证券研究报告—动态报告

信息技术

通信

华测导航(300627)

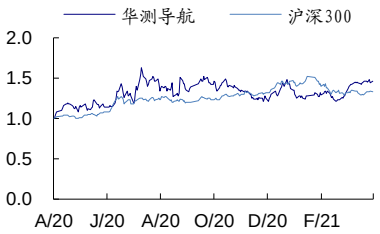
买入

21 年中报点评

（维持评级）

2021 年 08 月 13 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)	8,780/6,840
上证综指/深圳成指	3,441/14,224
12 个月最高/最低(元)	30.56/19.52

相关研究报告:

《华测导航-300627-2019 年业绩快报点评：业绩反转，重回高增长区间》 ——2020-03-03

《华测导航-300627-2018 年报及 19 年一季报点评：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。

财报点评

上半年高速增长，看好自动驾驶业务布局

● **21H1 净利润+104.64%，业绩符合预期**

21H1，公司延续先前高增长态势，实现营业收入 8.54 亿元（+78.2%）；实现归母净利润 1.09 亿元（+104.64%）；实现扣非归母净利润 0.80 亿元（+126.14%），处于业绩预告中枢，符合预期。上半年，公司毛利率为 56.59%，同比+1.9pct；净利率为 12.8%，同比+1.8%。费用率方面较 2020 年有所提高，具体来看，销售费用率为 23.7%，环比+1.9pct；管理费用率 7.0%，环比+0.5pct；研发费用率 18.11%，环比+3.3pct。主要系 1)业务规模扩大，销售费用投入加大；2)股权激励成本提高管理费用；3)关键业务方向等研发投入加大。公司经营活动净现金流为-0.97 亿，主要为公司支付采购款项增加所致，以应对上游“缺芯”。

● **数据采集设备持续增长，解决方案增长迅速，海外突破成亮点**

从具体业务的角度，21H1，公司数据采集设备实现收入 5.79 亿元（+55.3%）；解决方案实现收入 2.76 亿元（+158.4%）。数据采集设备毛利率为 54.85%，较为稳定；解决方案毛利率企稳回升，21H1 达到 60.2%，较 2020 年环比+4.2%。公司海外业务增速成为亮点，21H1 海外实现收入 1.43 亿元，同比+144.4%。海外市场持续突破有望成为公司传统 RTK 设备等产品增长的推动力。

● **乘用车自动驾驶业务实质性突破，充分受益行业红利**

据公司公告，公司被指定为哪吒汽车和浙江省某车企的自动驾驶位置单元业务定点供应商，项目周期为 2021 年至 2026 年，目前处于量产前的开发阶段。未来，公司将积极布局车规级 GNSS SOC 芯片、高精度车规级 IMU 芯片、全球 SWAS 广域增强系统及持续投入优化核心算法。车联网是 GNSS 最具潜力的应用场景，其爆发将成为北斗产业崛起的关键，我们认为公司前瞻布局，有望充分受益行业红利。

● **看好公司在自动驾驶的布局，维持“买入”评级**

我们维持此前盈利预测，预计 2021-2023 年净利润为 2.9/4.0/5.5 亿元，对应 PE 51/36/27 倍，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	0.77	1.07	1.46
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)	62.3	67.7	50.7	36.4	26.6
EV/EBITDA	30.2	35.8	61.2	43.9	31.9
市净率(PB)	8.72	12.28	11.43	9.42	7.59

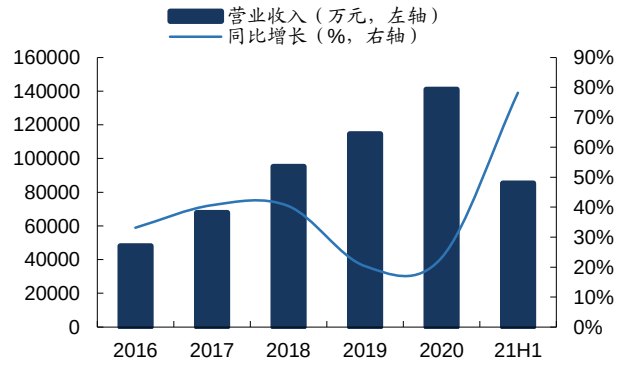
资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

