

投资评级 **优于大市** 首次覆盖

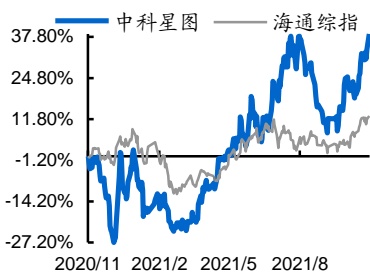
以数字地球为核心打造空天地数字底座

股票数据

11月24日收盘价(元)	75.19
52周股价波动(元)	41.26-79.70
总股本/流通A股(百万股)	220/63
总市值/流通市值(百万元)	16542/4726

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	6.2	19.6	-4.1
相对涨幅(%)	7.1	18.2	-4.7

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 郑宏达

Tel: (021)23219392

Email: zhd10834@htsec.com

证书: S0850516050002

分析师: 杨林

Tel: (021)23154174

Email: yl11036@htsec.com

证书: S0850517080008

分析师: 洪琳

Tel: (021)23154137

Email: hl11570@htsec.com

证书: S0850519050002

联系人: 杨蒙

Tel: (0755)23617756

Email: ym13254@htsec.com

投资要点:

- 数字地球行业领军者, 立足特种拓展民用领域。** 公司是国内最早从事数字地球产品研发与产业化的企业, 产品覆盖空天大数据**获取、处理、承载、可视化和应用**等产业链环节, 主要是面向政府、企业以及特种领域用户提供软件销售与数据服务、技术开发与服务、一体机产品, 以及系统集成。公司以GEOVIS数字地球基础软件平台为支撑面向各下游行业提供软件服务, 包括特种、自然资源、交通、气象等领域。根据公司2020年年报, 从商业模式来看, 技术开发与服务占总收入的比重为**75.66%**, 为公司主要业务形态, 其次是一体机销售、系统集成设备和软件销售与数据服务, 占总收入的比重分别为**11.79%、6.75%和5.80%**。从下游行业来看, 公司立足特种领域, 向民用领域不断拓展: 2020年, 来自特种领域的收入占比为**68.85%**; 根据2021年中报, 这一占比下降到**58.56%**, 来自安全应急的收入占比为**17.67%**, 可以看到公司正在不断拓展下游领域且卓有成效。
- 空天院控股, 股东背景实力雄厚。** 公司实际控制人是中国科学院空天信息创新研究院(空天院), 由中国科学院电子学研究所、遥感与数字地球研究所、光电研究院整合组建, 于2020年3月正式成立。空天院聚焦国家战略需求, 以重大产出和支撑国家实验室建设为目标。我们认为公司作为空天院控股企业, 以国家战略方向为企业发展方向的重要参考, 强大的股东背景是公司高速发展的保障之一。
- 卫星产业正在蓬勃发展。** 根据UCS数据库, 2021年年初至9月1日, 中国发射遥感卫星**42**颗。对应去年全年我国发射遥感卫星共**33**颗, 今年截至9月初的遥感卫星发射数量已超过去年全年。我们认为我国卫星及应用产业链条逐步完善, 产业生态逐步成熟, 卫星应用产业正在高速发展。
- 业绩高速增长。** 2018-2020年公司营业总收入分别为**3.64/4.89/7.03**亿元, 同比增长**54%/34%/44%**; 归母净利润分别为**0.89/1.03/1.47**亿元, 同比增长**92%/16%/43%**。2021年前三季度公司营业总收入为**5.84**亿元, 同比增长**84%**; 归母净利润为**0.55**亿元, 同比增长**71%**, 公司业绩处于高速增长阶段。

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	489	703	1043	1520	2186
(+/-)YoY(%)	34.3%	43.5%	48.5%	45.7%	43.8%
净利润(百万元)	103	147	221	322	466
(+/-)YoY(%)	15.5%	43.3%	49.9%	45.9%	44.5%
全面摊薄EPS(元)	0.47	0.67	1.00	1.47	2.12
毛利率(%)	59.4%	54.6%	56.6%	57.3%	57.8%
净资产收益率(%)	35.6%	11.9%	15.2%	18.1%	20.7%

