

中航证券研究所
 分析师: 张超
 证券执业证书号: S0640519070001
 分析师: 王宏涛
 证券执业证书号: S0640520110001
 电话: 010-59562516
 邮箱: wanght@avicsec.com

航天宏图 (688066):

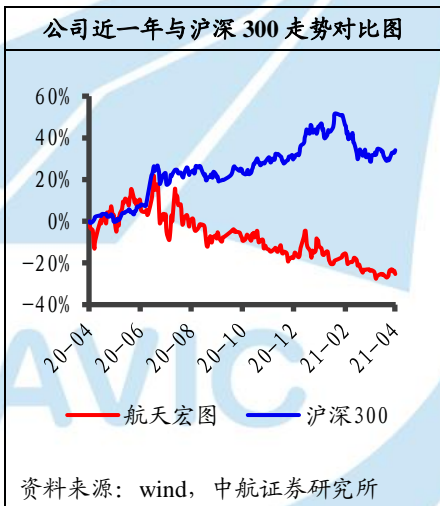
公司拟定增进军卫星遥感数据产业, 完善卫星应用产业链布局

行业分类: 国防军工

2021年4月26日

公司投资评级	买入
当前股价(2021.04.24)	36.21元
目标股价	48.41元

基础数据 (2021.04.24)	
上证指数	3474.17
总股本(亿股)	1.66
流通A股(亿股)	0.97
资产负债率(2020年末)	29.10%
ROE(摊薄)(2020年)	9.60%
PE(TTM)	47.5
PB(LF)	4.49



➤ **事件:** 公司4月24日公告, 2020年公司营收8.47亿元(+40.84%), 归母净利润1.29亿元(+54.27%), 毛利率53.45%(-2.37pcts), 净利率15.20%(+1.33pcts)。

➤ **投资要点:**

● **公司收入持续快速增长, 拟定增进军上游遥感卫星数据产业**

2020年, 公司营业收入(8.47亿元, +40.84%)快速增长, 归母净利润(1.29亿元, +54.27%)高速增长, 主要系市场需求持续提升, 产品竞争力增强和营销网络的完善, 促使公司订单增加所致。尽管公司的毛利率(53.45%, -2.37pcts)略有下降, 但公司净利率(15.20%, +1.33pcts)有所提升, 创下2018年以来新高, 体现出公司的盈利能力整体维持在较高水平。值得注意的是, 公司近四年的收入复合增速达到41.90%, 归母净利润复合增速达到39.37%, 表明了公司正处于一个快速发展阶段。

具体到公司各产品线, 2020年, 公司空间基础设施规划与建设产品线收入(3.60亿元, +18.01%)稳定增长, 而PIE+行业产品线收入(4.62亿元, +59.02%)以及云服务产品线收入(0.24亿元, +353.14%)均实现了显著增长。其中, 公司产品应用于特种领域信息化的收入(3.16亿元, +149.50%)实现了快速增长, 主要系公司不断加强国防服务能力, 深度参与特种领域信息化建设所致。公司披露, 截止年报披露日, 公司在手订单为7.77亿元, 较去年同期增长了13.76%, 体现出**公司订单增长稳定, 有望兑现至未来业绩。**

另一方面, 按照公司业务分类, 可以分为系统设计开发、数据分析应用服务、自用软件销售三大板块。其中, 2020年, 公司系统设计开发业务收入(6.53亿元, +35.82%)快速增长, 毛利率略有下降(52.51%, -3.86pcts); 数据分析应用服务业务收入(1.85亿元, +73.56%)高速增长, 毛利率(54.82%, +6.71pcts)有所增长; 而自有软件销售收入(0.08亿元, -40.36%)出现较大幅度下降, 毛利率(98.37%, +0.89pcts)略有增长。总体来看, 我们认为, 公司各业务的收入占比结构存在一定变化, 但公司各业务板块毛利率均可保持在较高水平, 主要原因可能包括公司主要面向政府、特种客户、大型国企, 提供系统设计开发、数据分析应用服务, 相关业务受国家对卫星应用产业的投资规划及项目招投标安排的影响较大, 从而导致公司各期业务收入结构存在一定差异。公司披露, 根据目前的在手订单情况, 预计公司2021年度系统咨询设计业务收入占比较低, 而应

