

290A 株式会社Synspective

Kabugami V3.1 59/100 · B

这家公司是做什么的

Synspective主营小型SAR雷达卫星的制造、发射与星座运营，并向政府和企业销售地球观测数据；同时提供地表位移、灾害监测、基础设施和海事等数据分析服务。

最近亮点

防卫省卫星星座项目为公司带来持续至2031年的大型数据合同；截至2026年6月，自有StriX卫星已经部署到第10颗，卫星数量和海外数据分发渠道都在扩大。

Research cutoff 2026-08-13 · Kabugami Research

Compliance：本报告为研究记录，不构成投资建议、投资劝诱、买卖推荐、目标价或收益保证。投资者可能损失全部本金。

先看研究要点

为什么值得研究	防卫订单让公司第一次拥有多年、规模化的收入锚；SAR 不受云层影响、昼夜均可工作的特点，又确实适合防灾、海事和安全保障等长期需求。
最需要担心什么	公司当前仍处于深度营业亏损阶段，卫星增加的同时，折旧、发射、人员和地面运维成本也会上升；补助金带来的经常利润或净利润改善不能等同于主营业务已经盈利。
Kabugami 现在怎么看	公司已经从以卫星数量和应用想象为主的宇宙创业公司，走向拥有国家级长期合同的地球观测基础设施供应商；投资价值仍取决于大合同能否转化为可重复、高毛利的数据收入，并让高折旧、高人员和高发射成本下的经营亏损持续收敛。

01 | 投资问题与当前结论

1.1 当前最重要的问题

防卫订单把公司的收入可见度从“项目型宇宙创业”推进到国家基础设施承包链，但普通经营仍深度亏损，补助金和合同金额都不能直接等同于营业利润。

防卫省卫星星座项目已经正式签约，Synspective 分包金额 1,056 亿日元（含税），期限至 2031 年 3 月。截至 2026 年 6 月，公司已成功部署第 10 颗自有 StriX SAR 卫星，地面段与全球分发又通过 KSAT、Airbus、e-GEOS、NSG UP42 等伙伴扩张。

这些进展明显提高了“有没有长期客户”的确定性，但没有自动解决“这个客户能不能带来高回报”的问题。卫星越多，折旧、地面运维、人员、发射和保险成本也越大；如果收入增长跟不上固定成本扩张，星座规模本身不会创造股东价值。

