



中航证券金融研究所

分析师: 张超

证券执业证书号: S0640519070001

研究助理: 王宏涛

证券执业证书号: S0640118100010

电话: 010-59562519

邮箱: wanght@avicsec.com

联系人: 宋子豪

邮箱: songzh@avicsec.com

航天宏图 (688066) 2019 年报点评: 导航遥感卫星建设催生卫星应用市场需求, 公司营业收入及归母净利润持续高速增长

行业分类: 国防军工

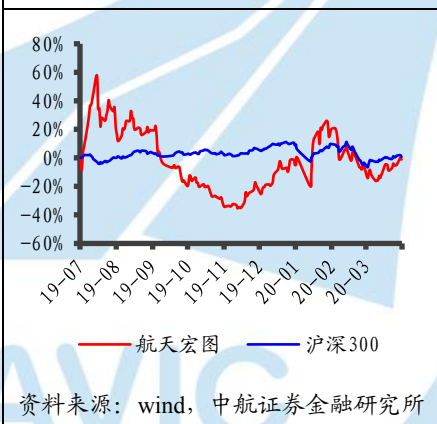
2020 年 4 月 22 日

公司投资评级	持有
当前股价(2020.4.21)	47.04

基础数据 (2020.4.21)

上证指数	2827.01
总股本(亿股)	1.66
流通A股(亿股)	0.39
资产负债率	21.03%
ROE	6.94%
PE(TTM)	93.49
PB(LF)	6.49

上市以来公司与沪深300走势对比图



➤ **事件:** 公司 4 月 21 日公告, 2019 年营收 6.01 亿元 (+42.01%), 归母净利润 0.84 亿元 (+31.33%), 毛利率 55.82% (-5.88pcts), 净利率 13.87% (-1.14pcts)。

➤ **投资要点:**

● **导航遥感卫星建设催生卫星应用市场需求, 公司营收实现高速增长**

报告期内, 公司营收为 6.01 亿元 (+42.01%), 归母净利润 0.84 亿元 (+31.33%), 延续了近三年的高速增长, 公司披露主要原因为伴随民用空间基础设施的日益完善, 在轨遥感卫星星座和北斗星座系统提供了稳定数据资源、进而催生出大量下游卫星应用市场需求, 同时一些重大专项和工程建设项目的加快启动促使政府加大了对卫星应用产业的投资, 公司持续研发投入增强了产品竞争力, 且公司营销体系逐渐完善促使京外客户持续增长, 公司同时披露, 截至报告披露日, 公司在手订单已达 6.83 亿元。我们认为, 从 2019 年公司几家控股子公司收入变化可以看出, 公司京外的全资控股子公司南京航天宏图及西安航天宏图在收入 (0.13 亿元, +341.12%; 0.25 亿元, +304.39%) 上均实现了高速增长, 并已经实现盈利, 表明公司通过子公司拓展京外市场的目的已取得初步成效, 未来借助子公司的推广, 公司京外客户数量的增长将确保公司未来的订单持续增长, 最终兑现至公司未来业绩。

具体到公司系统设计开发、数据分析应用服务和自有软件销售三大主营业务中, 系统设计开发业务是公司收入的主要来源, 报告期内, 系统设计开发业务收入为 4.81 亿元 (+32.25%), 占公司总营业收入的 80.01%, 毛利率 56.37% (-4.06pcts), 该业务毛利率出现下滑的主要原因为受到当前国家空间基础设施及其他重大项目已由可研初设阶段转化为项目实施阶段, 系统设计开发业务中毛利率较高 (73.88%) 的应用系统开发收入比例 (26.12%, -33.25pcts) 出现降低所致; 公司数据分析应用服务收入 (1.07 亿元, +168.61%) 实现高速增长, 我们认为主要原因为伴随当前遥感及导航卫星星座的加速建设, 产业链下游应用需求旺盛促使相关数据分析处理的市场需求有所提升所致; 2019 年自有软件销售业务收入为 0.13 亿元 (-32.98%), 毛利率为 97.48% (-0.60pcts), 我们认为, 该业务出现下滑的原因主要为公司主要收入来源, 系统设计开发业务及数据分析