股市有风险 入市须谨慎

中航证券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

用系统开发业务及灾害监测类数据分析应用服务收入占比较高,从而导致公司综合毛利率存在短期下降风险。但鉴于公司各项业务毛利率均处于相对较高水平,公司总体毛利率下降幅度可控。

另外,公司在2020年披露,公司拟通过公开发行A股票募集资金不超过7.00亿元,用于分布式干涉SAR高分辨率遥感卫星系统项目、北京创新研发中心项目以及补充流动资金项目。其中,公司拟在分布式干涉SAR高分辨率遥感卫星系统项目(项目建设期2年)中投资3.64亿元,项目具体包括委托第三方研制、发射及运维自主可控的SAR遥感卫星星座,建设SAR遥感卫星数据服务平台,对外提供各级基础数据服务和数据处理增值服务、软件平台服务以及行业应用服务。总体来看,我们认为,公司目前作为卫星遥感应用产业中下游企业,伴随公司遥感卫星系统项目的推动,公司有望进军卫星遥感应用产业上游中的遥感卫星数据产业,完善卫星遥感产业链。卫星遥感数据业务有望成为公司一个新的业绩增长点,同时未来也将有助于降低公司其他各业务的遥感数据成本,进而促进公司整体盈利水平得到提高。

● 公司研发费用增长迅速,应收账款回款进度值得关注

费用方面,2020年,公司销售费用(0.61亿元,+4.66%)有所增长,主要系加强业务拓展、开拓市场所致;管理费用(0.99亿元,+21.58%)快速增长,主要系股份支付费用增加所致;财务费用(0.03亿元,-14.81%)有所下降,主要系利息收入增加所致。总体来看,在2020年公司收入快速增长背景下,公司三项费用率(19.24%,-4.58pcts)出现了一定下降,体现出了公司在快速发展过程中费用管控能力较强。另外,受到公司加强高水平研发人员的引进,持续加大核心产品的研发投入,推动产品快速迭代,应用场景迅速落地,与高校合作共同研发或购买部分成熟算法影响,公司研发费用(1.30亿元,+47.05%)大幅增长,而公司计划定增募投项目中包含的北京创新研发中心项目也体现出公司未来有望进一步加大研发投入力度。我们认为,长期来看,研发投入的增长有望加强公司未来的技术竞争力,为公司构建更深的技术护城河,有利于公司未来的市场竞争及拓展。

现金流量方面,2020年,公司经营活动产生的现金流量净额(0.75亿元,较2019年增长2.16亿元)大幅增加,主要系公司业务规模不断扩大,同时公司加强了款项催收,整体回款较好所致;投资活动产生的现金流量净额(0.29亿元,较2019年增长3.87亿元)大幅增加,主要系公司银行理财产品、结构性存款现金到期赎回及取得投资理财收益所致;筹资活动产生的现金流量净额(0.30亿元,较2019年下降6.19亿元)大幅下降,主要系本期支付912.91万元股利,而上期为收到募集资金款。

其他财务数据方面,报告期末,公司预付账款(0.29亿元,+38.15%)、应付账款(0.89亿元,+45.48%)以及存货(1.82亿元,+32.98%,全部为在实施项目成本)等财务数据均出现快速增长,侧面反映了公司订单充裕,未来有望兑现至公司未来业绩。另外,公司2020年末的应收账款账面余额达到8.18亿元,接近2020年公司营收水平,其中7.51亿元来自于应收军方、政府部门、国企、大专院校及政府所属事业单位,我们认为,尽管以上客户信誉较好,产生坏账的可能较小,但回款进度如若缓慢,未来仍将会对公司净利润产生不利影响,建议重点关注。

