

华测导航（300627）2021 年中报点评： 归母净利润翻番，公司有望享受高精度卫星导航 产业高景气发展红利

行业分类：国防军工

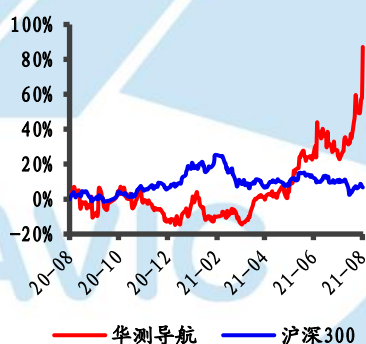
2021 年 8 月 15 日

公司投资评级	买入
当前股价(2021.8.13)	46.06
目标价格	49.60

基础数据（2021.8.13）

上证指数	3516.30
总股本（亿股）	3.77
流通 A 股（亿股）	2.70
资产负债率(2021H1)	30.75%
ROE（2021H1 摊薄）	5.54%
PE（TTM）	61.1
PB（LF）	9.23

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 8 月 13 日公告，2021 年 H1 营收 8.54 亿元（+78.24%），归母净利润 1.09 亿元（+104.64%），毛利率 56.59%（+1.90pcts），净利率 12.66%（+1.89pcts）。

➤ 投资要点：

● 公司营收利润均显著增长，净利率创上市来历史新高

报告期内，受益于公司数据应用及系统解决方案增长迅速，公司营业收入（8.54 亿元，+78.24%）整体高速增长，归母净利润（1.09 亿元，+104.64%）以及扣非净利润（0.80 亿元，+126.14%）均实现了翻番，且较疫情前的 2019H1 增长了 138.43% 及 216.50%。而在此背景下，公司的毛利率 56.59%（+1.90pcts）、净利率（12.66%，+1.89pcts）均创出了公司上市以来半年报的历史新高，体现出公司盈利能力正在持续上升。

从业务看，在报告期内，公司业务包含**数据采集设备**以及**数据应用及解决方案**两大类。其中，公司数据采集设备业务的收入（5.79 亿元，+55.30%）高速增长，数据应用及解决方案营业收入（2.76 亿元，+158.37%）显著增长。根据公司在 2021 年半年度业绩预告中的披露，主要原因系公司 GNSS 智能装备以及监测集成等具体业务板块收入快速增长所致。2021 年 H1，公司加强业务拓展，在测量测绘、灾害监测、乘用车自动驾驶、农机自动驾驶、实景三维、海洋测绘等领域均取得较好的进展。

从区域看，报告期内，公司国内外业务收入均实现了高速增长，其中，国内收入 7.11 亿元（+69.04%），较疫情前的 2019H1 增长了 87.60%，海外收入 1.43 亿元（+144.44%）显著增长，且较疫情前的 2019H1 增长了 74.39%，从公司各业务较疫情前 2019 年的规模高速增长来看，我们判断，疫情对公司当前海内外业务的影响已较为有限。

● 公司不断加大研发投入，有望为公司未来业绩带来新的增量空间

费用方面，在公司业务规模扩大，实施股权激励（分摊股份支付成本）影响下，公司销售费用（2.02 亿元，+74.94%）及管理费用（0.60 亿元，+47.46%）均高速增长，但在公司收入出现大幅增长的背景下，报告期内，公司销售费用率（23.71%，-0.45pcts）与管理费用率（7.04%，-1.47pcts）均有所下降，表明了公司规模效应有所显现。另外，公司为提高产品竞争力，2021H1 的研发费用（1.55 亿元，

股市有风险 入市须谨慎

+90.41%) 出现高速增长, 研发费用率 (18.11%, +1.16pts) 创下公司上市以来的历史新高, 报告期内, 公司新增授权有效专利 18 项 (含发明专利 11 项)。我们认为, 公司近三年研发费用率始终保持在 15% 以上, 主要原因可能为公司近年来加大了在高精度卫星导航应用产业上游的 GNSS 基带芯片、板卡、模组、天线等基础器件及核心算法领域、产业中下游各应用领域 (包括导航定位授时、测绘与地理信息、封闭和半封闭场景的无人驾驶等应用) 等终端设备集成及解决方案领域的研发投入, 我们判断, 伴随公司业务已由高精度卫星导航应用产业链中下游向技术附加值更大的上游有所拓展, 未来将有望加强公司在卫星高精度导航应用产业中下游新兴市场的竞争力, 并为公司带来更多的增量收入空间和盈利空间。

