

## 华测导航 (300627)

证券研究报告  
2024年05月07日

## 业绩成长性凸显，长期受益于低空+自动驾驶

**事件：**公司发布 2023 年年报，营收 26.78 亿元，同增 19.77%；归母净利润 4.49 亿元，同增长 24.32%；扣非归母净利润为 3.72 亿元，同增 31.05%。此外，公司一季报营收 6.17 亿元，同增 20.53%；归母净利润 1.03 亿元，同增 30.35%；扣非归母净利润为 8680.55 万元，同增 40.42%。

## 公司多年业绩表现较高成长性，一季报业绩稳健增长

公司 23 年收入 26.78 亿元，18-23 年 CAGR 为 22.98%，彰显较强成长性。23 年归母净利润 4.5 亿元，18-23 年 CAGR 为 33.70%，盈利能力持续增强。23 年归母净利润率为 16.77%，同比提升 0.62pct。分业务：1) 资源与公共事业收入 11.27 亿元，同增 41.29%，农机自动驾驶业务快速增长；2) 建筑与基建收入 9.66 亿元，同增 5.29%，公司主要针对国际市场加强施工自动化产品推广，高精度接收机智能装备全球市占率持续提升；3) 地理空间信息业务收入 4.25 亿元，同增 0.73%，在传统应用领域公司基于高精度 GNSS+INS+激光雷达+无人飞控技术，公司开发了搭载于移动载体之上集成多源传感器的设备实现数据采集二维到三维的跨越；4) 机器人与自动驾驶业务 1.60 亿元，同增 61.64%，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。

一季报数据显示，公司 24Q1 同比增速维持稳健增长态势。归母净利润增速高于收入增速，归母净利率提升 1.26pct。主要原因：1) 资源与公共事业等相关业务领域及海外区域营收实现快速增长；2) 公司产品竞争力提升，在各行业市场业务快速拓展。24 年 Q1 因股权激励带来的支付费用约为 1400 万元，同比 23 年 Q1 的 800 万有较大幅度增长。权益工具投资变动导致公允价值变动损失 712 万元，信用减值损失由 240 万增长至 919 万元。剔除影响后核心业务盈利能力更优。

## 公司积极采取采购、研发等综合降本策略，长期坚持研发投入

公司优化产品设计，自研核心元器件，23 年销售毛利率 57.77%，同比提升 1.13pct。此外，期间费用率缩减 1.27pct，销售/管理/研发/财务费用率分别减少 0.22/0.89/0.77/-0.61pct，管理费用率减少主要系股权激励摊销降低，管理体系逐渐成熟。24 年一季度，公司毛利率降低 0.37pct，费用率缩减 3.99pct，销售/管理/研发/财务费用率分别减少 2.94/0.63/-0.01/0.43pct，收入增长费用率摊薄。研发费用绝对值增长 20.6%，为中长期发展提供支撑。公司围绕高精定位芯片、板卡、模组、智能机器人、飞控技术、车规级芯片、全球 SWAS 广域增强系统、核心算法等，持续强化核心竞争力。

## 公司积极发展低空经济业务、把握历史机遇

(1) 无人机/工业无人机：我们认为，公司基于高精定位+激光雷达+无人机+自动驾驶等技术优势和项目经验，也有望拓展到 eVTOL 市场。公司主打产品大黄蜂(BB4)四旋翼无人机，P330 Pro 纯电动垂直起降固定翼航测无人机，P60 固定翼无人机航测系统，广泛应用于地质勘测、实景三维、水利数字孪生等领域。此外，公司还拥有一所无人机飞行学院，拥有全机型、全等级训练资质，目前已累计培训并输送超万名合格驾驶员。

(2) 自动驾驶领域：公司乘用车组合导航终端已定点哪吒、路特斯、比亚迪、长城等多家车厂，有望长期受益自动驾驶。

**投资建议：**我们预测公司 24-26 年归母净利润分别为 5.63/6.69/7.85 亿元，对应 PE 为 29X/24X/21，维持“增持”评级。

**风险提示：**下游市场需求不及预期；自动驾驶发展不及预期；行业竞争加剧；公司海外业务推进不及预期。

## 投资评级

行业	通信/通信设备
6 个月评级	增持 (维持评级)
当前价格	29.97 元
目标价格	元

## 基本数据

A 股总股本(百万股)	544.98
流通 A 股股本(百万股)	447.13
A 股总市值(百万元)	16,333.07
流通 A 股市值(百万元)	13,400.42
每股净资产(元)	5.77
资产负债率(%)	25.86
一年内最高/最低(元)	34.95/21.45

