

证券研究报告—深度报告

信息技术

通信

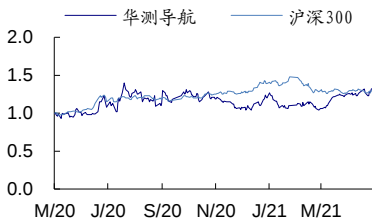
华测导航(300627)

买入

合理估值: 29.7-37.8 元 昨收盘: 27.08 元 (维持评级)

2021年05月18日

一年该股与沪深300走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	343/267
总市值/流通(百万元)	9,295/7,241
上证综指/深圳成指	3,518/14,457
12个月最高/最低(元)	30.56/19.52

相关研究报告:

《华测导航-300627-21年一季度点评: Q1业绩高速增长, 行业高景气确立》——2021-04-27
 《华测导航-300627-2019年业绩快报点评: 业绩反转, 重回高速增长区间》——2020-03-03
 《华测导航-300627-2018年报及19年一季度点评: 产品销售全面储备, 静候需求复苏》——2019-04-24
 《华测导航-300627-2018半年报点评: 半年报符合预期, 继续高速增长》——2018-08-08
 《华测导航-300627-高精度卫星导航定位应用解决方案领导者, 引领行业跨越式发展》——2018-07-23

证券分析师: 马成龙

电话: 021-60933150
 E-MAIL: machenglong@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518100002

证券分析师: 付晓钦

电话: 0755-81982929
 E-MAIL: fuxq@guosen.com
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520120003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告

卫星导航定位应用专家, 受益北斗产业加速发展

● 高精度卫星导航定位领先企业

华测导航成立于2003年, 十余年持续深耕高精度卫星导航定位终端及解决方案, 产品丰富度和技术水平处于行业领先水平。公司股权结构清晰, 管理层具备相关专业背景且具备多年行业经历, 管理稳定。自2016年以来, 公司始终保持稳定快速增长, 近五年复合增速达31%; 归母净利润近五年CAGR达到30%, 盈利能力稳定。

● 卫星导航定位行业高景气度确立

卫星导航系统近年来在经济领域的作用越发凸显, 我国卫星导航定位市场近十年复合增速达24%。随着产业链成熟度提高, 北斗组网成功以及政府全面采购推动, 预计市场需求将持续扩张。考虑到AIoT对高精度定位应用需求的拉动, 预计国内高精度定位市场规模2025年可接近200亿元。其中目前公司主要产品如RTK、位移监测、农机无人驾驶等领域目前合计对应市场规模约80亿元, 未来仍有充足上升空间。

● 市场格局分散, 公司有望靠市场及产品能力突围

由于下游应用领域广泛, 卫星导航行业竞争格局较为分散, 相关上市公司营收占比不到5%。为扩大业务规模, 以及提升盈利能力和话语权, 产业内公司纵向布局成为趋势, 相互竞争的领域将不断增多。

在这一背景下, 华测导航有望凭借市场及产品能力实现突围: (1) 公司拥有全面产品体系, 行业解决方案经验丰富; (2) 直销贴近客户, 经销降低风险+拓展海外; (3) 持续研发投入, 技术保持行业前列; (4) 治理水平较高, 经营稳健, 符合产业发展节奏; (5) 享有中国工程师红利。

● 看好公司业务布局和长期发展, 维持“买入”评级

看好公司的成长空间和竞争力, 我们预计公司21~23年归母净利润分别为2.9/4.0/5.5亿元, 对应PE分别为32倍、23倍和17倍。参考可比公司估值及绝对估值法, 股票合理价值为29.7~37.8元左右, 维持“买入”评级。

● 风险提示

1、高精度卫星导航市场竞争加剧; 2、下游应用市场拓展不及预期。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1146	1,410	2,028	2,760	3,641
(+/-%)	20.3%	23.0%	43.9%	36.1%	31.9%
净利润(百万元)	139	197	289	403	552
(+/-%)	31.9%	42.0%	46.7%	39.4%	37.0%
摊薄每股收益(元)	0.57	0.57	0.84	1.17	1.61
EBIT Margin	24.2%	25.4%	11.8%	12.2%	12.9%
净资产收益率(ROE)	14.0%	18.1%	22.5%	25.9%	28.6%
市盈率(PE)	67.0	47.2	32.1	23.1	16.8
EV/EBITDA	23.6	25.6	40.6	29.5	21.7
市净率(PB)	6.67	8.56	7.25	5.97	4.81

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

我们预计公司 2021 年~2023 年归母净利润分别为 2.89 亿元 (+46.75%)、4.03 亿元 (+39.41%)、5.52 亿元 (+36.95%)，EPS 分别为 0.84 元、1.17 元和 1.61 元，对应 PE 分别为 32 倍、23 倍和 17 倍。我们认为公司作为国内高精度应用解决方案专家，在北斗产业链和高精度定位需求增长背景下，股票合理价值为 29.7~37.8 元，维持“买入”投资评级。

核心假设与逻辑

第一，公司数据采集设备主要受益于存量替换与海外市场的增长。公司在 RTK 产品领域已逐步后来居上，处于行业领先地位，一方面北斗三组网后存在存量替换需求，另一方面海外市场机遇高于国内，考虑到公司份额提升，总体上仍将稳定增长。无人机、无人船、三维激光扫描仪等新型终端处于市场爆发期，整体有望实现快速增长。

第二，公司数据应用及解决方案在高精度卫星导航应用需求高速增长背景下迎来重要机遇。其中：（1）政府大规模采购释放地灾监测强劲需求，公司位移监测系统将保持高速增长；（2）农机自动驾驶系统在国内农业生产逐步走向规模化、自动化的趋势下有望加速渗透。

第三，公司近年来始终保持稳定的毛利率水平，而在关键技术上的突破有望进一步加强成本管控能力。考虑到芯片短缺带来的影响，预计未来毛利率水平先降后升，总体仍保持稳定。

第四，公司近年来持续降本提效，销售费用率持续下降，管理费用率、研发费用率基本稳定，预计未来费用率有望保持稳定。

与市场的差异之处

市场认为公司传统 RTK 业务增长乏力，缺乏后续增长空间；我们认为公司 RTK 产品有望受益于国内存量替换及海外市场机遇驱动，在市占率不断提高背景下仍享有充足发展空间。在位移监测、农机自动驾驶等领域，公司深耕解决方案多年，产品具备深厚行业经验理解，在需求爆发背景下有望开启新的增强曲线。

股价变化的催化因素

- 第一， 海外市场渗透加速；
- 第二， 政府采购持续大规模推进；
- 第三， 公司收入增长超预期。

核心假设或逻辑的主要风险

- 第一， 海外市场拓展不及预期；
- 第二， 公司产品不能满足下游行业应用技术需要，收入增长不及预期；
- 第三， 卫星导航定位产业竞争进一步加剧，压缩公司盈利能力。

内容目录

估值与投资建议	6
绝对估值	6
绝对估值的敏感性分析	6
相对法估值	7
投资建议	7
高精度卫星导航定位领先企业	8
深耕高精度卫星导航定位产业，技术领先	8
股权结构清晰，核心团队稳定	10
业绩快速增长，盈利能力稳定	12
卫星导航定位行业高景气度确立	16
我国卫星导航定位市场空间广阔，终端及运营环节快速发展	16
北三组网完成，政府采购全面加强	18
AIoT 时代，高精度应用需求蓬勃发展	20
市场格局分散，公司有望靠市场及产品能力突围	26
总体格局分散，纵向一体化成为行业趋势	26
华测导航享有独特竞争优势，市占率有望走高	26
盈利预测	33
核心假设及盈利预测	33
未来 3 年盈利预测	34
投资建议	34
风险提示	34
附表：财务预测与估值	35
国信证券投资评级	36
分析师承诺	36
风险提示	36
证券投资咨询业务的说明	36

图表目录

图 1: 公司主要业务、产品及应用领域	8
图 2: 华测导航发展历史	8
图 3: 公司研发人员占总员工比重持续提高	9
图 4: 公司研发力度持续加强	9
图 5: 高精度 GNSS 芯片璇玑投产	9
图 6: 唯一国产设备登顶珠峰, 彰显技术实力	9
图 7: 华测导航不断向上下游延伸	10
图 8: 中国大陆市场占主导, 海外市场持续发展	10
图 9: 公司销售模式以直销为主	10
图 10: 华测导航股权结构	11
图 11: 华测导航收入及增速	12
图 12: 华测导航利润及增速	12
图 13: 华测导航分业务收入及增速	13
图 14: 华测导航业务结构	13
图 15: 华测导航整体毛利及毛利率	13
图 16: 华测导航分业务毛利率	13
图 17: 公司费用率水平	14
图 18: 华测导航员工数及人均创利	14
图 19: 华测导航净利率	14
图 20: 公司营运能力	14
图 21: GPS 的经济效益在近年来极大提升	16
图 22: GPS 在不同产业领域均有促进作用	16
图 23: 全球 GNSS 产值规模 (十亿欧元)	16
图 24: 中国卫星导航与位置服务产业市场规模 (亿元) 及增速	17
图 25: 中国高精度接收机市场规模 (亿元) 及增速	18
图 26: 中国 GIS 数据采集器市场规模 (亿元) 及增速	18
图 27: 中国运营服务市场较成熟市场仍有较大发展空间	18
图 28: 北斗三步走发展战略	19
图 29: AIoT 时代, 各方面应用对高精度定位信息的需求将快速增长	20
图 30: 中国高精度市场规模 (亿元) 及同比增速	21
图 31: 中国高精度市场规模预测 (亿元)	21
图 32: 2019 年中国高精度市场细分领域	21
图 33: 2014-2019 年中国高精度 GNSS 接收机出货量	22
图 34: 高精度接收机国产替代持续进行	22
图 35: 全国 1:500 万地质灾害分区图	23
图 36: 中国位移监测市场规模 (亿元) 及同比增速	23
图 37: 中国农业生产以小农个体户为主	24
图 38: 机械化率提高但小功率拖拉机占主导	24
图 39: 中国农机自动驾驶系统出货量 (万台) 及同比增速	25
图 40: 2019 年国内卫星导航产业链竞争格局	26
图 41: 产业内公司多在垂直领域加强产业链拓展	26

图 42: 终端及解决方案收入对比 (万元)	27
图 43: 公司营销模式以直销为主	28
图 44: 公司国内及海外分支机构覆盖均广于竞争对手	28
图 45: 研发费用率对比	28
图 46: 已有知识产权对比	29
图 47: 管理层平均任职时间	29
图 48: 直销为主导致销售费用率较高, 但持续下降	30
图 49: 管理费用率始终低于竞争对手	30
图 50: 商誉减值准备对比 (万元)	31
图 51: 公司人均成本、费用均低于海外龙头 (万元)	31
图 52: 2017 年高精度接收机国内市场格局	32
图 53: 华测导航 RTK 相关业务份额逐步提升	32
图 54: 公司无人船登上《GPS WORLD》封面	32
图 55: 公司无人机+激光雷达登上《GPS WORLD》封面	32
图 56: 近五年收入增长率对比	32
表 1: 公司盈利预测假设条件 (%)	6
表 2: 资本成本假设	6
表 3: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	7
表 4: 同类公司估值比较	7
表 5: 公司董事及高管多测绘相关背景出身, 陪伴公司共同成长	11
表 6: 公司历次股权激励一览	12
表 7: 公司 2020 年度向特定对象发行 A 股股票募集资金使用计划	15
表 8: 中国卫星导航与位置服务分产业链环节产值 (亿元)	17
表 9: 2020 年以来部分北斗相关政策支持	19
表 10: 2020 年以来部分北斗相关政策采购	20
表 11: 2020 年以来部分地质灾害监测招标项目	22
表 12: 中央一号文件屡次聚焦规模化农业经营主体的建设工作	24
表 13: 公司九大事业部及其产品与服务, 以终端与解决方案为核心, 产品体系全面, 行业覆盖广泛	27
表 14: 并购事件对比	30
表 15: 华测导航各部分业务收入预测 (百万元)	33
表 16: 未来 3 年盈利预测表	34
表 17: 同类公司估值比较	34

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值

公司主营业务下游需求处于爆发窗口，预计后续维持在 25% 的稳定增速。受芯片短缺等影响，毛利率呈现先降后升趋势。公司研发费用率+管理费用率近年来维持在 21% 左右；以直销为主的业务模式使销售费用率较高，但随着近年来持续降本增效，已降低至 21% 左右水平。所得税率在 9.5% 的水平。股利分配比率近年来有所波动，假设在 32% 左右。

表 1：公司盈利预测假设条件（%）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入增长率	40.39%	20.32%	23.05%	43.91%	36.07%	31.93%	25.00%	25.00%	25.00%
营业成本/营业收入	45.73%	43.96%	45.72%	45.82%	45.08%	44.49%	45.00%	45.00%	45.00%
管理费用/营业收入	21.66%	20.93%	21.34%	20.50%	21.00%	21.00%	20.00%	20.00%	20.00%
销售费用/销售收入	26.45%	25.22%	21.78%	21.00%	21.00%	21.00%	21.00%	21.00%	21.00%
营业税及附加/营业收入	0.69%	0.57%	0.60%	0.60%	0.55%	0.50%	0.60%	0.60%	0.60%
所得税税率	9.12%	12.42%	9.49%	9.50%	9.30%	9.10%	9.50%	9.50%	9.50%
股利分配比率	31.99%	36.79%	39.59%	32.00%	32.00%	32.00%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所预测

表 2：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.90	T	9.50%
无风险利率	3.00%	Ka	10.65%
股票风险溢价	8.50%	有杠杆 Beta	0.91
公司股价（元）	27.08	Ke	10.71%
发行在外股数（百万）	343	E/(D+E)	99.15%
股票市值(E, 百万元)	9288	D/(D+E)	0.85%
债务总额(D, 百万元)	80	WACC	10.67%
Kd	7.00%	永续增长率（10 年后）	2.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得到公司的合理价值为 33.61 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，表 3 是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析，认为公司的估值区间为 29.7~38.6 元。

