

华测导航 (300627)

2023 年报及 2024Q1 点评：毛利率创 IPO 以来新高，海外业务占比快速提升

报告摘要

◆ **事件:** 公司 4 月 18 日公告, 2023 年公司营收 (26.78 亿元, +19.77%), 归母净利润 (4.49 亿元, +24.32%), 扣非归母净利润 (3.72 亿元, +31.13%), 毛利率 (57.77%, +1.12pcts), 净利率 (16.57%, +0.45pcts)。

公司 4 月 25 日公告, 2024 年 Q1 公司营收 (6.17 亿元, +20.53%), 归母净利润 (1.03 亿元, +30.35%), 扣非归母净利润 (0.87 亿元, +40.42%), 毛利率 (58.80%, -0.37pcts), 净利率 (16.29%, +0.93pcts)。

◆ 各板块收入持续增长, 毛利率创 IPO 以来历史新高

公司主要从事北斗高精度卫星导航定位相关软硬件技术产品的研发、生产和销售, 并为行业客户提供数据应用及系统解决方案。目前公司产品及服务主要应用在建筑与基建、地理空间信息、资源与公共事业、机器人与自动驾驶四大下游板块。

2023 年, 公司营收 (26.78 亿元, +19.77%)、归母净利润 (4.49 亿元, +24.32%)、毛利率 (57.77%, +1.12pcts) 以及净利率 (16.57%, +0.45pcts) 持续增长, 毛利率创 IPO 以来新高, ROE (16.27%, +0.97pcts) 亦有所提升。营收和利润的增长主要系公司积极拓展行业应用, 打造公司品牌影响力, 大力开拓海外市场所致。毛利率和净利率的提升主要系公司不断优化产品设计、自研核心元器件, 有效控制费用支出, 实现降本控费、提质增效所致。

具体到公司四大下游板块, 资源与公共事业板块收入 (11.27 亿元, +41.29%) 快速增长, 毛利率 (57.26%, -0.57pcts) 保持平稳; 建筑与基建板块收入 (9.66 亿元, +5.29%) 平稳增长, 毛利率 (64.57%, +2.82pcts) 有所提升; 地理空间信息板块收入 (4.25 亿元, +0.73%) 平稳增长, 毛利率 (47.50%, +1.53pcts) 有所提升; 机器人与自动驾驶收入 (1.60 亿元, +61.64%) 显著增长, 毛利率 (47.55%, +2.31pcts) 持续提升。

投资评级

买入

维持评级

2024 年 04 月 25 日

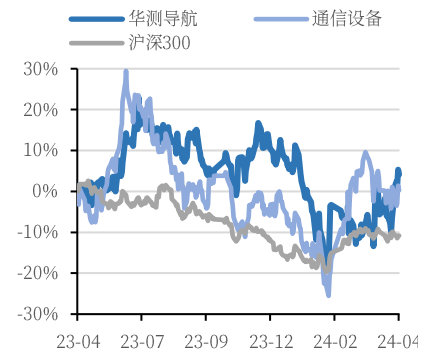
收盘价(元): 29.04

目标价(元): 36.00

公司基本数据

总股本(百万股)	544.98
总市值(百万)	15,826.11
流通股本(百万股)	447.12
流通市值(百万)	12,984.46
12 月最高/最低价(元)	34.95/21.45
资产负债率(%)	25.86
每股净资产(元)	5.77
市盈率(TTM)	33.45
市净率(PB)	5.03
净资产收益率(%)	3.28

股价走势图



作者

王宏涛 分析师

SAC 执业证书: S0640520110001

联系电话: 010-59562525

邮箱: wanght@avicsec.com

张超 分析师

SAC 执业证书: S0640519070001

联系电话: 010-59219568

邮箱: zhangchao@avicsec.com

滕明滔 研究助理

SAC 执业证书: S0640123070037

联系电话: 010-59562521

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

分区域看，公司国外市场营收（7.19 亿元，+47.51%）显著增长，国内市场营收（19.59 亿元，+12.04%）增速较平稳。国外市场营收占比（26.85%，+5.07pcts）显著提升，国外市场毛利率（72.67%，+0.57pcts）有所提升。公司已建立了直销与经销并重的全国营销体系，并在海外建立了强大的经销商网络。目前，公司在全国主要省份均拥有销售子公司，并在美国、东南亚等 8 个国家/地区设有分支机构。

