

华测导航 (300627.SZ)

2022 年净利润增长 23%，海外市场持续开拓

买入

核心观点

2022 年压力下经营表现稳健。公司发布 2022 年年度报告，公司营收 22.4 亿元，同比+17.5%；归母净利润 3.6 亿元，同比+22.7%。22Q4 实现营收 7.9 亿元，同比+24.1%，实现归母净利润 1.4 亿元，同比+20%。相关业绩基本符合此前业绩快报数据，2022 年外部环境压力下，公司整体仍实现稳健增长。

分业务来看，建筑与基建业务受疫情影响项目施工，同比仅微增 6.7%至 9.2 亿元；地理空间信息受益于无人船、三维激光雷达等产品的良好开发和市场推广，全年同比增长 22.3%至 4.2 亿元；资源与公共事业板块，农机自动驾驶产品公司份额靠前，形变监测招标持续，22 年收入同比增长 31%至 8.0 亿元；机器人与自动驾驶板块持续推进商用车和乘用车，22 年实现收入 1.0 亿元，同比增长 10.8%。

研发降本推动盈利能力提升。盈利能力方面，全年来看受益于公司积极采取研发降本，优化设计、自研核心元器件，毛利率同比增长 2.0pct 至 56.64%；单季度方面，22Q4 毛利率 51.5%，环比下降明显，主要系公司主动控制销售价格。费用率方面，全年销售费用率同比降低 2.1pct，受益公司精细化管理；管理费用率提升 2.2pct，与股权激励摊销及新园区折旧摊销有关。总体费用率相对平稳，积极控费。

持续开拓海外市场，实现快速增长。2022 年，公司面对宏观环境的不确定性，积极调整，在海外市场开拓中取得较大突破，全年海外市场实现收入 4.9 亿元，同比增长 54.6%。展望后续，目前公司海外市场渗透率仍有较大提升空间，产品组合也日益丰富，拓展 RTK 外包括农机自动驾驶等产品。对比 Trimble 等海外竞争对手，公司产品具有较高性价比，在“一带一路”等新兴市场有望维持高速增长。

2023 年一季度淡季平稳增长，下游需求有望修复。公司一季度实现归母净利润 0.78-0.81 亿元，同比增长 16.9%-21.4%；实现扣非归母净利润 0.61-0.64 亿元，同比增长 21.4%-27.4%。总体来看一季度延续平稳增长趋势，作为传统经营淡季表现稳健。由于 2022 年施工旺季受疫情影响显著，2023 年疫情压制影响解除下，后续基建需求有望显著修复。

风险提示：下游市场需求不及预期；海外市场开拓不及预期；市场竞争加剧。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。

综合整体外部环境因素以及公司一季度经营情况，下调 23-24 年盈利预测(原为 5.1/6.5 亿元)，预计 23-25 年公司归母净利润分别为 4.5/5.6/6.9 亿元，对应 PE 分别为 32/26/21 倍。公司后续仍有望受益国内基建复苏以及海外市场机遇，看好公司长期成长性，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,903	2,236	2,810	3,555	4,383
(+/-%)	35.0%	17.5%	25.6%	26.5%	23.3%
净利润(百万元)	294	361	451	560	693
(+/-%)	49.5%	22.7%	24.8%	24.3%	23.6%
每股收益(元)	0.78	0.67	0.84	1.05	1.29
EBIT Margin	8.3%	9.6%	12.4%	13.4%	13.8%
净资产收益率 (ROE)	13.4%	14.3%	15.8%	17.3%	18.6%
市盈率 (PE)	34.3	39.5	31.7	25.5	20.6
EV/EBITDA	53.7	54.0	36.5	28.1	23.1
市净率 (PB)	4.61	5.64	5.01	4.41	3.83

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

公司研究·财报点评

通信·通信设备

证券分析师：马成龙

021-60933150

machengl@guosen.com.cn

S0980518100002

联系人：钱嘉隆

021-60375445

qianjialong@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	27.40 元
总市值/流通市值	14670/11578 百万元
52 周最高价/最低价	38.52/25.10 元
近 3 个月日均成交额	142.74 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《华测导航 (300627.SZ) - 三季度经营稳健，车载定点项目稳步推进》——2022-10-25