股市有风险 入市须谨慎

中航证券金融研究所发布

证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中

航资本大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59562524

传真: 010-59562637

应用服务业务均是在公司自主研发的遥感图像处理软件 PIE 和北斗导航大数据应用软件 PIE-MAP 等核心软件平台上开展，由于公司 PIE 软件在 2014 年才开始进入市场，较国外同类软件晚 15-20 年，因此在竞争力上仍有待提升，导致公司目前主要以提供基于该软件的相关系统设计及数据分析应用服务为主，而非出售 PIE 软件，因此公司自有软件销售业务收入体量较小，业绩波动性大。

费用方面，伴随公司完善销售网络、加强业务推广，公司销售费用达 0.59 亿元 (+31.39%)，占营业收入的比例 (9.76%，-0.79pts) 实现稳中有降；研发费用占营业收入比例 (14.76%，+2.89pts) 出现较大增长，创近三年新高，主要原因为公司加强了高水平研发人员的引进和高校产学研合作，并提升研发人员薪酬，继续加大核心产品的研发投入所致。

其它财务数据方面，公司预付款项 0.21 亿元 (+336.94%)，存货达 1.37 亿元 (+97.85%)，以上数据出现快速增长的原因主要为公司当前订单增多，外采金额及在实施项目成本增加所致。公司经营活动现金流净额为-1.41 亿元，较去年减少约 1.30 亿元，主要原因为公司订单增长快，对外采购带来的经营现金支出增长较快所致，同时公司主要客户中政府部门、科研院所、国有企业居多，审批流程等导致项目回款较慢，目前，公司已经通过引入华为 IPD 改革以提高产品复用度，降低项目成本，同时在合同中增加首付款及重要技术节点收款比例以改善回款能力。

● 公司致力于卫星应用软件国产化，发布新一代卫星应用软件

公司自成立以来深耕卫星应用服务业务，以自主研发的遥感图像处理软件 PIE 和北斗导航大数据应用软件 PIE-MAP 等核心软件平台为基础，面向政府、军队、企业等不同类别、不同层级、不同区域的客户，提供软件产品销售、系统设计开发和数据分析应用服务。

2019 年 8 月，公司发布了新一代遥感图像处理软件 PIE 6.0。PIE 6.0 采用云+端的技术架构，秉承 workflow、组件插件式、多层和多模块结构的设计思路，研制了包含强大底层库的 PIE-SDK 二次开发组件包，以及可用于光学、雷达、高光谱、无人机数据生产、遥感影像智能解译的等多种专业工具软件。另外，依托 PIE-Cloud 遥感云平台，公司对 PIE 系列产品及多项行业应用成果进行标准化集成和运行，构建云+端协同一体化的智慧遥感服务体系。

目前，公司开发的 PIE 软件已实现了遥感信息与行业信息的融合应用：可为自然资源、水利环保、气象海洋、农业、林业、应急管理、城乡建设、统计等国家各部委以及省市管理部门，提供全流程、全要素遥感信息分析处理，支撑政府机构实施精细化监管和科学决策；为金融保险、精准农业、能源电力、交通运输等企业用户，提供空天大数据分析和信息服务，提升企业决策制定和运营效率。

同时，公司 2019 年完成了上市后第一期股权激励计划，向 53 名激励对象授予 180 万股限制性股票，占授予日公司股本总额的 1.08%，授予价格为 17.25 元/股。

我们认为，2020 年作为十三五收官之年，北斗三号导航系统建设及高分专项工程都将迎来收官，未来卫星导航及卫星遥感应用市场有望保持快速增长，而公司自身研发的卫星应用基础软件平台具有自主可控属性，将有助于公司系统设计开发业务及数据分析应用服务在卫星应用市场上的拓展。同时，公司开展股权激励也有助于增强员工积极性，激发企业创新活力。

➤ 投资建议

我们认为，公司作为卫星应用产业链中下游企业，拥有完全自主可控特点的国产卫星应用软件，将有助于公司在向政府、企业以及其他有关部门提供系统设计开发和数据分析应用服务时具有更大的竞争力；伴随十三五末，北斗三号导航系统及高分专项工程即将收官，公司有望受益于卫星遥感及卫星导航应用市场规模的增长，同时公司逐步完善全国营销体系已取得初步成效，未来京外客户订单的增长有望持续兑现至公司业绩，为公司业绩的持续增长奠定基础；公司实施股权激励计划，将员工利益与公司利益、股东利益绑定，将有助于激发创新活力，并在技术研发实力上取得竞争优势。