资料来源: 公司年报(2019-2020), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

- **盈利预测和投资建议。**我们认为公司以数字地球平台为核心提升软件能力，下游应用场景不断丰富，公司业绩有望保持高速增长。

(1) 我们认为遥感卫星可以获取的地理信息作为丰富，天基卫星数量越多越有利于下游应用的拓展，而我国今年发射的遥感卫星数量将超过去年，卫星发射速度保持在较高水平，仍处于行业高速发展阶段。卫星数据的不断丰富将有力带动公司业绩的提升，2018-2020 年公司营业总收入分别为 3.64/4.89/7.03 亿元，同比增长 54%/34%/44%，2021 年前三季度公司营业总收入为 5.84 亿元，同比增长 84%。而这一增速预计将继续保持，我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 10.43/15.20/21.86 亿元，同比增长 48.5%、45.7%和 43.8%。

(2) 毛利率与净利率方面，我们预计随着公司营收规模的扩大，将保持稳中略有增长的态势，预计 2021-2023 年公司毛利率分别为 57%、57%和 58%。

我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 10.43/15.20/21.86 亿元，归母净利润分别为 2.21/3.22/4.66 亿元，对应 EPS 分别为 1.00/1.47/2.12 元。结合目前行业阶段和公司增速及壁垒，给予公司 2022 年动态 PE60-70 倍，6 个月合理价值区间为 88.20-102.90 元，首次覆盖给予“优于大市”评级。

- **风险提示。**公司业务推进不及预期，行业政策风险。

表 1 公司业务分析 (百万元)

		2020	2021E	2022E	2023E
GEOVIS 技术开发与服务	营收	531.55	839.85	1,259.77	1,877.06
	同比 (%)	87%	58%	50%	49%
	毛利率 (%)	57%	58%	58%	58%
GEOVIS 一体机产品销售	营收	82.84	97.75	127.08	167.74
	同比 (%)	17%	18%	30%	32%
	毛利率 (%)	53%	52%	53%	54%
系统集成设备	营收	47.40	56.88	69.96	74.86
	同比 (%)	73%	20%	23%	7%
	毛利率 (%)	23%	23%	24%	23%
GEOVIS 软件销售与数据服务	营收	40.75	48.90	63.57	66.75
	同比 (%)	-61.8%	20.0%	30.0%	5.0%
	毛利率 (%)	61%	90%	90%	90%
合计	营收	702.54	1043.38	1520.38	2186.41
	同比 (%)	44%	49%	46%	44%
	毛利率 (%)	55%	57%	57%	58%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

证券简称	证券代码	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			CAGR(21-23E) (%)
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
超图软件	300036	31.34	153.42	0.62	0.81	1.02	50.30	38.86	30.73	27.93%
航天宏图	688066	63.02	115.94	1.04	1.49	2.09	60.74	42.23	30.20	41.83%
振芯科技	300101	28.51	159.67	0.30	0.43	0.58	96.25	65.69	49.00	40.15%
平均				-	-	-	69.10	48.93	36.64	36.64%
中科星图	688568	75.19	165.42	1.00	1.47	2.12	73.99	50.71	35.10	45.60%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 中科星图采用海通证券盈利预测, 其他公司采用 Wind 一致预期, 股价为 2021 年 11 月 24 日收盘价

