

华测导航 (300627) 深度研究

# 公司持续稳健增长，多点开花将打开上升空间

2020年06月17日

## 【投资要点】

- ◆ **公司在国内处于行业前列，近五年营收增速稳定。**高精度卫星定位导航行业市场目前还处于寡头垄断阶段，公司相关产品销售规模处于前三位，近五年没有收到市场需求波动影响处于持续增长状态，复合增速达25%以上，在行业内处于领先地位，有望成为行业龙头。
- ◆ **持续高研发投入带来高毛利率和较强的产品竞争力。**公司近五年研发投入占营收比例逐渐增加，2019年占比为14.83%，领先同行业厂商，高研发投入使公司在产品创新、定位导航精度和产品毛利率上都有较强的竞争力，有利于未来进一步扩大市场份额。
- ◆ **北斗三号即将实现全球覆盖，海外业务将持续受益。**北斗三号系统的最后一颗全球组网卫星预计将在6月发射，标志着我国自主的定位导航系统将具备全球服务的能力，海外业务尤其是一带一路国家的业务将受益，公司重视海外市场的开拓，产品已成功销往超过90个国家和地区，去年对俄罗斯优质经销商进行入股和增资，未来有望借北三东风加速海外营收规模的提升。
- ◆ **传统业务和新型业务齐发力，打开公司上升空间。**受年初新冠疫情影响，我国经济受到较大冲击，全国多个省份相继出台巨额投资计划，总额超过35万亿，以期助力经济恢复，其中基础设施建设是投资重点，公司传统的测绘业务未来将持续受益。测绘无人机和高精度商业导航是较为新兴的市场，市场规模增速较快，公司和行业内具备较强实力的厂商合作，相关业务业绩已经初具规模，有望成为公司营收的较快增长点。

## 【投资建议】

- ◆ 预计公司2020-2022年营业收入分别为13.49亿/17.25亿/22.09亿，归母净利润为1.90亿/2.32亿/2.76亿元。EPS分别为0.56元/0.68元/0.81元，对应市盈率为39/32/27倍。国内卫星定位导航产业规模稳定增长，高精度应用渗透率和发达国家相比还有较大提升空间，应用领域在持续扩宽，预计市场规模将有较快增速。公司专注于高精度卫星定位导航设备和解决方案业务，在国内份额处于行业前列，近年来业绩持续稳定增长。未来将受益于北斗三号的部署完成和国家基础设施建设投入的加大，传统测绘业务有望持续增长，高精度的“北斗+”产业前景良好，自动驾驶、机器人相关新兴应用将有较大增长空间。我们看好公司前景，首次覆盖给予“增持”评级。

**东方财富证券**  
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

### 增持 (首次覆盖)

#### 东方财富证券研究所

证券分析师：何玮

证书编号：S1160517110001

联系人：马建华

电话：021-23586480

#### 相对指数表现



#### 基本数据

总市值 (百万元)	6985.70
流通市值 (百万元)	5377.11
52周最高/最低 (元)	32.49/16.50
52周最高/最低 (PE)	72.42/37.39
52周最高/最低 (PB)	8.02/4.74
52周涨幅 (%)	52.53
52周换手率 (%)	439.67

#### 相关研究

《盈利增速亮眼，费用控制成效显著，技术领先助公司毛利率稳定》

2020.05.06

**盈利预测**

项目\年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1145.52	1349.00	1725.00	2209.00
增长率(%)	20.32%	17.76%	27.87%	28.06%
EBITDA（百万元）	137.83	139.25	157.10	169.50
归属母公司净利润（百万元）	138.70	190.37	232.44	276.28
增长率(%)	31.91%	37.25%	22.10%	18.86%
EPS(元/股)	0.41	0.56	0.68	0.81
市盈率(P/E)	53.37	38.65	31.65	26.63
市净率(P/B)	7.47	6.10	5.12	4.29
EV/EBITDA	35.75	48.35	41.44	36.79

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

**【风险提示】**

- ◆ 海外疫情持续恶化，国内疫情复发导致停工停产现象；
- ◆ 人才流失导致公司研发实力下降；
- ◆ 行业竞争加剧，再次引发价格战。

## 正文目录

1. 公司持续稳健增长，盈利能力行业领先 .....	5
1.1. 深耕多年高精度卫星导航，成长为国产厂商佼佼者 .....	5
1.2. 得益于费用控制和高研发投入，公司毛利率稳定盈利能力优秀 .....	7
1.3. 公司积极对外投资入股，加强实力扩大业务版图 .....	8
1.4. 管理层纠错能力强，及时改善公司盈利能力 .....	9
2. 由进口到出口，国内厂商实现逆袭 .....	10
2.1. 卫星导航市场广阔，高精度应用成为较快赛道 .....	10
2.2. 由进口到出口，国产高精度卫星导航定位厂商后来居上 .....	12
2.3. 国内产业链结构完整，下游应用领域愈加丰富 .....	13
2.4. 行业壁垒较高，将长期处于寡头垄断状态 .....	14
3. 高精度应用市场上升空间大，“北斗+”产业应用丰富 .....	15
3.1. 我国高精度应用在卫星导航产业的市场份额提升空间较大 .....	15
3.2. 北斗三号部署完成，叠加疫情后的刺激政策，传统测绘产品和数字施工业务将受益 .....	15
3.3. 测绘无人机优势显著，市场规模将有较快增长 .....	17
3.4. 降维竞争，以高精度技术打入商业导航产业 .....	19
4. 盈利预测与估值 .....	20
4.1. 业绩预测 .....	20
4.2. 相对估值 .....	21
4.3. 绝对估值 .....	22
4.4. 盈利预测 .....	22
5. 风险提示 .....	22

## 图表目录

图表 1: 华测导航部分产品和解决方案 .....	5
图表 2: 公司股权结构 .....	6
图表 3: 公司 2015-2019 年业绩情况 .....	6
图表 4: 可比上市公司历史营收情况（百万） .....	7
图表 5: 可比上市公司历史盈利情况（百万） .....	7
图表 6: 近三年公司主营业务收入情况 .....	7
图表 7: 2017-2019 年公司和行业可比上市公司财务指标对比 .....	8
图表 8: 公司和同行业上市公司近 5 年经营性现金流情况对比（百万） .....	8
图表 9: 公司预计参股公司将维持较高的营收增长水平 .....	9
图表 10: 近 5 年公司净利润率水平 .....	10
图表 11: 全球卫星定位导航产业市场规模 .....	10
图表 12: 卫星导航定位市场结构 .....	11
图表 13: 国内卫星导航定位产业总产值增长情况 .....	12
图表 14: 国内厂商和海外龙头业绩增速对比 .....	12
图表 15: 高精度卫星导航产业链 .....	13
图表 16: 国内北斗高精度业务市场份额（估算） .....	14
图表 17: 行业内上市公司近 5 年毛利率表现 .....	14
图表 18: 2011-2020 年国内高精度卫星定位导航市场规模预测（亿元） .....	15
图表 19: 部分省市公布的疫情后投资计划 .....	16
图表 20: 最近三年公司国内和海外的营收情况（百万） .....	17
图表 21: 2016-2020 年中国工业级无人机市场规模及预测 .....	17
图表 22: 公司无人机业务相关产品 .....	19

图表 23: 公司自动驾驶解决方案 .....	20
图表 24: 公司 2020-2022 年营收预测 .....	21
图表 25: 同行业估值比较（相关数据截至 2020-06-10） .....	21
图表 26: 历史 PE (TTM) 区间 .....	22
图表 26: 历史 PB 区间 .....	22
图表 28: DCF 估值模型 (FCFF) 的基本假设 .....	22

## 1. 公司持续稳健增长，盈利能力行业领先

### 1.1. 深耕多年高精度卫星导航，成长为国产厂商佼佼者

公司成立于 2003 年，于 2017 年登陆创业板上市，专注于高精度卫星导航定位相关的软硬件产品和行业解决方案，广泛应用于地质测绘、工程测量、地理信息、灾害安全监测、建筑健康监测、精准农业、智慧城市和智能交通等领域。公司供应的主要硬件产品有 RTK、GIS 数据采集器、海洋测绘、无人机、三维移动测量和高精度板卡等，下游客户包括测绘单位、建筑施工单位、水利、矿业、国土资源、农业等各类产业政企单位，公司境内外子公司 40 余家，经销商逾 150 家，产品已经覆盖全球 97 个国家和地区，在一带一路国家市场中占据绝对优势。