基于以上观点，我们预计公司 2020-2022 年的营业收入分别为 7.93 亿元、10.22 亿元和 12.92 亿元，归母净利润分别为 1.08 亿元、1.41 亿元和 1.82 亿元，EPS 分别为 0.65 元、0.85 元、1.09 元，当前股价分别对应 72 倍、56 倍及 43 倍 PE。

➤ 风险提示：公司技术及产品研发进程不及预期，公司卫星应用市场拓展不及预期

➤ 盈利预测：

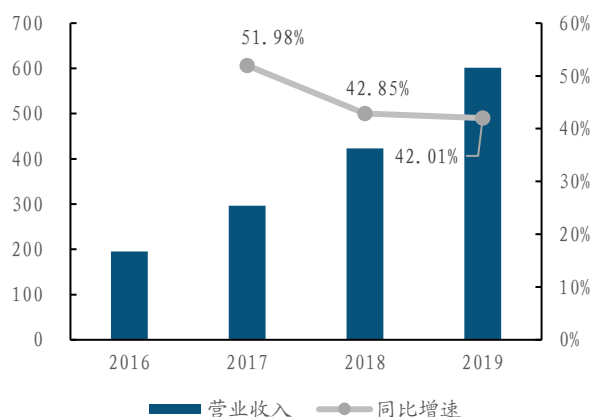
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	423.33	601.17	792.62	1022.04	1292.21
增长率 (%)	42.85	42.01	31.85	28.95	26.43
归属母公司股东净利润	63.59	83.52	108.44	140.61	181.68
增长率 (%)	33.61	31.33	29.84	29.67	29.21
每股收益 (EPS)	0.39	0.59	0.65	0.85	1.09

数据来源：WIND，中航证券金融研究所



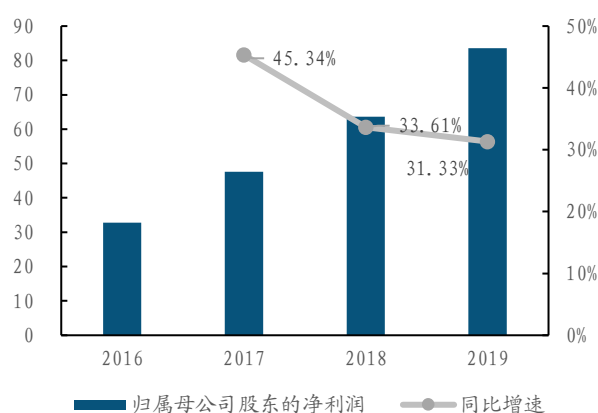
◆ 2016-2019 年公司年报主要财务数据

图 1: 公司年报营业收入及增速 (单位: 百万元; %)



资料来源: WIND, 中航证券金融研究所

图 2: 公司年报归母净利润及增速 (单位: 百万元; %)



资料来源: WIND, 中航证券金融研究所

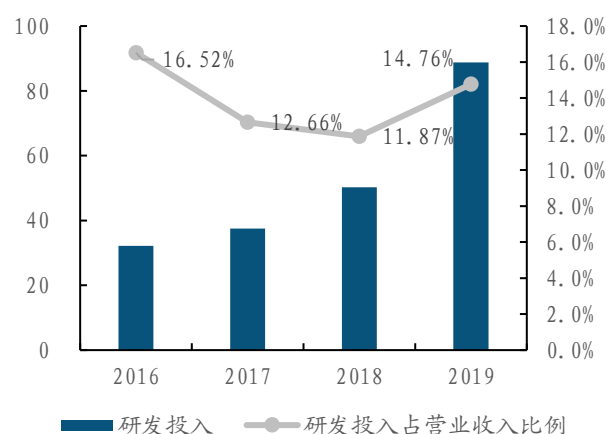
图 3: 公司年报三费情况 (单位: 百万元)



