

华测导航（300627）2020 年年报点评： 下游应用多点开花，营收利润持续高增长

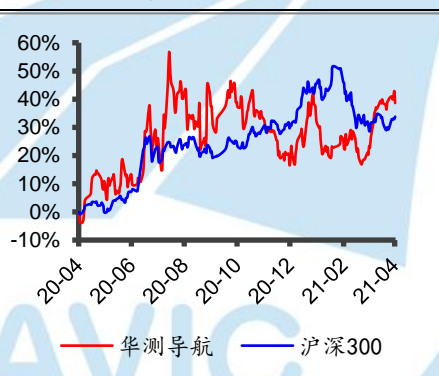
行业分类：国防军工 2021 年 4 月 23 日

公司投资评级	买入
当前股价(2021.4.23)	25.20 元
目标价格	30.00 元

基础数据（2021.4.23）

上证指数	3474.17
总股本（亿股）	3.43
流通 A 股（亿股）	2.67
资产负债率（2020 年末）	43.28%
ROE（摊薄）（2020 年）	18.14%
PE（TTM）	43.90
PB（LF）	7.68

公司近一年与沪深 300 走势对比图



资料来源：wind，中航证券研究所

➤ **事件：**公司 4 月 22 日公告，2020 年营收 14.10 亿元（+23.05%），归母净利润 1.97 亿元（+41.99%），毛利率 54.28%（-1.76pcts），营业利润率 15.66%（+1.52pcts），净利率 14.06%（+1.66pcts）。同时，公司 3 月 26 日公告一季度业绩预告，公司一季度归母净利润 0.47 亿元--0.53 亿元，同比增长 148.85% 至 180.62%。

➤ 投资要点：

● 营收利润保持较高速度增长，盈利能力持续加强

报告期内公司实现营业收入 14.10 亿元（+23.05%），归母净利润 1.97 亿元（+41.99%），均保持较高幅度的增长。公司毛利率 54.28%（-1.76pcts），保持在较高位置；营业利润率 15.66%（+1.52pcts），净利率 14.06%（+1.66pcts），表明公司盈利能力持续上升。三项费用率 29.24%（-1.84pcts），表明公司成本管控能力进一步提高，其中销售费用率 21.78%（-3.44pcts）。

从产品来看，公司数据采集设备营业收入 9.54 亿元（+14.34%），数据应用及解决方案营业收入 4.55 亿元（+46.41%）；从区域看，公司国内营业收入 12.12 亿元（+25.37%），国外营业收入 1.98 亿元（+10.49%），2020 年海外业务部分受疫情影响，未来公司仍将以海外业务作为公司战略重点。

报告期末，公司存货 2.32 亿元（+35.71%），未来有望兑现至利润表；公司商誉为 0.16 亿元，占总资产比重 0.84%，占比较小，本期计提商誉减值 0.14 亿元，主要系公司对智能鸟商誉计提减值准备。

● 测绘与地理信息、导航控制与无人驾驶两大应用领域多点开花

公司聚焦高精度卫星导航定位核心技术研发，主要应用领域为测绘与地理信息、导航控制与无人驾驶。在测绘与地理信息应用领域，公司持续进行渠道拓展，强化 GNSS 智能装备的国内市场占有率领先地位，不断投入和探索实景三维、智慧城市、新型基础测绘的应用模式。其中随着北斗三代的全面组网完成，公司高精度 GNSS 智能装备在俄罗斯、泰国等的基础建设，以及缅甸的农业及交通运输等多个行业投入使用，在设备定位精度和测绘速度上受到了广泛好评，实现海外营业收入 1.98 亿元；在灾害检测上，公司新研发地灾普适型监测预警设备，中标并实施了两大国家级示范项目，保持市场占有率持续领先；在实景三维应用上，公司与上海市测绘院继续加强新型基础测绘试点合作。

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

在导航控制与无人驾驶应用领域公司持续投入夯实产品、解决方案,探索商业模式和未来应用场景,逐步打造规模优势。在无人船领域,公司无人船系列产品在全国各大水文站推广,在水文测验市场逐渐形成规模优势;在农机自动驾驶领域,推广成熟的自动驾驶产品、方案,在2020年取得了良好的业绩成果;在智能机器人、商用车、乘用车自动驾驶,公司形成了比较成熟的自动驾驶高精度导航方案。

● **持续加强研发投入,提高技术壁垒;“璇玑”芯片投产,为基础器件领域的技术突破打下坚实基础**
公司研发投入2.10亿元(+22.65%),研发投入占比14.84%,持续投入高精度GNSS算法、高精度GNSS芯片开发、精密定位定轨算法、组合导航算法、多源融合算法、SWAS广域增强系统等核心技术领域,保持公司技术先进性和夯实核心竞争力。