图表 1：华测导航部分产品和解决方案

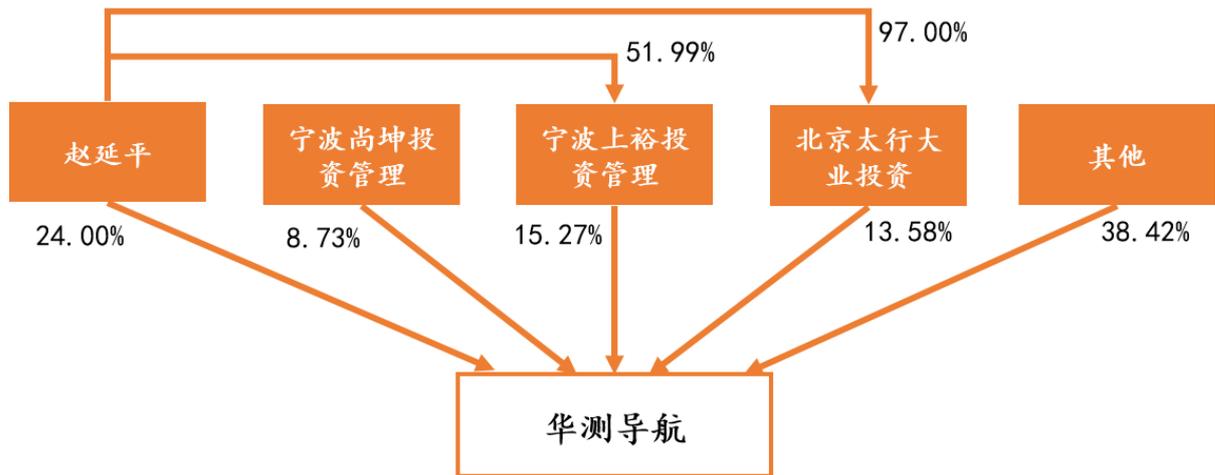


资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

公司实际控制人为董事长赵延平，为公司第一大股东，直接持股为 24%，公司管理层及核心员工持股的合伙企业宁波上裕投资和宁波尚坤投资分别为公司第二、第四大股东，股权占比为 15.27%和 8.73%，第三大股东北京太行大业股权占比为 13.58%，实控人为赵延平，控股比例为 97%。综合统计直接持股和间接持股，董事长赵延平持股占比为 45.11%，公司股权集中度较高。

公司董事长赵延平毕业于浙江大学，毕业后进入北京光学仪器厂进行 GPS 研发工作，之后前往美国工作学习，回国后创办天拓公司，代理全球知名的 GPS 产品和解决方案厂商天宝（Trimble）的产品，2003 年成立华测导航。董事长在导航业内从业多年，具备丰富的行业技术和市场经验，也为公司制定了正确的发展路线，2010 年开拓了位移监测业务，2014 年通过收购公司进军农机导航系统，后又收购无人机公司武汉智能鸟，拓展航测无人机业务，现都成为公司重要的业绩增长点。

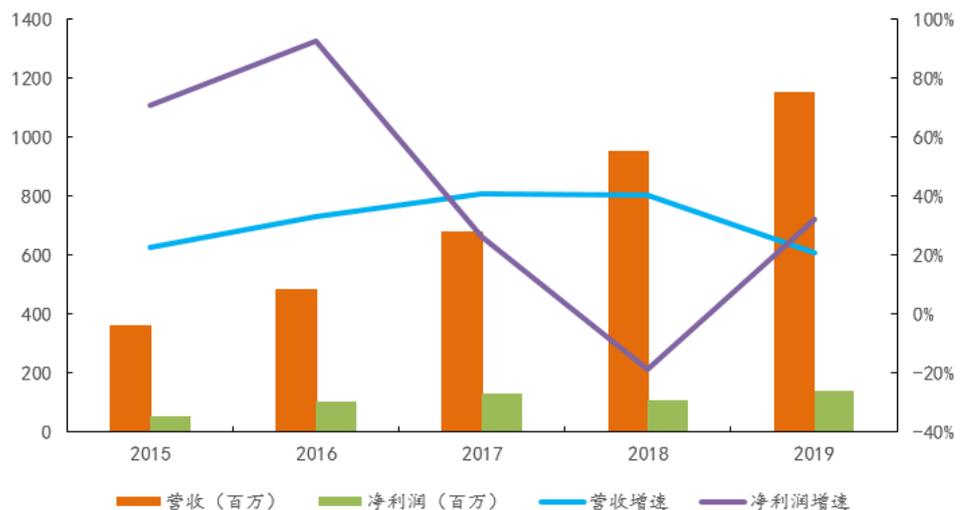
图表 2：公司股权结构



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

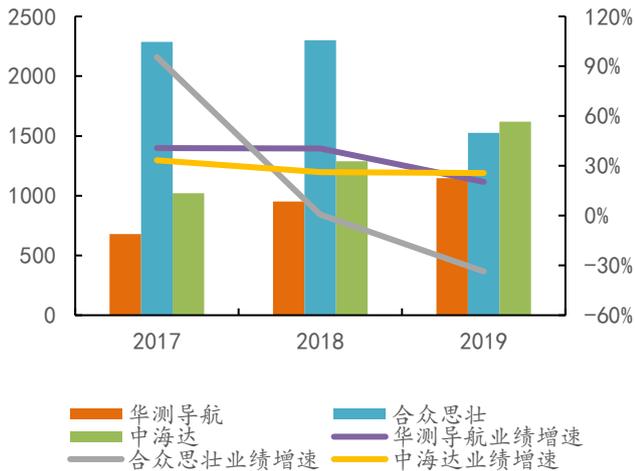
近年来国内的高精度导航行业发展迅速，改变了海外厂商在国内占主导地位的状况，国内厂商如华测导航、中海达、合众思壮、南方测绘等迅速崛起，国内份额持续提升。公司在该领域持续深耕，以高精度卫星导航技术为基础，不断自主创新，构建了从二维到三维、静态到高动态、后处理到实时处理、星空地海一体化的完整应用体系，业务也从传统的测绘、国土等行业到智慧城市、自动驾驶、人工智能等新兴领域。公司近五年来营收不断增长，复合增长率超过 30%，2019 年突破十亿大关，与同行业内的上市公司中海达和合众思壮相比，目前公司营收处于第三位，但是差距在逐年减小，公司盈利水平在 2019 年处于第一位，也是三家中唯一实现盈利的公司。

图表 3：公司 2015-2019 年业绩情况



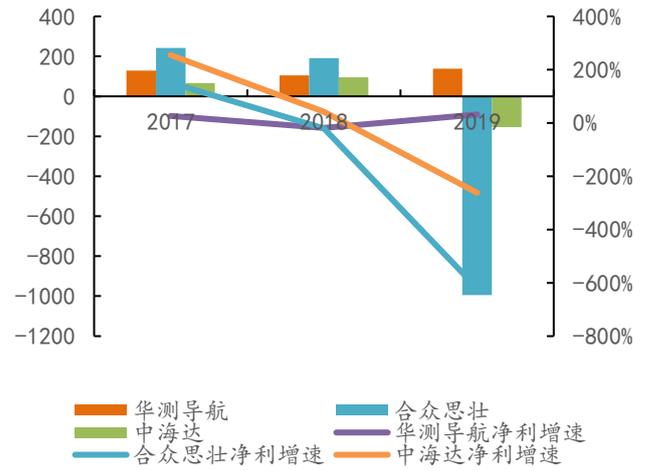
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 4：可比上市公司历史营收情况（百万）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

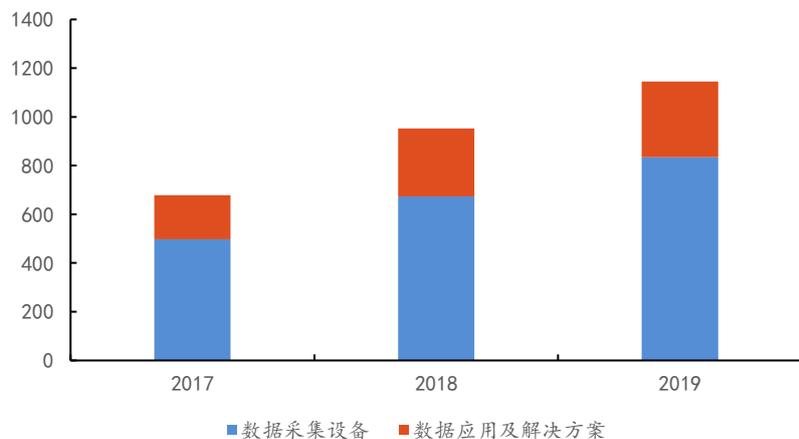
图表 5：可比上市公司历史盈利情况（百万）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

公司的主营业务构成是数据采集设备和数据应用及解决方案，数据采集设备包括高精度 GNSS 接收机、GIS 数据采集器、无人机/船和移动测绘产品，数据应用及解决方案包括位移监测、农机导航、智慧施工等。2019 年数据采集设备实现营收 8.35 亿元，占营业收入比重为 72.85%，是公司收入的主要来源，数据应用及解决方案实现营业收入 3.11 亿元，占营业收入比重为 27.15%，最近三年两项主营业务比重没有较大变化，公司业务整体方向没有改变。