## 作者

**唐海清** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517030002  
tanghaiqing@tfzq.com

**余芳沁** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110521080006  
yufangqin@tfzq.com

**王奕红** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517090004  
wangyihong@tfzq.com

**缪欣君** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517080003  
miaoxinjun@tfzq.com

## 股价走势



资料来源：聚源数据

## 相关报告

- 《华测导航-公司点评:24Q1 业绩稳健,低空经济及北三长期驱动公司成长》2024-04-15
- 《华测导航-公司点评:业绩稳健增长,汽车市场打开成长空间》2023-01-11
- 《华测导航-季报点评:优化业务结构&降本增效,公司盈利能力增强》2022-10-25

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,236.25	2,678.34	3,292.81	4,011.32	4,762.66
增长率(%)	17.50	19.77	22.94	21.82	18.73
EBITDA(百万元)	715.06	950.15	677.17	789.78	906.31
归属母公司净利润(百万元)	361.11	449.14	563.40	669.13	785.08
增长率(%)	22.69	24.38	25.44	18.77	17.33
EPS(元/股)	0.66	0.82	1.03	1.23	1.44
市盈率(P/E)	45.23	36.36	28.99	24.41	20.80
市净率(P/B)	6.45	5.44	4.76	4.10	3.54
市销率(P/S)	7.30	6.10	4.96	4.07	3.43
EV/EBITDA	19.06	16.18	20.85	17.84	14.62