因此本次研究的核心问题是：

1,056 亿日元防卫省相关分包合同能否在 2026-2031 年转化为可重复的数据收入，并使营业亏损和现金消耗逐步收敛。

1.2 为什么政府合同很重要，但还不能直接等于盈利

SAR 具备昼夜工作、穿透云层的特点，天然适合灾害、国土监测、海事和安全保障。防卫省长期合同把这种需求从“可能存在”变成了真实采购。

但合同金额不是利润。投资者仍要拆解：每年确认多少收入、需要追加多少卫星和地面设备、项目毛利率多高、服务期内维护和更新成本是多少。

四季报口径的经常利润和净利润转正主要受补助金影响，也不能把政策资金误写成商业模式已经盈利。

1.3 当前动作

当前维持：重点观察仓／高成长验证仓。

上市历史短、估值已经计入较高成长预期，因此下一阶段最重要的不是再看卫星数量，而是看单位卫星收入、项目毛利、民间复购和自由现金流有没有同步改善。

02 | 公司本质与商业模式

2.1 公司到底是什么

Synspective 是一家纵向一体化的 SAR 地球观测运营商，业务覆盖：

- 小型 SAR 卫星设计与制造；
- 发射与星座运营；
- 轨道与地面站管理；
- 卫星数据销售；
- 地表位移、灾害、基础设施、海事等数据分析服务。

核心资产不是单颗卫星，而是自研 StriX 星座、轨道运营能力、地面下传网络、数据标准化能力以及政府和商业客户通路。

2.2 商业重心正在向政府安全保障倾斜

上市初期，市场更多关注卫星数量和民间应用。2026 年防卫省合同出现后，收入结构明显向政府安全保障倾斜。

这提高了收入可见度，也增加了单一大项目、验收节奏和政策预算依赖。对股东来说，政府客户稳定性和项目集中风险是同一件事的两面。

2.3 资料截止边界

公司原计划于 2026 年 8 月 14 日发布第二季度业绩，本报告资料严格截止到 8 月 13 日，因此不使用 8 月 14 日及之后的数据。

市场快照	值
股价	1,447 日元
市值	约 1,923 亿日元（用户 8 月 13 日四季报快照）
PBR	约 5.31 倍
PE	四季报预测 2026 年 12 月期约 73.8 倍、2027 年 12 月期约 34.4 倍
股息率	0%
已发行股份	公司官网 131,879,450 股

03 | 产品、客户与供应链

3.1 StriX SAR 星座

截至资料截止前，已有 10 颗卫星完成轨道部署和展开，公司目标继续扩张至 30 颗以上。

真正决定经济价值的不是卫星颗数，而是：可用率、重访频率、分辨率、数据下传延迟、单位卫星成本和每颗卫星能够产生多少可重复收入。

3.2 防卫省项目

Tri-Sat SPC 与防卫省总合同金额 2,831 亿日元；Synspective 与 Tri-Sat、三菱电机相关的数据取得分包金额为 1,056 亿日元。

合同提供多年收入锚，但收入确认和利润率仍取决于交付、验收和服务条件。项目规模越大，越要关注项目层面的资本投入与毛利，而不是只看合同总额。

3.3 国际销售通路

Airbus 把 StriX 数据纳入地球观测产品组合，KSAT 扩展地面站与低延迟下传，NSG UP42 打开沙特平台，SkyFi 和 e-GEOS 等合作降低海外客户获取成本。

这些伙伴关系的价值在于扩大可销售市场，而不是公告数量本身。真正需要追踪的是合作渠道最终带来的实际收入和复购。

3.4 民间解决方案

公司以 InSAR 等技术提供地表位移、滑坡、基础设施、灾害响应和海事监测服务，具备重复使用潜力。

当前仍缺少足够公开数据判断民间客户平均收入、续约率和规模化毛利，因此这部分属于已验证需求方向，但商业成熟度仍需继续确认。

04 | 竞争格局与产业关系

4.1 日本 SAR 直接竞争者

QPS 研究所同样经营小型 SAR 星座，并与 Synspective 共同进入防卫省项目。这说明政府需求足够大，也说明防卫省没有把能力押在单一供应商上。

4.2 光学卫星是替代，也是补充

Axelspace 等光学卫星在晴空场景具有色彩丰富、容易解释的优势。SAR 的全天候和昼夜观测能力是明显差异点，但很多客户最终可能采用多源数据融合，因此两类技术并非简单互斥。

4.3 海外 SAR 竞争

Airbus 已有 TerraSAR-X、TanDEM-X、PAZ 等雷达资产，ICEYE、Capella 等也拥有高频 SAR 星座。

Synspective 的优势是日本主权供应链、倾斜轨道、政府项目和本土交付能力；弱点则是绝对规模和资本实力仍小于部分国际竞争者。

因此护城河不能只写“技术领先”，必须看系统交付能力、客户认证、星座可用率和单位成本能否长期保持优势。

05 | 护城河判断

5.1 已经成立的壁垒

卫星设计、批量制造、轨道运控、SAR 数据处理、地面站、客户认证与多年防卫合同叠加，形成明显的系统工程壁垒。

这些能力需要长期投入和跨学科组织协同，不是购买一颗卫星或一套算法就能复制。

5.2 不是垄断

防卫项目本身采用多供应商；海外 SAR 供给也很丰富，技术迭代快。

所以壁垒来自持续可靠交付的一整套系统，而不是单一专利或独家资格。

5.3 护城河怎样进一步升级

如果星座扩大后，单位卫星运营成本下降、数据毛利提高、民间和海外收入占比增加，同一套卫星资产能够同时服务更多客户，那么公司才可能从工程交付壁垒进一步升级为数据规模效应。