图表 6：近三年公司主营业务收入情况



资料来源：公司 2019 年报，东方财富证券研究所

## 1.2. 得益于费用控制和高研发投入，公司毛利率稳定盈利能力优秀

公司所处的高精度导航行业具备较高的技术壁垒，需要长年对硬件、软件和算法进行研发投入，有助于公司产品的功能和精度处于行业前列。华测的研发费用占比一贯处于行业前列，产品的性价比和创新度领先。另外得益于高研发投入，公司产品的部分关键元件如板卡实现了自主化，降低了产品成本，在市场竞争度逐渐提升的情况下维持了较高的毛利率水平。通过和同行业上市公司过去三年部分财务指标的对比，我们认为华测导航的销售和管理费用相对稳

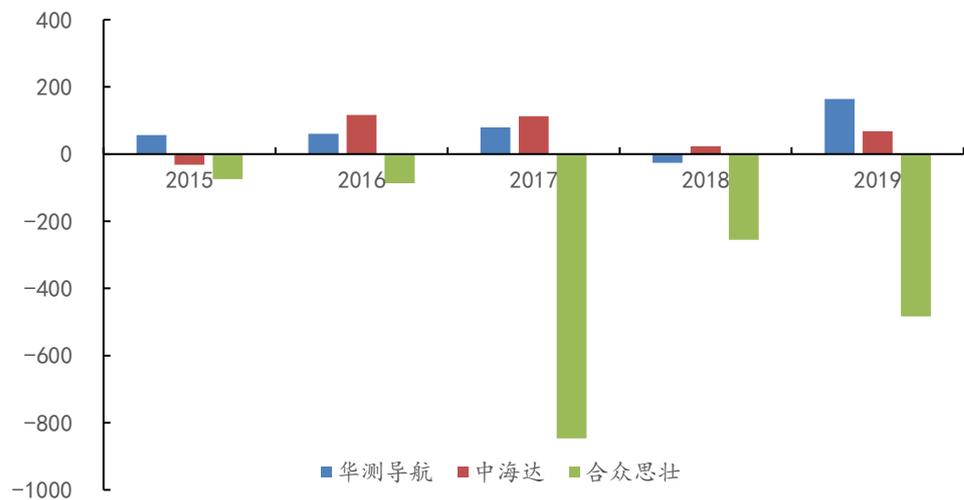
定，研发费用持续提升，毛利率和净利润率一直处于行业领先地位，公司在行业竞争中具备优势，公司最近 5 年经营性现金流除 2018 年因公司过度扩张而下降外，都处于稳定增长状态，在同行业中也较为优秀。

图表 7：2017-2019 年公司和行业可比上市公司财务指标对比

指标	年份	华测导航	合众思壮	中海达
销售费用占比	2017	24.24%	5.29%	17.07%
	2018	26.45%	6.49%	16.86%
	2019	25.22%	12.55%	16.08%
管理费用占比	2017	6.77%	19.18%	25.07%
	2018	7.74%	16.38%	13.31%
	2019	6.05%	26.81%	12.63%
研发费用占比	2017	11.20%	10.23%	13.78%
	2018	13.92%	7.96%	11.14%
	2019	14.88%	13.80%	13.68%
毛利率	2017	55.92%	40.17%	50.81%
	2018	54.27%	44.31%	52.35%
	2019	56.04%	44.61%	46.68%
净利润率	2017	19.07%	10.68%	8.54%
	2018	11.33%	8.28%	11.19%
	2019	12.40%	-65.33%	-9.93%

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 8：公司和同行业上市公司近 5 年经营性现金流情况对比（百万）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

### 1.3. 公司积极对外投资入股，加强实力扩大业务版图

近年来公司为了加强自身技术实力和拓展业务版图进行了一系列的对外投资入股。2017 年为了增强公司在移动测绘技术和三维激光扫描领域的竞争力，对武汉珞珈新空科技有限公司进行增资实现控股，最近三年的数据显示珞珈新空营收增长迅速，去年为公司贡献可观利润。2018 年，为了更好的应对测绘行

业的新需求，公司投资入股了专注于无人机技术研发的武汉智能鸟无人机有限公司，并于 2019 年通过增资实现控股，旨在将无人机技术与卫星定位技术高度融合，依托自研的飞控系统和高精度 GNSS 定位导航模块等核心技术，提升了公司在遥感航测领域的技术实力，产品适应山区、低温等多种作业环境，可应用于地籍测量、航空测绘、管线巡检、应急等领域。2019 年智能鸟无人机营业收入超过 1000 万，预计未来将保持高速增长。

图表 9：公司预计参股公司将维持较高的营收增长水平

项目	关键参数				
	预测期	预测期销售收入增长率	稳定期销售收入增长率	利润率	税前折现率(加权平均资本成本WACC)
南京天辰礼达电子科技有限公司	2020年-2024年	在预测期从18%逐渐下降至5%	稳定期维持2024年预测收入	根据预测的收入、成本、费用等计算	13.56%
武汉珞珈新空科技有限公司	2020年-2024年	在预测期从20%逐渐下降至10%	稳定期维持2024年预测收入	根据预测的收入、成本、费用等计算	13.89%
武汉智能鸟无人机有限公司	2020年-2028年	在预测期从60%逐渐下降至0%	稳定期维持2028年预测收入	根据预测的收入、成本、费用等计算	12.37%

资料来源：公司 2019 年报，东方财富证券研究所

另外为了拓展公司海外市场，华测导航以约 327 万美元的价格收购公司俄罗斯代理商 86% 的股权，未来三年将继续增资 198 万美元来支持公司业务。该代理商已成立近 30 年，有专业的销售团队和成熟的营销网络，公司看好未来几年俄罗斯的市场，当地基础设施建设投入不断加大，以为这对高精度卫星定位导航设备的需求将会增多，公司希望通过投资加快俄罗斯市场开拓的步伐，充分发挥和利用双方的营销能力和资源优势。我们认为公司此举将加强公司在当地市场的影响力，提高市场份额，创造良好的经济效益。

#### 1.4. 管理层纠错能力强，及时改善公司盈利能力

2018 年公司看好产业的发展，预计市场需求将会加速提升，于是招兵买马扩大公司规模，到 2018 年底，公司员工数量从 1082 人快速提升至 1400 余人，2019 年初一度超过 1500 人。快速的扩张下公司营收的增速并没有提升，和 2017 年持平，但是由于人员的扩张，销售、管理、研发费用占比均有所上上，导致公司盈利水平却不升反降，公司净利润率由 19.07% 下降至 11.33%，2018 年公司归母净利润同比下降 18.56%，从结果来看市场整体规模并没有较大提升，在和竞争对手的产品没有较大差异性的情况下，依靠人员的扩张并不会起到明显效果。公司管理层意识到公司战略失误后，2019 年及时改变策略，给公司做“瘦身”，到 2019 年底，公司员工数量削减到 1100 余人，核心人员并未收到影响。全年的销售和管理费用占比水平也回到平均水平，同时加大研发投入，采取以技术换市场的方式扩大营收规模，产品方面推出了国内首发的惯导 RTK 产品，纯电固定翼激光雷达系统方案和车载全息数据采集系统 Alpha3D，都获得了良好的市场反馈。公司当年度也恢复了盈利水平，在竞争对手 2019 年普遍亏损的情况下实现归母净利润同比增长 31.91%，净利润率提升至 12.40%，体现了公司管理层较强的纠错能力和公司的竞争力。

图表 10：近 5 年公司净利润率水平



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

## 2. 由进口到出口，国内厂商实现逆袭

### 2.1. 卫星导航市场广阔，高精度应用成为较快赛道

卫星导航定位技术是指利用全球导航卫星系统所提供的位置、速度以及时间信息对各种目标进行定位、导航的技术，该技术起始于上世纪 60 年代的美国，最初为军用的导航应用，直到 1996 年美国宣布 GPS 为军民两用系统后，卫星导航定位技术逐渐进入消费市场，并深入各个领域，2000 年后在全球广泛推广使用。和其他导航定位技术相比，卫星导航定位具备全时空、全天候、连续实时地提供导航、定位和定时的特点，现已成为应用最为普遍的导航定位技术，主要应用范围为航空、航海、测绘、机械控制、娱乐、跟踪、导航等，以测绘学见长的工程院院士刘经南曾说过“GNSS(全球导航卫星系统)将改变人们生活的方方面面，其应用仅受人类想象力的制约。”随着技术的不断成熟，卫星导航定位的应用将更加广泛，市场空间巨大，根据欧盟全球卫星导航系统管理局发布的统计和预测数据，到 2023 年，行业市场规模将达到约 2900 亿欧元。