2024 年 Q1，公司营收（6.17 亿元，+20.53%）和归母净利润（1.03 亿元，+30.35%）持续增长。

我们判断，随着公司在高精度导航各大应用场景的加速布局 and 海外市场的大力开拓，公司营收和利润有望持续增长，海外收入占比有望进一步提升。

◆ 费用率稳中有降，研发投入持续增长

2023 年，公司三费费用率（27.06%，-0.50pcts）稳中有降。其中，管理费用率（7.36%，-0.89pcts）降幅明显，主要系股权激励摊销降低；销售费用率（19.74%，-0.22pcts）有所下降；财务费用为-113 万元，较去年同期增加了 1344 万元，主要系公司因汇率变动产生的汇兑损益变动所致。研发投入方面，公司研发投入总额（4.62 亿元，+14.66%）持续增长，研发投入占营收的比例（17.25%，-0.77pcts）仍维持在较高水平，研发强度相对稳健。

◆ 经营性现金流稳步增长，公司积极生产备货

2023 年，公司经营活动产生的现金流量净额（4.45 亿元，+25.92%）稳步增长，主要系销售商品收到的现金增加所致。公司应收账款（7.96 亿元，+7.41%）虽有所增长，但应收账款占营收的比例（29.70%，-3.42pcts）有所下降，表明公司经营活动相对稳健。存货（4.86 亿元，+14.33%）持续增长，特别是库存商品（2.02 亿元，+49.97%）明显增长，凸显公司在手订单充裕或对需求增长充满信心，正在积极生产备货。

◆ 募投项目即将达到可使用状态，公司整体竞争力有望提升

公司的两个募投项目（北斗高精度基础器件及终端装备产能建设项目、智能时空信息技术研发中心建设项目）将于 2024 年 6 月达到可使用状态，募投项目的建成将在研发能力、产品性能、生产规模、管理能力等方面全面提升公司现有高精度卫星导航定位应用业务的整体竞争实力，完善相关应

邮箱：tengmt@avicsec.com

相关研究报告

2023 年中报点评：拓市场、活机制保障持续高增长，营收与归母净利润皆创历史同期新高 —2023-08-24

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 —2022-08-14

用领域的产业布局，推动业务的快速发展，短期内公司营收和利润有望持续增长，毛利率有望保持平稳。

◆ 聚焦高精度定位技术，布局多个行业场景应用

公司多源融合的高精度定位技术目前主要应用在**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**四大板块。**建筑与基建**板块，公司主要基于多种高精度导航定位装备，为建筑、工程等客户的勘测、设计、施工等工作环节提供高精度位置信息。公司在报告期内推出了“视频测量RTK”高精度接收机智能装备和多个施工自动化产品，公司高精度接收机智能装备销量稳定增长，在国际市场也保持较快增长。**地理空间信息**板块主要是现代测绘技术、信息技术、通讯技术等多种技术相结合的领域，公司通过测量装备组合，服务于测量测绘领域的客户。报告期内，公司的三维智能测绘、无人船测绘业务保持着良好的发展态势，公司无人机相关应用及培训业务涉足低空经济领域，将迎来新的业务增长空间。**资源与公共事业**板块主要系公司为农林业和公共事业客户提供高精度导航定位服务。农机自动驾驶方面，公司实现了农机自动驾驶业务的快速增长，产品销往68个国家；自动化形变监测方面，公司已累计在全国千余座水库安装万套监测设备。**机器人与自动驾驶**板块，公司依托组合导航算法的技术优势，为自动驾驶乘用车、物流机器人等提供组合导航板卡/模组/天线/终端等产品。截至目前，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，部分相关车型已实现量产。