● “十四五”卫星应用市场需求有望快速增长,公司发展或进入快车道

公司通过自主研发的PIE系列卫星应用软件平台,面向政府、特种用户、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,目前业务主要覆盖卫星应用产业链的中下游。从公司产品线角度看,公司业务可分为空间基础设施规划与建设产品线、PIE+行业产品线、云服务产品线以及未来计划新拓展的卫星运营产品线。

① 空间基础设施规划与建设产品线

公司在空间基础设施,主要凭借PIE产品优势和技术积累,持续参与空天特色的国家数字化新型基础设施建设任务,具体包括空间基础设施规划设计服务以及空间基础设施系统建设两方面。

空间基础设施规划设计服务方面,公司重点围绕国家民用空间基础设施及相关专项,面向大众化、通导遥一体化、服务化,开展卫星总体规划、地面接收站网、数据处理中心、共享网络平台和共性应用支撑

平台等咨询设计。2020年，公司参与了《国家民用空间基础设施中长期发展规划（2015-2025）》中2020年所发射的全部遥感卫星地面系统的设计工作，并开展十四五期间的卫星规划和论证等工作。

空间基础设施系统建设方面，公司主要围绕高效的数据处理、多行业的卫星综合应用和服务，重点建设卫星的数据服务、算法服务和产品服务，公司已构建了遥感云服务平台“PIEEngine”，该平台集成了公司自主开发的光学、微波、光谱、雷达等多种数据算法，可支撑气象、海洋、陆地多系列卫星地面及应用系统开发任务。2020年，公司持续服务北斗三号卫星工程，打造星基北斗全球短报文应用平台，深度参与北斗应用示范重点项目，支撑特种行业信息化建设，服务空间科学领域微小卫星北斗创新应用，开发“北斗+高分”综合服务平台，推动省、市级智慧市政、智慧水利、智慧旅游等卫星综合应用。

② PIE+行业产品线

近年来，PIE基础平台已从单一的工具软件，逐步发展成为自然资源、应急管理、生态环境、气象海洋、农业林业等十多个行业的卫星应用核心业务支撑平台，延续“深度挖掘需求，自上而下推广”市场发展策略，公司持续支撑国家级及特种行业卫星数据中心业务运行建设，依托成熟的营销网络体系，推动遥感和北斗技术在全国省、市、县等单位的落地应用，逐步打开地方部门的卫星应用服务市场。报告期内，公司在保持气象海洋、生态环境、自然资源等优势行业应用的基础上，重点提升了特种行业、应急管理等领域卫星应用的深度和广度。

③ 云服务产品线

2020年9月，公司在华为云等公有云设施上线并发布了PIE-Engine云平台，全面对标美国Google EarthEngine数字地球平台，PIE-Engine是一个集实时数据汇聚、分布式计算、交互式分析和数据可视化为一体的在线时空信息云计算平台，该平台能够融合遥感、北斗、物联网等多源感知数据，目前已和国内外有关数据源单位建立合作关系，已接入卫星遥感数据及专题产品100余种，总量3PB，日更新10TB以上，覆盖气象、海洋、植被、农业、水利、生态、大气等十余个领域，其中高分辨率数据可达到亚米级精度，具备每日更新的能力，可提供监测、预测、分析为一体的快速、定量、准确的业务化流程服务，通过“云+端”场景化应用，为行业客户提供山火监测、大气污染监测、种植规划、病虫害防治指导等数据支持和管理服务，实现从单纯项目定制交付向以“订阅制”为核心的SaaS模式转变。报告期内，公司面向电力、保险、农业等商业公司提供了SaaS服务，赋能卫星应用新型行业，拓展商业应用新场景，收入也较上一年度有迅猛增长。

④ 卫星运营产品线

报告期内，公司在现有业务基础上，筹建建设分布式雷达卫星星座，从卫星应用产业链中下游向产业上游进军，打造“上游自主数据-中游自主平台-下游规模应用”业务布局，待卫星星座建成后，公司将成为唯一一家业务覆盖卫星应用领域上中下游、提供通导遥一体化服务的全产业链上市公司，并衍生出公司第四条产品线——卫星运营，公司将凭借自有数据源助推云业务发展，促使云业务收入快速增长。