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标 (元)					营业总收入	703	1043	1520	2186
每股收益	0.67	1.00	1.47	2.12	营业成本	319	453	649	922
每股净资产	5.63	6.63	8.10	10.21	毛利率%	54.6%	56.6%	57.3%	57.8%
每股经营现金流	0.36	0.94	0.24	1.15	营业税金及附加	1	6	9	13
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.2%	0.6%	0.6%	0.6%
价值评估 (倍)					营业费用	70	123	175	245
P/E	110.90	73.99	50.71	35.10	营业费用率%	9.9%	11.8%	11.5%	11.2%
P/B	13.21	11.21	9.18	7.28	管理费用	61	102	160	236
P/S	23.28	15.67	10.76	7.48	管理费用率%	8.7%	9.8%	10.5%	10.8%
EV/EBITDA	49.78	64.94	47.54	32.95	EBIT	163	213	305	442
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	0	0	0	0
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	54.6%	56.6%	57.3%	57.8%	资产减值损失	-9	0	0	0
净利润率	21.0%	21.2%	21.2%	21.3%	投资收益	4	1	1	2
净资产收益率	11.9%	15.2%	18.1%	20.7%	营业利润	151	241	356	511
资产回报率	8.7%	10.4%	12.1%	13.3%	营业外收支	14	0	0	0
投资回报率	12.0%	13.3%	15.6%	17.9%	利润总额	165	241	356	511
盈利增长 (%)					EBITDA	178	235	320	454
营业收入增长率	43.5%	48.5%	45.7%	43.8%	所得税	13	20	30	43
EBIT 增长率	42.7%	31.1%	42.9%	45.1%	有效所得税率%	8.1%	8.5%	8.3%	8.4%
净利润增长率	43.3%	49.9%	45.9%	44.5%	少数股东损益	4	-1	4	2
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	147	221	322	466
资产负债率	26.1%	30.9%	32.8%	35.6%					
流动比率	4.23	3.40	3.13	2.84	资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
速动比率	3.33	2.59	2.26	2.00	货币资金	906	1080	1128	1384
现金比率	2.39	1.82	1.39	1.16	应收账款及应收票据	342	432	685	945
经营效率指标					存货	99	142	202	288
应收账款周转天数	176.83	150.00	163.41	156.71	其它流动资产	255	362	534	759
存货周转天数	113.61	114.14	113.87	114.01	流动资产合计	1602	2016	2549	3376
总资产周转率	0.42	0.49	0.57	0.62	长期股权投资	5	5	5	5
固定资产周转率	33.99	48.59	82.13	125.41	固定资产	21	21	19	17
					在建工程	0	0	0	0
					无形资产	22	25	42	59
					非流动资产合计	88	108	123	138
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E	资产总计	1689	2125	2672	3514
净利润	147	221	322	466	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	4	-1	4	2	应付票据及应付账款	238	312	466	650
非现金支出	46	22	16	12	预收账款	0	74	54	116
非经营收益	-7	-11	-24	-30	其它流动负债	141	207	295	423
营运资金变动	-111	-25	-264	-197	流动负债合计	379	594	815	1189
经营活动现金流	79	207	54	254	长期借款	0	0	0	0
资产	-15	-32	-7	-1	其它长期负债	62	62	62	62
投资	-14	0	0	0	非流动负债合计	62	62	62	62
其他	5	1	1	2	负债总计	441	655	876	1250
投资活动现金流	-25	-32	-6	2	实收资本	220	220	220	220
债权募资	104	0	0	0	归属于母公司所有者权益	1238	1459	1781	2247
股权募资	820	0	0	0	少数股东权益	11	10	14	16
其他	-185	0	0	0	负债和所有者权益合计	1689	2125	2672	3514
融资活动现金流	740	0	0	0					
现金净流量	795	175	48	256					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 24 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2020), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

郑宏达 计算机行业
 杨林 计算机行业
 洪琳 计算机行业

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。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 易华录,四维图新,创业慧康,航天宏图,京北方,盈建科,品茗股份,广联达,用友网络,银江技术,N 汉鑫,拉卡拉,恒华科技,鼎捷软件,中电兴发,优刻得-W,金山办公,道通科技,中塑软件,中孚信息,万兴科技,云从科技,海康威视,启明星辰,长亮科技,金蝶国际,久远银海,经纬恒润,广电运通,初灵信息

投资评级说明

类别	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;	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
	中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
	弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
	无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 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。	行业投资评级	优于大市
	行业投资评级	中性
	行业投资评级	弱于大市

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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, 海通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, 未经海通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, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 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, 海通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。