表 3：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		9.2%	9.7%	10.21%	10.7%	11.2%
永续增长率变化	3.5%	48.41	43.48	39.32	35.77	32.71
	3.0%	45.20	40.86	37.16	33.96	31.18
	2.5%	42.47	38.60	35.27	32.37	29.83
	2.0%	40.11	36.64	33.61	30.96	28.63
	1.5%	38.06	34.91	32.15	29.71	27.55
	1.0%	36.27	33.38	30.84	28.58	26.57
	0.5%	34.67	32.02	29.67	27.57	25.69

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对法估值

选取同行业上市公司北斗星通、海格通信、中海达等作为比较对象，根据 Wind 一致预期数据，同行可比对象 2020/2021/2022 年的 PE 平均值为 100.5/61.5/46.9 倍。结合可比公司估值及考虑到公司所处的竞争格局以及业绩增速，给予公司 PE 35~45 倍估值，则目标股价为 29.4~37.8 元/股。

表 4：同类公司估值比较

代码	简称	股价 (5月17日)	EPS (元)			PE			PB	总市值 (亿元)
			2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E		
300627.SZ	华测导航	27.1	0.57	0.84	1.17	47.2	32.1	23.1	7.3	93
同类公司：										
002151.SZ	北斗星通	40.2	0.29	0.41	0.51	176.4	97.2	79.3	4.8	204
002465.SZ	海格通信	9.9	0.25	0.31	0.39	42.6	31.6	25.3	2.3	229
300177.SZ	中海达	9.0	0.13	0.16	0.25	82.5	55.6	36.0	2.9	67
平均						100.5	61.5	46.9	3.3	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测；北斗星通、海格通信、中海达采用 WIND 一致预期数据

投资建议

综合上述几个方面的估值，我们认为公司股票价值在 29.7~37.8 元左右，维持“买入”评级。

高精度卫星导航定位领先企业

深耕高精度卫星导航定位产业，技术领先

华测导航十余年深耕高精度卫星导航定位产业，已成为我国领先企业。公司主营卫星数据采集设备和卫星数据应用及解决方案两大业务，针对测绘与地理信息、导航控制与无人驾驶两大卫星应用方向，产品广泛用于地理信息采集、形变监测、精准农业、工程施力、电力、国土及智慧城市等行业。

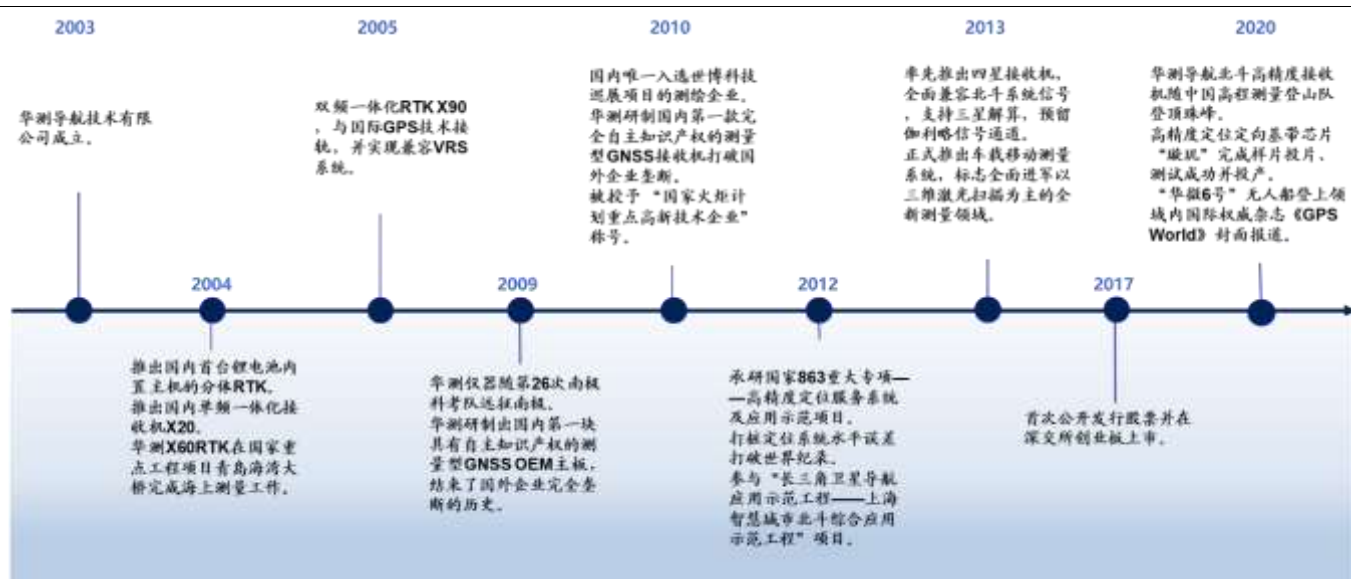
图 1: 公司主要业务、产品及应用领域



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司成立于 2003 年，聚焦全球高精度卫星导航定位核心技术研发，先后研制突破国内首块具有自主知识产权的 OEM 板卡及首款测量型 GNSS 接收机。公司于 2010 年被认定为国家火炬计划重点高新技术企业，并于 2012 年承接国家 863 专项。2017 年公司在深交所创业板上市，迈入全新发展阶段。

图 2: 华测导航发展历史



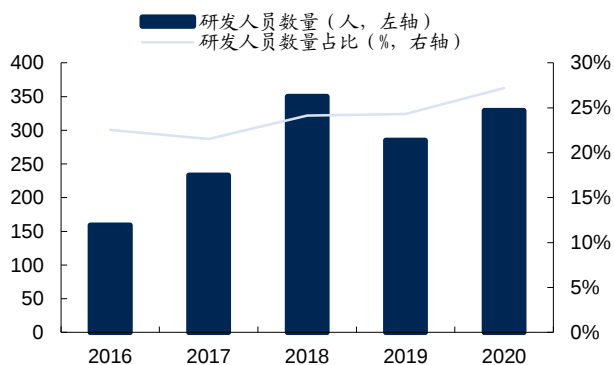
资料来源：公司官网、公司公告、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责条款部分

全球視野 本土智慧

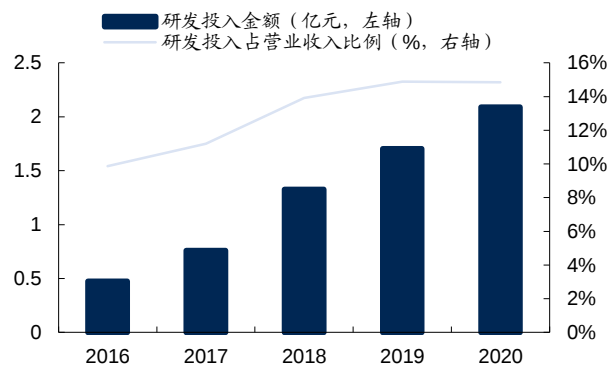
公司高度重视研发，近年来成果频出。公司研发人员占比均占总员工的 20%以上，2020 年已增长至 27%；近年来研发投入力度逐年加大，占营业收入比重持续提高。

图 3：公司研发人员占总员工比重持续提高



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4：公司研发力度持续加强



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

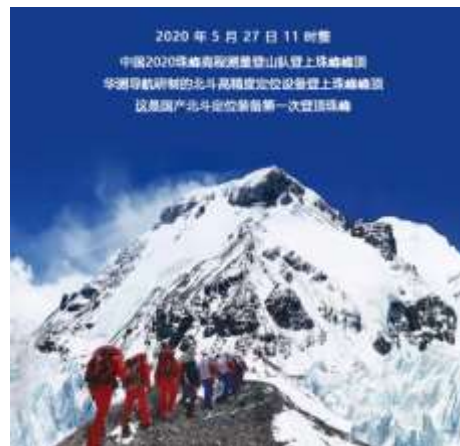
在持续研发投入下，公司技术取得不断突破，如“璇玑”芯片研制成功、物联网平台已研发成功并接入数万台装备、SWAS 广域增强系统持续发展等。目前公司已申请约 900 项知识产权，其中专利近 600 项，发明专利 300 余项，拥有的已授权自主知识产权近 500 项，其中专利 200 余项，发明专利近百项。

图 5：高精度 GNSS 芯片璇玑投产



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

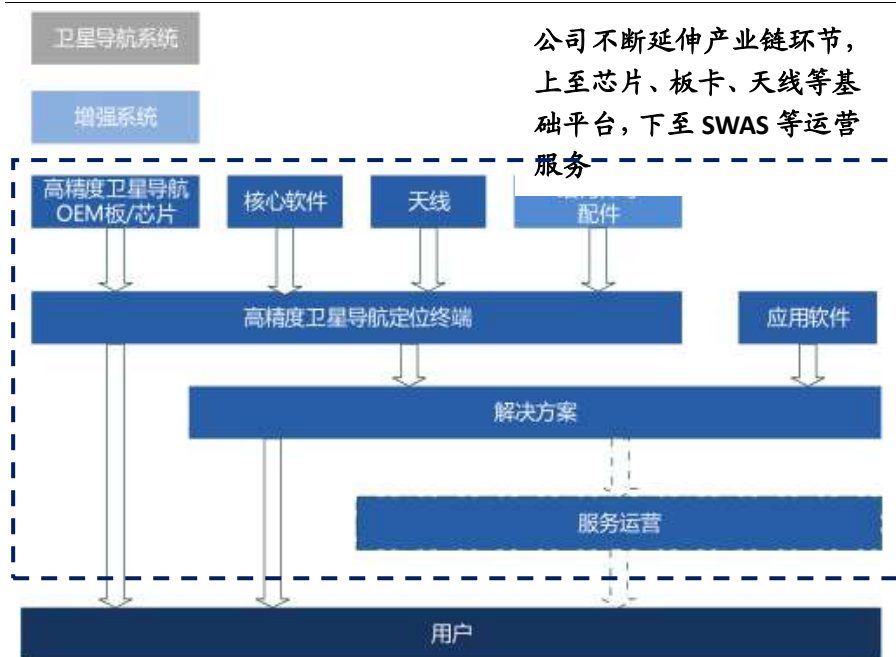
图 6：唯一国产设备登顶珠峰，彰显技术实力



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

经过多年研发布局，公司主要产品涵盖基础构件、应用产品、解决方案以及运营服务，不断向产业链上下游延伸。公司产品目前已覆盖高精度 GNSS 芯片、板卡、模组、天线等基础器件和以 SWAS 广域增强系统为核心的运营服务。

图 7：华测导航不断向上下游延伸

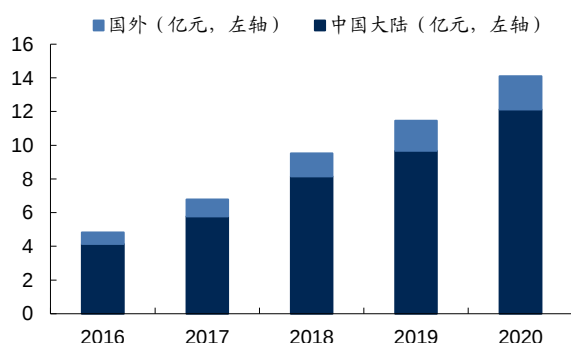


资料来源：公司招股说明书、上海产业技术研究院、国信证券经济研究所整理

销售上，公司采取“布局全国、拓展海外”的营销策略，在国内建立起直销与经销并重的全国销售体系，海外销售则以经销为主。目前，公司在全国主要省份拥有 33 个全资子公司，2 个控股子公司及 4 个参股公司，在北美、东南亚、欧洲等设立多个海外销售子公司。同时，经过多年经营，公司已与百余家经销商形成了广泛而稳固的合作关系。

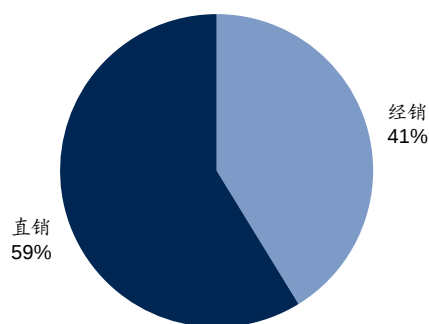
总体来看，公司重心仍为国内市场，但海外市场亦快速发展；直销模式占主导地位，占比接近 60%。

图 8：中国大陆市场占主导，海外市场持续发展



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 9：公司销售模式以直销为主

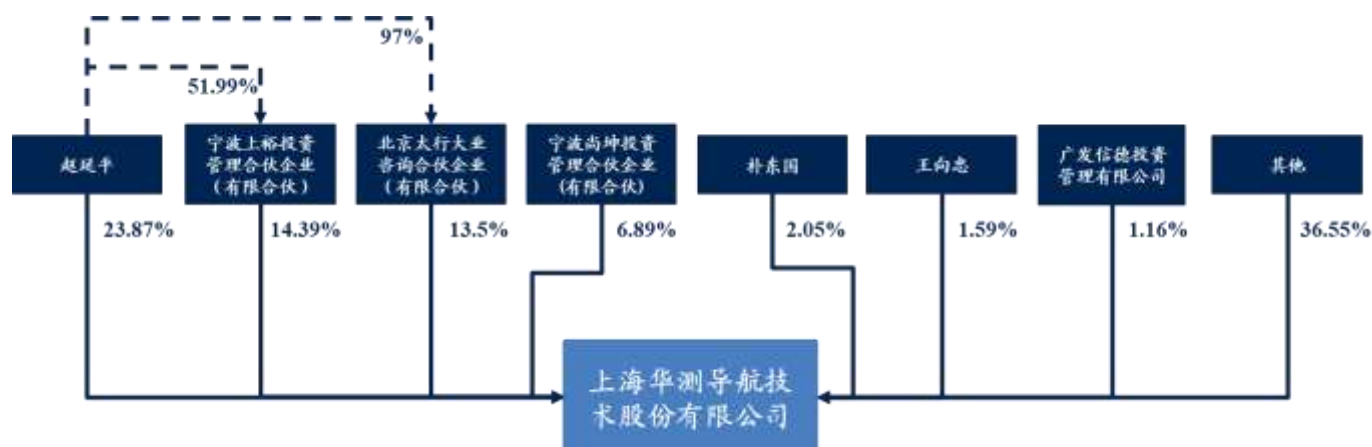


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

股权结构清晰，核心团队稳定

公司股权结构清晰。创始人及董事长赵延平先生为公司实际控制人，直接持股比例为 24.00%，并通过宁波上裕投资管理合伙企业及北京太行大业咨询合伙企业间接持有约 20.67%的股权。公司股权结构较清晰，决策效率及战略发展明确。

