

华测导航 (300627)

2022年中报点评：全球市场拓展效果明显，毛利率与净利率创上市来新高

报告摘要

◆ **事件：**公司8月12日公告，2022年上半年营收9.29亿元(+8.72%)，归母净利润1.35亿元(+23.15%)，扣非归母净利润9354.16万元(+16.66%)，毛利率58.90%(+2.30pcts)，净利率14.13%(+1.47pcts)。

◆ 境外收入占比提升，毛利率与净利率创上市以来新高

报告期内，受到公司所处上海等地区的疫情反复影响下，公司营业收入（9.29亿元，+8.72%）增速较一季度有所放缓，但毛利率（58.90%，+2.30pcts）仍实现稳中有升，我们认为主要原因包括公司积极开拓全球市场，境外市场营收（1.90亿元，+33.26%）与毛利率（71.40%，+7.68pcts）均实现快速增长，同时，公司通过启用核心元器件战略备货、研发降本、优化设计工艺、零部件国产替代等措施实现了降本增效。公司归母净利润（1.35亿元，+23.15%）实现快速增长，我们认为主要原因包括受到研发费用加计扣除影响，公司所得税（37.89万元，-92.13%）明显下降等。值得注意的是，公司的毛利率（58.90%，+2.30pcts）与净利率（14.13%，+1.47pcts）均创下上市以来同期新高，表明公司盈利能力正在稳定提升。

从业务看，报告期内，公司业务包含高精度定位装备、系统应用及解决方案两大类。其中，高精度定位装备收入（6.53亿元，+12.87%）稳定增长，系统应用及解决方案收入（2.76亿元，+0.01%）基本不变，表明上半年公司收入增长更多来源于高精度卫星导航产业中上游。

从行业分类看，公司业务涉及建筑与基建、地理空间信息、资源与公共事业、机器人与自动驾驶四大领域，具体情况如下：

- ① 建筑与基建领域收入（4.51亿元，+3.36%）体量最大，毛利率（57.86%，-3.45pcts）有所下降；

投资评级

买入
维持评级

2022年08月12日

收盘价(元): 33.54

目标价(元): 37.50

公司基本数据

总股本(百万股)	533.72
总市值(百万)	17,900.86
流通股本(百万股)	433.39
流通市值(百万)	14,536.00
12月最高/最低价(元)	52.11/25.10
资产负债率(%)	33.16
每股净资产(元)	4.25
市盈率(TTM)	56.00
市净率(PB)	7.89
净资产收益率(%)	5.95

股价走势图



作者

张超 分析师
SAC执业证书: S0640519070001
联系电话: 010-59219568
邮箱: zhangchao@avicsec.com

王宏涛 分析师
SAC执业证书: S0640520110001
联系电话: 010-59212525
邮箱: wanght@avicsec.com

相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

② 地理空间信息领域收入（1.23 亿元，+17.89%）增速最大，毛利率（54.57%，+1.17pcts）稳中有升；

③ 资源与公共事业领域收入（3.22 亿元，+14.76%）快速增长，毛利率（62.43%，+11.75pcts）快速增长；

④ 机器人与自动驾驶领域收入（3251.52 万元，-0.90%）快速增长，毛利率（54.51%，+0.03pcts）有所提升。

整体来看，我们认为，2022 年上半年，疫情对公司业务开展产生了一定影响，公司收入增速放缓，但在公司海外市场拓展与生产降本增效等因素影响下，净利润仍维持了快速增长。我们判断，尽管当前我国疫情呈现多点散发、多地频发态势，但在高精度卫星导航市场快速发展大趋势不变，同时公司盈利空间更大的海外业务快速拓展背景下，公司整体收入与利润未来在三四季度环比增速有望提升，全年业绩仍有望实现快速增长。

◆ 公司持续投入研发，有望为公司未来业绩带来新的增量空间

费用方面，2022 年上半年，公司三费费率（32.76%，+1.41pcts）略有增长。其中，管理费用率（9.24%，+2.20pcts）有所增长，主要系公司多期股权激励产生的股份支付费用较高，扣除该影响管理费用率（6.93%，-0.11pcts）与去年同期基本持平；销售费用率（24.75%，+1.04pcts）略有增长，主要系在销售服务等方面的费用上升所致；财务费用率（-1.23%，-1.84pcts）显著下降，主要系汇率变动产生的汇兑损益所致。同时，公司研发费用率（17.25%，-0.86pcts）仍维持在较高水平。我们认为，公司核心技术壁垒的建立、产品及解决方案竞争优势的提升，有利于推动公司不断引领市场，提升议价能力。同时，从公司主要研发项目来看，研发投入集中在北斗高精度导航应用产业链中上游（包括上游基础器件，中游终端设备以及服务系统等），将持续加强公司在卫星高精度导航各下游新兴领域拓展的竞争力，并为公司带来更多的增量收入空间和盈利空间。