随着未来高精度导航技术与自动驾驶、智慧城市、低空经济等新兴市场的融合，公司的高精度导航定位技术有望向更多行业拓展场景应用。根据我们发布的《**风雪迎春到——军工行业十问十答&2024年投资策略**》，高精度导航应用市场是未来几年卫星导航市场持续快速发展的重要驱动力，高精度应用市场复合增速有望超过20%。华测导航作为国内高精度卫星导航定位产业的代表企业，底层增速相对确定。

我们认为，华测导航的未来成长曲线可以分成三个阶段，具体如下：

- 1、短期：海外市场的加速拓展，有望带动公司增收增利，各版块下游需求确定，整体营收和利润向好；
- 2、中期：高精度导航定位技术在国内施工自动化、农机自动驾驶、智能测绘等领域仍有较大成长空间，随着技术的成熟和应用的推广，公司收入持续性无忧；
- 3、长期：公司积极开拓新型场景应用，长期有望借力自动驾驶、低空经济等新兴领域的东风，重塑行业格局。

◆ 多次实施股权激励，激发内生增长动力

公司自上市以来累计实施 6 次股权激励，累计激励员工超 2600 人次。2023 年 12 月 8 日，公司发布 2023 年限制性股票激励计划。本次激励计划首次授予的激励对象共计 870 人，拟向激励对象授予不超过 1,650.00 万股限制性股票（约占总股本的 3.04%），其中首次授予 1,500.00 万股（约占总股本的 2.76%），授予价格每股 25 元。满足公司层面业绩考核要求的考核目标（对应考核年度为 2024-2026 年）是以 2023 年扣非归母净利润为基数，当年扣非归母净利润增长率分别不低于 10%、20%、40%。

本次激励计划预计在 2024 年将产生 5,345.75 万元的摊销费用，对公司短期的净利润有所影响，但股权激励将进一步提升员工的凝聚力、团队稳定性，并有效激发核心团队的积极性，从而提高经营效率，给公司带来更高的经营业绩和内在价值。

◆ 投资建议：

1. 行业层面，未来几年高精度导航应用市场复合增速有望超过 20%，公司深度聚焦高精度卫星导航应用，底层增速相对确定；
2. 业务层面，随着公司高精度导航定位技术及其在各领域的应用推广愈发成熟，募投项目达到可使用状态，同时在海外市场加速拓展的带动下，叠加低空经济的催化，公司下游各细分市场的需求将逐步起量，支撑公司在中长期的业绩确定性；
3. 经营层面，随着公司营销效率的不断提升，费用率或将企稳回落，带动利润的持续增长，同时，持续的研发投入也会助力公司高精度导航定位技术在更多行业和场景的应用落地，开拓卫星导航的新兴市场。

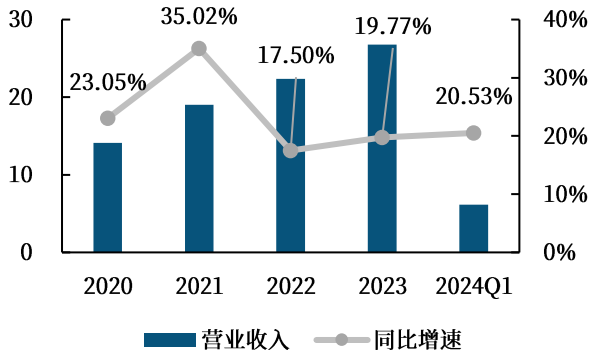
基于以上观点，我们预计公司 2024-2026 年的营业收入分别为 32.34 亿元、39.27 亿元和 47.74 亿元，归母净利润分别为 5.50 亿元、6.77 亿元及 8.35 亿元，EPS 分别为 1.01 元、1.24 元、1.53 元，维持“买入”评级，目标价为 36 元，分别对应 36 倍、29 倍及 23 倍 PE。