图 10: 华测导航股权结构



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理; 截至 2021 一季报

公司董事及管理层多测绘相关背景出身, 具备多年行业经历, 伴随公司共同成长。包括董事长赵延平、董事兼总经理朴东国、董事兼副总经理王向忠等在内, 公司董事及高管均为测绘等相关专业出身, 具备专业素养。并且目前任职的六位公司高管中, 已有三位加入华测时间已超过十年, 其他三位也已超过五年, 伴随公司共同成长, 具备雄厚的行业经验。

表 5: 公司董事及高管多测绘相关背景出身, 陪伴公司共同成长

姓名	职务	任职日期	加入时间	个人简历
赵延平	董事长	2015	2003	浙江大学光电与科学仪器系激光专业毕业, 北京大学光华管理学院 EMBA 硕士学位。1991 年 9 月至 1993 年 2 月任北京光学仪器厂技术员; 1993 年 2 月至 1994 年 6 月任北京东方科学仪器进出口公司业务经理; 1994 年 6 月至 1996 年 12 月任北京麦格通讯设备技术有限公司副总经理; 1998 年 12 月至 2007 年 12 月任北京天拓基业科技发展有限公司总经理; 2003 年 9 月创建华测有限, 历任监事, 执行董事, 2015 年起任华测导航董事长。
朴东国	董事 总经理	2015	2013	浙江大学光电与科学仪器系光学仪器专业毕业, 本科学历。1993 年 4 月至 1999 年 4 月任西湖电子集团韩国分公司贸易代表; 1999 年 5 月至 2013 年 8 月任职于数源科技股份有限公司, 历任上海营销中心负责人, 副总经理, 董事; 2006 年 9 月至 2012 年 4 月任浙江数源贸易有限公司董事长, 总经理; 2003 年 9 月至 2013 年 9 月任西湖电子集团有限公司副董事长, 副总经理; 2012 年 4 月至 2013 年 9 月任数源移动通信设备有限公司董事长。2013 年 8 月加入华测有限, 担任总经理。2015 年 1 月至 2017 年 8 月任华测导航董事会秘书, 2015 年 1 月至今任华测导航董事, 总经理。
王向忠	董事 副总经理	2015	2007	华北矿业高等专科学校地籍测量与土地管理专业毕业, 大专学历。2001 年 7 月至 2002 年 9 月任北京中翰仪器有限公司销售工程师; 2002 年 9 月至 2004 年 7 月任北京天拓基业科技发展有限公司销售机构经理; 2004 年 7 月至 2007 年 5 月任北京华测伟业科技有限公司副总经理。2007 年 5 月加入华测有限, 历任销售总监, 副总经理。2015 年 1 月至今任华测导航董事, 副总经理。
袁本银	董事 副总经理	2020	2013	东南大学大地测量学与测量工程专业毕业, 硕士学位。现担任华测导航研发总监。2010 年至 2013 年就职于广州中海达卫星导航技术股份有限公司; 2013 年加入华测导航, 历任研发工程师, 软件部经理, 产品总监。
杨云	副总经理 董事会秘书	2017	2008	本科学历。2008 年 11 月加入华测有限, 历任人力资源部总监, 制造部副总监等职务。2017 年 8 月至今任华测导航副总经理, 董事会秘书。
侯勇涛	副总经理	2017	2007	毕业于吉林大学勘察工程系, 本科学历。2000 年 10 月至 2005 年 5 月任职于北京天拓基业科技发展有限公司, 历任销售员, 浙江办事处经理, 副总经理; 2005 年 5 月至 2007 年 7 月任北京华测伟业科技有限公司副总经理; 2007 年 7 月加入华测有限, 历任营销中心副总监, 测绘事业部总经理; 2015 年任华测导航监事会主席, 现任华测导航测绘事业部总经理, 直销平台总经理。
高占武	财务总监	2016	2014	中南民族大学会计学本科毕业, 初级会计师。2009 年 7 月至 2010 年 7 月, 担任上海奔腾企业集团有限公司会计, 2010 年 8 月至 2014 年 4 月, 担任上海奔腾电器销售有限公司财务副经理, 2014 年 4 月加入华测导航, 历任公司会计, 财务经理。2016 年至今任华测导航财务总监。

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

股权激励增强核心团队稳定性。自上市以来, 公司已实行三期股权激励, 面向公司高管、中层管理人员及核心技术(业务)骨干, 分别占公告时总股本的 3.78%、3.49%及 0.63%。通过股权激励, 更加有效地保证了人才团队的稳定和管理队伍的积极性, 为公司实现稳定发展提供保障。

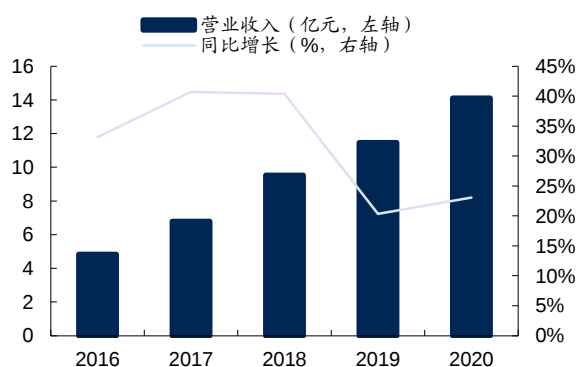
表 6: 公司历年股权激励一览

激励时间	激励形式	授予对象	授予数量 (万股)	占公告时总股本比例	财务业绩考核目标
2017	限制性股票	高占武 (财务总监)	10	0.08%	第一次解除限售, 以 2016 年净利润为基数, 2017 年净利润增长率不低于 20%。且以 2016 年营业收入为基数, 2017 年营业收入增长率不低于 20%。 第二次解除限售, 以 2016 年净利润为基数, 2018 年净利润增长率不低于 40%。且以 2017 年营业收入为基数, 2018 年营业收入增长率不低于 20%。 第三次解除限售, 以 2016 年净利润为基数, 2019 年净利润增长率不低于 70%。且以 2018 年营业收入为基数, 2019 年营业收入增长率不低于 20%。
		中层管理人员、核心技术(业务)人员 (275 人)	410	3.44%	
		预留限制性股票	30	0.25%	
		合计	450	3.78%	
2019	股票期权	侯勇涛 (副总经理)	6	0.02%	第一个行权期, 以 2019 年净利润为基数, 2020 年净利润增长率不低于 15%; 第二个行权期, 以 2019 年净利润为基数, 2021 年净利润增长率不低于 30%; 第三个行权期, 以 2019 年净利润为基数, 2022 年净利润增长率不低于 45%
		沈礼伟 (副总经理)	6	0.02%	
		高占武 (财务总监)	6	0.02%	
		中层管理人员及核心技术 (业务) 骨干人员 (424 人)	852	3.49%	
		预留部分	100	0.41%	
		合计	970	3.98%	
2020	限制性股票	核心技术 (业务) 骨干 (41 人)	215	0.63%	第一个解除限售期, 以公司 2020 年营业收入为基数, 2021 年营业收入增长率不低于 15%; 第二个解除限售期, 以公司 2020 年营业收入为基数, 2022 年营业收入增长率不低于 30%; 第三个解除限售期, 以公司 2020 年营业收入为基数, 2023 年营业收入增长率不低于 45%

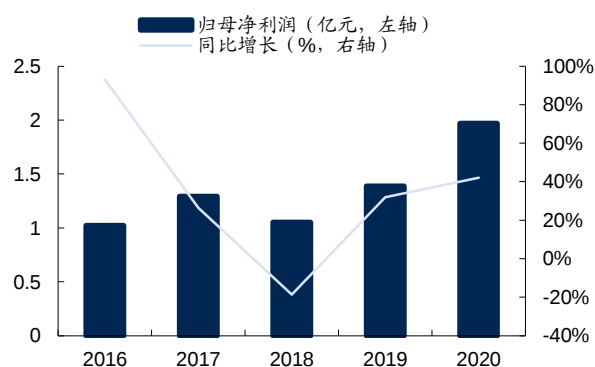
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

业绩快速增长, 盈利能力稳定

公司近年来维持增长态势, 2020 年实现逆势增长。2020 年公司实现营业收入 14.1 亿元, 同比+23%; 实现归母净利润 1.97 亿元, 同比+42%。自 2016 年以来, 公司营业收入增长均在 20% 以上, 在疫情期间实现逆势增长, 近五年复合增速达 31%。

图 11: 华测导航收入及增速


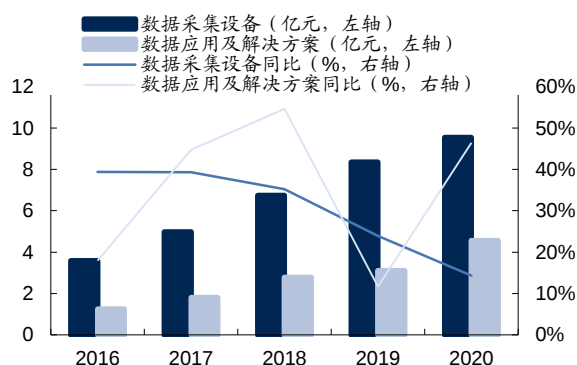
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 12: 华测导航利润及增速


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

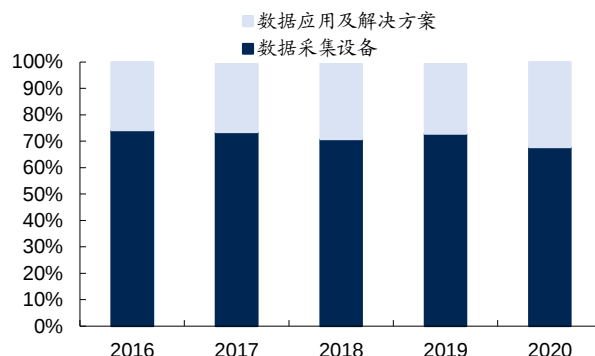
分业务来看, 公司主营数据采集设备与数据应用及解决方案两大业务, 其中数据采集设备占主导地位, 2020 年实现营业收入 9.54 亿元, 同比+14.33%, 占营业收入比重为 67.7%; 数据应用及解决方案增长迅速, 2020 年实现营业收入 4.55 亿元, 同比+46.4%, 占比提升 5pct 至 32.3%。预计未来随着监测等解决方案快速发展, 有望持续驱动收入增长, 相关业务占比有望进一步提高。

图 13：华测导航分业务收入及增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 14：华测导航业务结构

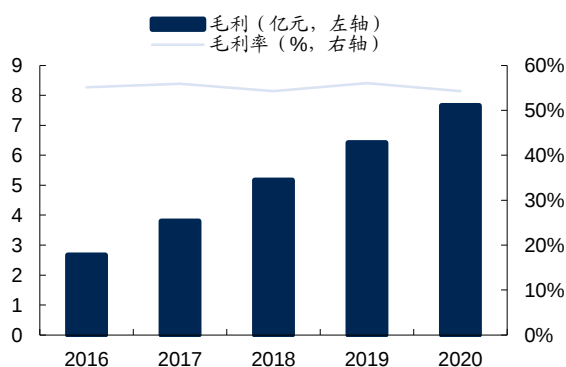


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

从盈利能力来看，公司具备稳定的毛利水平，随着费用管控能力的增强，净利率亦开始回升：

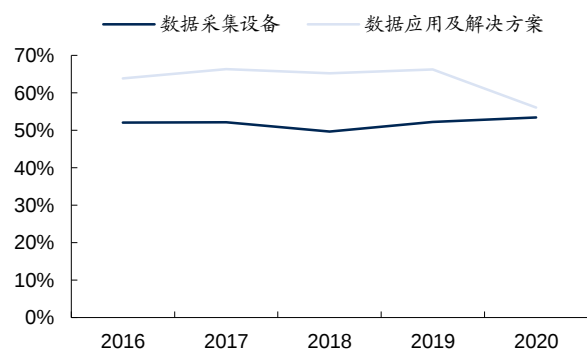
（1）公司整体毛利率稳定。近年来公司始终维持 55%左右的毛利率水平，体现出公司稳定的盈利能力。具体来看，数据采集设备得益于规模持续提升等因素，近年来毛利率回升，2020 年毛利率约 53.4%；数据应用及解决方案业务 2020 年毛利率约为 56.1%，较去年同期下降 10.2pct，主要原因为（1）监测业务中施工费原先计入当期费用，2020 年转为计入成本；（2）农机无人驾驶系统转为经销模式为主，出货单价有一定下降。