报告期内,公司投入开发的拥有完全自主知识产权的高精度定位定向基带芯片“璇玑”已完成样片投片、测试成功并投产;为公司未来在芯片等基础器件领域的技术突破打下了坚实基础。“璇玑”量产后将大大降低公司GNSS产品、模块、板卡的成本,改变其形态,拓宽公司产品在测绘测量、导航应用、自动驾驶、无人机航测、农机自动导航、精密定位服务系统、GIS等领域的应用场景。

● **外延并购+内生增长,打造高精度卫星导航产业生态**

公司借助资本市场,形成外延式增长。为加快海外业务的布局,2020年3月,公司收购俄罗斯АКЦИОНЕРНОГОобщества«ПРИН»86%股权;2020年11月,公司购买武汉珞珈新空科技有限公司剩余46%股权,使其成为公司全资子公司,提升公司在高精度空间三维全景数据采集领域的先进技术水平。与此同时,公司在2020年8月,披露了定增预案,募集8.00亿元,用于北斗高精度基础器件及终端装备产能建设项目、智能时空信息技术研发中心建设项目等。我们认为,在北斗三号全球组网完成的背景下,北斗产业融合发展趋势进一步加强,新兴业态不断涌现,有望带动形成数万亿规模的时空信息服务新兴市场,公司采取内外兼修的方式,有利于打造较好的产业生态,进一步提升核心竞争力和市场占有率。

● **北斗三号卫星导航系统全球组网为丰富北斗高精度应用奠定坚实基础,高精度卫星导航市场迎来黄金增长期**

北斗三号全球组网完成后,北斗系统在中国及周边地区所提供的星基增强、地基增强、精密单点定位等服务,将大幅提升整体定位精度,为北斗高精度的泛在化应用奠定坚实基础。北斗系统将在精密测绘、智能控制、精准农业、灾害监测、应急救援等多个高精度领域具备更高的产业应用价值。智慧城市、智能驾驶、智慧交通、智能机器人、共享单车等众多行业应用对高精度定位的需求将被激活,带来对高精度卫星导航基础器件/终端产品/解决方案的迫切需求。高精度卫星导航市场将迎来黄金增长期;北斗产业融合发展趋势进一步加强。

从宏观上看,近年来,受到宏观经济形势变化,以及国内改革调整、行业采购量下降、新增市场放缓、跨界竞争加剧等客观因素影响,我国卫星导航与位置服务产业总体产值增速呈现放缓趋势(2019年同比增长14.4%),但卫星导航衍生带动形成的关联产值依旧保持了较快的增长(2019年同比增长17.3%),表明了北斗导航技术与其他产业转型升级过程中的深度融合,或是当前整体卫星导航应用产业市场空间的核心增长点之一。另一方面,根据《2020年中国卫星导航与位置服务产业发展白皮书》披露,国内卫星导航高精度市场发展迅速,高精度相关产品销售收入从2010年的11亿元增长到2019年的74.8亿元,复合增速达到23.7%,但目前,我国各类国产高精度接收机销量约占国内市场总销量的50%以上,国产高精度板卡销量仅占总销量的30%,以上数据表明了我国卫星导航市场中的高精度应用市场近年来发展迅速,同时仍存在较大的国产替代空间,结合近期开通的北斗三号导航系统在高精度导航性能方面已达到国际先进水平,高精度卫星导航应用终端及相应的服务市场拓展有望成为未来几年我国卫星导航应用市场发展的重要驱动力。

综合以上,在我国北斗三号系统已经正式开通背景下,我们认为,从作为公司业务的基础空间地理信息产业来看,公司已由卫星导航高精度算法核心技术向上游基础服务平台及基础器件,下游的终端集成、系统集成以及服务等领域拓展,短期来看,伴随公司拥有完全自主知识产权的高精度定位定向基

芯片“璇玑”的量产，公司相关数据采集设备的盈利能力有望进一步提升，卫星导航应用市场也有望进一步拓展。中长期来看，公司有望持续受益于卫星导航与相关其它产业的融合带来的卫星应用新增量市场，以及高精度卫星导航应用中设备的国产替代及市场的持续发展。近年来，公司多次实施股权激励计划，实现员工利益与公司利益深度绑定，有助于公司激发活力，提升企业竞争力，改善公司治理水平。

➤ **投资建议**

1. 我们认为，公司作为国内高精度卫星导航定位产业企业，成立至今专注于高精度卫星导航定位相关软硬件产品，技术积淀深厚，近年来营收利润持续增长，盈利能力不断提高；研发成功高精度定位定向基带芯片“璇玑”，有助于拓宽公司产品应用领域；