图表 11：全球卫星定位导航产业市场规模

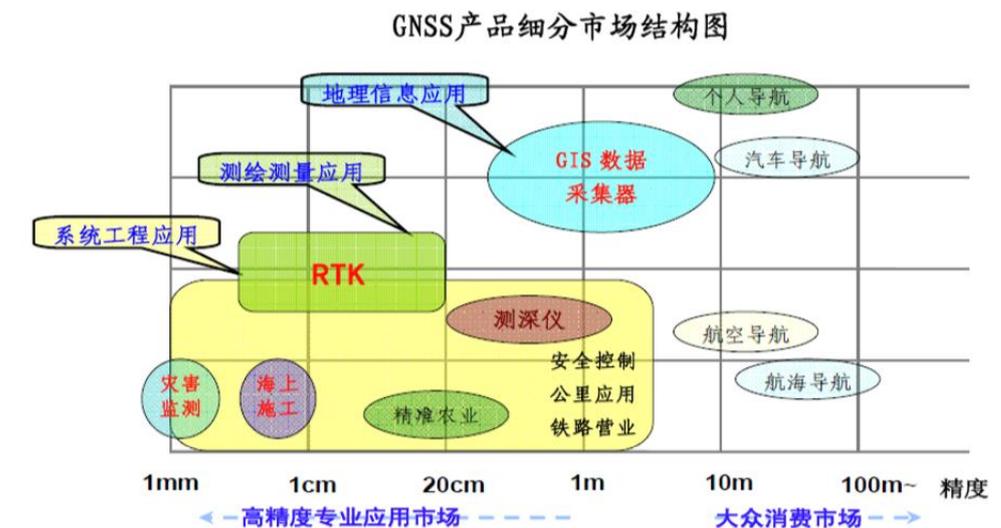


资料来源：公司招股书，东方财富证券研究所

美国研发和应用 GPS 后，由于卫星导航定位技术的自主性在军事上具备非常重要的战略意义，其他国家和地区也逐渐建立独立运行的全球卫星导航系统，目前全球共有四大卫星系统：美国 GPS、俄罗斯 GLONASS、欧盟 GALILEO 和我国的北斗系统（BDS），此外还有多个国家已建成区域型的卫星导航系统和星基增强系统，如日本的 QZSS 和 MSAS，印度的 IRNSS 和 GAGAN 等。

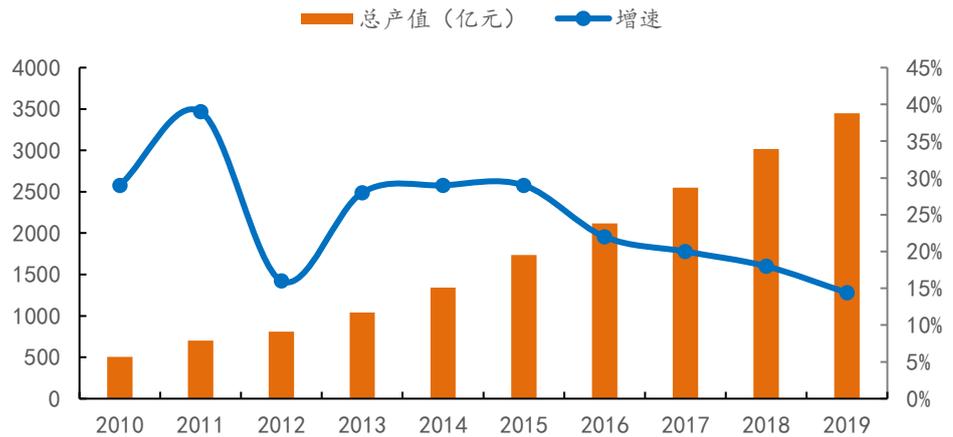
我国的卫星导航定位行业起步于上世纪八十年代中期，引进了 GPS 技术，2000 年以后随着第一代北斗系统的建成，国家将行业作为重点产业进行扶持，卫星导航定位技术和产品在我国的多经济领域中都开始发挥重要作用，在市场方向上也逐渐出现了分化，一个是面向大众消费的市场，以 1m 以上的精度为主，主要的应用领域为个人及交通工具的导航定位；另一个方向为高精度专业应用的市场，以 1m 内的精度为主，主要的应用领域为地理信息、测绘测量、灾害监测等需要高精度的场景。从市场规模上来看，消费市场还是卫星导航定位产业的重心，占据绝大部分市场，高精度专业应用的市场份额则有待提升。根据《2020 年卫星导航与位置服务产业发展白皮书》中的统计数据，2019 年我国卫星导航与位置总产值为 3450 亿元，同比增长 14.4%，其中包括芯片、算法、软件、数据、终端、基础设施等核心产业的产值为 1166 亿元，高精度专业应用市场规模占比约为总产值得 5%左右，随着应用的领域扩大和对精度需求的增加，我们预计高精度专业应用的市场规模增速将超过卫星导航与位置行业平均增速，年复合增长率为 20%左右，前景良好。

图表 12：卫星导航定位市场结构



资料来源：公司招股书，东方财富证券研究所

图表 13：国内卫星导航定位产业总产值增长情况

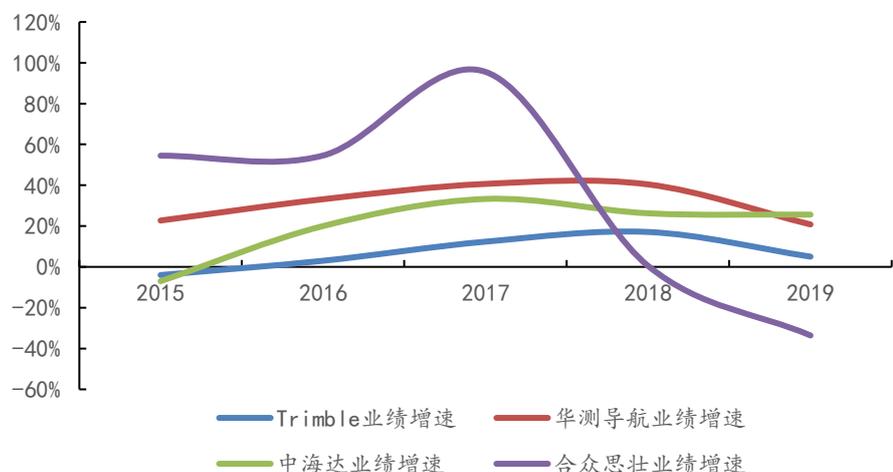


资料来源：历年《卫星导航与位置服务产业发展白皮书》，东方财富证券研究所

## 2.2. 由进口到出口，国产高精度卫星导航定位厂商后来居上

中国高精度卫星导航定位应用始于 2000 年左右，当时国内不具备相应的技术，外资企业具备先发优势，Trimble（天宝）、Leica（莱卡）、Topcon（拓普康）、NovAtel（诺瓦泰）等厂商将其成熟的高精度 GPS 产品与方案向国内市场推广。随着市场规模的扩大和技术水平的逐渐成熟，国内厂商相继进入市场，以其在地化的服务和成本优势逐渐在市场竞争中占据优势，目前国产厂商的产品成为主流，占据国内的绝大多数份额，主导厂商为华测导航、中海达、合众思壮和南方测绘（未上市）。随着国产厂商的后来居上，中国高精度卫星导航的产业链也逐渐形成，国产设备的性价比优势逐渐扩大，开始销往海外市场，实现了由依赖进口到出口的转变，通过对比公司营收情况可以看出，从 2015-2019 年，华测导航、中海达年复合增速都在 25% 以上，海外传统龙头厂商 Trimble 的复合增速则为 9%。2019 年 Trimble 的全球营收达到 32.64 亿美元，同时期国内还没有营收超过 20 亿元的厂商，未来还有非常大的上升空间。