我们认为，在公司当前的空间基础设施规划与建设产品线、PIE+行业产品线以及云服务产品线中，公司深耕多年，技术较为深厚的PIE软件及云平台是各业务开展的核心基础及核心竞争力。从公司在各产品线的布局来看，公司现有业务涉及到以卫星遥感为主（同时还包含部分卫星导航及卫星通信）的卫星应用产业中下游领域，未来公司还将通过定增募投项目向卫星应用产业上游的卫星数据产业拓展。

近三年来，我国遥感卫星发射数量年均超过30颗，而“十四五”期间，仍有大量遥感卫星星座有望开始建设，而卫星遥感产业上游的高度景气，侧面证明了各方对卫星遥感领域下游应用市场增长的预期较高。而从行业应用的需求来看，公司当前特种信息化领域收入较多，而伴随“十四五”期间军工信息化及智能化进入高速成长期，未来公司各卫星遥感特种领域有望在“十四五”时期迎来快速增长；民用领域方

面, 伴随我国多个地理信息政策的出台及具有北斗三号导航系统的正式使用, 我国地理信息产业正向高质量发展转变, 我国卫星遥感 (以及“卫星遥感+卫星导航”产业融合) 下游应用市场规模的增长有望加速, 同时, 伴随中美关系的变化, 地理信息产品自主可控, 国产替代的进程也有望提速。在此背景下, 我国气象海洋、生态环境、自然资源以及其他商用卫星遥感领域的市场需求有望快速提升。

因此, 我们判断, 我国卫星遥感 (及卫星遥感+卫星导航为代表的产业融合) 市场需求有望在“十四五”期间迎来高速增长, 在此背景下, 公司收入及利润短期内有望维持快速增长态势, 而如若公司定增募投项目进展顺利, 在“十四五”中后期, 卫星遥感数据业务有望成为公司一个新的收入增长点, 产业链的完善也有望促使公司的盈利能力也有望得到进一步提升。

● 公司再次开展股权激励, 设置较高业绩目标有助于公司未来中长期发展

公司自 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) 后, 在 2020 年 12 月公司再次开展股权激励, 以 21 元/股的授予价格向 110 名激励对象首次授予 233 万股限制性股票 (占公司总股本的 1.40%)。并设置了考核目标: 以 2019 年营业收入为基数, 2021-2023 年营业收入增长率分别不低于 69%、119%、185%, 且以 2020 年云业务收入为基数, 2021-2023 年云业务收入增长率分别不低于 70%、189%、391% 的目标。

2020 年, 公司开展的股权激励无论从激励对象数量, 激励股票规模上都出现了显著的增长, 而从本次公司设置的业绩目标来看, 该目标的实现需要发挥核心员工的主观能动性和创造性, 我们认为, 公司本次股权激励的开展有望进一步提升员工的凝聚力、团队稳定性, 并有效激发管理团队的积极性, 从而提高经营效率, 有利于公司的业绩实现中长期的持续增长。

投资建议

我们认为, 公司作为卫星运营与应用服务提供商, 通过自主研发的 PIE 系列卫星应用软件平台, 面向政府、特种用户、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, 目前业务主要覆盖卫星应用产业链的中下游。具体观点如下:

- ① 公司目前作为卫星应用产业链中下游企业, 拥有具有自主可控特点的国产卫星应用软件平台, 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;
- ② 公司研发投入力度处于较高水平, 有望加强公司未来的技术竞争力, 为公司构建更深的技术护城河, 也有利于公司未来的市场竞争及拓展;
- ③ 我国卫星遥感 (及卫星遥感+卫星导航为代表的产业融合) 市场需求有望在“十四五”期间迎来高速增长, 在此背景下, 公司收入及利润短期内有望维持快速增长态势;
- ④ 若公司定增募投项目进展顺利, 在“十四五”中后期, 卫星遥感数据业务有望成为公司一个新的收入增长点, 产业链的完善也有望促使公司的盈利能力得到进一步提升;
- ⑤ 公司已经连续开展两次股权激励, 特别是在 2020 年的股权激励中设置了较高的业绩目标, 将有望进一步提升员工的凝聚力、团队稳定性, 并有效激发管理团队的积极性, 从而提高经营效率, 有利于公司的业绩实现中长期的持续增长。