关键财务指标分析

收入及利润

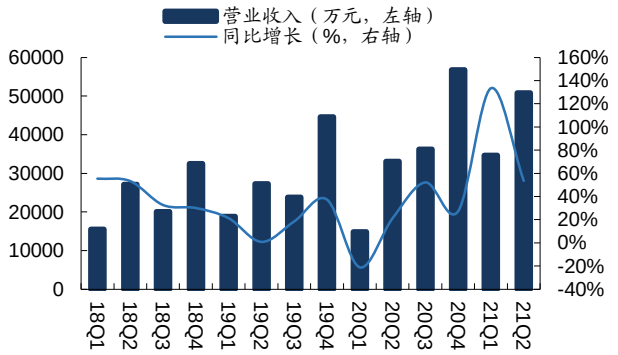
公司 21H1 维持高速增长，净利润增速延续了 20Q3 以来的态势。

图 1：公司 2016~21H1 营业收入（万元）



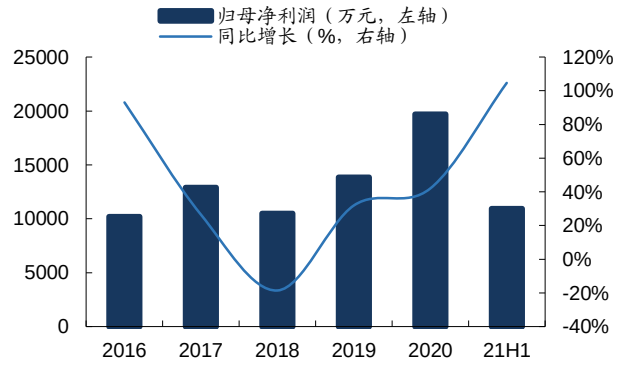
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：公司 18Q1-21Q2 年单季度营业收入（万元）



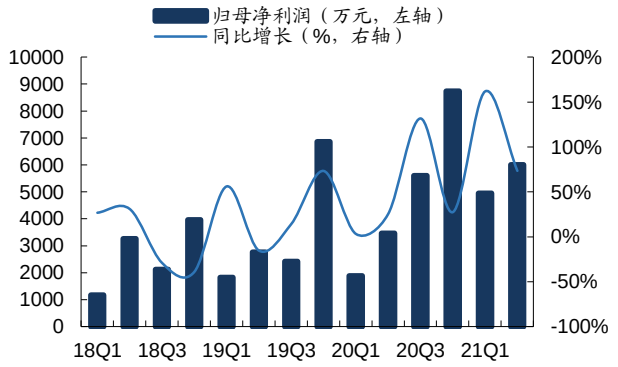
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：公司 2016~21H1 归母净利润（万元）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

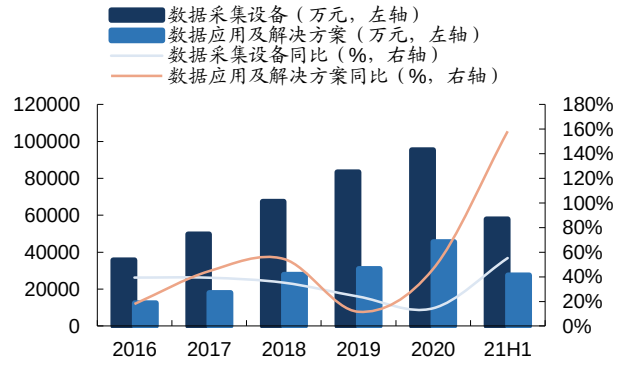
图 4：公司 18Q1-21Q2 年单季度归母净利润（万元）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