《华测导航 (300627.SZ) - 上半年稳健增长，车载业务前景广阔》——2022-08-14

《华测导航 (300627.SZ) - 疫情下二季度平稳，车载业务不断推进》——2022-07-07

《华测导航 (300627.SZ) - 一季度良好开局，乘用车领域加速定》——2022-05-03

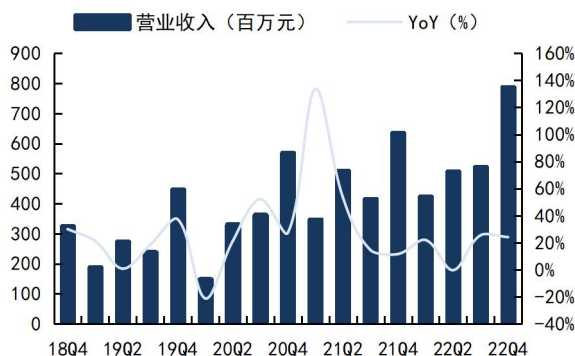
《华测导航-300627-21 年业绩预告点评：业绩符合预期，夯实基础，长期增长动能充足》——2022-01-12

图1：华测导航营业收入（百万元）及增速



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图2：华测导航单季营业收入（百万元）及增速



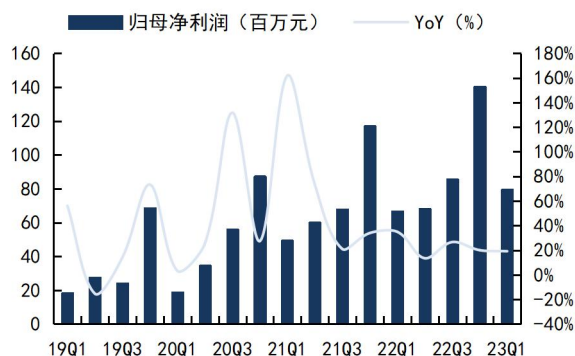
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图3：华测导航归母净利润（百万元）及增速



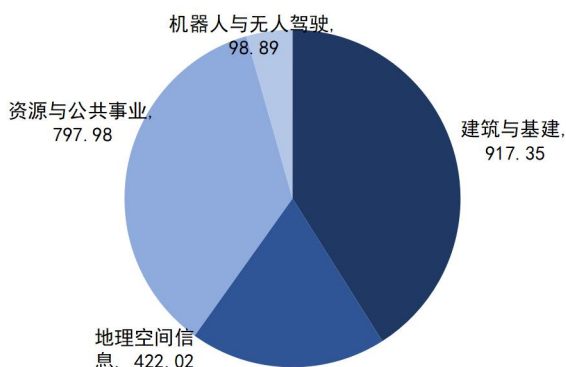
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图4：华测导航单季归母净利润（百万元）及增速



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理
注：23Q1 为业绩预告中值

图5：华测导航分领域收入（百万元，2022）



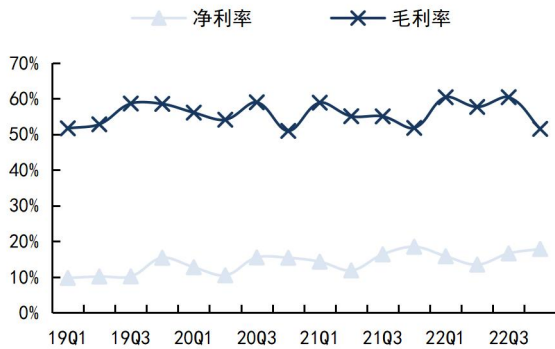
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图6：华测导航海外市场收入（百万元）及增速



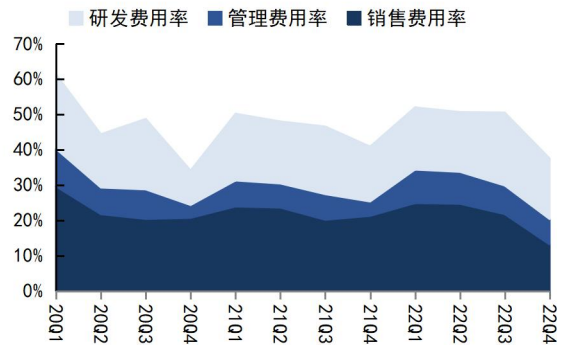
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图7：华测导航单季度毛利率、净利率变化情况