其他财务数据方面, 报告期末, 公司存货账面价值达到 3.60 亿元 (较期初增长了 55.34%), 其中, 原材料的账面价值 (0.76 亿元, 较期初增长了 164.57%) 与发出产品的账面价值 (0.92 亿元, 较期初增长了 125.69%) 出现显著提升; 合同负债 0.98 亿元 (较期初增长 40.17%), 均表现出公司在积极备货, 订单或较为充裕, 未来将有望兑现至公司业绩。

● 公司定增完成, 借力资本市场实现外延增长

2021 年 6 月, 公司完成定增, 募集资金净额 7.85 亿元, 其中, 3.12 亿元用于北斗高精度基础器件及终端装备产能建设项目、2.38 亿元用于智能时空信息技术研发中心建设项目、2.35 亿元用于补充流动资金。值得注意的是, 根据公司定增说明书的披露, 公司北斗高精度基础器件及终端装备产能建设项目将在公司现有产品及技术的基础上, 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, 该项目公司计划建设期为 2 年, 公司预计达产后预测期内年均为公司新增营业收入 7.09 亿元 (占公司 2020 年收入的 50.30%), 新增利润总额 1.40 亿元 (占公司 2020 年利润总额的 63.92%)。

根据《2020 中国卫星导航与位置服务产业发展白皮书》及《2021 中国卫星导航与位置服务产业发展白皮书》披露, 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, 年复合增速达 23.7%。2020 年国内市场各类高精度应用终端销量接近 150 万台/套, 其中应用国产高精度模块和板卡的终端已超过 70% 左右, 而 2019 年国内各类高精度接收机终端销量超过 20 万台/套, 其中国产高精度接收机销量已占到 50% 以上。

由此可以看出, 近年来我国高精度接收设备市场规模增长快速, 在公司已经研发出高精度 GNSS 基带芯片“璇玑”、多款高精度 GNSS 板卡、模组、天线等基础器件背景下, 公司定增募投项目的推进, 将为“十四五”期间公司在北斗高精度应用市场中上游 (设备及基础期间) 的产能保障奠定基础, 进而构成公司“十四五”期间业绩维持快速增长的基础保障。

● “内外兼修”有助于公司享受高精度卫星导航产业高景气发展红利

公司自 2003 年成立以来, 始终聚焦高精度导航定位应用相关的核心技术及其产品的开发、制造、集成和产业化。当前, 公司主要围绕“一个核心、两个平台、三大应用”实施战略布局: 坚持钻研高精度导航定位核心技术, 持续打造高精度定位芯片技术平台和全球星地一体增强网络服务平台, 应用方向包括导航定位授时、测绘与地理信息、封闭和半封闭场景的无人驾驶。

高精度导航定位核心技术方面, 拥有自主可控毫米级/厘米级高精度算法, 具备高精度 RTK、PPP、静态解算、网络 RTK、精密定轨技术、组合导航定位技术、多源融合定位技术等完整算法技术能力。

高精度定位芯片技术平台方面, 公司已经形成了较完备的、以高精度 GNSS 芯片、板卡、模组、天线等基础器件为主的高精度定位芯片技术平台, 截至目前, 公司已经研发出高精度 GNSS 基带芯片“璇玑”、多款高精度 GNSS 板卡、模组、天线等基础器件。

全球星地一体增强网络服务平台方面, 公司攻坚 SWAS 广域增强系统核心算法和打造全球星地一体增强网络服务的基础设施, 构建全球卫星导航定位解算平台, 面向全球客户提供精准可靠安全的位置增强服务和解决方案。