06 | 财务质量与现金流

期间	销售	营业利润	净利润
2023 年 12 月期	13.86 亿	-17.95 亿	-15.20 亿
2024 年 12 月期	23.16 亿	-30.70 亿	-35.92 亿
2025 年 12 月期	23.76 亿	-41.37 亿	-3.71 亿
2026 年 12 月期四季报预测	63.50 亿	-54.50 亿	+26.00 亿
2027 年 12 月期四季报预测	140.00 亿	-20.00 亿	+56.00 亿
2026 年第一季度实绩	6.97 亿	-16.13 亿	-17.31 亿

6.1 收入增长与经营亏损同时扩大

收入开始放大，但折旧和人员成本先行，营业亏损反而扩大。四季报对 2026 年 12 月期仍预测营业亏损 54.5 亿日元，说明规模经济尚未显现。

6.2 补助金不能替代经营利润

宇宙战略基金能够降低资本负担，并改善经常利润或净利润，但投资判断必须把营业利润与补助分开看，否则会把政策资金误当作客户付费能力。

6.3 现金消耗来自前置基础设施投入

卫星开发、发射、地面设备和高技能人员都需要前置现金。防卫合同缩短了“有没有客户”的不确定性，却没有消除交付前的资金占用。

因此报告优先看营业利润、经营现金流和资本开支后的自由现金流，不把补助、资产处置或其他一次性收益当成可复制盈利。

07 | 股东、管理层与治理

7.1 产业型大股东

HULIC、三菱电机、清水建设等股东同时是潜在客户或产业伙伴。这种股东结构有助于产业协同，但不能自动视为订单保证。

7.2 控制与治理

创始人兼 CEO 新井元行仍是重要股东与核心经营者。公司设有独立董事，但业务高度技术化、项目周期长，对董事会的技术理解和风险监督能力提出较高要求。

7.3 股本变化

公司官网当前已发行股份 131,879,450 股，高于用户四季报快照中的 131,573,900 股。正式报告采用公司官网较新的数字，并把差异视为时间口径差异，而不是数据错误。

08 | 资本政策

8.1 成长阶段融资合理，但稀释风险仍在

公司当前仍需要持续建设星座，因此依赖资本市场融资并不异常。真正重要的是，随着防卫合同回款和政府基金进入，未来是否能逐步减少股权融资依赖。

8.2 政府资金的双刃剑

战略基金可以加速星座建设并降低公司自筹压力，但也容易让投资者忽略补助项目本身的里程碑、配套自筹资金和后续运营成本。

8.3 当前资本政策判断

防卫合同与基金提高了融资可见度，产业股东质量也较好；但在主营业利润转正之前，资本政策仍需要把稀释风险放在核心位置。

09 | 估值与安全边际

9.1 静态估值并不便宜

1,447 日元对应 PBR 约 5.3 倍，传统价值尺度明显偏高。当前估值主要依赖未来合同兑现和高增长，而不是账面资产折价。

9.2 真正的估值分母不是静态 PE

重点应放在 2031 年前 1,056 亿日元合同的收入确认曲线、项目毛利、卫星资本开支和民间收入增量。
如果营业亏损持续，预测净利润又主要受补助影响，单看静态 PE 会产生误导。

9.3 安全边际来自自己签项目，不来自低价格

当前主要下行保护来自已经签署的长期国家项目和政府产业扶持，而不是低 PBR 或高股息。
若项目利润率低、交付成本持续上升，合同越大也可能意味着公司越忙，但不一定越赚钱。

市场快照	值
股价	1,447 日元
市值	约 1,923 亿日元（用户 8 月 13 日四季报快照）
PBR	约 5.31 倍
PE	四季报预测 2026 年 12 月期约 73.8 倍、2027 年 12 月期约 34.4 倍
股息率	0%
已发行股份	公司官网 131,879,450 股