图 15：华测导航整体毛利及毛利率



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

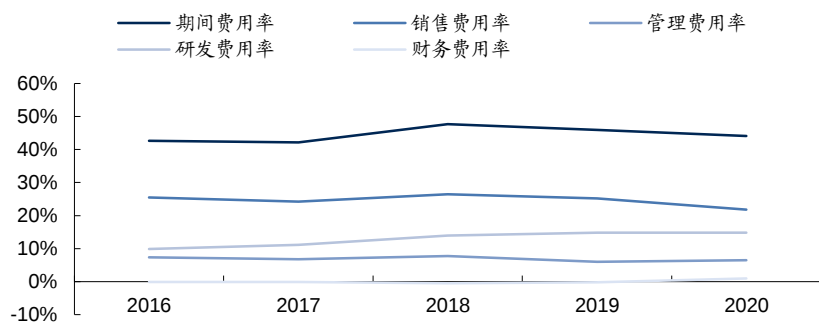
图 16：华测导航分业务毛利率



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

（2）期间费用率走低。2020 年公司期间费用率水平为 44.1%，同比下降 1.9pct，费用管控水平进一步提高。具体来看，销售费用率下降显著，2020 年同比下降 3.4pct 至 21.8%；管理费用略有增长，同比+0.5pct 至 6.5%；研发费用投入平稳，2020 年研发费用率约为 14.8%。

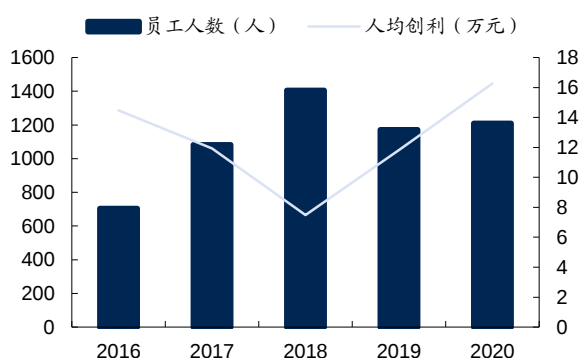
图 17: 公司费用率水平



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

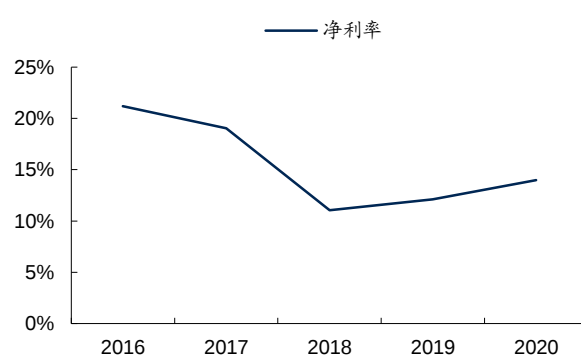
(3) 公司及时拨乱反正, 治理能力增强, 管理水平提高, 净利率回暖。2018 年公司净利率达到低点 11%, 主要系当年公司扩张过快, 员工人数大幅增长 323 人, 人均创利降至 7 万元。随着公司及时拨乱反正, 公司治理能力增强, 费用率水平 18 年后持续下井, 净利率逐渐回暖, 2020 年净利率水平为 14%, 同比 +1.9pct, 较低点增长 3pct。

图 18: 华测导航员工数及人均创利



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

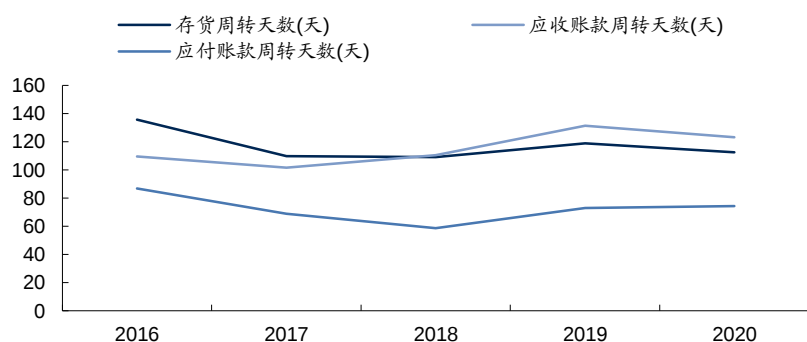
图 19: 华测导航净利率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

公司治理水平的提高亦反映在营运能力的增强上。2020 年, 公司存货周转天数、应收账款周转天数同比下降, 应付账款周转天数同比提高, 反映公司近年来营运能力的提高。

图 20: 公司营运能力



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

定增获得批复，进一步提高公司竞争力。公司拟募集资金不超过 8 亿元，将用于北斗高精度基础器件及终端装备产能建设项目（3.27 亿元）、智能时空信息技术研发中心建设项目（2.38 亿元）及补充流动资金（2.35 亿元）。北斗高精度基础器件及终端装备产能建设项目拟对公司高精度 GNSS 接收机和商业导航应用产品（包括板卡和组合导航接收机）进行产能建设，完全达产后，高精度 GNSS 接收机年产能将新增 50,000 台（套），板卡年产能将新增 60,000 件，组合导航接收机年产能将新增 12,000 台（套），有望进一步巩固公司在高精度卫星导航定位领域的竞争优势，提升市场份额。智能时空信息技术研发中心建设项目主要为加强公司高精度卫星导航定位技术研发能力，攻破三维核心器件的技术壁垒，增强公司在智能机器人领域的技术储备和产品化能力，形成从基础设施、增强服务到终端产品与解决方案的完整生态链。

表 7：公司 2020 年度向特定对象发行 A 股股票募集资金使用计划

项目名称	投资总额（万元）	拟使用募集资金金额（万元）
北斗高精度基础器件及终端装备产能建设项目	41,543.15	32,741.21
智能时空信息技术研发中心建设项目	26,646.79	23,758.79
补充流动资金	23,500.00	23,500.00
合计	91,689.94	80,000.00

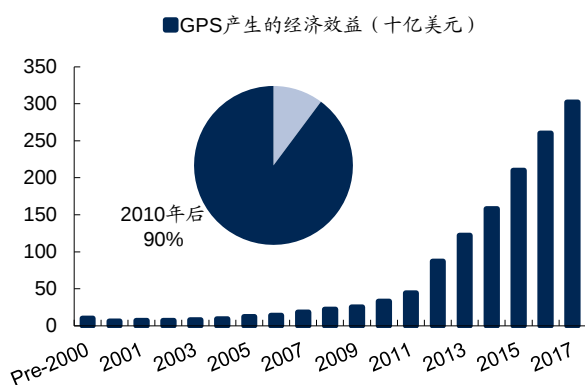
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

卫星导航定位行业高景气度确立

我国卫星导航定位市场空间广阔，终端及运营环节快速发展

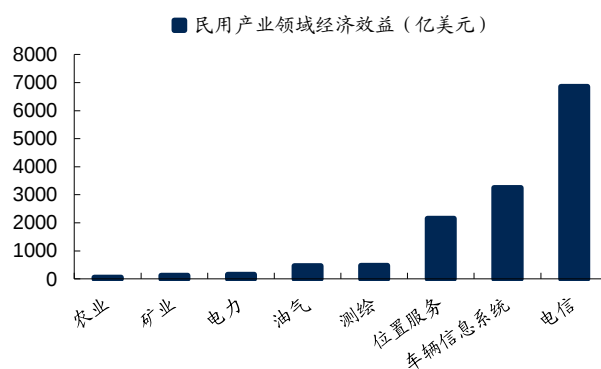
GNSS（Global Navigation Satellite System）指全球卫星导航系统，主要用于空间定位及位置导航领域，近年来 GNSS 在经济领域的作用越发凸显。以 GPS 为例，据 RTI 发布的《GPS 经济效益最终报告》，至 2017 年，GPS 产生的经济效益累计高达 1.4 万亿美元，其中 2010 年后创造的经济效益占比接近 90%，近年来对经济的促进作用越发凸显。从产业领域来看，GNSS 应用领域广阔，涵盖农业、矿业、电力、油气、测绘、电信、车辆信息系统、位置服务等不同行业。

图 21: GPS 的经济效益在近年来极大提升



资料来源: RTI、国信证券经济研究所整理

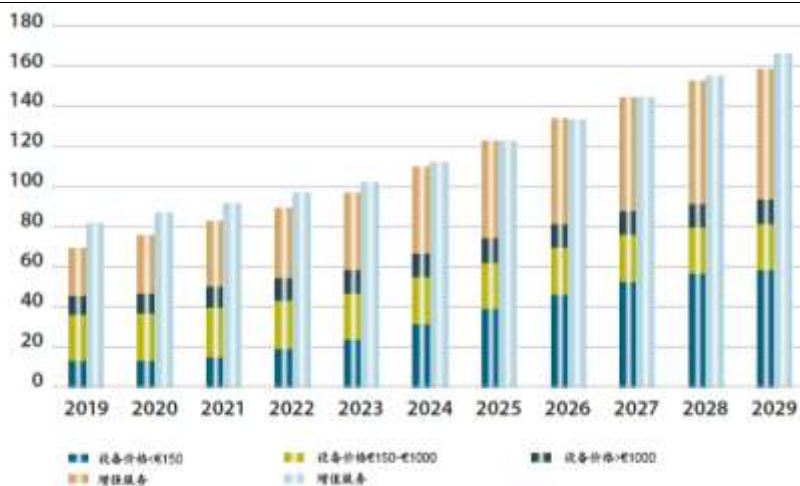
图 22: GPS 在不同产业领域均有促进作用



资料来源: RTI、国信证券经济研究所整理

随着 GNSS 系统的完善及经济效益的体现，全球 GNSS 产业持续成长。据欧盟全球卫星导航系统管理局估计，2019 年全球 GNSS 市场规模约 1500 亿欧元，至 2029 年将实现 3250 亿欧元，CAGR 约 8%。

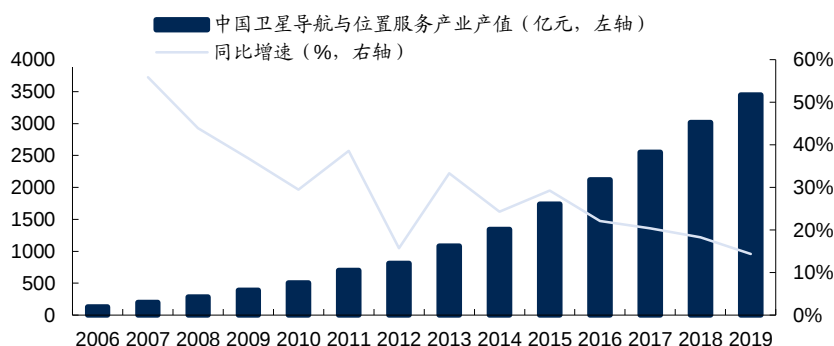
图 23: 全球 GNSS 产值规模（十亿欧元）



资料来源:《2019 GSA GNSS Market Report》、国信证券经济研究所整理

国内来看，我国卫星导航定位市场持续高增长。2019 年我国卫星导航与位置服务产业整体产值达到 3450 亿元，同比增长 14.4%，近十年复合增速达 24%。

图 24：中国卫星导航与位置服务产业市场规模（亿元）及增速



资料来源：《中国卫星导航与位置服务产业发展白皮书》、国信证券经济研究所整理

从产业链环节来看，上游主要为基础器件等，中游包括终端集成与系统集成，下游主要为运营服务。近年来我国产业链产值重心逐渐向中下游转移，2019 年卫星导航定位上游市场规模达到 342 亿元，同比+3.7%，占整体比重为 9.9%，相较于 2016 年大幅降低；中游市场规模达到 1582 亿元，同比+10.5%，占整体比重为 45.9%；下游市场规模达到 1525.94 亿元，同比+21.6%，占比为 44.2%。华测主营中下游的终端及解决方案，并通过 SWAS 等积极进入运营服务领域，有望受益产业中心转移。

表 8：中国卫星导航与位置服务分产业链环节产值（亿元）

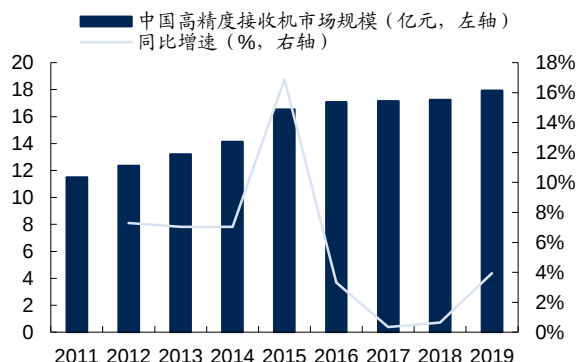
产业链环节	2016		2017		2018		2019	
	产值	占比	产值	占比	产值	占比	产值	占比
上游	275.34	13.0%	287.385	11.3%	329.9504	10.9%	342.24	9.9%
基础器件	105.9	5.0%	106.335	4.2%	133.9104	4.4%	124.2	3.6%
基础软件	42.36	2.0%	51	2.0%	63.336	2.1%	69.69	2.0%
基础数据	127.08	6.0%	130.05	5.1%	132.704	4.4%	148.35	4.3%
中游	1186.08	56.0%	1323.96	51.9%	1431.394	47.5%	1581.825	45.9%
终端集成	889.56	42.0%	938.145	36.8%	1042.631	34.6%	1021.89	29.6%
系统集成	296.52	14.0%	385.815	15.1%	388.7624	12.9%	559.935	16.2%
下游（运营服务）	656.58	31.0%	938.655	36.8%	1254.656	41.6%	1525.935	44.2%

资料来源：《中国卫星导航与位置服务产业发展白皮书》、国信证券经济研究所整理

细分来看，中游市场主要包括终端集成与系统集成，下游则为运营服务：

（1）传统终端设备如高精度 GNSS 接收机、GIS 数据采集器稳中有升。2019 年，中国高精度 GNSS 接收机市场规模约 18 亿元，同比增长 4%；GIS 数据采集器市场规模约 20 亿元，同比增长 6%。各类传统终端设备预计在存量替换需求下，将维持 4-6%的增长