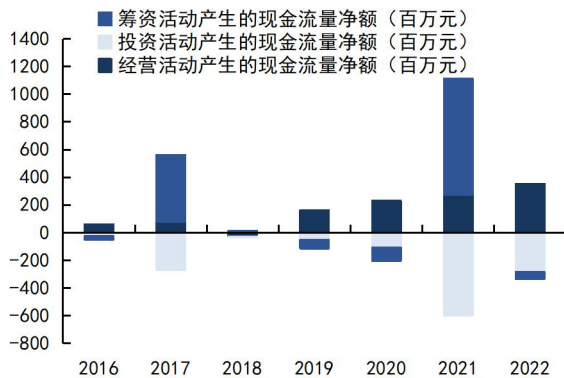
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图8：华测导航单季度三项费用率变化情况



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图9：华测导航现金流情况（百万元）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图10：华测导航存货情况（百万元）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

投资建议：

综合整体外部环境因素以及公司一季度经营情况，下调 23-24 年盈利预测（原为 5.1/6.5 亿元），预计 23-25 年公司归母净利润分别为 4.5/5.6/6.9 亿元，对应 PE 分别为 32/25/21 倍。公司后续仍有望受益国内基建复苏以及海外市场机遇，看好公司长期成长性，维持“买入”评级。

表1：同类公司估值比较

证券代码	证券简称	投资评级	股价 (4月17日)	EPS (元)			PE			PB	总市值 (亿元)
				2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E		
300627.SZ	华测导航	买入	26.67	0.67	0.84	1.05	39.5	31.7	25.5	5.6	143
002151.SZ	北斗星通	买入	35.16	0.28	0.41	0.60	99.2	85.4	59.0	4.2	180
002465.SZ	海格通信	无评级	10.06	0.29	0.35	0.43	28.0	28.5	23.4	2.2	232
300101.SZ	振芯科技	无评级	27.90	0.51	0.77	1.09	55.2	36.3	25.6	11.1	158
平均							60.8	50.1	36.0	5.8	

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、振芯科技采用 Wind 一致预期数据

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

建筑与基建：2022 年建筑与基建板块受下游施工影响显著，整体增长显著放缓。行业角度，短期来看国内市场 23 年基建投资仍被视为稳增长的重要抓手，疫情影响因素缓解后有望同比复苏；海外市场，RTK 等产品出口增长提速。基于此，我们预计未来三年公司建筑与基建板块收入同比增长 15%/15%/15%，毛利率稳定。

地理空间信息：公司正积极从传统的测量测绘领域向外扩展应用场景，例如三维数据采集、水文测量等，相关产品例如无人船、三维激光雷达等产品持续推广。基于此，假设未来三年公司地理空间信息板块收入同比增长 30%/30%/25%，毛利率受益于激光雷达核心零部件的自研应用，有望提升。

资源与公共事业：农机自动驾驶业务公司在国内已处于领先地位，并树立品牌形象，后续渗透空间广阔；除此以外产品也积极推向海外市场。除此以外，形变监测类招标如地灾、水库大坝等仍有持续，整体需求相对稳定。基于此，假设未来三年资源与公共事业收入同比增长 30%/30%/25%，毛利率保持稳定。

机器人与无人驾驶业务：乘用车方面，公司已经被指定为多家车企的自动驾驶位置单元业务定点供应商，项目量产上车后有望持续增长；非乘用车业务包括无人矿卡、无人集卡、无人接驳、物流机器人、清扫机器人等，增长稳健。基于此，假设未来三年机器人与无人驾驶业收入同比增长 71%/66%/47%。