三大应用领域主要包含导航定位授时、测绘与地理信息、封闭和半封闭场景的无人驾驶。

测绘与地理信息行业应用是公司的业务基础，是公司战略发展的重要技术与资源支点，是驱动公司业务保持稳定发展的重要因素，目前公司主要以为自然资源、交通、电力、应急、高校等行业客户提供位置信息数据采集设备和系统解决方案为主。主要包含测量测绘、位移监测以及实景三维领域。报告期内，测量测绘方面，公司凭借优势产品，加强 RTK 产品的全球渠道拓展，做好供应链保障，实现了产品业务的快速增长；灾害监测方面，公司持续推广行业领先的普适型地质灾害监测方案；实景三维方面，随着市场需求的恢复，高效率、高质量的作业设备和方案受到市场认可，公司凭借核心技术优势，实现实景三维业务的快速增长。

封闭和半封闭场景的无人驾驶业务方面，公司主要依托自身高精度卫星定位导航、智能控制的技术优势，与机器学习、视觉、AR 等技术进行融合，推动自主知识产权的无人“+北斗”系统器件、终端的产业化进程，同时开展“北斗+”与智能无人技术的创新融合应用，发挥北斗系统的基础支撑作用。主要包含无人机航测、海洋测绘、农机自动驾驶及工程机械高精度智能导航控制领域。报告期内，乘用车自动驾驶方面，公司积极拓展自动驾驶业务，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；农机自动驾驶方面，公司推出了农机自动驾驶产品“领航员 NX510”，并与部分主机企业建立深度合作，实现了农机自动驾驶产品的快速推广和应用；海洋测绘方面，公司针对水文测验行业客户推出了适用于河流断面流速测验、洪水应急监测的无人化水文测验船——“华微 4 号”，并在各大水文局、水利水电单位、涉水测绘单位等完成快速推广。

导航定位授时业务方面，公司依托组合导航算法的核心技术优势，开发出了高精度、高动态定位测向测姿接收机等终端，能够为自动驾驶乘用车、有轨电车、高速铁路车辆、港口/矿区等无人运输车、物流机器人等提供高精度组合导航模组、组合导航板卡、定位测向接收机、便携式组合导航终端、抗震型测量天线等产品，满足自动驾驶、车辆智能监控管理、铁路巡检、无缝物流、驾考驾培等应用对高精度导航定位的需求。

总体来看，我们认为，公司所处的高精度卫星导航产业，伴随近年来我国北斗空间基础设施的建设完毕以及星基/地基增强等服务的推广，在需求侧方面，“十四五”期间，公司高精度卫星导航应用下游市场将享受“北斗+”与“+北斗”产业融合发展趋势带来的新增量市场，而公司高精度卫星导航应用产业中上游的设备器件市场将在整体高精度卫星导航应用市场的增速基础上，再叠加国产替代趋势带来的额外增速。

供给侧方面，在公司加大研发投入及借力资本市场外延增长这种“内外兼修”背景下，公司将有望依靠自身已经在高精度卫星导航应用产业中下游部分细分应用领域布局基础，进一步拓宽公司在对应高精度卫星导航应用领域中上游（终端设备及器件）的市场空间，以上也将构成公司“十四五”期间收入快速增长的基础。

➤ 投资建议

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，具体观点如下：

1. 疫情对公司当前海内外业务的影响已较为有限，2021H1 公司营收利润均显著增长，净利率创上市以来历史新高，公司规模效应已有所显现；
2. 需求侧方面，“十四五”期间，公司高精度卫星导航应用下游市场将享受“北斗+”与“+北斗”产业融合发展趋势带来的新增量市场，而公司高精度卫星导航应用产业中上游的设备器件市场将在整体高精度卫星导航应用市场的增速基础上，再叠加国产替代带来的额外增速；
3. 供给侧方面，在公司加大研发投入及借力资本市场外延增长这种“内外兼修”背景下，公司将有望依靠自身已经在高精度卫星导航应用产业中下游部分细分应用领域布局基础，进一步拓宽公司在对应高精度卫星导航应用领域中上游（终端设备及器件）的市场空间，以上也将构成公司“十四五”期间收入快速增长的基础；