图 25: 中国高精度接收机市场规模 (亿元) 及增速



资料来源: 智研咨询、国信证券经济研究所整理

图 26: 中国 GIS 数据采集器市场规模 (亿元) 及增速

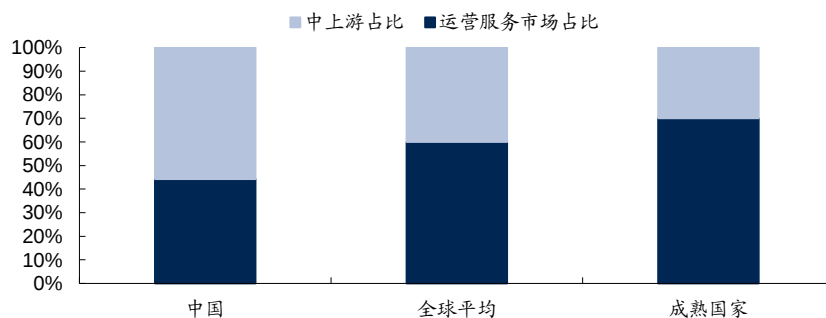


资料来源: 智研咨询、国信证券经济研究所整理

(2) 新型终端设备如无人机、无人船、三维激光扫描仪等正在快速发展。根据《2019 中国民用无人机发展报告》，我国民用无人机市场规模已经来到 210 亿元，产品约 40 万架，其中航空摄影、农业植保、行业巡检、国土测绘为四大主要应用场景；民用无人船在绘制水下地形图、进行环境和水质的测量等方面具有广泛应用，据新思界产业研究中心，2019 年国内市场规模达到约 5.5 亿元。

(3) 下游主要为运营服务，2019 年市场规模约 1526 亿元，有望成为最大产值环节。在全球卫星导航产业中，运营服务的占比最大，平均水平能达到 60% 左右，在成熟国家，运营服务可以占到其导航产业的 70% 以上。目前，我国运营服务市场占比仍相对较低，未来有加速发展的空间，有望成为最大产值环节。

图 27: 中国运营服务市场较成熟市场仍有较大发展空间



资料来源: 《中国卫星导航与位置服务产业发展白皮书》、今日北斗、国信证券经济研究所整理

北三组网完成，政府采购全面加强

北斗三号系统组网完成，标志北斗三步走发展战略圆满实现。北斗将在全球范围内提供定位导航授时、短报文通信及国际搜救服务；在中国及周边地区进一步提供星基增强、地基增强、精密单点定位及区域短报文通信服务。从北二到北三，从区域系统走向全球系统，北斗迈进全球服务时代，从系统建设层面打开了北斗卫星导航系统的需求增长空间。

图 28：北斗三步走发展战略



资料来源：《北斗卫星导航系统发展报告》、国信证券经济研究所整理

北斗三作为我国自主研发的卫星导航系统，获得政府部门的大力支持，北斗产业化已被列为“十四五”规划及二〇三五年远景目标的重大工程，相关部委亦有政策支持。

表 9：2020 年以来部分北斗相关政策支持

时间	政策	部门	相关内容
2020 年 10 月	中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议		实施川藏铁路、西部陆海新通道、国家水网、雅鲁藏布江下游水电开发、星际探测、北斗产业化等重大工程
2020 年 3 月	国务院关于支持中国（浙江）自由贸易试验区油气全产业链开放发展若干措施的批复	国务院	构建国际海事服务网络电子商务平台，推动北斗系统应用，建设跨境电子商务线上综合服务平台，打造海事服务互联网生态圈。
2020 年 6 月	2020 年自然资源部网络安全与信息化工作要点	自然资源部	推进地理信息公共服务平台（天地图）一体化建设，建立卫星导航基准站社会化服务新模式，推动北斗系统在地理信息领域中的应用。
2020 年 8 月	关于推动交通运输领域新型基础设施建设的指导意见	交通运输部	北斗系统和遥感卫星行业应用建设成为主要任务之一
2020 年 5 月	渔业安全生产专项整治三年行动工作方案	农业农村部	推动渔业与海事系统航行安全和海上搜救信息共享，推动商船 AIS 动态信息和渔船北斗、AIS 信息进行数据对接，实现跨部门、跨平台资源信息共享，为商渔船安全管理提供技术支撑。
2021 年 4 月	2021—2023 年农机购置补贴实施指导意见	农业农村部	在补贴资质方面着力突出农机科技自主创新。推广使用智能终端和应用智能作业模式，深化北斗系统在农业生产中的推广应用，确保农业生产数据安全
2020 年 3 月	2020 年水利网信工作要点	水利部	积极推进北斗卫星导航系统、5G 技术在水利工程安全监测预警等工作中的应用。
2020 年 3 月	水利部 公安部 交通运输部关于建立长江河道采砂管理合作机制的通知	水利部、公安部、交通运输部	开展涉砂船舶综合治理，研究长江采运砂船舶联合监管信息平台建设方案，推动涉砂船舶安装北斗终端。

资料来源：各级政府官网、国信证券经济研究所整理

而在地灾监测、警用设备、海洋测绘等领域，政府部门采购力度全面加强。

表 10：2020 年以来部分北斗相关政策采购

时间	项目	招标单位	招标金额 (万元)
2020 年 4 月	国家海洋局南海调查技术中心 2020 年度海洋仪器设备采购项目	国家海洋局南海调查技术中心	661.55
2020 年 6 月	自然资源部地质勘查管理司普适型地质灾害监测预警仪器设备试用示范与数据服务公开招标	自然资源部地质勘查管理司	1800
2020 年 12 月	贵州省提升地质灾害监测预警科技能力自动化监测设备采购（2019 年第二期）采购公告	贵州省地质环境监测院	2710
2021 年 1 月	福建省地质环境监测中心 336 处专群结合地质灾害监测预警实验自动化仪器仪表采购货物类采购项目招标公告	福建省地质环境监测中心	2670
2021 年 2 月	2021 年度青海省地质灾害监测预警实验项目公开招标公告	青海省地质环境监测总站	4679.8
2021 年 2 月	云南省 2020-2021 年度丽江市地质灾害监测预警体系建设项目采购公告	丽江市自然资源和规划局	2870
2020 年 7 月	东莞市公安局缉私巡逻艇采购项目采购合同	东莞市公安局	1698.6
2020 年 9 月	四川省达州市通川区公安局通川区分局天网工程八期租赁、运维及相关服务项目公开招标	达州市通川区公安局	1170
2021 年 4 月	大同市公安局 2021 年（4G 执法记录仪、特种装备、单警装备）政府采购	大同市公安局	310

资料来源：《北斗卫星导航系统发展报告（4.0）》、国信证券经济研究所整理

AIoT 时代，高精度应用需求蓬勃发展

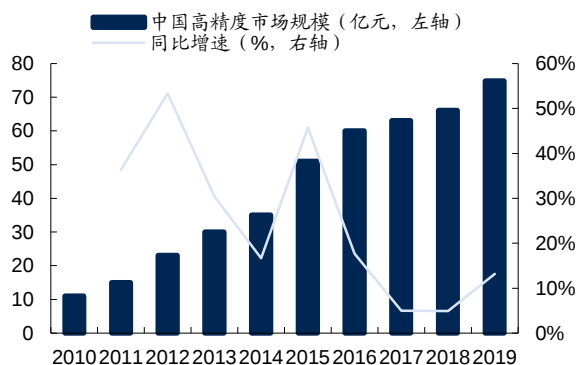
AIoT 时代，从车联网到智能可穿戴设备，高精度位置信息有望成为智能设备的标配。高精度定位信息包含经纬度、姿态信息、速度信息等，通过高精度定位服务+各类传感器的融合智能算法，传递时空信息，成为现实世界和数字世界交互的桥梁。我们认为，高精度位置信息在 AIoT 时代有望成为智能设备的标配。

图 29：AIoT 时代，各方面应用对高精度定位信息的需求将快速增长


资料来源：与非网、国信证券经济研究所整理

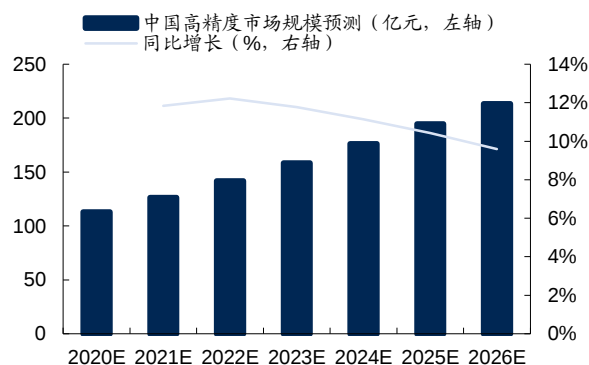
从市场规模来看，2019 年中国高精度市场规模约 74.8 亿元，同比增长 13.2%，增速较上年同期增长 8.3pct，显然，高精度定位的需求随着 AIoT 的爆发已呈现明显的增长态势，预计 2025 年市场规模可接近 200 亿元。

图 30：中国高精度市场规模（亿元）及同比增速



资料来源：《中国卫星导航与位置服务产业发展白皮书》、国信证券经济研究所整理

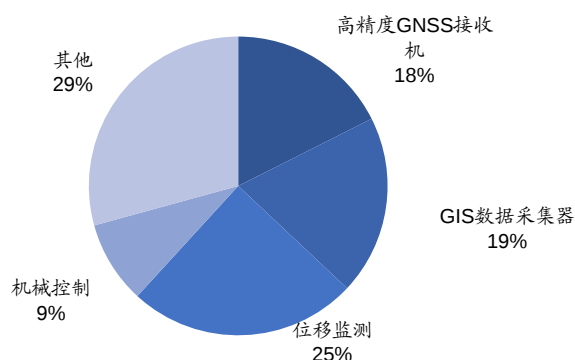
图 31：中国高精度市场规模预测（亿元）



资料来源：中国产业信息网、国信证券经济研究所整理

具体来说，高精度卫星导航定位市场主要包括终端及解决方案，其中终端包括高精度 GNSS 接收机、GIS 数据采集器等产品，解决方案则主要含位移监测、机械控制等。我们认为在高精度细分领域中，位移监测、农机无人驾驶等领域具有高度的成长性，而 RTK 产品将保持稳定增长，目前合计市场规模超 80 亿元。

图 32：2019 年中国高精度市场细分领域

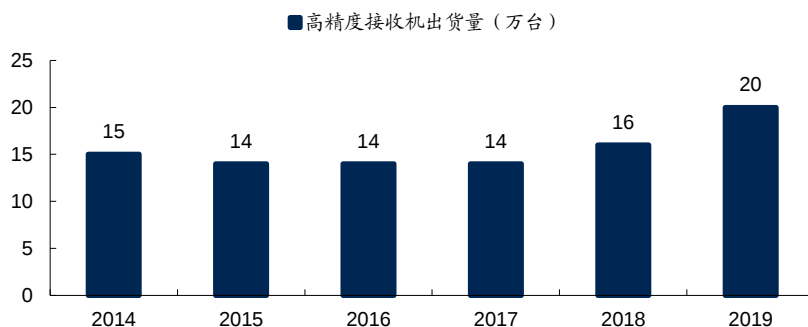


资料来源：智研咨询、国信证券经济研究所整理

➤ 高精度 GNSS 接收机：国产替代持续进行，存量替换+海外扩张需求

国内高精度接收机在经历几年的出货暂缓后，2019 年出货量超 20 万台（套）。目前来看，一方面由于主要测绘设备生命周期在 3-4 年，北三组网后存在存量替换需求，推动国内市场仍有增长，另一方面国产设备出海的推动，海外市场的机遇将高于国内。因此我们预计 RTK 设备未来市场规模仍将持续稳定增长。按照 1.5 万元/台计算，当前市场规模约 30 亿。

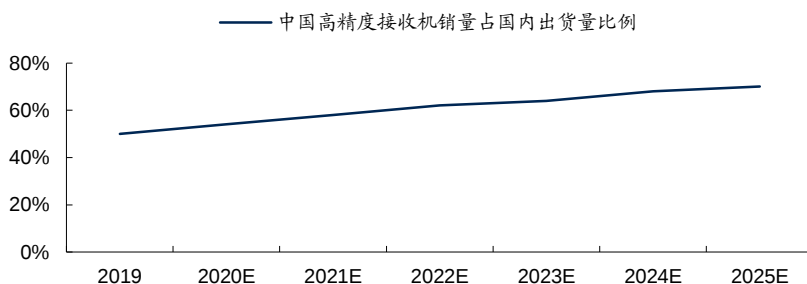
图 33：2014-2019 年中国高精度 GNSS 接收机出货量



资料来源：中国卫星导航定位协会、国信证券经济研究所整理

过去高精度接收机市场主要为海外厂商主导，随着近年来国产厂商的突破，目前国产设备已占半壁江山。据前瞻产业研究院预计，2025 年高精度接收机国产替代份额将达到 70%。公司作为国内高精度接收机领先企业有望充分受益。

图 34：高精度接收机国产替代持续进行



资料来源：中国卫星导航定位协会、前瞻产业研究院、国信证券经济研究所整理

➤ 位移监测：地质灾害监测推动市场需求增长

利用北斗多频高精度 RTK 技术，可实现毫米级的精度监测，在形变监测市场有重大应用空间。由于形变监测可用于滑坡等地质灾害的监测预警工作，在自然资源部推动下，2020 年以来，地质灾害监测预警相关招标项目直接推动北斗地灾监测设备的需求增长。