10 | Kabugami 技术结构

技术价格观察单独更新至 2026-08-21；不把 8 月 14 日以后出现的任何基本面信息带回本章。由于公司 2024 年 12 月才上市，长期 Technical Confidence 明确低于老牌公司。

10.1 真正的问题不是“长期底部完成了吗”，而是两次巨大脉冲以后有没有形成第一套可重复价格中枢
290A 只有约两年上市历史，因此不能套几十年阻尼、旧长期吸引区死亡之类的老股语言。真实月次历史从 2024 年 12 月开始：上市首月开 736 日元、最高 740、最低 531、收 545；2025 年 1 月最低 449。之后价格很快进入高波动发现阶段，2025 年 6 月最高 1,944，却在当月收回 1,013；2026 年 5 月又最高 2,140，6 月收 1,232，7 月最低 1,003。

这只股票真正的 Path Fingerprint 不是“底部慢慢抬升”，而是：事件敏感、高能量扩张、30%级甚至更深回吐，然后在比上一轮更高的位置重新尝试组织。由于历史太短，当前问题只能定义成第一套价格中枢的形成实验，而不是成熟长期迁移。

10.2 两次脉冲的共同点是回吐很深，真正的新信息是第二次返回底部更高

第一轮 2025 年从 449 日元低点扩张到 6 月 1,944，随后 9 月最低 807、月末 904；第二轮 2026 年从更高区域再次冲到 2,140，6 月单月大幅回落，7 月最低 1,003、收 1,148。两个高点都没有被持续保留，但第二轮回抽底部 1,003 明显高于第一轮失败后的 807，也远高于上市初期 449—600 区域。

这支持“短生命史里的价格中心正在抬高”，却仍不足以确认新的长期价格吸引区。因为真正的迁移不仅要求低点抬高，还要有足够长的重复停留、回抽保留和再扩张。到 8 月 21 日前后，价格最高约 1,518、约 1,342 附近运行，1,100—1,500 日元区域正在成为候选新中心，但时间样本依然太少。

恢复半衰期在第二轮回撤里反而提供谨慎证据。2,140→1,003 损失约 1,137 日元，一半修复对应约 1,572；截至 8 月 21 日前后的月内高点仍只有约 1,518，尚未完成这一轮损失的一半修复。也就是说，第二次回抽虽然底部更高，却不能说恢复速度已经足够强。

10.3 1,056 亿日元防卫合同是最好的反例：事件很大，但价格没有因此自动完成迁移

纯价格状态形成以后，再看 2026 年 2 月 20 日前后公开的防卫省卫星星座项目。对一家当时仍在高速建设星座、营业亏损较大的公司来说，1,056 亿日元相关分包合同显然是高信息量事件。

但价格反应并不是“一纸大合同直接改写状态”。2 月 20 日股价开 1,340、最高 1,355、最低 1,276、收 1,285，反而下跌约 2.7%；2 月 24 日回到 1,315，2 月 25 日又最低 1,202、收 1,225，2 月 26 日才反弹到 1,281。事件后的几个交易日价格来回摆动，没有立即建立比事件前明显更高的可重复价格中枢。

这正好证明：大事件不是 Technical Evidence，价格对事件的留存才是。后来 5 月确实冲到 2,140，但中间还有卫星部署、基金、市场风险偏好等大量变量，不能把几个月后的高点简单归因于 2 月合同。

10.4 Price-Fundamental Timing：价格恢复早于最大合同公开，但最大合同本身又没有直接留下新中心

290A 从 2025 年下半年 807—904 附近的回撤区开始恢复，到 2026 年 2 月大型防卫合同公开前，价格已经明显高于上市初期低位。因此最新状态不能简单叫 Fundamental-led。

更准确的内部判断是：Price-led recovery + Event-failed at the largest contract date. 价格中心在重大公开确认之前已经有所抬升；而当真正的大合同公开时，价格并没有立即完成另一层迁移。这说明短上市史里，市场预期、事件和价格发现高度交织，不能把任何一条新闻当作确定的状态原因。