2. 公司深耕导航控制与无人驾驶两大应用领域，在多种场景下取得了较好的进展和突破，提升GNSS智能装备市占率，持续布局无人船、农机自动驾驶、乘用车自动驾驶等领域，提供发展新动能；

3. 北斗三号卫星导航系统全球组网为丰富北斗高精度应用奠定坚实基础，高精度卫星导航市场迎来黄金增长期，将有助于公司收入中长期保持稳定增长；

4. 借力资本市场，积极整合资源，进行外延收购和内生增长双轮驱动，打造产业生态链，企业竞争力不断提升。

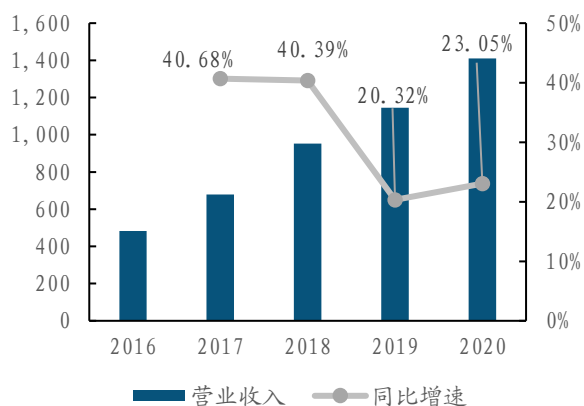
基于以上观点，我们预计公司 2021-2023 年的营业收入分别为 18.61 亿元、22.07 亿元和 25.89 亿元，归母净利润分别为 2.68 亿元、3.28 亿元及 3.99 亿元，EPS 分别为 0.79 元、0.96 元、1.17 元，我们给予目标价格 30.00 元，分别对应 38 倍、31 倍及 26 倍 PE。

➤ **风险提示：**高精度卫星导航应用市场竞争激烈；公司高精度卫星导航应用市场拓展不及预期；军品设备采购具有一定周期性。

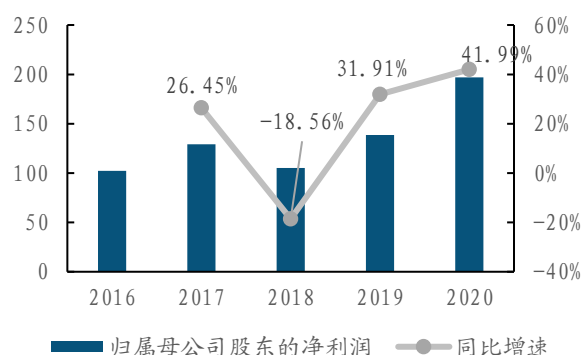
➤ **盈利预测（不考虑增发的摊薄影响）：**

单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1145.52	1409.53	1860.57	2207.49	2589.53
增长率 (%)	20.32	23.05%	32.00%	18.65%	17.31%
归属母公司股东净利润	138.70	196.94	268.04	328.47	399.71
增长率 (%)	31.91	41.99%	36.10%	22.54%	21.69%
每股收益 (EPS) (元)	0.58	0.58	0.79	0.96	1.17

数据来源：WIND，中航证券研究所

◆ 2016-2020 年公司年报主要财务数据
图 1: 公司近五年年报营业收入及增速 (单位: 百万元; %)


资料来源: WIND, 中航证券研究所

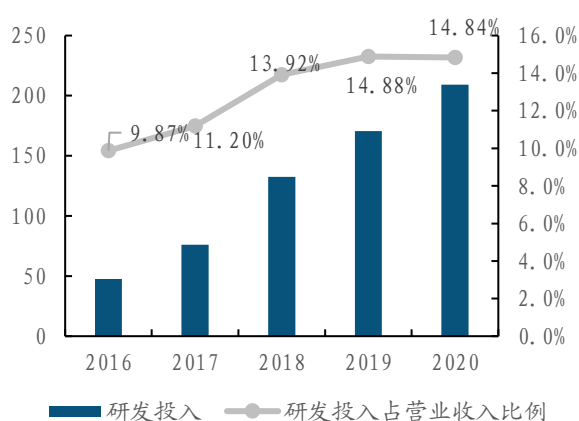
图 2: 公司近五年年报归母净利润及增速 (单位: 百万元; %)