◆ 风险提示

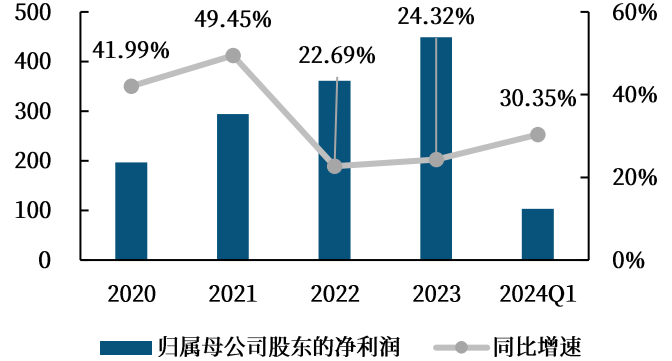
我国卫星导航产业发展不及预期的风险；公司产品所处市场竞争激烈，盈利能力或出现进一步下滑的风险；汇率波动造成的产品出口与汇兑损失风险；公司募投项目未及预期的风险。

财务数据与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	2236.25	2678.34	3233.85	3926.68	4774.49
增长率 (%)	17.50	19.77	20.74	21.42	21.59
归母净利润 (百万元)	361.11	449.14	550.00	676.54	835.35
增长率 (%)	22.69	24.38	22.46	23.01	23.47
毛利率 (%)	56.64	57.77	57.16	56.47	55.75
每股收益 (元)	0.66	0.82	1.01	1.24	1.53
市盈率 PE	43.83	35.24	28.77	23.39	18.95
市净率 PB	6.25	5.27	4.64	4.05	3.50
净资产收益率 ROE (%)	14.26	14.95	16.13	17.31	18.47

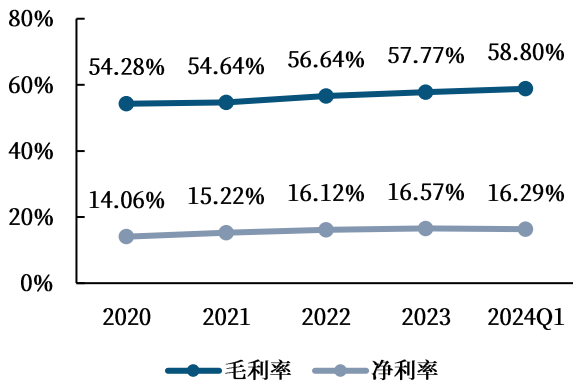
资料来源: iFinD, 中航证券研究所

● 2020-2024Q1 公司主要财务数据
图1 公司营业收入及增速（单位：亿元；%）


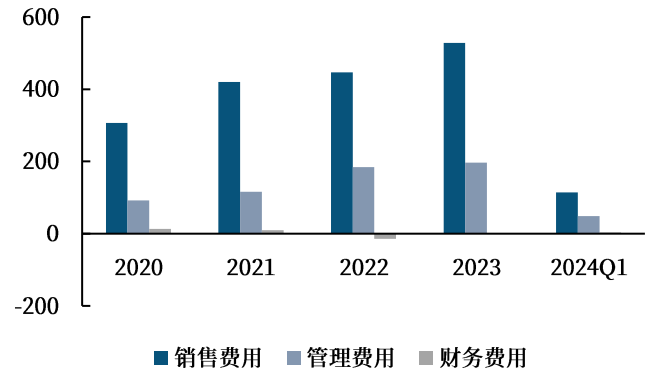
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图2 公司归母净利润及增速（单位：百万元；%）


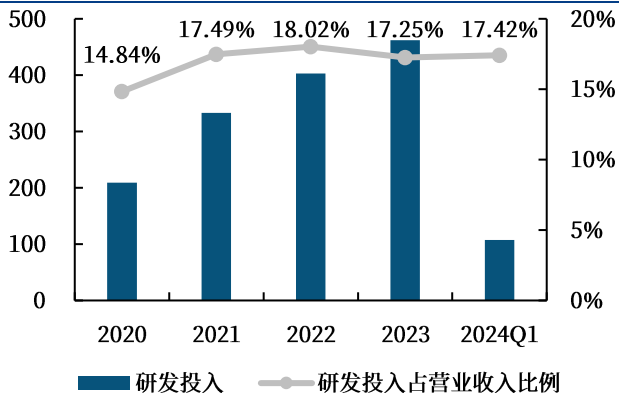
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图3 公司毛利率和净利率情况（单位：%）