表 11：2020 年以来部分地质灾害监测招标项目

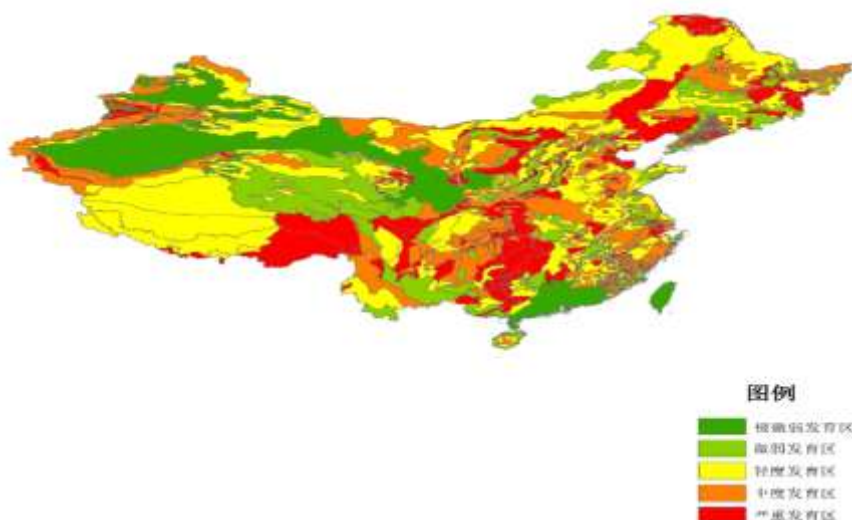
时间	招标项目	采购人	招标金额 (万元)
2020.6	自然资源部地质勘查管理司普适型地质灾害监测预警仪器设备试用示范与数据服务公开招标	自然资源部地质勘查管理司	1800
2020.12	贵州省提升地质灾害监测预警科技能力自动化监测设备采购 (2019 年第二期) 采购公告	贵州省地质环境监测院	2710
2021.1	福建省地质环境监测中心 336 处专群结合地质灾害监测预警实验自动化仪器仪表采购货物类采购项目招标公告	福建省地质环境监测中心	2670
2021.2	2021 年度青海省地质灾害监测预警实验项目公开招标公告	青海省地质环境监测总站	4679.8
2021.2	云南省 2020-2021 年度丽江市地质灾害监测预警体系建设项目采购公告	丽江市自然资源和规划局	2870

资料来源：中国政府采购网、国信证券经济研究所整理

地灾监测的需求还有充足的释放空间。国内地灾监测预警项目仍在持续推进，据中国矿业报统计，自 2021 年 2.2 万处地质灾害监测预警工作启动以来，各省（自治区、直辖市）已累计完成踏勘选点 24752 处，完成方案设计 24530 处。

而据刘艳辉等人《中国地质灾害气象预警模型研究》披露，全国查明地质灾害隐患点共 29 万处，目前已完成监测或进行中的地质灾害预警点数量较全国预警点总数仍有较大距离，预计地灾监测的需求还有充足的释放空间。

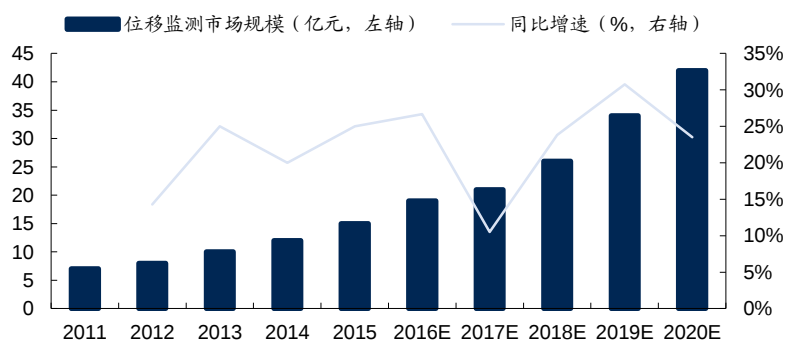
图 35：全国 1:500 万地质灾害分区图



资料来源：中国地质环境监测院、国信证券经济研究所整理

地灾监测外，位移监测可扩展至包括桥梁、水库、高层建筑物在内的多个应用领域。从市场规模来看，上海产业技术研究院估计 2020 年国内形变监测市场规模达到 42 亿元，同比+23.5%，市场空间广阔。

图 36：中国位移监测市场规模（亿元）及同比增速

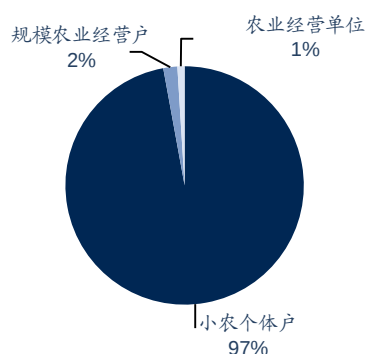


资料来源：上海产业技术研究院、国信证券经济研究所整理

农机无人驾驶：农业规模化、集约化生产的必然需要

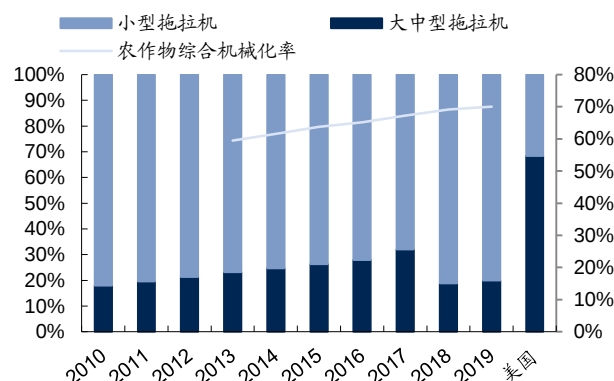
长久以来，我国农业经营以个体生产为主，制约了生产效率的提高。据第三次全国农业普查数据，我国农业经营主体中，小农个体户数量超 2 亿户，占绝对主导，规模农业经营户和农业经营单位合计仅占 2.9%。而小农经营局面亦不利于大功率农机的使用，虽然近年来我国农作物综合机械化率已超 70%，但小功率农机占主导，较先进国家差距极大。显然我国农业生产效率的提高受到规模化经营单位稀缺的掣肘。

图 37：中国农业生产以小农个体户为主



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图 38：机械化率提高但小功率拖拉机占主导



资料来源：农业农村部、世界银行、国信证券经济研究所整理
注：2018、2019 比例下降系大中型拖拉机分类口径变化原因

为改变这一局面，政府高度重视规模化农业经营单位的培育，而农业生产的集约化趋势对于北斗农机无人驾驶具有重要的促进作用。自 2013 年以来，历年中央一号文件均明确支持包括家庭农场、农民专业合作社等形式在内的规模化农业生产单位。而城市化持续推进背景下，农业生产人员减少与规模化生产导致单位农场经营面积的扩大，势必要求农业生产机械化率的提高，尤其是农机无人驾驶等系统的使用将会增长。

表 12：中央一号文件屡次聚焦规模化农业经营主体的建设工作

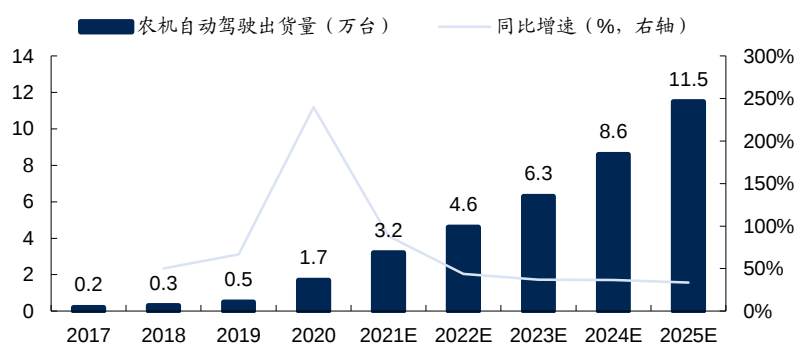
时间	政策	相关表述
2013	中共中央、国务院关于加快发展现代农业进一步增强农村发展活力的若干意见	努力提高农户集约经营水平。采取奖励补助等多种办法，扶持联户经营、专业大户、家庭农场。
2014	中共中央、国务院关于全面深化农村改革加快推进农业现代化的若干意见	扶持发展新型农业经营主体。鼓励发展专业合作、股份合作等多种形式的农民专业合作社，按照自愿原则开展家庭农场登记。
2015	中共中央、国务院关于加大改革创新力度加快农业现代化建设的若干意见	加快构建新型农业经营体系。积极发展多种形式适度规模经营，提高农民组织化程度。鼓励发展规模适度的农户家庭农场，引导农民以土地经营权入股合作社和龙头企业。
2016	中共中央、国务院关于落实发展新理念加快农业现代化 实现全面小康目标的若干意见	发挥多种形式农业适度规模经营引领作用。积极培育家庭农场、专业大户、农民专业合作社、农业产业化龙头企业等新型农业经营主体。
2017	中共中央、国务院关于深入推进农业供给侧结构性改革加快培育农业农村发展新动能的若干意见	积极发展适度规模经营。大力培育新型农业经营主体和服务主体，通过经营权流转、股份合作、代耕代种、土地托管等多种方式，加快发展土地流转型、服务带动型等多种形式规模经营。
2018	中共中央、国务院关于实施乡村振兴战略的意见	实施新型农业经营主体培育工程，培育发展家庭农场、合作社、龙头企业、社会化服务组织和农业产业化联合体，发展多种形式适度规模经营。
2019	中共中央、国务院关于坚持农业农村优先发展 做好“三农”工作的若干意见	突出抓好家庭农场和农民合作社两类新型农业经营主体，启动家庭农场培育计划，开展农民合作社规范提升行动，深入推进示范合作社建设。
2020	中共中央、国务院关于抓好“三农”领域重点工作 确保如期实现全面小康的意见	鼓励发展多种形式适度规模经营，重点培育家庭农场、农民合作社等新型农业经营主体。
2021	中共中央、国务院关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见	鼓励发展多种形式适度规模经营。实施家庭农场培育计划，把农业规模经营户培育成有活力的家庭农场。推进农民合作社质量提升，加大对运行规范的农民合作社扶持力度。

资料来源：国务院官网、国信证券经济研究所整理

上述因素作用下，国内农机无人驾驶系统市场有显著的增长。据佐思汽研，2020 年全国北斗导航农机自动驾驶系统销量约 1.7 万台，根据农机 360 网公布的 2020 年销量前十产品均价 5.4 万元/台估算，整体市场规模已达 9.18 亿元；预计 2025 年出货量可达 11.5 万套，对应市场规模超 60 亿，20-25 年复合增速约

47%。

图 39: 中国农机自动驾驶系统出货量（万台）及同比增速



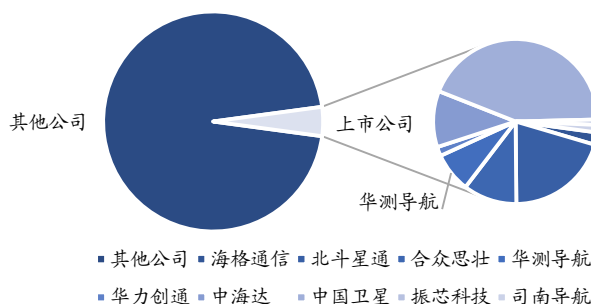
资料来源：佐思汽研、农机 360 网、农业农村部、国信证券经济研究所整理

市场格局分散，公司有望靠市场及产品能力突围

总体格局分散，纵向一体化成为行业趋势

整个卫星导航产业链，由于下游应用领域广泛，行业整体的竞争格局较为分散。如前文所述，2019 年国内卫星导航定位产业产值约 3450 亿元，而相关上市公司北斗业务营业收入合计约 147 亿元，占整体比重不到 5%，行业集中度较低。

图 40：2019 年国内卫星导航产业链竞争格局



资料来源：Wind、《中国卫星导航与位置服务产业发展白皮书》、国信证券经济研究所整理

产业链延伸呈趋势。由于北斗下游应用较为分散，且都是小颗粒市场，为扩大业务规模，产业里的公司均在垂直领域加强产业链拓展。此外，对上游核心技术的掌握，也是盈利能力和话语权提升的关键。

图 41：产业内公司多在垂直领域加强产业链拓展

代码	公司	芯片	板卡	天线	终端	运营服务
002465.SZ	海格通信					
002151.SZ	北斗星通					
002383.SZ	合众思壮					
300627.SZ	华测导航					
300045.SZ	华力创通					
300177.SZ	中海达					
600118.SH	中国卫星					
300101.SZ	振芯科技					
833972.NQ	司南导航					
	千寻位置					

资料来源：各公司官网、Wind、国信证券经济研究所整理；注：阴影部分代表覆盖环节

华测导航具有独特竞争优势，市占率有望走高

在相对分散的产业格局中，市场的横向拓展能力成关键。第一需要丰富的产品线，第二需要对不同行业有纵深理解和开拓的能力。我们认为公司享有以下关键优势，有望不断提高市占率。

优势一：产品体系全面，行业解决方案经验丰富

公司自成立以来，核心产品始终聚焦终端及解决方案应用领域，产品体系全面。目前华测拥有九大事业部，拥有 RTK、GIS 终端、无人机/船、三维激光扫描仪、农机导航产品等各类终端，应用于测绘、电力、国土、矿山、地灾、交通、水

利水电、农业、建筑、林业、数字施工等多个行业。且公司在如测绘、GIS、形变监测、海洋测绘等领域已有十余年的开发经验，公司深厚的行业经验不断加强行业理解。

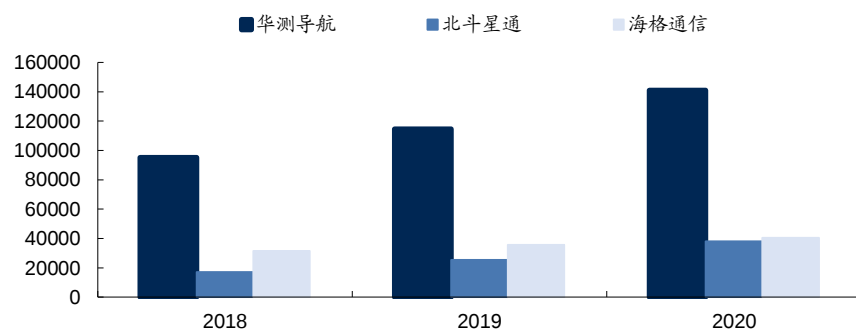
表 13：公司九大事业部及其产品与服务，以终端与解决方案为核心，产品体系全面，行业覆盖广泛