资料来源: WIND, 中航证券金融研究所

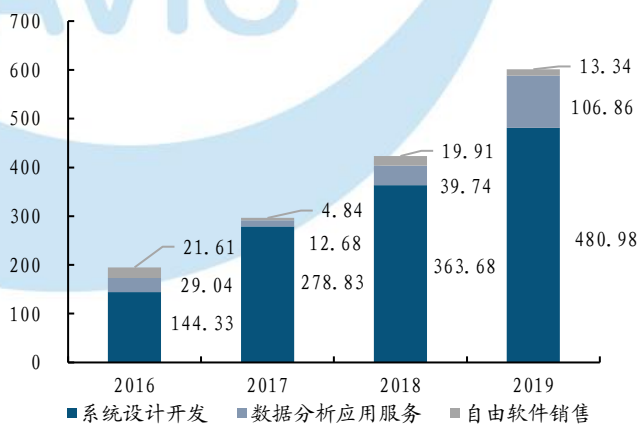
注: 表中管理费用中包含研发费用

图 4: 公司年报研发投入及其占营收比例情况 (单位: 百万元; %)



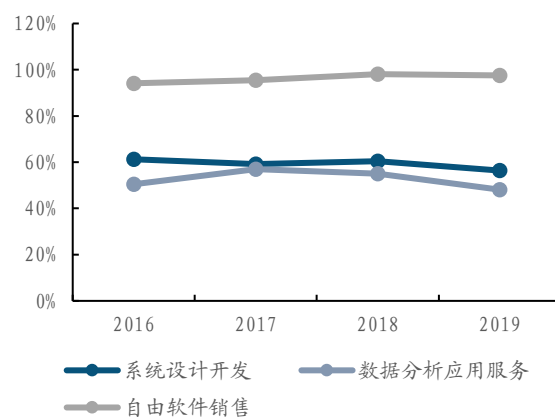
资料来源: WIND, 中航证券金融研究所

图 5: 公司各主营业务收入情况 (单位: 百万元)



资料来源: WIND, 中航证券金融研究所

图 6: 公司主要业务毛利率情况 (单位: %)



资料来源: WIND, 中航证券金融研究所

报表预测				
利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	601.17	792.62	1022.04	1292.21
减: 营业成本	265.62	368.96	477.37	606.54
营业税金及附加	1.35	2.14	2.86	3.10
销售费用	58.66	77.99	103.64	124.96
管理费用	169.80	212.74	273.81	345.28
财务费用	3.44	-1.46	-3.00	-1.51
资产减值损失	0.00	10.00	10.00	10.00
加: 投资收益	2.97	2.01	2.60	2.94
公允价值变动损益	0.47	0.47	0.47	0.47
其他经营损益	39.23	0.00	0.00	0.00
营业利润	94.70	124.72	160.44	207.25
加: 其他非经营损益	-1.36	-1.43	-1.41	-1.42
利润总额	93.34	123.29	159.02	205.83
减: 所得税	9.94	14.85	18.42	24.16
净利润	83.40	108.44	140.61	181.68
减: 少数股东损益	-0.12	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	83.52	108.44	140.61	181.68
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	357.62	309.33	276.25	323.05
应收和预付款项	626.84	772.07	952.81	1173.26
存货	136.63	178.90	236.16	298.07
其他流动资产	332.19	333.20	335.92	338.48
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	26.45	46.38	64.44	80.65
无形资产和开发支出	15.53	15.20	14.86	14.52
其他非流动资产	30.47	28.70	26.21	23.02
资产总计	1525.73	1683.78	1906.66	2251.06
短期借款	67.89	0.00	0.00	41.57
应付和预收款项	173.77	264.16	328.46	423.08
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	79.13	106.24	124.21	150.74
负债合计	320.79	370.40	452.67	615.40
股本	165.98	165.98	165.98	165.98
资本公积	814.20	814.20	814.20	814.20
留存收益	223.78	332.22	472.83	654.51
归属母公司股东权益	1203.97	1312.41	1453.02	1634.69
少数股东权益	0.97	0.97	0.97	0.97
股东权益合计	1204.94	1313.38	1453.99	1635.66
负债和股东权益合计	1525.73	1683.78	1906.66	2251.06
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流净额	-140.80	39.66	-15.15	24.32
投资活动现金流净额	-357.96	-21.52	-20.93	-20.59
筹资活动现金流净额	648.68	-66.43	3.00	43.08
现金流量净额	149.92	-48.29	-33.08	46.80

数据来源: WIND, 中航证券金融研究所

注: 表中管理费用中均包含研发费用

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
 持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
 卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
 中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
 减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

张超，SAC 执业证书号：S0640519070001，清华大学硕士，中航证券金融研究所首席分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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。

风险提示：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。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代替行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。