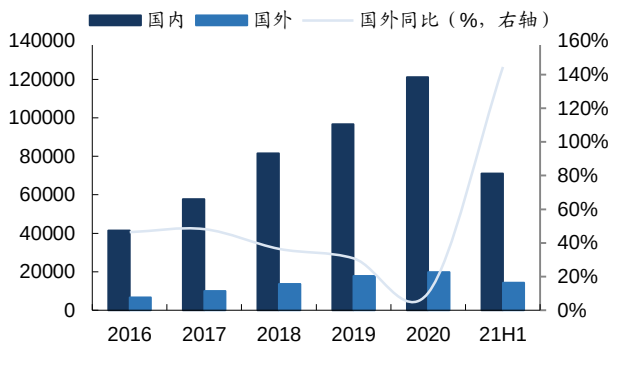
数据采集设备增长速度较为稳定，解决方案爆发式增长。其中，值得注意的是，其一，报告期内，公司在传统 RTK 设备上维持高竞争力，推出领先的“五星十六频 RTK”高精度 GNSS 接收机产品，并凭借优势产品，**加强全球渠道拓展，海外市场增速喜人**。其二，**在乘用车自动驾驶取得关键突破**，公司被指定为哪吒汽车和浙江省某车企的自动驾驶位置单元业务定点供应商。项目周期为 2021 年至 2026 年，目前处于量产前的开发阶段。

图 5：公司 2016~21H1 分业务营业收入（万元）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：公司 2016-21H1 分地区营业收入（万元）

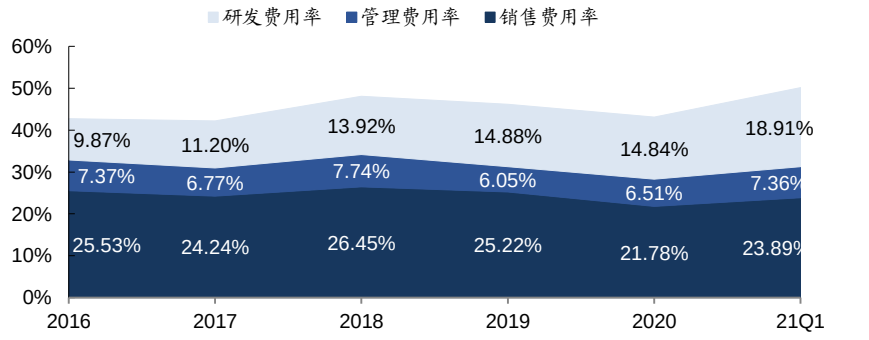


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

费用率

公司各项费用率有所增加，主要系 1)业务规模扩大，销售费用投入加大；2)股权激励成本提高管理费用；3)关键业务方向如高精度 GNSS 算法、高精度 GNSS 芯片开发、精密定位定轨算法、卫惯组合导航算法、多源融合算法、SWAS 广域增强系统等领域研发投入加大。

图 7：公司 2016~21H1 费用率情况

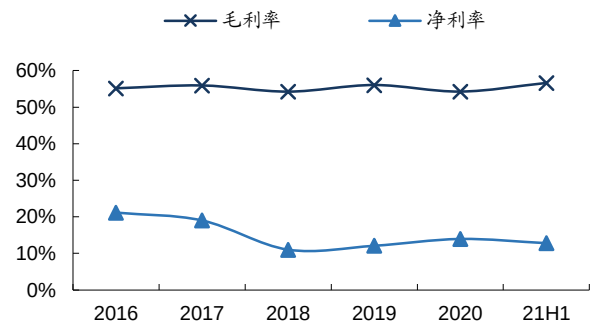


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率与净利率

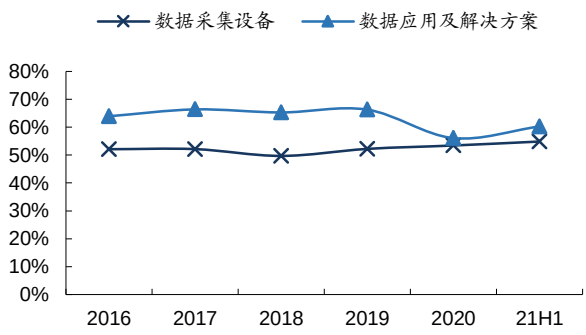
公司毛利率环比增长，净利率由于费用投入增大环比有所降低，总体平稳，维持在较高水平。具体业务方面，数据采集设备毛利率为 54.85%，较为稳定；解决方案毛利率企稳回升，21H1 达到 60.2%，较 2020 年环比+4.2%。