事业部	简介	产品	解决方案
测绘事业部	拥有华测公司最核心产品，为核心的软、硬件综合产品平台	高精度 GNSS 接收机、CORS 系统等终端设、RTK 系列软件、GNSS 云服务	实现工程施工、精密测绘等解决方案。
GIS 事业部	成立于 2009 年，为全国有 GIS 需求的客户，提供 GIS 硬件加开发及整体方案服务。	GIS 数据采集器、移动 GIS 系统	国土三调、退耕还林还草、机场道面巡检、林业调查 GIS 等
无人机事业部	以“科技、智能、高效、服务”为理念，努力开发出一套高效率、低成本的新型测绘模式。	无人机、传感器、数据处理系统	无人机 1:500 地籍测量、林业巡检及森林防火、国土测量等
监测集成事业部	成立于 2006 年，提供全国范围内的形变监测项目的营销、施工建设和维护工作。致力于变形监测、监控行业，已有 500+监测案例	GNSS 产品、传感器、雷达、数据采集仪	地质灾害监测、矿山安全监测、建筑形变监测等
移动测绘事业部	成立于 2013 年 1 月，致力于三维激光、移动测量、SLAM 系统的研发、生产与销售，以及方案的推广和应用，形成了 20 多个成熟解决方案。	三维激光扫描仪、激光雷达系统、点云处理软件	古建筑文物行业、钢结构检测、公路改扩建、三维扫描仪综合解决方案、激光雷达综合解决方案等
精准农业	致力于精准农业产品及解决方案的研发和推广。产品广泛应用于黑龙江、新疆、内蒙、河北、江苏、湖北、广西等地，其中农机导航自动驾驶产品已走出国门。	农机导航产品、AMIT 监测终端、信息化管理平台	农机自动驾驶、农机作业引导、土地整平等
数字施工	整合了高精度卫星定位、传感器、数据通讯、大数据分析、三维施工数据设计、机械液压控制等技术，开发的一系列数字化施工产品	智能压实系统、推土机 3D 控制系统、挖掘机 3D 控制系统、复合地基质量管理系统、路面施工质量信息化管理系统等	路面施工质量管理，桩基质量管理，智能压实等
海洋测绘事业部	成立于 2009 年，专注于海洋测绘、海洋勘探、水下地形测量、海洋定位等产品和系统方案。	无人船、水下机器人、海洋测绘产品、海洋探测产品、水文监测产品、海洋定位产品、海洋测量软件	无人船一体化调查、水下地形测量、多波束测深仪解决方案、施工船舶定位导航、海上打桩定位系统等
导航应用事业部	专业从事北斗高精度模块、板卡、接收机相关软硬件技术产品的研发、项目和销售，并为行业客户提供全套技术服务及系统解决方案。	定位导航模块、组合导航系统、高精度接收机、天线	北斗教学与科研、基于 CORS 网络的车辆监控系统、铁路巡检中的人员监管与调度、自动驾驶等

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

得益于此，公司终端及解决方案业务规模在行业内处于领先地位。

图 42：终端及解决方案收入对比（万元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理；

注：北斗星通仅计算信息装备+行业应用业务；海格通信未详细拆分，以北斗导航业务整体考量

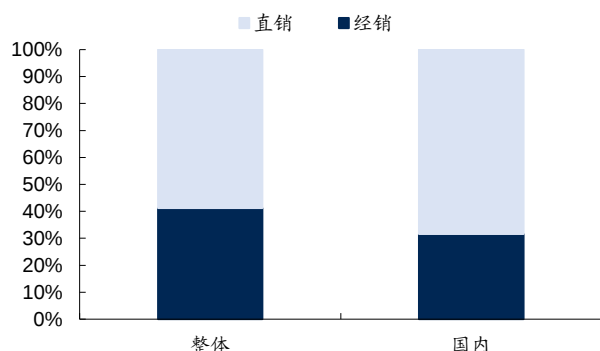
优势二：直销为主，贴近客户

公司在销售模式上，国内采取直销+经销并重的体系，海外则以经销为主：

（1）国内以直销为主，2020 年整体直销占比为 59%，若剔除海外收入（经销），则国内直销占比达到 68%。公司以直销为主的销售模式更贴近客户，有利于增强客户粘性，持续挖掘客户需求，并借此打开解决方案业务空间。

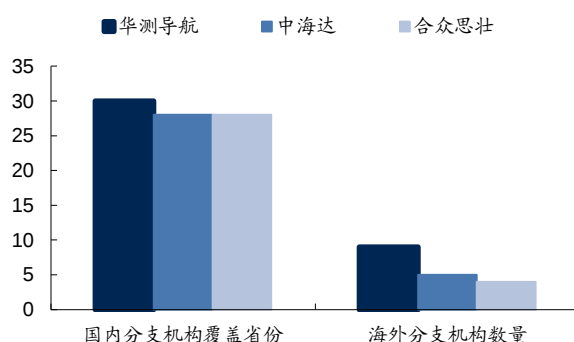
具体来看，公司在国内 30 个省份（直辖市）设有分支机构，拥有近 30 家销售子公司，在美国、东南亚等国家设立 8 个海外子公司和 1 个代表处。

图 43: 公司营销模式以直销为主



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 44: 公司国内及海外分支机构覆盖均广于竞争对手



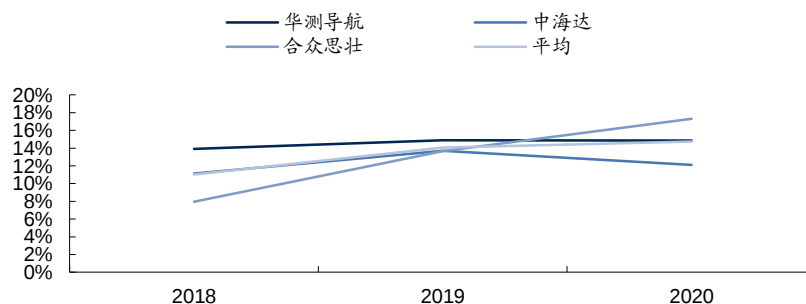
资料来源: 公司官网、公司公告、国信证券经济研究所整理

(2) **经销模式降低风险+拓展海外**。公司针对农机无人驾驶等业务采用经销模式，由于农机系统主要面向农民，采用直销存在回款难的问题，以经销商买断的形式可降低应收风险。除此以外，针对海外市场，公司可借助海外经销商渠道实现快速铺开。且对业务前景良好的海外经销商，公司通过并购等加强控制，如 2020 年公司考虑到俄罗斯国家基础设施建设投入不断加大，高精度 GNSS 设备与解决方案发展态势良好，公司收购俄罗斯经销商 PRIN 86% 股权强化控制。

优势三：持续研发投入，技术保持行业前列

华测始终坚持自主研发，研发投入力度位居行业前列。2018-2020 年，公司研发而费用率已接近 15%，超过行业平均水平。

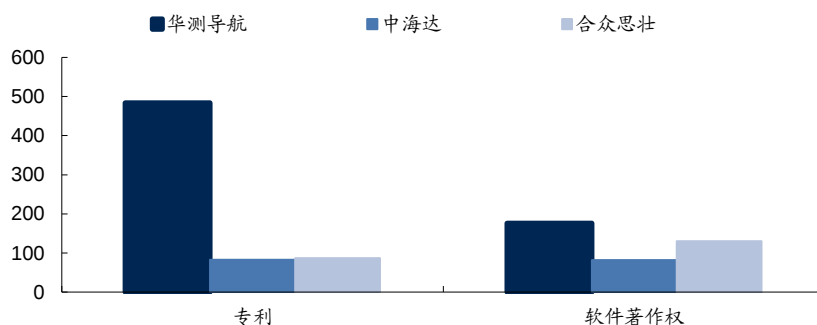
图 45: 研发费用率对比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理;

得益于持续的研发投入，公司在知识产权方面已有领先优势。据公司公告，公司已经申请了约 900 项知识产权，其中专利近 600 项，发明专利 300 余项；已授权自主知识产权 484 项；享有软件著作权 176 项。公司知识产权储备行业领先。

图 46：已有知识产权对比



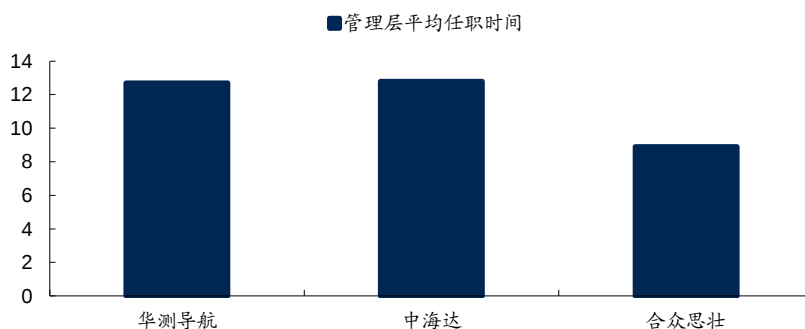
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；

优势四：治理水平较高，经营稳健，符合产业发展节奏

公司治理水平较高，主要体现在：

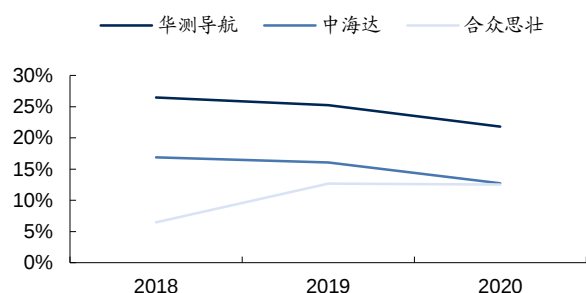
（1）**董事及高管具有深厚的测绘、导航背景，且任职时间长，较为稳定，保证经营管理的一致性。**公司核心管理层（董事+管理层）7人中，5人具备测绘等相关专业背景，团队平均任职时间接近 13 年。

图 47：管理层平均任职时间

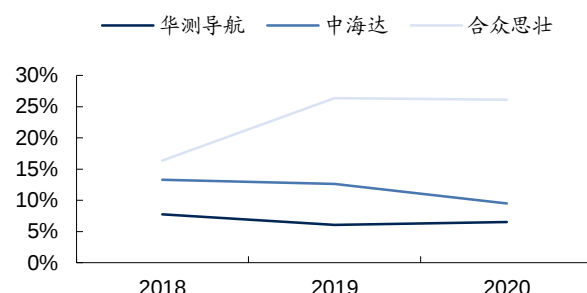


资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理；

（2）**费用管控稳健。**公司近年来期间费用率持续下降，其中销售费用率由于采用直销模式为主，占比较高，但近年来持续下降，降本提效；管理费用率始终低于竞争对手。

图 48: 直销为主导导致销售费用率较高, 但持续下降


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 49: 管理费用率始终低于竞争对手


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

(3) **并购策略审慎。**近五年来, 华测主要并购事件主要为对珞珈新空的两次收购及对 PRIN 的一次收购, 前者探索三维激光扫描业务的布局, 后者则为俄罗斯地区销售布局, 持续聚焦核心业务。作为对比, 中海达近五年涉及并购事件约 14 件、合众思壮约 18 件。

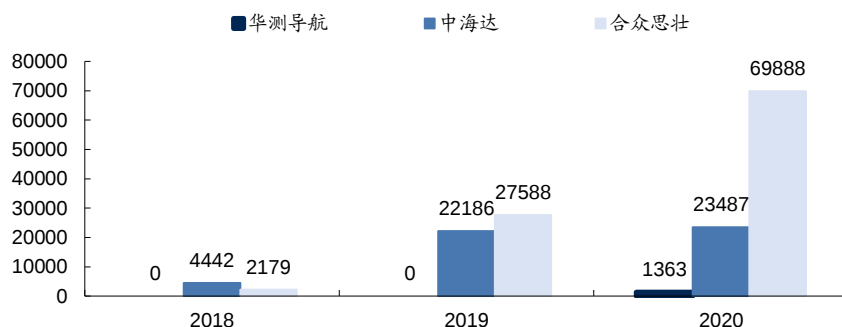
表 14: 并购事件对比

华测导航			中海达			合众思壮		
首次披露日	交易标的	交易总价值(万元)	首次披露日	交易标的	交易总价值(万元)	首次披露日	交易标的	交易总价值(万元)
2020-11-27	珞珈新空 46%股权	6,900.00	2021-04-28	源合智创 40%股权	552	2021-04-28	友合科技 100%股权	0.27
2020-03-30	PRIN86%股权	379.9(万美元)	2020-12-24	联睿电子 10%股权	800	2020-12-15	兴派科技 100%股权	89,671.72
2017-10-16	珞珈新空 51%股权	1,000.00	2019-12-24	灵境科技 26.13%股权	9,146.00	2020-06-30	广州默朴 12%股权	45.12
			2019-01-08	国地科技 0.8%股权	--	2020-03-12	合众思壮 5.2952%股权	52,991.59
			2018-12-27	国地科技 10%股权	2,180.00	2019-07-02	合众思壮 9.7048%股权	97,120.53
			2018-12-01	中铭勘测 39.80%股权	9,975.07	2019-03-01	合众思壮 5%股权	45,603.68
			2018-11-10	天地通公司 45%股权	11,475.00	2018-09-05	京梁智慧 39%股权	3,900.00
			2018-06-07	数文科技 10%股权	1,235.00	2018-05-30	美科华仪 10%股权; 上海桔棒 10%股权	700
			2017-07-29	灵境科技 48.5735%股权	21,542.34	2018-05-08	西安电信 85%股权	1,836.00
			2017-07-22	中铭勘测 6.2%股权	2,046.00	2018-01-16	德邦大为 8.099%股权	--
			2017-06-16	HI-POS 60%股权	2,004.00	2017-12-28	天津思壮 10%股权	0
			2017-01-06	浙江中海达 9.53%股权	3,000.00	2017-12-16	创智成 5%股权; 德邦大为 10.01%股权; 欣创电子 4.97%股权	5,993.75
			2016-10-19	博创联动 3.45%股权	1,000.00	2017-11-21	金威遥感 39%股权	2,985.90
			2016-08-18	科微智能 22.69%的股权	1,450.00	2017-04-21	苏州一光 10.44%股权	1,387.95
						2017-03-08	天派电子 100%股权	60,000.00
						2017-01-21	德邦大为 10.01%股权	1,900.15
						2016-11-12	Stonex s.r.l.40%股权	485.60(万欧元)
						2016-10-11	Stonex 60%股权	564.00(万欧元)