图表 14：国内厂商和海外龙头业绩增速对比

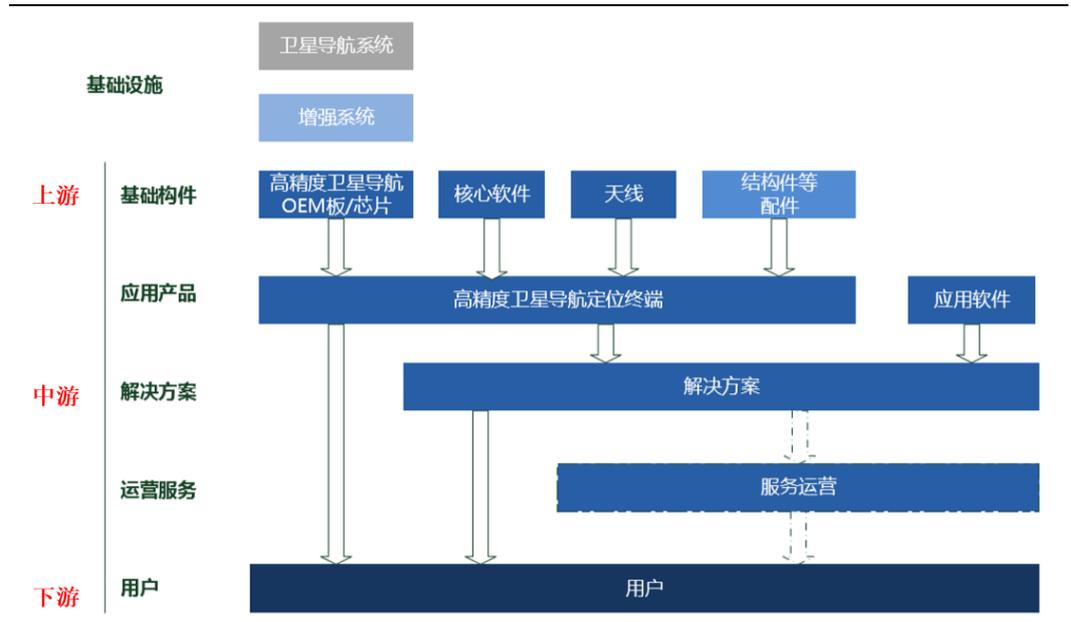


资料来源：Choice，东方财富证券研究所

### 2.3. 国内产业链结构完整，下游应用领域愈加丰富

经过十余年的发展，国内的高精度导航定位产业已经具备完整的产业链结构，上游为定位导航设备所需的板卡、芯片、模块、天线、结构件等，近年来很多国产厂商都实现了自主化，特别是技术含量较高的高精度板卡，早期由国外的 Trimble、NovAtel 等巨头垄断，现在国内领导厂商都已经有了成熟的产品替代。产业链中游为产品和解决方案提供商，根据市场的情况设计符合应用需求的硬件产品，结合高精度算法和应用软件形成高技术的终端产品，行业内主要产品包括 GNSS 接收机和 GIS 数据采集器，之后再根据实际的应用场景给客户id提供完整的解决方案。产业链下游为终端客户，一类是基础建设方面的应用，主要需求的产品为高精度 GNSS 接收机，过去客户集中于测量测绘部门，随着各地基础建设投入的加大和精细化施工的推进，石油、电力、水利、农业等行业的需求不断涌现，客户群体也由测绘部门拓展到建设施工单位、勘察单位、农业单位等，应用领域愈加广泛。第二类是地理信息数据采集方面的应用，主要需求的产品为 GIS 数据采集器，该应用政府用户的群体巨大，覆盖从国家级到区县级的政府单位，应用包括国土资源、规划设计、房地产、矿产、水利、林业、农业等领域。随着 GIS 数据采集应用的拓展，企业客户也在逐渐增多，在通信、电力、石油、物流、烟草、制造等领域的应用规模近年来也在大幅增长。

图表 15：高精度卫星导航产业链



资料来源：公司招股书，东方财富证券研究所

高精度卫星导航定位产业的产值主要来源于产业链的中游，主要包括终端产品及解决方案两大类，其中终端主要包括应用于测绘领域的高精度 GNSS 接收机及地理信息系统应用的 GIS 数据采集器，解决方案主要包括位移监测系统、机械控制系统（目前主要为精准农业农机自动驾驶系统）等其他应用。随着技术水平的成熟及社会对卫星导航认知度的提升，高精度卫星导航定位应用的范围持续拓宽，与其他产业的融合度不断增强。随着地理信息、安全监控、健康监测、智慧城市、精准农业等领域对卫星导航定位需求的逐渐加大，高精度卫星导航定位应用市场规模呈快速扩大趋势。根据上海产业研究院发布的

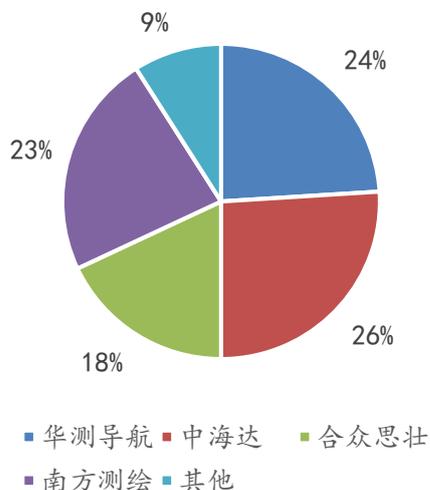
《高精度卫星导航定位产业市场研究报告》数据，2015年中国高精度卫星导航定位应用市场规模已达70.83亿元，同比增长22.07%。从各细分领域来看，高精度GNSS接收机由于与国民经济发展及基础设施建设高度相关而保持平稳增长，GIS数据采集器市场随着行业应用范围的拓展持续快速增长。位移监测系统（主要应用于安全监控和健康监测）市场则随着国家在地质灾害监测领域及尾矿库安全的高度重视保持超过20%的年均增长。机械控制目前主要是由应用于农机的自动驾驶系统及少量的工程机械应用构成，这一细分领域在过去一年呈现爆发式的增长态势，市场销量快速增加。其他卫星导航高精度应用包括驾考驾培应用、无人机应用及三维移动测绘等。

## 2.4. 行业壁垒较高，将长期处于寡头垄断状态

高精度卫星定位导航行业的产品融合了卫星定位、微电子、无线通讯、测绘、软件、网络、算法等多种技术，跨越多种学科，进入行业通常需要多年的技术积累，并且要对市场的变化和客户的需求有着深层的理解，从而研发出适用的产品，所以新进入者很难具备匹配的技术和快速产业化的能力，行业具有较高的技术壁垒。另一方面，该行业是我国的战略性新兴产业，属于卫星产业内的专业性应用，所以对行业中的管理、研发、生产、销售、服务等相关人员的专业能力要求很高，需要长时间的学习和经验的积累，高水平人才相对缺乏，新进入者很难组建一个成熟的团队，所以行业面临较高的人才壁垒。行业的下游客户通常是设计到勘探、测绘、建筑、采掘等专业性用户，对供应商的要求较高，一旦认同供应商的产品和服务水平就会产生较高的认同感和品牌黏性，对于先发品牌的忠诚度较高，所以新进者还要面对较高的品牌壁垒。

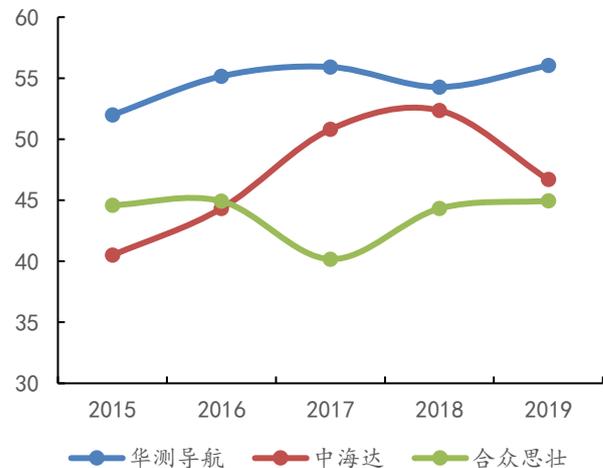
从以上几种行业壁垒来看，新进入者很难参与到国内北斗高精度卫星定位导航的主流市场中，并且现在行业内华测导航、南方测绘、中海达和合众思壮四家厂商占据了高精度装备产品90%以上的市场份额，是典型的寡头垄断市场，并且我们预计未来三年仍将处于这样的市场模式。行业的绩效方面，从以往厂商的表现来看，除了2015年行业进行价格战时毛利率普遍下滑，之后的毛利率水平较为稳定且处于较高水平，现阶段处在较为温和的竞争状态，主要考验的厂商的差异化竞争能力和新兴行业应用的开拓能力。

图表 16：国内北斗高精度业务市场份额（估算）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 17：行业内上市公司近5年毛利率表现



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

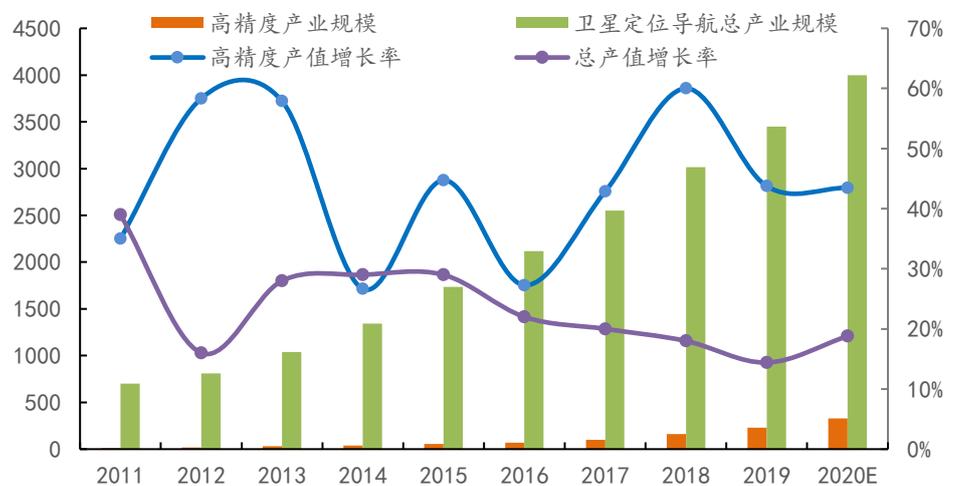
### 3. 高精度应用市场上升空间大，“北斗+”产业应用丰富

#### 3.1. 我国高精度应用在卫星导航产业的市场份额提升空间较大

根据中国卫星导航定位协会历年来所编撰的《卫星导航与位置服务产业发展白皮书》来看，我国卫星导航产业规模一直处于较快增长状态，据协会测算，2019年我国卫星导航与位置总产值为3450亿元，同比增长14.4%。而在《国家卫星导航产业中长期发展规划》中提到，计划在2020年总产值超过4000亿元，相比之下今年还有较大增长空间，随着“北斗+”应用的深入推进，相关创新应用已经融合到许多产业的转型升级发展中，带动形成的关联产值继续保持较高速增长，将有助于今年国家目标的实现和支撑之后市场的增长。