资料来源: WIND, 中航证券研究所

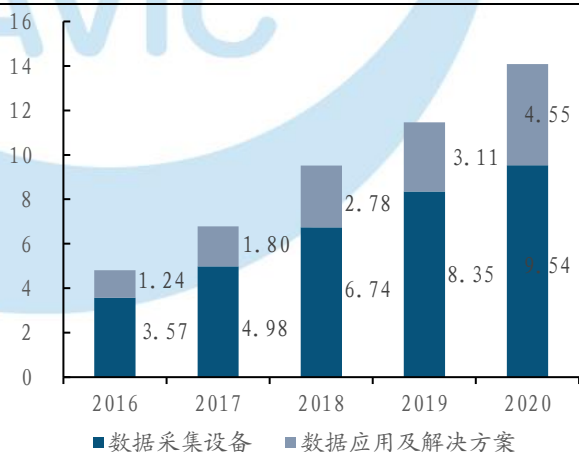
图 3: 公司近五年年报三费情况 (单位: 百万元)


资料来源: WIND, 中航证券研究所

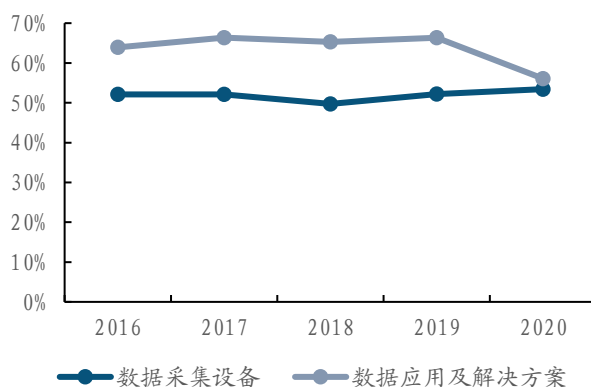
注: 表中管理费用包含研发费用

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: 公司近五年年报毛利率情况 (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	1409.53	1860.57	2207.49	2589.53
减: 营业成本	644.41	770.01	912.73	1087.54
营业税金及附加	8.52	9.49	11.92	13.47
销售费用	306.98	390.72	456.95	530.85
管理费用	300.85	394.44	463.57	519.98
财务费用	13.46	-1.19	-3.89	-8.91
资产减值损失	-22.38	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	21.88	5.00	4.00	3.00
公允价值变动损益	0.52	0.38	0.42	0.42
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	220.80	302.48	370.64	450.02
加: 其他非经营损益	-1.79	-0.90	-1.13	-1.23
利润总额	219.02	301.58	369.51	448.80
减: 所得税	20.78	31.37	38.55	46.07
净利润	198.24	270.21	330.96	402.73
减: 少数股东损益	1.30	2.16	2.48	3.02
归属母公司股东净利润	196.94	268.04	328.47	399.71
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	497.90	465.14	604.37	879.94
应收和预付款项	601.64	836.55	1001.83	1190.17
存货	232.03	271.77	324.47	394.32
其他流动资产	171.85	144.88	172.80	192.45
长期股权投资	33.07	33.07	33.07	33.07
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	141.63	137.31	129.11	119.76
无形资产和开发支出	133.95	131.39	128.84	126.29
其他非流动资产	111.96	123.30	133.94	143.87
资产总计	1924.04	2143.42	2528.44	3079.86
短期借款	87.17	106.29	0.00	0.00
应付和预收款项	372.98	358.40	461.60	535.67
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	372.67	317.32	374.47	449.10
负债合计	832.82	782.01	836.07	984.77
股本	341.43	341.43	341.43	341.43
资本公积	228.65	228.65	228.65	228.65
留存收益	560.09	828.13	1156.61	1556.32
归属母公司股东权益	1085.39	1353.41	1681.89	2081.60
少数股东权益	5.83	7.99	10.47	13.49
股东权益合计	1091.22	1361.41	1692.36	2095.09
负债和股东权益合计	1924.04	2143.42	2528.44	3079.86
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流净额	231.16	-63.41	232.19	258.24
投资活动现金流净额	-107.13	-9.62	-10.58	-11.58
筹资活动现金流净额	-96.68	40.28	-82.39	28.91
现金流量净额	18.19	-32.75	139.23	275.57

数据来源

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 (证券执业证书号: S0640519070001), 中航证券军工行业首席分析师, 毕业于清华大学精仪系, 空军装备部门服役八年, 有一线飞行部队航空保障经验, 后在空装某部从事总体论证工作, 熟悉飞机、雷达、导弹、卫星等空、天、海相关领域, 熟悉武器装备科研生产体系及国内外军工产业和政策变化; 2016-2018年新财富第一团队核心成员, 2016-2018年水晶球第一团队核心成员。

王宏涛 (证券执业证书号: S0640520110001), 中航证券军工分析师, 毕业于中国航天科工集团第二研究院第二总体设计部, 飞行器设计专业博士。曾从事航天装备总体设计方向研究, 熟悉国内外各类航天整机及主要分系统设计原理, 对我国航空航天各军用武器装备行业有较深入了解。

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。