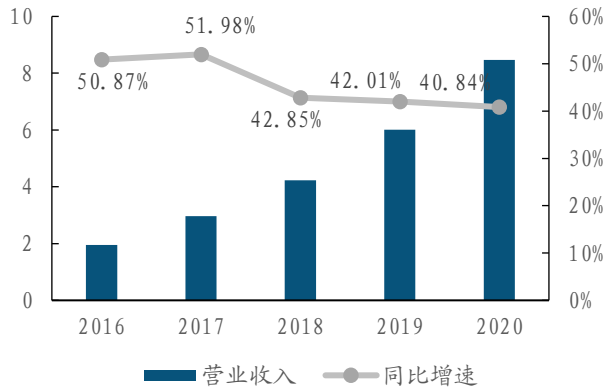
基于以上观点, 我们预计公司 2021-2023 年的营业收入分别为 11.02 亿元、14.08 亿元和 18.80 亿元, 归母净利润分别为 1.67 亿元、2.18 亿元、3.03 亿元, 我们给予目标价格 48.41 元, 对应 2021-2023 年的 PE 为 56 倍、48 倍、34 倍。

- 风险提示：航天发射任务存在风险；卫星应用产业下游市场竞争加剧；公司募集资金规模或不及预期
- 盈利预测：

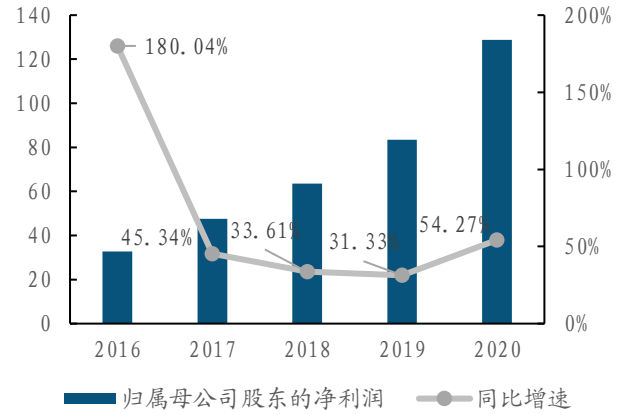
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	601.17	846.70	1101.53	1407.88	1879.67
增长率 (%)	42.01	40.84	30.10	27.81	33.51
归属母公司股东净利润	83.52	128.84	167.28	217.54	303.37
增长率 (%)	31.33	54.27	29.83	30.04	39.46
每股收益 (EPS) (元)	0.59	0.78	0.86	1.01	1.41

数据来源：WIND，中航证券研究所



◆ 近年来公司主要财务数据
图 1: 公司近五年营业收入及增速 (单位: 亿元; %)


资料来源: WIND, 中航证券研究所

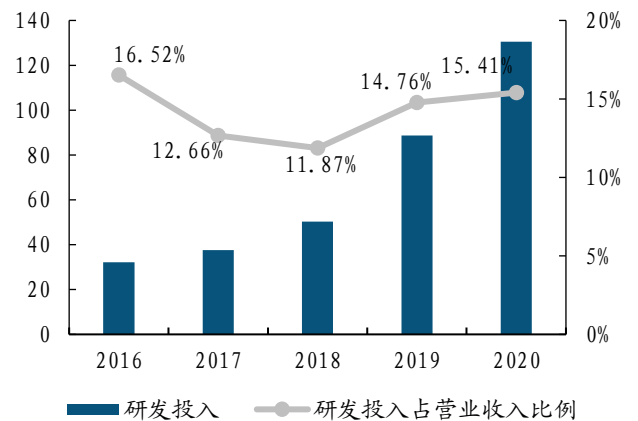
图 2: 公司近五年归母净利润及增速 (单位: 百万元; %)