4. 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。

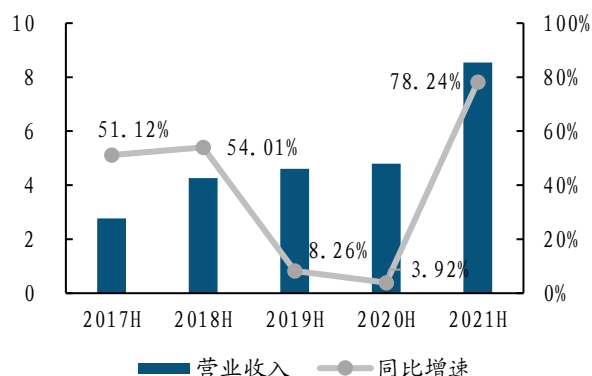
基于以上观点，我们预计公司 2021-2023 年的营业收入分别为 20.43 亿元、25.96 亿元和 31.45 亿元，归母净利润分别为 2.96 亿元、3.84 亿元及 4.82 亿元，EPS 分别为 0.82 元、1.02 元、1.28 元，我们给予目标价格 49.60 元，分别对应 60 倍、49 倍及 39 倍 PE。

➤ 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。

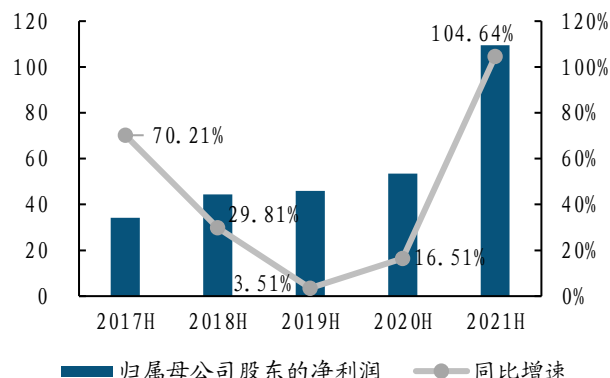
➤ 盈利预测：

单位: 百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1145.52	1409.53	2042.64	2595.51	3145.37
增长率 (%)	20.32	23.05	44.92	27.07	21.19
归属母公司股东净利润	138.70	196.94	295.96	383.72	482.40
增长率 (%)	31.91	41.99	50.28	29.65	25.72
每股收益 (EPS) (元)	0.58	0.58	0.82	1.02	1.28

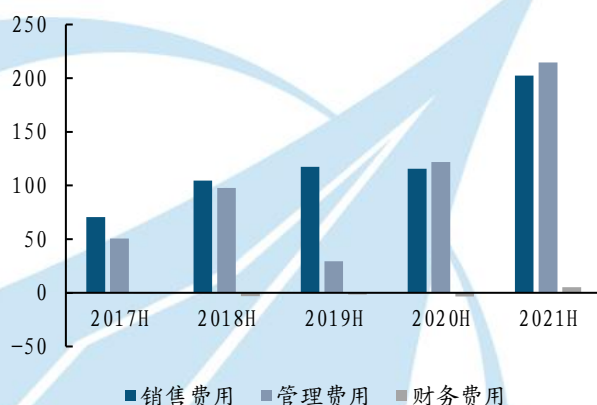
数据来源：WIND，中航证券研究所

◆ 2017-2021 年公司半年报主要财务数据
图 1: 公司半年报营业收入及增速 (单位: 亿元; %)


资料来源: WIND, 中航证券研究所

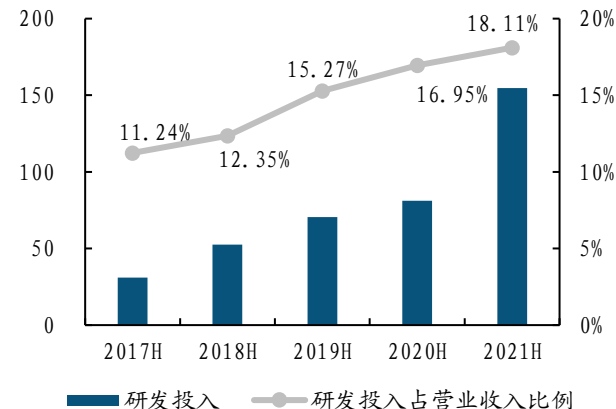
图 2: 公司半年报归母净利润及增速 (单位: 百万元; %)