这也强化了基本面研究里的核心问题：合同金额已经被公开看见，接下来价格能否继续上移，越来越取决于收入确认、项目毛利、现金消耗和稀释风险是否真正兑现，而不是“有没有大故事”。

10.5 当前状态：更高低点是真证据，但恢复、留存和时间样本都还不够

技术状态：290A 正在经历上市后的第二轮高能量价格发现，回抽底部从 449→807→1,003 逐步抬高，说明短周期价格重心确实上移；但两次大脉冲都发生深度回吐，第二轮截至 8 月仍未完成半程恢复，新的可重复价格中枢尚未成熟。

后续最有价值的确认不是再出现一次新闻脉冲。若价格能够在 1,100—1,300 日元以上经历更多完整回抽，仍不重新进入 800 日元以下，并在这一更高区域形成反复可见的价格中心后再扩张，迁移质量才会明显提高。

反过来，如果价格重新长期跌回 800 日元以下，尤其再次靠近 500—700 日元上市初期活动区域，那么 2025 和 2026 两次高点都应该被理解为高事件敏感股票的脉冲，而不是新状态形成。技术评分维持 5/6，但长期置信度仍主动下调：评分反映当前结构信息量，不代表拥有二十年老股那种历史验证强度。

11 | 风险与催化剂

11.1 主要风险

风险	机制
交付与发射风险	发射失败、天线展开、卫星寿命或在轨故障会直接影响收入和折旧回收。

政府客户集中	长期防卫合同带来确定性，也提高政策、验收、预算和单一大项目依赖。
盈利风险	收入增长不等于营业利润转正，高折旧与人员成本可能持续多年。
估值风险	高 PBR 和高增长预期使任何延期都可能被市场放大。
技术风险	SAR 分辨率、重访频率、处理时延和多源融合技术快速迭代。

11.2 正面催化剂

- 2026 年 8 月 14 日第二季度财报（在本报告截止日之后，下一次更新时处理）；
- 第 11、第 12 颗及以后卫星发射和在轨可用率；
- 防卫项目首批收入确认与毛利；
- 宇宙战略基金正式补助金额和自筹比例；
- 海外伙伴开始带来实际销售，而不是只增加合作公告；
- 营业亏损开始持续收敛。

11.3 失效条件

若核心业务无法把收入增长转化为经营利润和自由现金流，或者长期持续依赖高稀释融资，本报告的上修逻辑将明显削弱。

12 | Insight / 反常识发现

12.1 最大的反常识：1,056 亿合同不是 1,056 亿利润

真正需要计算的是每年确认收入、卫星交付数量、服务成本、追加资本开支和资本回收周期。

12.2 最重要的平台验证

如果政府项目推动星座扩大，而民间销售也能使用同一套卫星资产，从而摊薄固定成本，那么同一笔资本开支可以同时服务多类客户。这才是星座平台化真正的经济学。

12.3 最可能的上修点

不是再签一个规模很小的合作备忘录，而是营业亏损开始收敛、单位卫星收入提高、民间和海外复购增加，以及自由现金流同步改善。

12.4 如果只能问管理层三个问题

第一，1,056 亿日元分包合同中，2026-2031 年各年度预计确认收入、需要额外投入的卫星和地面资本开支、以及项目目标毛利率分别是多少？

第二，宇宙战略基金补助和防卫合同是否会让公司在 2028 年前明显降低对股权融资的依赖？

第三，30 颗以上星座建成后，民间客户的复购和单位数据成本能否让营业利润在没有补助金时也转正？

这三个问题分别对应项目经济性、普通股股东稀释和长期商业模式成立条件。

13 | 下一次值得跟踪什么

1. 2026 年 8 月 14 日第二季度财报；
2. 第 11、第 12 颗及以后卫星发射和在轨可用率；
3. 防卫项目首批收入确认与毛利；

- 4. 宇宙战略基金正式补助金额与公司自筹比例；
- 5. 海外伙伴带来的实际销售，而不是合作公告数量；
- 6. 营业亏损是否开始收敛；
- 7. 是否再次融资以及每股稀释程度；
- 8. 单位卫星收入和星座利用率；
- 9. 民间客户复购和数据业务毛利率；
- 10. 2026 第二轮脉冲回撤后，价格是否能在 1,100—1,300 日元以上形成可重复活动中枢，还是重新长期回到 800 日元以下。