现金流方面，报告期内公司现金流净额（-4.01 亿元，-159.52%）显著下降，其中，经营活动现金流净额（-2.95 亿元，较 2021H1 减少 1.99 亿元）显著下降，主要系公司支付职工薪酬及支付其他经营活动的现金增加，同时疫情导致回款节奏有所放缓所致；投资活动现金流净额（-0.45 亿元，较 2021H1 增长 0.70 亿元），主要系收到投资收益和其他与投资活动有关的现金增加所致；筹资现金流净额（-0.76 亿元，-108.50%）大幅下降，主要系上年同期非公开发行股份的募集资金到账所致。

其他财务数据方面，报告期内，公司存货（4.60 亿元，+27.59%）快速增长，其中，发出商品达 1.19 亿元（+29.27%），未来有望较快兑现至利润

表，结合公司合同负债（1.65 亿元，+68.77%）高速增长，我们判断，公司部分在手订单或意向客户需求充足，目前正在积极备货，同时较为充足的库存和原材料储备也将有助于公司的毛利率维持在一定区间内。

◆ “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，公司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。公司围绕高精度导航定位技术核心，逐步构建起高精度定位芯片技术平台、全球星地一体增强网络服务平台两大核心技术护城河，并逐步打造公司各类高精度定位导航智能装备和系统应用及解决方案在**建筑和基建、地理空间信息、资源与公共事业、机器人与自动驾驶**等行业的竞争力。

① 建筑与基建

建筑与基建领域，公司基于多种高精度定位装备和系统应用及解决方案，为建筑、工程、施工等行业客户的勘测、设计、施工、运维环节的工作，提供高精度位置信息。

报告期内，公司推出了基于惯性导航与卫星定位融合解算的“视觉 RTK”高精度接收机智能装备，以及采用公司自研图形引擎的测地通软件 Landstar8.0。同时，公司也推广了“TCF900 桩基施工质量管理体系”在多个铁路项目上的应用并推出了“TX63 挖掘机 3D 引导系统”。

② 地理空间信息

地理空间信息领域，公司通过测量装备组合，为测绘测量工作的客户提供高效的方案。包括搭载于移动载体之上集成多源传感器用以获取空间三维信息的设备，以及以无人船为载体，搭载测深仪、声纳、多波束、激光扫描仪等传感器设备的水下、水上测绘解决方案。

报告期内，公司推出了新一代长距高精度激光雷达 AU20，同时参与共建的智慧城市信息模型与服务工程技术创新中心通过自然资源部组织的综合论证，另外公司的无人船等海洋测绘产品、解决方案在各大水文局、水利水电单位、涉水测绘单位等完成快速推广，并推出的全新智能测绘无人船“华微 3 号 Pro”。

③ 资源与公共事业

资源与公共事业领域，公司基于 GNSS 组合导航定位技术开发出北斗农机自动导航控制系统、卫星平地系统、农机生产信息化管理平台、土地整

平解决方案、智能喷雾控制解决方案等，并基于物联网+北斗高精度定位的核心技术，开发了针对不同行业应用的位移监测系统解决方案。

报告期内，公司农机自动驾驶产品实现快速推广，并参与了无人农场实践项目。同时，公司大力投入普适型地质灾害监测设备研发创新，截至目前，已有超过 45,000 台设备在全国 17 个重点地质灾害防治省份得到规模化应用，共覆盖地质灾害隐患点 9,000 余处。另外，公司积极布局水利监测领域，2022 年已经在全国实施了 400 座水库，安装监测设备超过 2,000 余套。

④ 机器人与自动驾驶

机器人与自动驾驶领域，公司开发出了高精度、高动态定位测向测姿接收机等终端，已在低速机器人、矿车、港口、物流自动驾驶等领域与阿里巴巴、踏歌智行、西井等公司达成合作。同时，公司开发的全球星地一体增强网络服务平台未来将为自动驾驶乘用车、各类机器人的高精度移动智能装备提供差分信息，打造一体化解决方案。