图 8：公司 2016~21H1 毛利率与净利率情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 9：公司 2016-21H1 分业务毛利率

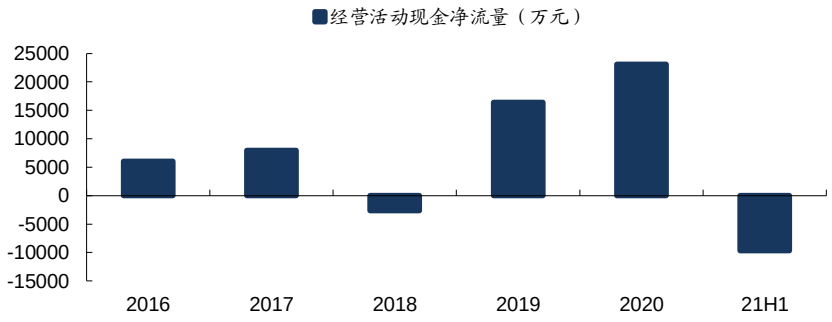


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

经营活动现金流

公司经营活动现金流逐年改善，21H1 为支付采购款增加所致。

图 10：公司 2016~2021Q1 年经营活动现金流



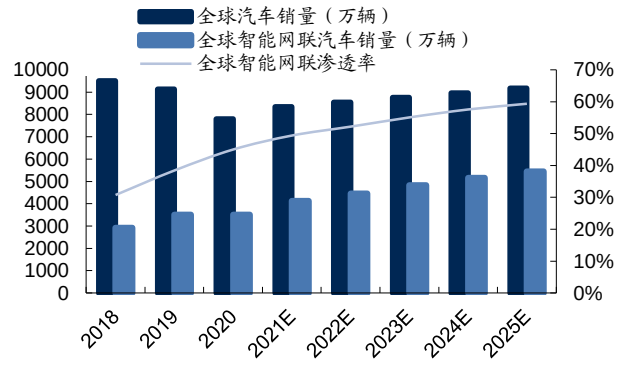
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

长期看好公司自动驾驶业务布局

车联网领域是北斗产业应用爆发的关键

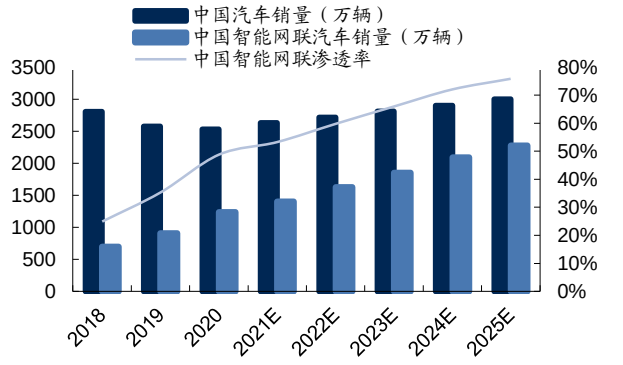
汽车智能网联趋势不可挡。根据 IHS 的数据，预计全球智能网联汽车渗透率将从 2020 年的 45%增加至 2025 年的 60%；中国市场渗透率领先全球市场，预计 2025 年渗透率将达到约 76%。