在卫星导航定位产业整体发展较为良好的情况下，起步较晚的高精度应用增长更为迅猛，结合中国产业信息网的数据，2013年来，高精度卫星定位导航市场规模的复合增长率超过35%，随着高精度应用逐渐普及，各种新兴行业如自动驾驶、无人机、机器人等产业对高精度定位导航的需求不断增加，2020年产业规模预计将超过300亿元，在行业总产值中占比不超过8%。根据欧美国家成熟的卫星定位导航市场结构来看，高精度应用约占15%的份额，我们认为随着行业成熟度和普及度的进一步提升，叠加北斗系统的升级，高精度定位导航产业规模仍将保持较高增速。

图表 18：2011-2020 年国内高精度卫星定位导航市场规模预测（亿元）



资料来源：中国产业信息网，中国卫星导航定位协会，东方财富证券研究所

#### 3.2. 北斗三号部署完成，叠加疫情后的刺激政策，传统测绘产品和数字施工业务将受益

我国今年6月将发射北斗三号的最后一颗卫星，意味着北斗三号全球星座部署将全面完成，北斗系统实现了从亚太区域到全球的跨越，产业化和国际化方面将更上一层楼。北斗三号的需求将主要来源于两个方向，一是军事应用方向，数据显示我国2019年军费预算增速为7.5%，国防白皮书披露我国装备费

占军费比例上升至 41%，相关采购支出增加，军方北斗三号产品订单有望释放。军事导航属于公司的五大业务板块之一，具备军工四证，有望受益。另一方向为产业应用方向，2019 年，受到产品升级和阶段性市场需求不足的影响，国内 RTK 市场整体有所下滑，国内部分厂商的业绩受到冲击，但公司通过产品创新和市场扩展，实现了报告期内公司 RTK 业务的增长。进入 2020 年，国内经济受新冠疫情影响，一季度 GDP 同比下滑 6.8%，为了刺激经济复苏，全国多个省份相继推出庞大的投资计划，未来几年计划投资总额超过 35 万亿元，计划中大部分投资是针对交通、电力、工业、通信的新老基建项目，基础设施的建设环节离不开测绘的相关工作，大范围的基建投资将引发对测绘装备的需求，公司的 RTK 产品和数字施工解决方案业务将迎来更多商机。

图表 19：部分省市公布的疫情后投资计划

省/市/自治区	项目数量	总投资额	2020 年计划投资额	投资方向
北京	300	未公布	2523	重大基础设施、民生改善、高精尖项目
上海	212	未公布	未公布	城市基础设施、科技、民生、生态、乡村振兴
重庆	9242	2.7 万亿	3445 亿	重大基础设施、乡村振兴、产业、民生、区域协调发展
广西	1132	2 万亿	1674 亿	新开工、续建、预备项目
福建	1567	3.8 万亿	5005 亿	在建重点项目、预备项目
广东	1230	5.9 万亿	7000 亿	基础设施、产业工程、民生保障
河南	980	3.3 万亿	8372 亿	产业转型、基础设施、创新驱动、生态、民生
云南	525	5 万亿	4400 亿	竣工投产、在建、新开工
陕西	600	3.3 万亿	5014 亿	续建、新开工项目
四川	700	4.4 万亿	6185 亿	基础设施、产业创新、民生、生态环保
江西	335	1.1 万亿	2390 亿	竣工投产、在建、新开工
江苏	240	未公布	5410 亿	基础设施、创新载体、产业、生态环保、民生

资料来源：省政府平台网站，东方财富证券研究所

海外市场方面，公司近年来积极拓展海外市场，建立了强大的经销商网络，已成功销往超过 90 个国家和地区，2019 年投入超 2000 万元直接入股了俄罗斯的优质经销商，布局当地业务。今年北斗三号系统部署完成将为全球用户提供更加优质和完善的高精度定位导航服务，有利于国内厂商扩展海外特别是一带一路市场，国内厂商在海外竞争中具备较大的成本优势，预计未来公司的相关业务将继续维持较快增长。

图表 20：最近三年公司国内和海外的营收情况（百万）



资料来源：公司招股书，东方财富证券研究所

### 3.3. 测绘无人机优势显著，市场规模将有较快增长

近年来，随着飞控和通信技术的发展，以及产业链的成熟化，无人机产业迅速发展，特别是我国的无人机产业，虽然相较于海外国家起步较晚，但是成长十分迅速，目前我国拥有无人机产业所需的全产业链，可以实现对无人机软硬件方面的全部自给。国内的无人机厂商凭借于完整的电子元件供应链与庞大国内消费市场的支撑，利用规模效应和成本优势以较低的价格销售产品，在海外市场也具备强大的性价比优势，目前竞争力在世界前列，份额领先。面对快速增长的市场，众多厂商加入其中，导致目前门槛较低的消费级无人机市场逐渐趋于饱和，价格竞争激烈，并且因为安全问题收到严格监管，预计消费级市场的规模增速将放缓。而工业级无人机和消费级无人机市场不同，之前受制于精度、稳定性、成本等因素，工业级应用发展相对较慢，但是随着无人机技术的提升和成本下降，还有相关传感器、摄像头和通信技术的升级，工业级无人机的实用性将得到体现，在各行业的不同领域具有很大的商业价值。根据各行各业的具体工作需求实施无人机作业，能够有效降低人力物力成本，提高工作效率与质量，还减少环境污染和节省时间，可替代各行业传统作业方式。在国务院制定的《中国制造 2025》中也规划要求推进无人机产业化快速发展，现在在地质、海洋、农业、交通、电力、消防、救援等工业级应用中都能够看到它的身影。