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

审慎的并购策略极大降低了公司的经营管理风险和商誉减值风险。近年来竞争对手中对手计提商誉减值准备数额较大, 成为亏损的主要原因之一。

图 50: 商誉减值准备对比 (万元)

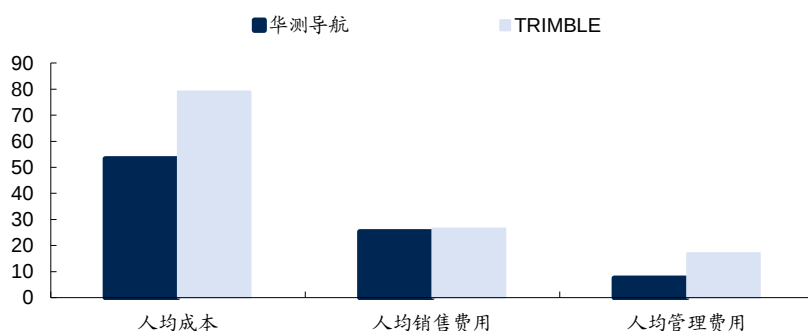


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理;

优势五: 工程师红利 (vs 海外龙头)

中国工程师红利在成本、费用上创造优势。2020 年, 公司人均成本 53 万元, 人均销售费用 25 万元, 人均管理费用 8 万元, 均低于海外龙头企业, 彰显国内工程师红利, 为公司的出海打好基础。

图 51: 公司人均成本、费用均低于海外龙头 (万元)

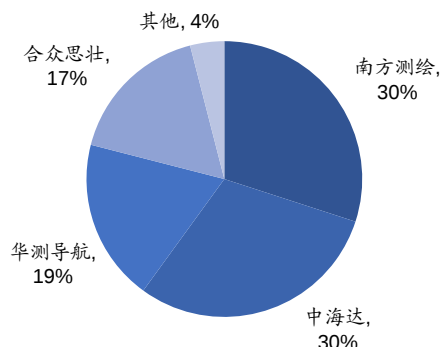


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理;

基于上述优势, 公司近年来业务收入规模不断扩大, 产品市占率不断提高:

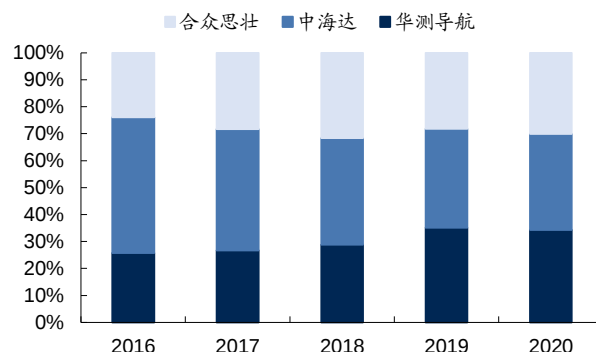
(1) 国内 RTK 产品呈现南方测绘、华测导航、中海达及合众思壮为主的竞争格局, 公司已逐步实现后来居上。2017 年时, 华测高精度接收机在国内市场份额小于南方测绘与中海达, 而以 2020 年数据为例, 华测 RTK 产品相关业务(数据采集设备)规模已接近中海达, 若以 2016 年披露 RTK 产品占比推算(72%), 其 RTK 业务已超过中海达。

图 52：2017 年高精度接收机国内市场格局



资料来源：中国产业信息网、国信证券经济研究所整理

图 53：华测导航 RTK 相关业务份额逐步提升



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；

注：华测导航相关业务为数据采集设备、中海达为北斗+精准定位装备、合众思壮为北斗高精度业务

(2) 公司无人船、无人机及三维激光扫描系统等新型终端具备技术领先优势。相关产品和应用案例先后登上 GPS WORLD 封面，反映公司在该类新兴终端上的竞争优势。

图 54：公司无人船登上《GPS WORLD》封面



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

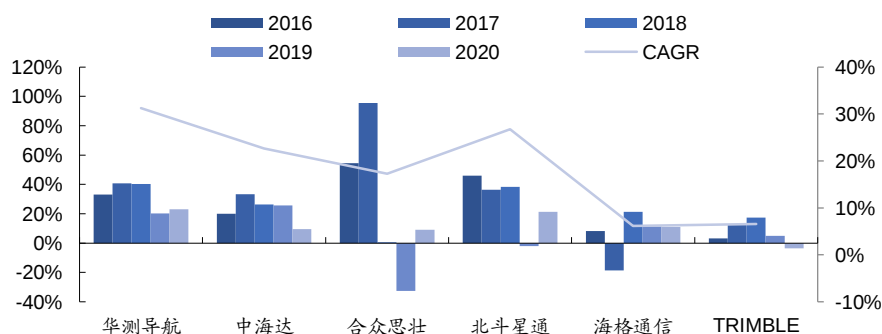
图 55：公司无人机+激光雷达登上《GPS WORLD》封面



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

(3) 公司过去 5 年收入增速处于行业领先。公司近 5 年营业收入维持 20%以上增长，CAGR 为 31.3%，处于行业领先地位。

图 56：近五年收入增长率对比



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；

盈利预测

华测导航收入主要由数据采集设备和数据应用及解决方案两部分构成，其中数据采集设备主要包括高精度 GNSS 接收机和 GIS 数据采集器，数据应用及解决方案主要包括位移监测系统及农机自动驾驶系统。RTK 产品公司后来居上，受益于北三存量替换及海外市场需求增长，预计将保持稳健增长；位移监测设备受益于国家地灾监测的持续推进，有望保持快速增长；农机自动驾驶系统在农业规模化、自动化生产的趋势下已进入快速爆发期。

核心假设及盈利预测

1、公司数据采集设备主要受益于存量替换与海外市场的增长。公司在 RTK 产品领域已逐步后来居上，处于行业领先地位，一方面北三组网后存在存量替换需求，另一方面海外市场机遇高于国内，考虑到公司份额提升，总体上仍将稳定增长。无人机、无人船、三维激光扫描仪等新型终端处于市场爆发期，整体有望实现快速增长。基于此，我们预计公司数据采集设备 2021-2023 年收入增速分别为 28.9%/21.1%/19.9%。

2、公司数据应用及解决方案在高精度卫星导航应用需求高速增长背景下迎来重要机遇。其中：（1）政府大规模采购释放地灾监测强劲需求，公司位移监测系统将保持高速增长；（2）农机自动驾驶系统在国内农业生产逐步走向规模化、自动化的趋势下有望加速渗透。我们预计公司数据应用及解决方案 2021-2023 年收入增速分别为 75.3%/59.1%/46.1%。

3、公司近年来始终保持稳定的毛利率水平，而在关键技术上的突破有望进一步加强成本管控能力。考虑到芯片短缺带来的影响，预计未来毛利率水平先降后升，保持总体稳定，预计 2021-2023 年毛利率分别为 54.2%/54.9%/55.5%。

4、公司近年来持续降本提效，销售费用率持续下降，管理费用率、研发费用率基本稳定，预计未来费用率有望保持稳定。

我们预计公司 2021 年~2023 年收入分别为 20.28 亿元（+43.91%）、27.6 亿元（+36.07%）、36.41 亿元（+31.93%），归母净利润分别为 2.89 亿元（+46.75%）、4.03 亿元（+39.41%）、5.52 亿元（+36.95%），EPS 分别为 0.84 元、1.17 元和 1.61 元。

表 15：华测导航各部分业务收入预测（百万元）

收入预测	2019	2020	2021E	2022E	2023E
数据采集设备					
收入	83451	95418	123040	149004	178625
增长率	23.9%	14.3%	28.9%	21.1%	19.9%
毛利率	52.2%	53.4%	53.0%	54.0%	55.0%
数据应用及解决方案					
收入	31101	45534	79804	127004	185500
增长率	11.7%	46.4%	75.3%	59.1%	46.1%
毛利率	65.0%	56.1%	56.0%	56.0%	56.0%
收入合计	114552	140952	202844	276008	364125
增长率	20.3%	23.0%	43.9%	36.1%	31.9%
毛利率	55.7%	54.3%	54.2%	54.9%	55.5%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理和预测

未来 3 年盈利预测

表 16: 未来 3 年盈利预测表

单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1410	2028	2760	3641
营业成本	(644)	(929)	(1244)	(1620)
销售费用	(307)	(426)	(580)	(765)
管理费用 (含研发费用)	(92)	(421)	(584)	(769)
营业利润	221	321	447	611
利润总额	219	321	447	611
归属于母公司净利润	197	289	403	552
EPS	0.57	0.84	1.17	1.61
ROE	18.1%	22.5%	25.9%	28.6%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

投资建议

我们预计公司 2021 年~2023 年归母净利润分别为 2.89 亿元 (+46.75%)、4.03 亿元 (+39.41%)、5.52 亿元 (+36.95%)，EPS 分别为 0.84 元、1.17 元和 1.61 元，对应 PE 分别为 32 倍、23 倍和 17 倍。我们认为公司作为国内高精度应用解决方案专家，在北斗产业链和高精度定位需求增长背景下，股票合理价值为 29.7~37.8 元左右，维持“买入”投资评级。

表 17: 同类公司估值比较

代码	简称	股价 (5 月 17 日)	EPS (元)			PE			PB	总市值 (亿元)
			2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E		
300627.SZ	华测导航	27.1	0.57	0.84	1.17	47.2	32.1	23.1	7.3	93
同类公司:										
002151.SZ	北斗星通	40.2	0.29	0.41	0.51	176.4	97.2	79.3	4.8	204
002465.SZ	海格通信	9.9	0.25	0.31	0.39	42.6	31.6	25.3	2.3	229
300177.SZ	中海达	9.0	0.13	0.16	0.25	82.5	55.6	36.0	2.9	67
平均						100.5	61.5	46.9	3.3	

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测; 北斗星通、海格通信、中海达采用 WIND 一致预期数据

风险提示

1、高精度卫星导航市场竞争加剧; 2、下游应用市场拓展不及预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	498	693	520	500	营业收入	1410	2028	2760	3641
应收款项	552	722	983	1297	营业成本	644	929	1244	1620
存货净额	232	304	404	521	营业税金及附加	9	12	15	18
其他流动资产	182	264	359	473	销售费用	307	426	580	765
流动资产合计	1503	2024	2306	2832	管理费用	92	421	584	769
固定资产	142	176	444	672	财务费用	13	19	18	22
无形资产及其他	118	213	308	404	投资收益	22	20	20	20
投资性房地产	128	128	128	128	资产减值及公允价值变动	23	0	0	0
长期股权投资	33	43	53	63	其他收入	(168)	80	109	144
资产总计	1924	2584	3240	4098	营业利润	221	321	447	611
短期借款及交易性金融负债	87	80	80	114	营业外净收支	(2)	0	0	0
应付款项	252	406	539	695	利润总额	219	321	447	611
其他流动负债	392	707	955	1246	所得税费用	21	31	42	56
流动负债合计	731	1193	1574	2054	少数股东损益	1	2	3	4
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	197	289	403	552
其他长期负债	102	102	102	102					
长期负债合计	102	102	102	102	现金流量表 (百万元)				
负债合计	833	1295	1676	2156		2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	6	7	9	11	净利润	197	289	403	552
股东权益	1085	1282	1556	1931	资产减值准备	22	50	101	120
负债和股东权益总计	1924	2584	3240	4098	折旧摊销	38	20	35	58
					公允价值变动损失	(23)	0	0	0
关键财务与估值指标					财务费用	13	19	18	22
	2020	2021E	2022E	2023E	营运资本变动	52	194	27	21
每股收益	0.57	0.84	1.17	1.61	其它	(22)	(49)	(99)	(117)
每股红利	0.23	0.27	0.38	0.51	经营活动现金流	265	504	466	633
每股净资产	3.16	3.74	4.54	5.63	资本开支	(161)	(200)	(500)	(500)
ROIC	32%	20%	24%	25%	其它投资现金流	48	(0)	0	0
ROE	18%	23%	26%	29%	投资活动现金流	(127)	(210)	(510)	(510)
毛利率	54%	54%	55%	56%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	25%	12%	12%	13%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	28%	13%	13%	14%	支付股利、利息	(78)	(92)	(129)	(177)
收入增长	23%	44%	36%	32%	其它融资现金流	44	(7)	0	34
净利润增长率	42%	47%	39%	37%	融资活动现金流	(112)	(100)	(129)	(143)
资产负债率	44%	50%	52%	53%	现金净变动	26	195	(173)	(20)
息率	0.8%	1.0%	1.4%	1.9%	货币资金的期初余额	472	498	693	520
P/E	47.2	32.1	23.1	16.8	货币资金的期末余额	498	693	520	500
P/B	8.6	7.2	6.0	4.8	企业自由现金流	253	232	(133)	5
EV/EBITDA	25.6	40.6	29.5	21.7	权益自由现金流	298	235	(122)	46

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032