图 11：全球智能网联汽车出货量及渗透率预测



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

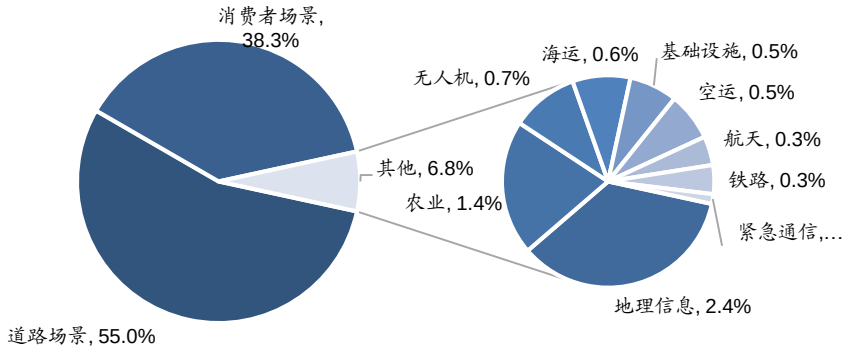
图 12：中国智能网联汽车出货量及渗透率预测



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

在此趋势下，车联网是 GNSS 服务最大的单一市场，也是北斗产业爆发的关键所在。据《2019 GSA GNSS Market Report》数据，2019-2029 年，全球 GNSS 服务应用市场规模累计达到 25250 亿欧元，其中道路应用场景占比 55%，消费者应用场景占比 38.3%，合计对应市场规模约 23811 亿欧元。

图 13：2019-2029 不同 GNSS 应用领域市场累计规模占比



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

目前来看，北斗在车联网应用的落地加速，正受到技术、政策、安全等多方面因素的推动：

（1）技术角度，北斗等 GNSS 定位是高精度定位的关键技术

高精度时空信息，如高精度定位、高精度地图等是自动驾驶落地的必备条件。而**GNSS 定位是高精度定位的关键技术。**车辆高精确定位关键技术包括 GNSS 定位、传感器与高精地图匹配定位、蜂窝网定位及同步系统。GNSS 或其差分补偿 RTK 方案是最基本的定位方法，但其应用场景仅限于室外环境；高成本、对环境的敏感性以及地图的绘制和更新限制传感器定位的普及；蜂窝网络对于提高定位性能至关重要，5G 本身的定位能力，也为车辆高精度定位提供强有力的支撑。**并且，高精度地图的绘制需要卫星定位技术的支撑**，GNSS 服务对于高精度地图的作用主要在于数据采集，可在静态高精地图层面提供帮助。**考虑到北斗一方面自身在国内的定位精度上较其余全球导航系统更为领先，另一方面由于国内具备较为完善的地基增强网络，并有星基增强系统作为补充，北斗在高精度定位服务上具备优势。**

图 14：车辆高精度定位系统网络架构图

资料来源：《北斗卫星导航应用案例》、国信证券经济研究所整理

表 1：四大全球导航系统对比

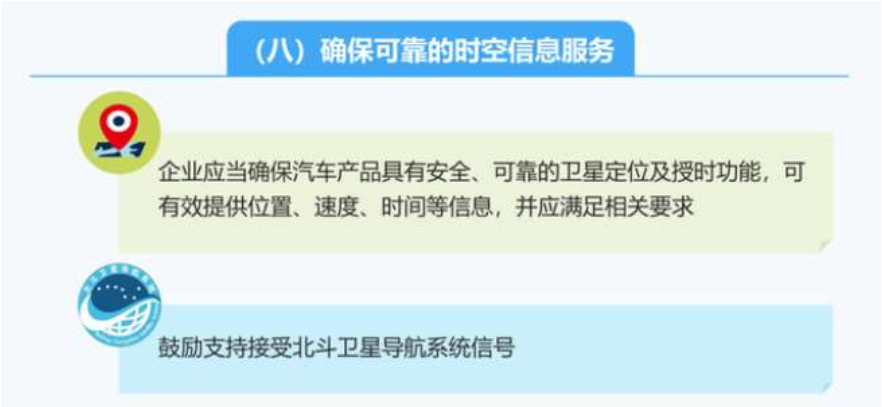
	北斗	GPS	GLONASS	Galieo
标志				
所属国家	中国	美国	俄罗斯	欧盟
在轨卫星数量	49	32	27	26
运行卫星数量	44	30	23	22
轨道构型	地球同步静止轨道（GEO） 倾斜地球同步轨道（IGSO） 中圆地球轨道（MEO）	中圆地球轨道（MEO）	中圆地球轨道（MEO）	中圆地球轨道（MEO）
轨道高度	35786km（GEO） 35786km（IGSO） 21528km（MEO）	20200km	19100km	23222km
首次发射时间	2000	1978	1982	2005
投入应用时间	北斗 1 号：2000 北斗 2 号：2012 北斗 3 号：2020	1994	俄罗斯：2007 全球：2009	2016
服务对象	军民两用	军民两用	军民两用	民用
定位精度	10m（全球） 5m（亚太地区） 1m（军用）	10m（民用） 1m（军用）	10m（民用）	1m
授时精度	20ns（全球） 10ns（亚太地区）	20ns	20ns	20ns
测速精度	0.2m/s（全球） 0.1m/s（亚太地区）	0.2	0.2	0.2