资料来源: WIND, 中航证券研究所

图 3: 公司近五年三费情况 (单位: 百万元)


资料来源: WIND, 中航证券研究所

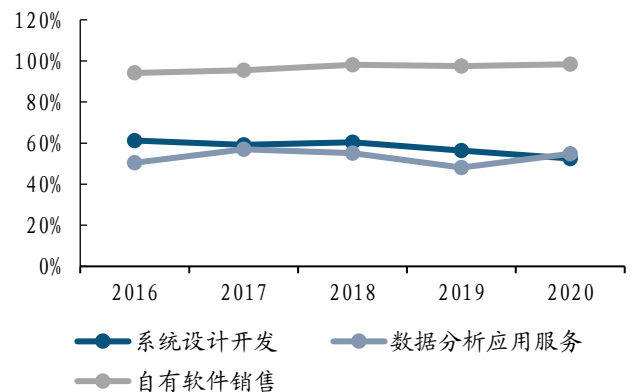
注: 表中管理费用包含研发费用

图 4: 公司近五年研发投入及其占营收比例 (单位: 百万元; %)


资料来源: WIND, 中航证券研究所

图 5: 公司近五年收入主要构成 (单位: 百万元)


资料来源: WIND, 中航证券研究所

图 6: 公司近五年主营业务毛利率情况 (单位: %)


资料来源: WIND, 中航证券研究所



报表预测				
利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	846.70	1101.53	1407.88	1879.67
减: 营业成本	394.16	537.69	668.82	856.05
营业税金及附加	2.75	3.52	4.79	6.77
销售费用	61.39	90.33	121.08	169.17
管理费用	229.04	289.70	382.94	522.55
财务费用	2.93	-5.07	-8.35	-5.80
资产减值损失	0.37	0.50	0.50	0.50
加: 投资收益	9.86	0.21	0.24	0.67
公允价值变动损益	0.39	0.39	0.39	0.39
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	138.98	185.47	238.74	331.50
加: 其他非经营损益	-2.42	-2.07	-2.19	-2.15
利润总额	136.57	183.40	236.54	329.35
减: 所得税	7.88	16.34	19.28	26.37
净利润	128.69	167.06	217.26	302.98
减: 少数股东损益	-0.16	-0.22	-0.28	-0.39
归属母公司股东净利润	128.84	167.28	217.54	303.37
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	527.17	927.98	744.64	691.66
应收和预付款项	791.40	1010.16	1258.52	1641.73
存货	181.69	259.75	328.64	425.96
其他流动资产	237.97	237.06	236.73	238.91
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	35.59	176.51	352.99	415.18
无形资产和开发支出	42.04	41.13	40.22	39.31
其他非流动资产	78.50	78.43	77.83	75.97
资产总计	1894.36	2731.02	3039.56	3528.71
短期借款	107.70	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	213.29	331.79	383.71	517.30
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	230.21	188.84	228.20	280.79
负债合计	551.20	520.63	611.92	798.08
股本	166.32	215.78	215.78	215.78
资本公积	832.52	1482.84	1482.84	1482.84
留存收益	343.50	510.78	728.32	1031.69
归属母公司股东权益	1341.95	2209.40	2426.93	2730.31
少数股东权益	1.21	0.99	0.71	0.32
股东权益合计	1343.16	2210.39	2427.65	2730.62
负债和股东权益合计	1894.36	2731.02	3039.56	3528.71
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	75.36	-64.83	-9.64	22.28
投资活动现金流净额	29.13	-151.91	-202.05	-101.07
筹资活动现金流净额	29.79	617.54	28.35	25.80
现金流量净额	134.28	400.80	-183.34	-52.98

数据来源: WIND, 中航证券研究所

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, 中航证券研究所首席分析师。

王宏涛, SAC 执业证书号: S0640520110001, 航天二院博士, 中航证券研究所军工行业分析师。

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。