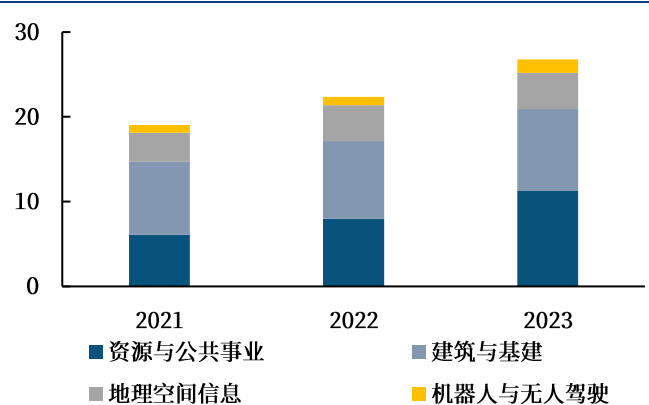
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图4 公司三费情况（单位：百万元）


资料来源：iFinD，中航证券研究所

图5 公司研发投入及其占比（单位：百万元；%）


资料来源：iFinD，中航证券研究所

图6 公司各板块收入情况（单位：亿元）


资料来源：iFinD，中航证券研究所

报表预测

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2678.34	3233.85	3926.68	4774.49
减:营业成本	1131.11	1385.38	1709.17	2112.61
营业税金及附加	14.97	11.32	11.78	4.77
销售费用	528.83	624.13	734.29	854.63
管理费用	197.17	226.37	259.16	300.79
财务费用	-1.13	2.46	-3.84	-7.65
资产减值损失	-13.98	-12.67	-15.38	-18.70
加:投资收益	17.36	19.16	19.16	19.16
公允价值变动损益	9.46	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	455.91	547.03	672.96	831.01
加:其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	457.08	547.36	673.30	831.35
减:所得税	13.38	2.87	3.53	4.35
净利润	443.70	544.49	669.77	826.99
减:少数股东损益	-5.44	-5.50	-6.77	-8.36
归属母公司股东净利润	449.14	550.00	676.54	835.35
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1232.72	1625.92	2090.73	2647.03
应收账款和预付款项	892.83	1102.22	1338.36	1627.32
存货	486.03	602.64	743.49	918.98
其他流动资产	313.41	341.90	415.14	504.78
长期股权投资	65.92	74.31	82.70	91.09
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	606.18	487.49	368.79	250.10
无形资产和开发支出	197.47	148.60	99.73	50.86
其他非流动资产	58.29	57.02	55.76	55.76
资产总计	4412.05	4995.46	5761.94	6725.43
短期借款	116.82	0.00	0.00	0.00
应付账款和预收款项	284.49	377.90	466.22	576.26
长期借款	125.91	77.04	32.91	-6.31
其他负债	138.95	176.00	197.25	223.25
负债合计	1368.45	1552.25	1827.17	2183.73
股本	543.72	544.98	544.98	544.98
资本公积	1158.16	1156.90	1156.90	1156.90
留存收益	1302.04	1707.15	2205.47	2820.76
归属母公司股东权益	3003.92	3409.03	3907.34	4522.64
少数股东权益	39.69	34.18	27.42	19.06
股东权益合计	3043.60	3443.21	3934.76	4541.70
负债和股东权益合计	4412.05	4995.46	5761.94	6725.43
现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	445.35	694.63	671.71	796.31
投资活动现金流净额	-228.20	11.61	11.61	11.61
筹资活动现金流净额	-62.85	-313.04	-218.52	-251.63
现金流量净额	157.44	393.21	464.81	556.30

数据来源: iFinD, 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: 资本市场大型军工行业研究团队, 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, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

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

曾佳辉, 13764019163, zengjh@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:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。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