	-209	16	-2	-2
投资活动现金流	-942	-290	-273	-305
债权募资	567	199	200	200
股权募资	277	1	0	0
其他	-197	-150	-203	-285
融资活动现金流	647	50	-3	-85
现金净流量	-376	313	837	1,269

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 5 月 8 日
资料来源：公司年报（2023-2024），德邦研究所

利润表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3,257	4,311	6,174	8,872
营业成本	1,642	2,126	3,025	4,316
毛利率%	49.6%	50.7%	51.0%	51.4%
营业税金及附加	22	13	19	27
营业税金率%	0.7%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	246	303	390	538
营业费用率%	7.6%	7.0%	6.3%	6.1%
管理费用	302	354	468	645
管理费用率%	9.3%	8.2%	7.6%	7.3%
研发费用	488	681	959	1,381
研发费用率%	15.0%	15.8%	15.5%	15.6%
EBIT	532	821	1,334	1,993
财务费用	1	35	38	38
财务费用率%	0.0%	0.8%	0.6%	0.4%
资产减值损失	-8	0	0	0
投资收益	-8	0	0	0
营业利润	515	756	1,267	1,955
营业外收支	36	30	30	0
利润总额	551	786	1,297	1,955
EBITDA	694	992	1,531	2,215
所得税	25	31	52	78
有效所得税率%	4.5%	4.0%	4.0%	4.0%
少数股东损益	174	264	436	657
归属母公司所有者净利润	352	490	809	1,220

资产负债表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,292	1,605	2,442	3,711
应收账款及应收票据	2,806	3,502	4,236	5,317
存货	695	827	1,092	1,439
其它流动资产	1,041	1,128	1,371	1,592
流动资产合计	5,835	7,062	9,142	12,058
长期股权投资	209	309	409	509
固定资产	199	200	175	124
在建工程	127	125	123	122
无形资产	325	325	325	325
非流动资产合计	2,455	2,609	2,714	2,796
资产总计	8,289	9,671	11,856	14,854
短期借款	835	1,035	1,235	1,435
应付票据及应付账款	1,898	2,303	3,067	4,076
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	731	865	1,004	1,161
流动负债合计	3,464	4,203	5,306	6,673
长期借款	9	9	9	9
其它长期负债	220	205	205	205
非流动负债合计	229	214	214	214
负债总计	3,693	4,418	5,520	6,887
实收资本	543	810	810	810
普通股股东权益	3,840	4,233	4,879	5,854
少数股东权益	756	1,020	1,456	2,113
负债和所有者权益合计	8,289	9,671	11,856	14,854

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； 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。	类 别	评 级	说 明
	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。