图表 21：2016-2020 年中国工业级无人机市场规模及预测

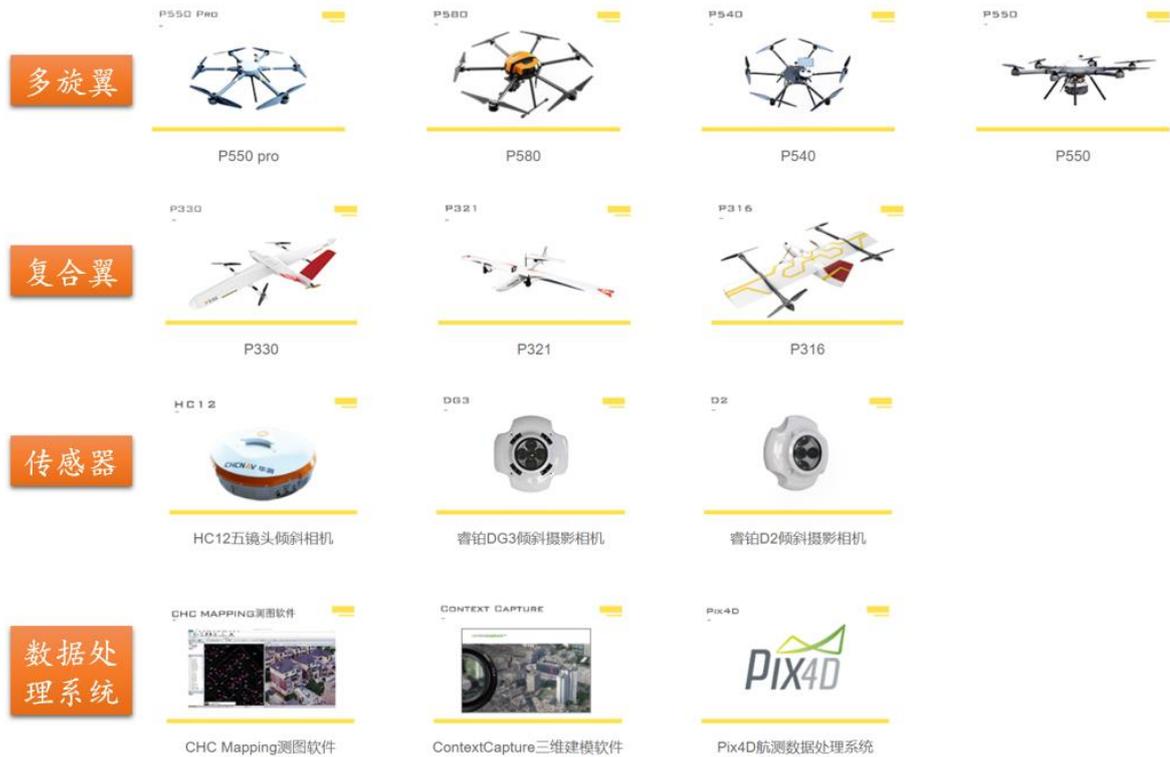


资料来源：中商产业研究院，东方财富证券研究所

测绘是工业级无人机应用的重要方向之一，是许多工业场景中的必要环节，测绘数据对于工程建设和规划设计非常重要，在一些特殊的测绘场景中，需要航空测绘来进行数据的采集，传统的航空测绘依靠大型固定翼飞机或是直升机，在执行时流程复杂，成本高、灵活性差，给测绘工作带来较大困难。无人机相对于传统航测的工具来说具有便捷、灵活、机动性强的特点，是传统航测的有效补充手段，在较为偏僻，相对区域或复杂地理环境等场景下，使用无人机进行测绘工作有明显优势，测绘无人机的市场慢慢崛起。测绘无人机结合了先进的无人机飞行技术、遥感技术、遥测遥控技术、通信技术、RTK 技术，能够实现自动化、智能化、快速的获取国土、资源、环境等空间遥感信息，然后利用通讯技术将信息分析和发送，最终实现遥感数据处理、建模和应用分析，能够极大的提升特殊场景的测绘作业效率。近年来被广泛用于地质探测、遥感测绘、气象探测、灾害监测、管道巡检、应急救援、森林防火、生态监测等领域，市场规模超过 10 亿元，现在市场上的测绘无人机价格大约在十几万到几十万之间，可重复使用次数多，相较于传统的航测方式成本大大降低，市场接受度高，预计未来市场规模复合增长率将有 20%-30%。

公司较早布局无人机市场，具备成熟的无人机低空遥感测绘方案，2018 年公司对武汉智能鸟无人机公司进行投资，2019 年继续增资实现控股，该公司连续多年被评为我国前十位的无人机厂商，具备较强的技术实力，强强联合有望进一步扩大公司的无人机业务。目前公司的多款无人机产品融合较强的飞控和遥感技术，结合单镜头、五镜头、多光谱等不同相机及配套软件，可完成正射影像、数字线划地图、实景三维模型及单体化等数据成果的制作。广泛应用于数字城市、智慧城市、农村土地经营权调查、大比例尺测图、两权发证、林权调查、森林防火、海洋监测、山洪灾害监测、渔业养殖、大气监测等诸多项目，在无人机航测领域率先提供了天地空一体化的解决方案，公司 2019 年无人机业务营收超过 1 亿元，领先国内传统测绘领域的厂商，目前将无人机领导厂商大疆、零度智控等作为竞争对手，未来提升空间较大。

图表 22：公司无人机业务相关产品



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

### 3.4. 降维竞争，以高精度技术打入商业导航产业

北斗三号的部署完成叠加政府相关政策的大力推动，北斗逐渐扩大商用领域，和智能信息技术广泛结合，逐步融合到交通、自动驾驶、机器人等的新兴市场，形成了“北斗+”智能交通、智能驾驶、智能控制等商业导航应用领域，不同产业间的深度融合与相互促进，发展的趋势良好，尤其是高精度应用，在商业导航的高端领域如自动驾驶、机器人高精度导航方面都扮演着重要角色。公司近年来积极布局商业导航产业，持续将基于北斗位置服务的高精度定位导航技术结合到商业导航应用中，利用公司组合导航算法等核心技术优势，推出组合导航模组和系统产品，目前商业导航业务仅占公司总收入的5%-10%，预计未来将成为提升公司业绩增速的重要来源。

在自动驾驶方面，随着等级的升高，特别是L4和L5级以上的全自动驾驶，需要获取更加细节的位置和路况信息，普通导航技术无法满足自动驾驶对于精度的需求，而高精度导航的定位精度可以精确到厘米级，并且具有更多维度，更新更加及时的优势，可以帮助车辆实时、动态的获取精准的位置信息，是实现全自动驾驶的关键保障。公司在自动驾驶领域和一汽、上汽、陕汽等汽车大厂均有实验阶段的合作，共同研发改进自动驾驶技术，目前公司的解决方案融合了地图创建与实时定位技术、多传感器信息融合技术和不确定环境下的决策规划技术，能够实现乘用车、商用车、无人作业等车辆感知和思考的能力，同时确保车辆的安全运行。随着自动驾驶产业的不断发展，虽然短时间内全自动驾驶的应用还会局限于半封闭或封闭场景下的使用，但未来的市场规模将非常可观，公司的技术储备将充分受益。

图表 23：公司自动驾驶解决方案



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

在机器人应用方向上，公司与百度、阿里、圆通等企业以及同济、复旦、交大等高校开展研究合作：与圆通速递联合成立了“北斗与智慧物流联合实验室”；和阿里达摩院签署了框架协议，合作研发用于物流仓储领域的机器人产品。公司也推出了成熟的产品，采用多传感器数据融合技术将卫星定位与惯性测量相结合，可以实时提供高精度的载体位置、姿态、速度等信息，成功应用于物流机器人、清扫机器人、巡检机器人、特种机器人等载体。在复杂场景下，长时间、高精度、高可靠性的导航应用是刚性需求，随着技术推广和成本的下降，预计未来市场需求将实现较快增长。

## 4. 盈利预测与估值

### 4.1. 业绩预测

公司的所处行业为卫星导航系统技术开发及装备制造业，主营业务分为数据采集设备和数据应用及解决方案两部分，在总收入的比例约为 7:3，我们将结合今年初新冠疫情的影响、公司历史情况、未来行业的规模增速和公司在家业内的竞争力对公司业绩进行预测。

**数据采集设备：**该业务包含时空地理信息产业和无人智能系统，无人机和无人船在测绘领域属于较为新型的产品，和传统航测方式相比在多方面都具备优势，行业需求增速较高，公司产品在同行业中具备一定的竞争力。时空地理信息产业的高精度 GNSS 接收机、GIS 数据采集器和移动测绘类产品在国内受益于疫情后各省为了恢复经济增长而加大的基建投资，在建设过程中的测绘需求将会增加，在海外受益于北斗三号今年实现全球化服务，更易于在海外市场中进行推广，结合公司在产品力和成本方面的竞争优势，预计增速将高于行业平均。综合以上情况和国内外的新冠疫情影响，我们预计公司数据采集设备业务

2020-2022 年的增速分别为 15%、25%、25%，毛利率维持在 52%左右。

**数据应用及解决方案：**该业务包含位移监测、精准农业、数字施工和商业导航等业务，商业导航业务涉及自动驾驶和机器人高精度导航，属于新兴市场增长较快，预计未来将有 50%以上增速，数字施工和精准农业受益于国家经济刺激计划和对智慧农业的推进，预计未来增速将维持在 30%左右，位移监测业务预计增长较为平稳，预计未来增速为 20%左右，综合今年受疫情影响情况，我们预计数据应用及解决方案业务未来三年的营收增速分别为 25%、35%、35%，毛利率维持在 66%左右。

费用方面，公司所处行业技术含量较高，在产品的研发和算法的精进方面需要持续投入才能保持公司的竞争力，预计未来 3 年公司的研发费用占比还将处于小幅增长趋势，将为 15%、15.5%、16%。在销售费用和管理费用方面，我们认为公司将吸取 2018 年过度扩张的教训，严格控制公司的员工数量和相费用支出，管理费用和销售费用占比将控制在 31%左右。

图表 24：公司 2020-2022 年营收预测

年份	业务	增速	营收	毛利	营收合计
2020	数据采集设备	15%	9.60 亿元	52%	13.49 亿元 (+17.76%)
	数据应用及解决方案	25%	3.89 亿元	66%	
2021	数据采集设备	25%	12.00 亿元	51%	17.25 亿元 (+27.87%)
	数据应用及解决方案	35%	5.25 亿元	65%	
2022	数据采集设备	25%	15.00 亿元	50%	22.09 亿元 (+28.06%)
	数据应用及解决方案	35%	7.09 亿元	64%	

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

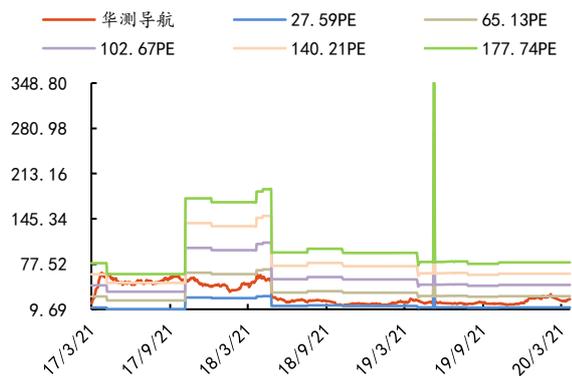
## 4.2. 相对估值

图表 25：同行业估值比较（相关数据截至 2020-06-10）

代码	简称	总市值 (亿元)	一致性预期 PE(倍)				投资评级
			TTM	2020E	2021E	2022E	
300101	振芯科技	64.94	1147.98	228.32	143.33	222.69	未评级
002151	北斗星通	167.51	-27.74	140.76	75.11	-	未评级
300045	华力创通	83.46	-63.56	58.09	40.84	32.68	未评级
002465	海格通信	280.56	60.31	40.70	32.56	26.69	未评级
002383	合众思壮	75.41	-6.51	-	-	-	未评级
300177	中海达	68.98	-34.90	32.44	26.91	-	未评级
<b>300627</b>	<b>华测导航</b>	<b>68.85</b>	<b>52.83</b>	<b>38.65</b>	<b>31.65</b>	<b>26.63</b>	<b>增持</b>
	行业平均	115.67	-	89.82	58.40	77.17	