资料来源：北斗卫星导航系统官网、GLONASS 官网、European GNSS Service Centre、国信证券经济研究所整理

（2）从国家安全角度，独立自主的北斗导航系统具有先天优势。高精度的位置信息涉及关键国家安全，因此独立自主研发的北斗导航系统在国内自动驾驶等高精度应用方面具有先天优势。

（3）政策上，车联网和北斗都是政府高度重视的应用场景。如 2021 年 8 月 12 日，工信部印发《关于加强智能网联汽车生产企业及产品准入管理的意见》（下称《意见》）。**其中，《意见》提出要确保可靠的时空信息服务**——企业应当确保汽车产品具有安全、可靠的卫星定位及授时功能，可有效提供位置、速度、时间等信息，并应满足相关要求，**鼓励支持接受北斗卫星导航系统信号。**

图 15：《意见》提出智能网联汽车要确保可靠的时空信息服务



资料来源：工信微报、国信证券经济研究所整理

公司自动驾驶领域取得突破性进展，有望充分受益行业红利

华测导航是国内领先的高精度定位应用专家，已具备汽车供应链项目的设计加工制造资格。公司于 2020 年取得 IATF16949 认证证书，标志着华测导航具备了汽车供应链项目的设计加工制造资格，可参与全球汽车供应链项目竞标，更表明公司质量标准体系建设迈上了新台阶。

图 16：公司取得 IATF16949 认证证书

资料来源：公司官微、国信证券经济研究所整理

从产品角度，公司已有前瞻布局，商用车应用领先，乘用车自动驾驶取得关键突破。据公司官微，华测导航自动驾驶解决方案是以高精度定位 GNSS 核心算法、GNSS/INS 组合导航算法，点云核心算法、控制核心算法为基础，结合 OEM 板卡引擎技术，开展 GNSS/INS 组合导航系统研发与生产，已经形成多形态的组合导航产品系列，如为 L4 和 L5 级自动驾驶领域推出的 CGI-610 高性能组合导航系统，为机器人推出的 CGI-410 高精度组合导航系统，为自动驾驶，轨道交通、机器人、无人机等推出的可量产化的 CGI-310 组合导航模块等，主要用于商用车无人驾驶等领域。而**乘用车自动驾驶方面**，据公司公告，公司已经被指定为哪吒汽车和浙江省某车企的自动驾驶位置单元业务定点供应商，项目周期为 2021 年至 2026 年，目前处于量产前的开发阶段，未来，公司将积极布局车规级 GNSS SOC 芯片、高精度车规级 IMU 芯片、全球 SWAS 广域增强系统及持续投入优化核心算法，为客户提供更有竞争力的产品与解决方案。**我们认为公司基于在自动驾驶的相关前瞻性布局，有望充分受益行业红利。**