表2：华测导航业务拆分

	2022	2023E	2024E	2025E
建筑与基建				
收入（百万元）	917.35	1054.96	1213.20	1395.18
增速	6.68%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	61.75%	60.00%	60.00%	60.00%
地理空间信息				
收入（百万元）	422.02	548.63	713.22	891.52
增速	22.23%	30.00%	30.00%	25.00%
毛利率	45.97%	50.00%	53.00%	53.00%
铌酸锂芯片				
收入（百万元）	797.98	1037.37	1348.58	1685.73
增速	31.07%	30.00%	30.00%	25.00%
毛利率	57.83%	55.00%	55.00%	55.00%
其他				
收入（百万元）	98.89	168.62	279.52	410.42
增速	10.84%	70.50%	65.77%	46.83%
毛利率	45.24%	39.77%	38.29%	33.57%
合计				
总营收（百万元）	2236.25	2809.57	3554.52	4382.85
增速	17.50%	25.64%	26.51%	23.30%
毛利率	56.64%	54.99%	54.99%	54.18%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1018	1088	1227	1542	1974	营业收入	1903	2236	2810	3555	4383
应收款项	554	834	808	974	1201	营业成本	863	970	1265	1600	2008
存货净额	377	425	531	549	667	营业税金及附加	13	17	17	21	26
其他流动资产	304	296	281	355	438	销售费用	421	447	528	658	802
流动资产合计	2694	3033	3138	3793	4631	管理费用	116	184	169	206	241
固定资产	334	623	683	711	680	研发费用	333	403	483	594	701
无形资产及其他	148	174	167	160	153	财务费用	10	(15)	0	0	0
投资性房地产	199	129	129	129	129	投资收益	17	24	20	20	20
长期股权投资	21	58	58	58	58	资产减值及公允价值变动	19	(2)	13	10	7
资产总计	3396	4018	4175	4852	5652	其他收入	(220)	(305)	(483)	(594)	(701)
短期借款及交易性金融负债	195	133	138	155	142	营业利润	296	349	381	506	631
应付款项	355	485	537	706	918	营业外净收支	(4)	4	78	65	75
其他流动负债	454	595	380	479	596	利润总额	292	353	459	571	706
流动负债合计	1004	1213	1056	1341	1657	所得税费用	2	(7)	9	11	14
长期借款及应付债券	31	138	138	138	138	少数股东损益	(5)	(1)	(1)	(1)	(1)
其他长期负债	126	86	86	86	86	归属于母公司净利润	294	361	451	560	693
长期负债合计	156	225	225	225	225	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	1160	1438	1281	1566	1882	净利润	294	361	451	560	693
少数股东权益	47	47	46	46	45	资产减值准备	(34)	27	3	1	(1)
股东权益	2189	2533	2848	3240	3725	折旧摊销	52	75	78	88	95
负债和股东权益总计	3396	4018	4175	4852	5652	公允价值变动损失	(19)	2	(13)	(10)	(7)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	10	(15)	0	0	0
每股收益	0.78	0.67	0.84	1.05	1.29	营运资本变动	(186)	10	(225)	11	(99)
每股红利	0.24	0.22	0.25	0.31	0.39	其它	31	(28)	(3)	(2)	(0)
每股净资产	5.78	4.73	5.32	6.05	6.96	经营活动现金流	139	448	290	649	681
ROIC	12%	12%	14%	20%	26%	资本开支	0	(356)	(120)	(100)	(50)
ROE	13%	14%	16%	17%	19%	其它投资现金流	(400)	51	100	(83)	22
毛利率	55%	57%	55%	55%	54%	投资活动现金流	(389)	(342)	(20)	(183)	(28)
EBIT Margin	8%	10%	12%	13%	14%	权益性融资	(9)	39	0	0	0
EBITDA Margin	11%	13%	15%	16%	16%	负债净变化	31	108	0	0	0
收入增长	35%	18%	26%	27%	23%	支付股利、利息	(91)	(120)	(135)	(168)	(208)
净利润增长率	49%	23%	25%	24%	24%	其它融资现金流	900	(51)	5	17	(13)
资产负债率	36%	37%	32%	33%	34%	融资活动现金流	770	(37)	(130)	(151)	(221)
息率	0.6%	0.8%	0.9%	1.2%	1.5%	现金净变动	520	70	139	314	433
P/E	34.3	39.5	31.7	25.5	20.6	货币资金的期初余额	498	1018	1088	1227	1542
P/B	4.6	5.6	5.0	4.4	3.8	货币资金的期末余额	1018	1088	1227	1542	1974
EV/EBITDA	53.7	54.0	36.5	28.1	23.1	企业自由现金流	0	(51)	74	465	538
						权益自由现金流	0	6	79	482	525

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 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 层

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