资料来源: WIND, 中航证券研究所

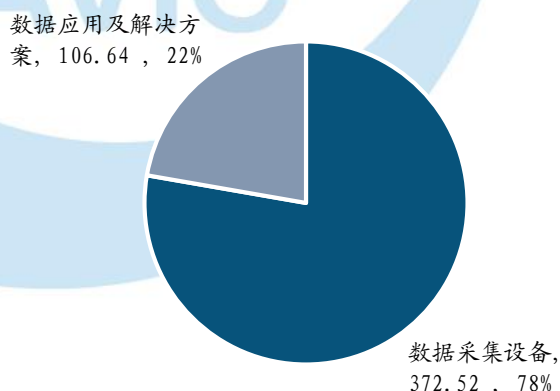
图 3: 公司半年报三费情况 (单位: 百万元)


资料来源: WIND, 中航证券研究所

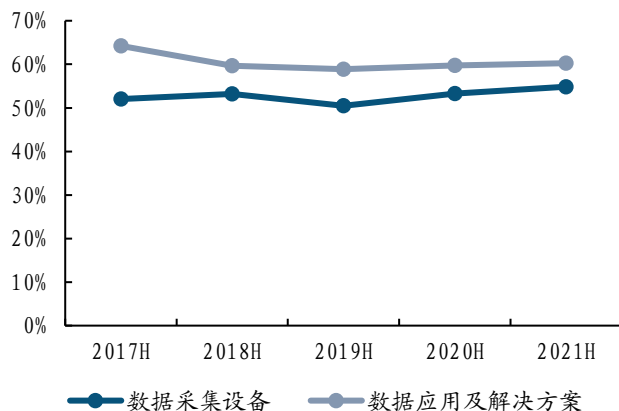
注: 表中管理费用包含研发费用

图 4: 公司半年报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 2021H1 收入构成 (单位: 百万元; %)


资料来源: WIND, 中航证券研究所

图 6: 公司半年报毛利率情况 (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	2042.64	2595.51	3145.37
减：营业成本	644.41	881.61	1100.69	1288.50
营业税金及附加	8.52	10.42	14.02	16.36
销售费用	306.98	409.75	495.74	644.80
管理费用	300.85	411.39	550.51	643.86
财务费用	13.46	0.96	6.20	12.41
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	333.89	432.78	542.87
加：其他非经营损益	-1.79	-0.90	-1.13	-1.23
利润总额	219.02	332.98	431.65	541.64
减：所得税	20.78	34.64	45.03	55.60
净利润	198.24	298.35	386.62	486.04
减：少数股东损益	1.30	2.39	2.90	3.65
归属母公司股东净利润	196.94	295.96	383.72	482.40
资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	497.90	510.66	648.88	786.34
应收和预付款项	601.64	778.37	1011.42	1317.21
存货	232.03	313.53	395.22	470.54
其他流动资产	171.85	155.12	196.10	225.12
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	251.56	356.78	458.03
无形资产和开发支出	133.95	116.49	99.02	81.56
其他非流动资产	111.96	123.30	133.94	143.87
资产总计	1924.04	2282.09	2874.43	3515.75
短期借款	87.17	208.25	345.74	539.42
应付和预收款项	372.98	406.66	554.00	637.86
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	372.67	345.69	422.42	502.22
负债合计	832.82	960.60	1322.16	1679.50
股本	341.43	377.08	377.08	377.08
资本公积	228.65	228.65	228.65	228.65
留存收益	560.09	752.34	980.22	1260.56
归属母公司股东权益	1085.39	1313.28	1541.15	1821.49
少数股东权益	5.83	8.22	11.12	14.76
股东权益合计	1091.22	1321.49	1552.26	1836.25
负债和股东权益合计	1924.04	2282.09	2874.43	3515.75
现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	231.16	75.34	288.35	294.83
投资活动现金流净额	-107.13	-134.62	-145.58	-156.58
筹资活动现金流净额	-96.68	72.04	-4.56	-0.79
现金流量净额	18.19	12.76	138.22	137.47

数据来源：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，SAC 执业证书号：S0640519070001，清华大学硕士，中航证券研究所首席分析师。

刘琛，SAC 执业证书号：S0640520050001，北京航空航天大学新媒体学士，2018 年加入中航证券研究所，从事军工、通信行业研究。

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。