2022 年，公司在乘用车自动驾驶业务上，已经被指定为哪吒汽车、吉利路特斯、比亚迪汽车、长城汽车的自动驾驶位置单元业务定点供应商。项目车型量产后预计将对公司的经营业绩产生一定的积极影响。未来，公司还将积极布局车规级芯片、全球 SWAS 广域增强系统及持续投入优化核心算法。

总体来看，我们认为，需求侧方面，2021 年，公司所处的高精度卫星导航细分市场产值增速（33.25%）已经超过卫星导航产业整体市场增速（16.29%），是卫星导航应用市场中发展相对更为迅速的高景气细分赛道。在“十四五”期间，公司高精度卫星导航应用下游产品将享受“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产品也可在整体高精度卫星导航应用市场的基础增速上，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，而公司在盈利空间相对更大的海外市场的拓展，也将构成“十四五”期间公司收入持续快速增长，盈利能力维持在较高水平的基础。

◆ 多次实施股权激励，激发公司长期发展活力

公司自 2019 年实施股票期权激励计划，2022 年 1 月 28 日，公司召开第三届董事会第十三次会议，会议审议通过了关于《公司〈2022 年限制性股票激励计划（草案）〉及其摘要》。2022 年 2 月，公司向董事兼副总经理王向忠授予 370 万股（占总股本 0.98%），授予价格 35 元/股，业绩考核要求为以 2021 年净利润为基数，2022-2026 年净利润增长率不低于 15%、30%、45%、70%、100%，公司在 2022-2024 的摊销费用分别为 0.12 亿元、0.11 亿元以及 0.08 亿元。

我们认为，公司近年来，多次且大范围开展股权激励计划，通过员工、高管利益与公司利益的绑定，将有助于公司提升员工凝聚力、团队稳定性，并有效激发管理团队的积极性，从而提高经营效率、降低代理人成本，对公司经营业绩和内在价值的长期提升带来积极影响。

◆ 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. 在高精度卫星导航市场快速发展大趋势不变，同时公司盈利空间更大的海外业务快速拓展背景下，公司整体收入与利润未来在三四季度环比增速有望提升，全年业绩仍有望实现快速增长；

2. 公司的存货及合同负债等财务数据反映出部分在手订单或意向客户需求充足，同时较为充足的库存和原材料储备也将有助于公司的毛利率维持在一定区间内；

3. 公司所处的公司所处的高精度卫星导航细分市场产值增速（33.25%）已经超过卫星导航产业整体市场增速（16.29%），是卫星导航应用市场中发展相对更为迅速的高景气细分赛道；

4. 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，公司有望依靠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；

5. 公司近年来，多次且大范围开展股权激励计划，有助于公司提升员工凝聚力、团队稳定性，并有效激发管理团队的积极性，从而提高经营效率、降低代理人成本，对公司经营业绩和内在价值的长期提升带来积极影响。

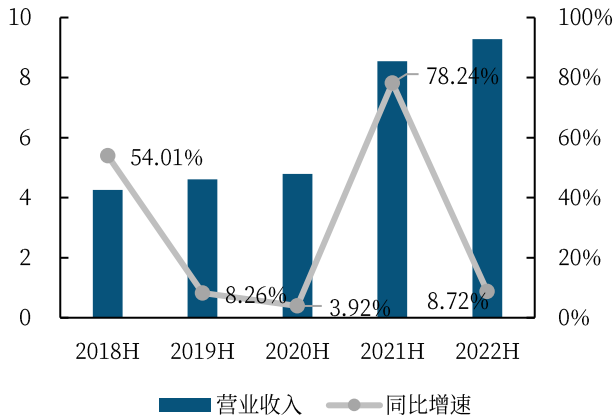
基于以上观点，我们预计公司 2022-2024 年的营业收入分别为 25.54 亿元、32.54 亿元和 41.21 亿元，归母净利润分别为 3.72 亿元、4.55 亿元及 5.72 亿元，EPS 分别为 0.79 元、0.85 元、1.07 元，我们给予“买入”评级，目标价格 37.50 元，分别对应 47.34 倍、43.98 倍及 35.00 倍 PE。