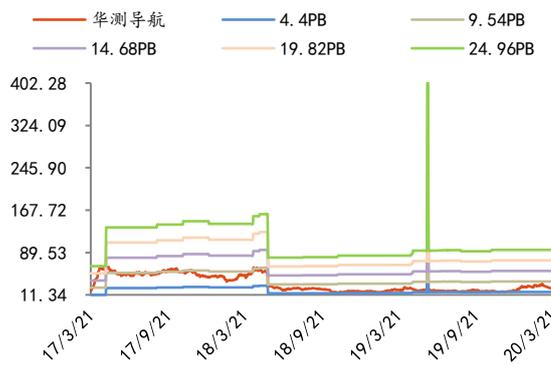
资料来源：Choice，东方财富证券研究所，注：未评级公司盈利预测来自 Choice 一致预期

图表 26：历史 PE (TTM) 区间（截至 2020.6.12）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 27：历史 PB 区间（截至 2020.6.12）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

### 4.3. 绝对估值

图表 28：DCF 估值模型 (FCFF) 的基本假设

基本假设	数值	基本假设	数值
股票 Beta	1.42	WACC	5.75%
市场收益率 Rm	5.00%	半显性增速	25.00%
无风险利率 Rf	3.18%	永续增速	2.00%
风险溢价	1.82%	公司价值	9880.77
实际税率	10.00%	股票价值	9741.58
债务利率	5.00%	每股价值	28.57

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

### 4.4. 盈利预测

预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 13.49 亿/17.25 亿/22.09 亿，归母净利润为 1.90 亿/2.32 亿/2.76 亿元。EPS 分别为 0.56 元/0.68 元/0.81 元，对应市盈率为 39/32/27 倍。国内卫星定位导航产业规模稳定增长，高精度应用渗透率和发达国家相比还有较大提升空间，应用领域在持续扩宽，预计市场规模将有较快增速。公司专注于高精度卫星定位导航设备和解决方案业务，在国内份额处于行业前列，近年来业绩持续稳定增长。未来将受益于北斗三号的部署完成和国家基础建设投入的加大，传统测绘业务有望持续增长，高精度的“北斗+”产业前景良好，自动驾驶、机器人相关新兴应用将有较大增长空间。我们看好公司前景，首次覆盖给予“增持”评级。

### 5. 风险提示

- ◆ 海外疫情持续恶化，国内疫情复发导致停工停产现象；
- ◆ 人才流失导致公司研发实力下降；
- ◆ 行业竞争加剧，再次引发价格战。

**资产负债表 (百万元)**

至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>1347.70</b>	<b>1758.32</b>	<b>2186.13</b>	<b>2720.69</b>
货币资金	471.90	737.09	959.55	1235.47
应收及预付	506.56	576.73	683.84	816.72
存货	170.97	211.23	274.87	358.03
其他流动资产	198.26	233.28	267.87	310.47
<b>非流动资产</b>	<b>246.15</b>	<b>221.65</b>	<b>186.88</b>	<b>153.19</b>
长期股权投资	18.63	18.63	18.63	18.63
固定资产	63.59	30.76	-10.98	-56.12
在建工程	3.99	7.99	11.99	15.99
无形资产	104.02	108.34	111.31	118.76
其他长期资产	55.94	55.94	55.94	55.94
<b>资产总计</b>	<b>1593.85</b>	<b>1979.97</b>	<b>2373.00</b>	<b>2873.88</b>
<b>流动负债</b>	<b>476.92</b>	<b>643.39</b>	<b>798.03</b>	<b>1015.54</b>
短期借款	112.60	112.60	112.60	112.60
应付及预收	219.40	286.95	372.80	484.83
其他流动负债	144.93	243.84	312.62	418.11
<b>非流动负债</b>	<b>101.94</b>	<b>101.94</b>	<b>101.94</b>	<b>101.94</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	101.94	101.94	101.94	101.94
<b>负债合计</b>	<b>578.86</b>	<b>745.33</b>	<b>899.97</b>	<b>1117.48</b>
实收资本	243.88	341.43	341.43	341.43
资本公积	354.17	354.17	354.17	354.17
留存收益	436.19	553.40	785.84	1062.11
归属母公司股东权益	990.68	1205.44	1437.88	1714.16
少数股东权益	24.31	29.19	35.15	42.24
<b>负债和股东权益</b>	<b>1593.85</b>	<b>1979.97</b>	<b>2373.00</b>	<b>2873.88</b>

**利润表 (百万元)**

至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>1145.52</b>	<b>1349.00</b>	<b>1725.00</b>	<b>2209.00</b>
营业成本	503.55	593.06	771.75	1005.24
税金及附加	6.54	7.70	9.85	12.61
销售费用	288.89	344.00	431.25	552.25
管理费用	69.30	83.64	108.68	136.96
研发费用	170.50	202.35	267.38	353.44
财务费用	-2.16	-0.22	-2.87	-5.09
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.37	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-0.24	10.79	13.80	17.67
资产处置收益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收益	<b>69.61</b>	<b>87.69</b>	<b>112.13</b>	<b>143.59</b>
<b>营业利润</b>	<b>162.02</b>	<b>216.95</b>	<b>264.89</b>	<b>314.85</b>
营业外收入	0.97	0.00	0.00	0.00
营业外支出	<b>0.81</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>利润总额</b>	<b>162.18</b>	<b>216.95</b>	<b>264.89</b>	<b>314.85</b>
所得税	<b>20.14</b>	<b>21.69</b>	<b>26.49</b>	<b>31.48</b>
<b>净利润</b>	<b>142.04</b>	<b>195.25</b>	<b>238.40</b>	<b>283.36</b>
少数股东损益	<b>3.34</b>	<b>4.88</b>	<b>5.96</b>	<b>7.08</b>
<b>归属母公司净利润</b>	<b>138.70</b>	<b>190.37</b>	<b>232.44</b>	<b>276.28</b>
EBITDA	137.83	139.25	157.10	169.50

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

**现金流量表 (百万元)**

至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	<b>163.87</b>	<b>251.00</b>	<b>209.39</b>	<b>260.06</b>
净利润	142.04	195.25	238.40	283.36
折旧摊销	31.09	21.00	21.00	21.00
营运资金变动	-27.53	41.03	-40.71	-31.13
其它	18.26	-6.29	-9.30	-13.17
<b>投资活动现金流</b>	<b>-49.17</b>	<b>-5.70</b>	<b>17.57</b>	<b>20.36</b>
资本支出	-117.30	3.51	13.77	12.69
投资变动	-7.22	-20.00	-10.00	-10.00
其他	75.35	10.79	13.80	17.67
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-65.35</b>	<b>19.89</b>	<b>-4.50</b>	<b>-4.50</b>
银行借款	137.28	0.00	0.00	0.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	97.55	0.00	0.00
其他	-202.63	-77.66	-4.50	-4.50
<b>现金净增加额</b>	<b>49.88</b>	<b>265.18</b>	<b>222.46</b>	<b>275.92</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>409.60</b>	<b>471.90</b>	<b>737.09</b>	<b>959.55</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>459.48</b>	<b>737.09</b>	<b>959.55</b>	<b>1235.47</b>

**主要财务比率**

至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长	20.32%	17.76%	27.87%	28.06%
营业利润增长	35.15%	33.90%	22.10%	18.86%
归属母公司净利润增长	31.91%	37.25%	22.10%	18.86%
<b>获利能力 (%)</b>				
毛利率	56.04%	56.04%	55.26%	54.49%
净利率	12.40%	14.47%	13.82%	12.83%
ROE	14.00%	15.79%	16.17%	16.12%
ROIC	8.29%	7.90%	7.72%	7.15%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	36.32%	37.64%	37.93%	38.88%
净负债比率	57.03%	60.37%	61.10%	63.62%
流动比率	2.83	2.73	2.74	2.68
速动比率	2.37	2.31	2.31	2.24
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.72	0.68	0.73	0.77
应收账款周转率	2.48	2.61	2.81	3.04
存货周转率	6.70	6.39	6.28	6.17
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.41	0.56	0.68	0.81
每股经营现金流	0.48	0.74	0.61	0.76
每股净资产	2.90	3.53	4.21	5.02
<b>估值比率</b>				
P/E	53.37	38.65	31.65	26.63
P/B	7.47	6.10	5.12	4.29
EV/EBITDA	35.75	48.35	41.44	36.79

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

#### 分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

#### 投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

#### 股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；  
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；  
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；  
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

#### 行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；  
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

#### 免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。