图 17：CGI220 车规级组合导航接收机

资料来源：公司官微、国信证券经济研究所整理

可比公司估值

选取同行业可比公司估值对比如下，公司 PE 低于行业平均，估值偏低。

表 2：同类公司估值比较

代码	简称	股价（8 月 12 日）	EPS（元）			PE			PB	总市值（亿元）
			2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E		
300627.SZ	华测导航	38.9	0.57	0.77	1.07	67.7	50.7	36.4	10.4	147
				同类公司：						
002151.SZ	北斗星通	46.9	0.29	0.43	0.49	176.4	110.2	94.8	5.6	238
002465.SZ	海格通信	10.2	0.25	0.31	0.39	42.6	32.4	26.0	2.4	235
300177.SZ	中海达	10.9	0.13	0.14	0.17	82.5	79.3	64.2	3.5	81
	平均					100.5	74.0	61.7	3.8	

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

■ 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）	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	498	693	520	500
应收款项	552	722	983	1297
存货净额	232	304	404	521
其他流动资产	182	264	359	473
流动资产合计	**1503**	**2024**	**2306**	**2832**
固定资产	142	176	444	672
无形资产及其他	118	213	308	404
投资性房地产	128	128	128	128
长期股权投资	33	43	53	63
资产总计	**1924**	**2584**	**3240**	**4098**
短期借款及交易性金融负债	87	80	80	114
应付款项	252	406	539	695
其他流动负债	392	707	955	1246
流动负债合计	**731**	**1193**	**1574**	**2054**
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	102	102	102	102
长期负债合计	**102**	**102**	**102**	**102**
负债合计	**833**	**1295**	**1676**	**2156**
少数股东权益	6	7	9	11
股东权益	1085	1282	1556	1931
负债和股东权益总计	**1924**	**2584**	**3240**	**4098**

关键财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.57	0.77	1.07	1.46
每股红利	0.23	0.25	0.34	0.47
每股净资产	3.16	3.40	4.13	5.12
ROIC	32%	20%	24%	25%
ROE	18%	23%	26%	29%
毛利率	54%	54%	55%	56%
EBIT Margin	25%	12%	12%	13%
EBITDA Margin	28%	13%	13%	14%
收入增长	23%	44%	36%	32%
净利润增长率	42%	47%	39%	37%
资产负债率	44%	50%	52%	53%
息率	0.6%	0.7%	1.0%	1.3%
P/E	67.7	50.7	36.4	26.6
P/B	12.3	11.4	9.4	7.6
EV/EBITDA	35.8	61.2	43.9	31.9

利润表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1410	2028	2760	3641
营业成本	644	929	1244	1620
营业税金及附加	9	12	15	18
销售费用	307	426	580	765
管理费用	92	421	584	769
财务费用	13	19	18	22
投资收益	22	20	20	20
资产减值及公允价值变动	23	0	0	0
其他收入	(168)	80	109	144
营业利润	221	321	447	611
营业外净收支	(2)	0	0	0
利润总额	**219**	**321**	**447**	**611**
所得税费用	21	31	42	56
少数股东损益	1	2	3	4
归属于母公司净利润	**197**	**289**	**403**	**552**

现金流量表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	197	289	403	552
资产减值准备	22	50	101	120
折旧摊销	38	20	35	58
公允价值变动损失	(23)	0	0	0
财务费用	13	19	18	22
营运资本变动	52	194	27	21
其它	(22)	(49)	(99)	(117)
经营活动现金流	**265**	**504**	**466**	**633**
资本开支	(161)	(200)	(500)	(500)
其它投资现金流	48	(0)	0	0
投资活动现金流	**(127)**	**(210)**	**(510)**	**(510)**
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(78)	(92)	(129)	(177)
其它融资现金流	44	(7)	0	34
融资活动现金流	**(112)**	**(100)**	**(129)**	**(143)**
现金净变动	**26**	**195**	**(173)**	**(20)**
货币资金的期初余额	472	498	693	520
货币资金的期末余额	498	693	520	500
企业自由现金流	253	232	(133)	5
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分析师预测

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 ±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 ±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。

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