◆ 风险提示

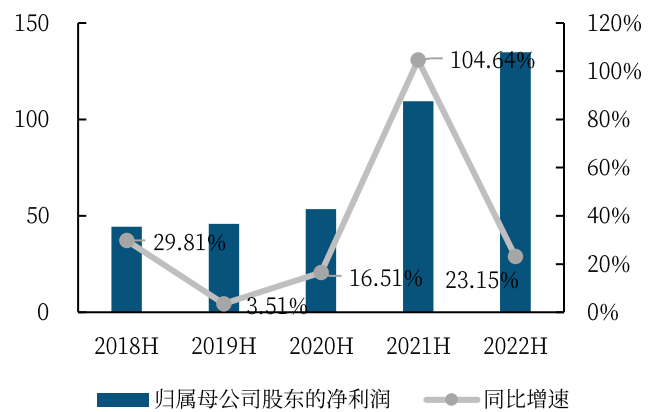
全球疫情发展仍存在不确定性；高精度卫星导航应用市场竞争激烈；公司高精度卫星导航应用市场拓展不及预期；公司业务拓展过程中毛利率可能出现波动。

财务数据与估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1409.53	1903.18	2554.29	3254.39	4120.55
增长率（%）	23.05%	35.02%	34.21%	27.41%	26.62%
归母净利润（百万元）	196.94	294.34	371.54	455.13	571.89
增长率（%）	41.99%	49.45%	26.23%	22.50%	25.66%
毛利率（%）	54.28%	54.64%	53.37%	50.63%	51.29%
每股收益（元）	0.58	0.77	0.79	0.85	1.07
市盈率 PE	58.15	43.15	42.34	39.33	31.30
市净率 PB	10.49	5.68	6.13	6.13	5.44
净资产收益率 ROE（%）	18.14%	13.44%	14.40%	15.43%	17.26%

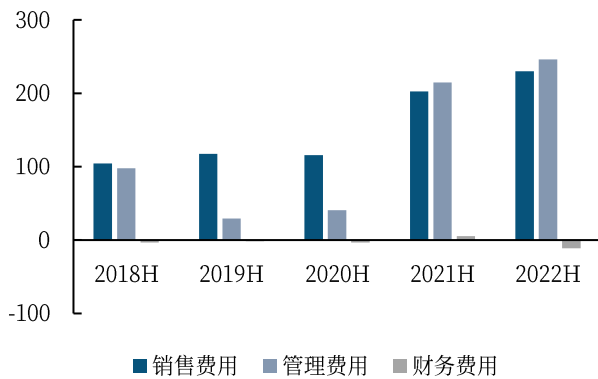
资料来源：Wind，中航证券研究所

● 2018-2022 年公司中报主要财务数据
图1 公司中报营业收入及增速 (单位: 亿元; %)


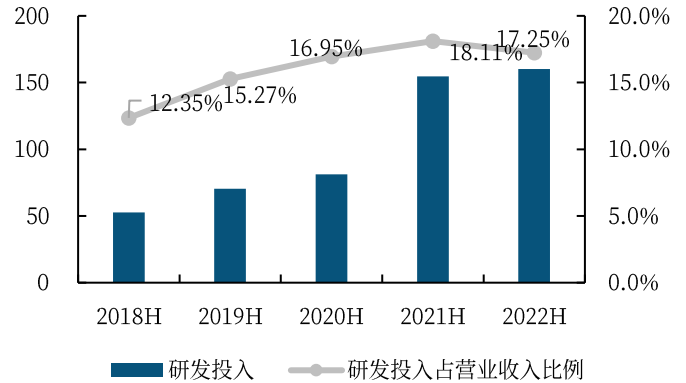
资料来源: Wind, 中航证券研究所

图2 公司中报归母净利润及增速 (单位: 百万元; %)


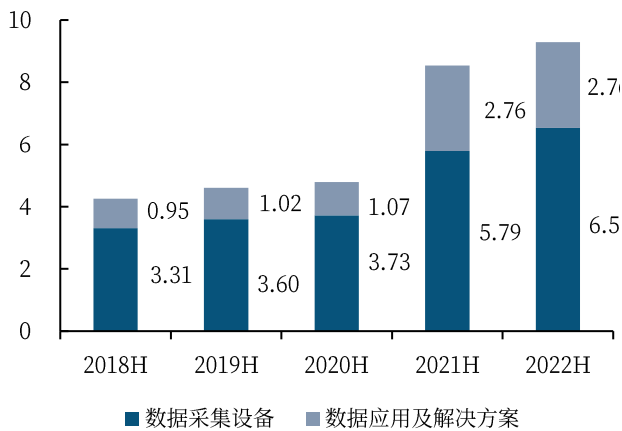
资料来源: Wind, 中航证券研究所

图3 公司中报三费情况 (单位: 百万元)