当前最终结论仍是：防卫订单显著提高收入可见度，但公司仍处在“基础设施先投入、盈利后验证”的阶段。下一次真正有价值的新证据，是大合同开始进入利润表和现金流以后，项目经济性到底怎样。

14 | V3.1 评分卡与研究信心

模块	权重	得分
财务稳健与现金防御	18	6
护城河与行业地位	18	13
盈利质量与现金流	14	4
产品 / 供应链 / 客户	14	12
估值与安全边际	12	4
资本政策	10	8
治理	8	7
技术结构	6	5
合计	100	59

当前评分 59/100，评级 B，动作：重点观察仓／高成长验证仓。研究信心：基本面中等至高；技术层因公司上市历史较短而适当降低。技术上已看到三组回抽底部抬高，但两次高能脉冲都深度回吐、最新一轮尚未完成半程恢复，新价格中枢仍需要时间验证。

15 | 来源、资料边界与合规说明

	资料	URL	等级
1	Synspective IR	https://synspective.com/jp/ir/	A
2	防衛省衛星コンステレーション契約	https://synspective.com/jp/press-release/2026/satellite-constellation-project2/	A
3	Airbus D&S partnership	https://synspective.com/jp/press-release/2026/airbuspartnership/	B
4	KSAT partnership	https://synspective.com/jp/press-release/2026/	B

		ksatpartnership/	
5	10th StriX launch	https://synspective.com/jp/press-release/2026/10thlaunch/	A
6	Space Strategy Fund Phase 2	https://synspective.com/jp/information/2026/20260323/	A
7	Stock information	https://synspective.com/jp/ir/stock/	A
8	IR calendar	https://synspective.com/jp/ir/calendar/	A
9	Axelspace MOD consortium	https://www.axelspace.com/news/satelliteconstellationproject/	B
10	用户四季报和 TradingView 截图	用户提供，2026-08-13	C
11	株探 290A 年次株価 时系列	https://s.kabutan.jp/stocks/290A/historicalprices/yearly/	B
12	株探 290A 月次株価 时系列	https://s.kabutan.jp/stocks/290A/historicalprices/monthly/	B
13	Yahoo!ファイナンス 290A 株価时系列	https://finance.yahoo.co.jp/quote/290A.T/history	B

15.2 资料边界

- 四季报和 TradingView 属于入口资料；与公司或监管资料冲突时，以更接近截止日的官方披露优先。
- 预测数字明确区分公司预测、四季报预测与 Kabugami 情景，不混写。
- 市场价格采用用户 2026-08-13 快照，可能与收盘后数据源存在小差异。
- Technical Lane 为本轮独立重读，价格观察更新至 2026-08-21；该更新只使用公开市场价格，不把 8 月 14 日以后任何基本面事件带回纯技术判断。
- 上市历史只有约两年，因此长期状态置信度有限；不以短历史强行外推几十年吸引区或长期耗散。
- 2026 年 2 月防卫省合同只用于纯价格状态形成后的事件响应实验；不把合同本身当成价格迁移的技术原因。

15.3 合规说明

本报告为 Kabugami.jp 基于公开资料、公司与交易对手官方资料、监管披露、市场数据以及用户提供的四季报和 TradingView 快照所作的研究记录。报告中的评分、情景、估值区间、技术结构与未来推演均

为研究判断，不构成投资建议、投资招揽、买卖推荐、目标价或收益保证。读者应独立核验并承担市场、流动性、信用、业务、技术、资本政策以及本金损失风险。

最后一页 Compliance / 风险声明

本报告基于公开资料与研究判断制作。任何评分、估值、情景或结构推演均可能错误；市场、流动性、信用、业务、技术、治理与资本政策风险均可能导致重大或全部本金损失。