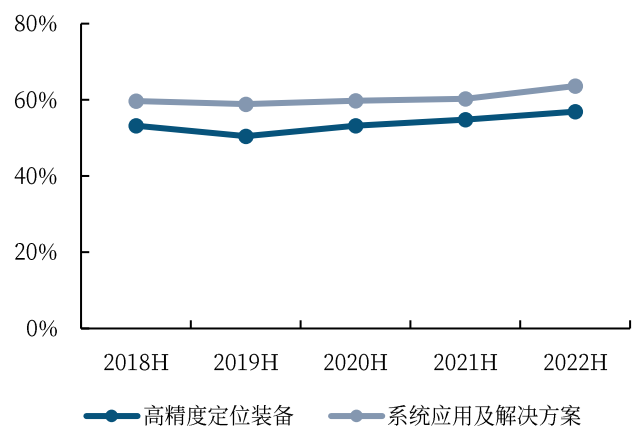
资料来源: Wind, 中航证券研究所

图4 公司中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1: 公司中报收入结构 (单位: 亿元; %)


资料来源: Wind, 中航证券研究所

图2: 公司中报毛利率变化情况 (单位: %)


资料来源: Wind, 中航证券研究所

财务报表与财务指标

报表预测				
利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1903.18	2554.29	3254.39	4120.55
减：营业成本	863.26	1191.01	1606.62	2007.28
营业税金及附加	12.82	16.35	13.67	21.43
销售费用	420.65	434.23	539.25	784.96
管理费用	448.73	523.89	634.61	758.18
财务费用	9.97	-14.82	-19.25	-33.23
资产减值损失	-8.42	10.00	10.00	10.00
加：投资收益	16.56	20.00	15.00	15.00
公允价值变动损益	10.14	5.31	6.12	6.52
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	295.85	418.95	490.61	593.45
加：其他非经营损益	-4.22	-47.50	-38.00	-23.00
利润总额	291.63	371.45	452.61	570.45
减：所得税	1.95	1.67	2.17	2.86
净利润	289.68	369.78	450.44	567.59
减：少数股东损益	-4.65	-1.76	-4.69	-4.30
归属母公司股东净利润	294.34	371.54	455.13	571.89
资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1018.24	957.12	1160.00	1480.38
应收和预付款项	622.68	700.56	836.09	973.42
存货	377.11	471.95	657.18	834.47
其他流动资产	676.04	662.58	733.89	807.56
长期股权投资	21.44	21.44	21.44	21.44
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	334.25	541.06	658.42	660.00
无形资产和开发支出	186.61	163.82	141.03	118.24
其他非流动资产	160.00	171.55	182.39	192.53
资产总计	3396.37	3690.08	4390.44	5088.04
短期借款	169.84	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	466.33	659.93	877.70	1100.71
长期借款	30.51	30.51	30.51	30.51
其他负债	493.43	431.83	562.41	669.21
负债合计	1160.11	1122.28	1470.63	1800.42
股本	378.71	533.72	533.72	533.72
资本公积	1086.75	1086.75	1086.75	1086.75
留存收益	767.97	1010.30	1302.33	1674.43
归属母公司股东权益	2189.37	2522.67	2879.37	3251.48
少数股东权益	46.89	45.13	40.44	36.14
股东权益合计	2236.25	2567.80	2919.82	3287.61
负债和股东权益合计	3396.37	3690.08	4390.44	5088.04
现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	271.45	361.82	430.93	535.42
投资活动现金流净额	-597.94	-224.69	-168.88	-68.48
筹资活动现金流净额	843.49	-198.26	-59.17	-146.56
现金流量净额	508.21	-61.13	202.88	320.38

资料来源：Wind，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

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。

行业的投资评级如下:

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。

研究团队介绍汇总:

中航证券军工团队: 规模 20 余人, 为资本市场最大的军工研究团队, 依托于航空工业集团强大的军工央企股东优势, 以军工品质从事军工研究, 以军工研究服务军工行业, 力争前瞻、深度、系统、全面, 覆盖军工行业各个领域, 服务一二级市场, 同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoulin@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjih@avicsec.com, S0640119020011

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, 再次申明, 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。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637