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,087.99	1,232.72	1,859.12	1,877.47	2,687.51	营业收入	2,236.25	2,678.34	3,292.81	4,011.32	4,762.66
应收票据及应收账款	763.32	836.88	992.46	1,191.48	1,322.14	营业成本	969.56	1,131.11	1,374.38	1,685.01	2,011.36
预付账款	52.17	41.05	81.11	68.67	110.12	营业税金及附加	17.08	14.97	17.45	20.86	23.81
存货	425.12	486.03	506.58	803.98	872.15	销售费用	446.54	528.83	619.05	754.13	895.38
其他	670.22	732.34	761.07	780.06	902.66	管理费用	184.42	197.17	220.62	268.76	316.72
<b>流动资产合计</b>	<b>2,998.82</b>	<b>3,329.02</b>	<b>4,200.34</b>	<b>4,721.67</b>	<b>5,894.59</b>	研发费用	403.05	462.11	533.43	645.82	762.03
长期股权投资	58.37	65.92	65.92	65.92	65.92	财务费用	(14.58)	(1.13)	(17.08)	(10.63)	(14.03)
固定资产	620.22	597.32	567.97	551.81	538.18	资产/信用减值损失	(32.74)	(44.35)	(17.00)	(15.00)	(15.00)
在建工程	3.20	0.00	60.00	84.00	92.40	公允价值变动收益	(7.13)	9.46	20.86	20.00	20.00
无形资产	174.02	158.44	125.62	92.79	59.97	投资净收益	23.56	17.36	19.25	23.06	19.89
其他	128.98	219.49	205.33	192.93	204.61	其他	(102.71)	(93.10)	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>984.78</b>	<b>1,041.16</b>	<b>1,024.83</b>	<b>987.45</b>	<b>961.07</b>	<b>营业利润</b>	<b>349.20</b>	<b>455.91</b>	<b>568.07</b>	<b>675.44</b>	<b>792.28</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,017.56</b>	<b>4,412.05</b>	<b>5,225.17</b>	<b>5,709.11</b>	<b>6,855.66</b>	营业外收入	7.47	5.23	8.00	6.90	6.71
短期借款	115.10	116.82	30.00	30.00	30.00	营业外支出	3.42	4.06	3.00	3.49	3.52
应付票据及应付账款	485.22	474.63	633.00	782.81	889.81	<b>利润总额</b>	<b>353.25</b>	<b>457.08</b>	<b>573.07</b>	<b>678.84</b>	<b>795.47</b>
其他	383.85	397.67	876.12	677.83	1,098.48	所得税	(7.15)	13.38	11.46	13.58	15.91
<b>流动负债合计</b>	<b>984.17</b>	<b>989.12</b>	<b>1,539.12</b>	<b>1,490.64</b>	<b>2,018.29</b>	<b>净利润</b>	<b>360.40</b>	<b>443.70</b>	<b>561.61</b>	<b>665.27</b>	<b>779.56</b>
长期借款	138.21	119.00	100.00	100.00	100.00	少数股东损益	(0.71)	(5.44)	(1.79)	(3.86)	(5.52)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>361.11</b>	<b>449.14</b>	<b>563.40</b>	<b>669.13</b>	<b>785.08</b>
其他	86.47	78.09	115.00	103.19	98.76	每股收益(元)	0.66	0.82	1.03	1.23	1.44
<b>非流动负债合计</b>	<b>224.68</b>	<b>197.09</b>	<b>215.00</b>	<b>203.19</b>	<b>198.76</b>						
<b>负债合计</b>	<b>1,438.07</b>	<b>1,368.45</b>	<b>1,754.12</b>	<b>1,693.82</b>	<b>2,217.05</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
少数股东权益	46.96	39.69	38.26	35.17	30.75	<b>成长能力</b>					
股本	535.16	543.72	544.98	544.98	544.98	营业收入	17.50%	19.77%	22.94%	21.82%	18.73%
资本公积	1,009.40	1,158.16	1,158.16	1,158.16	1,158.16	营业利润	18.03%	30.56%	24.60%	18.90%	17.30%
留存收益	1,014.98	1,318.94	1,769.65	2,304.96	2,933.02	归属于母公司净利润	22.69%	24.38%	25.44%	18.77%	17.33%
其他	(27.01)	(16.90)	(40.00)	(27.97)	(28.29)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>2,579.49</b>	<b>3,043.60</b>	<b>3,471.05</b>	<b>4,015.29</b>	<b>4,638.62</b>	毛利率	56.64%	57.77%	58.26%	57.99%	57.77%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4,017.56</b>	<b>4,412.05</b>	<b>5,225.17</b>	<b>5,709.11</b>	<b>6,855.66</b>	净利率	16.15%	16.77%	17.11%	16.68%	16.48%
						ROE	14.26%	14.95%	16.41%	16.81%	17.04%
						ROIC	40.51%	34.41%	35.66%	53.33%	43.83%
						<b>偿债能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	资产负债率	35.79%	31.02%	33.57%	29.67%	32.34%
净利润	360.40	443.70	563.40	669.13	785.08	净负债率	-31.66%	-32.56%	-49.64%	-43.37%	-55.01%
折旧摊销	76.29	104.04	102.18	104.98	108.06	流动比率	2.50	2.88	2.73	3.17	2.92
财务费用	(3.69)	7.90	(17.08)	(10.63)	(14.03)	速动比率	2.15	2.46	2.40	2.63	2.49
投资损失	(23.56)	(17.36)	(19.25)	(23.06)	(19.89)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(87.24)	(320.37)	307.33	(530.87)	168.65	应收账款周转率	3.56	3.35	3.60	3.67	3.79
其它	31.49	227.44	19.08	16.14	14.48	存货周转率	5.58	5.88	6.63	6.12	5.68
<b>经营活动现金流</b>	<b>353.69</b>	<b>445.35</b>	<b>955.65</b>	<b>225.69</b>	<b>1,042.35</b>	总资产周转率	0.60	0.64	0.68	0.73	0.76
资本支出	467.22	77.32	63.09	91.81	74.43	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	36.93	7.55	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.66	0.82	1.03	1.23	1.44
其他	(787.17)	(313.08)	(169.44)	(188.75)	(164.54)	每股经营现金流	0.65	0.82	1.75	0.41	1.91
<b>投资活动现金流</b>	<b>(283.02)</b>	<b>(228.20)</b>	<b>(106.35)</b>	<b>(96.94)</b>	<b>(90.11)</b>	每股净资产	4.65	5.51	6.30	7.30	8.46
债权融资	60.56	(28.38)	(88.74)	10.63	14.03	<b>估值比率</b>					
股权融资	(49.21)	167.43	(134.16)	(121.03)	(156.23)	市盈率	45.23	36.36	28.99	24.41	20.80
其他	(63.15)	(201.91)	0.00	0.00	(0.00)	市净率	6.45	5.44	4.76	4.10	3.54
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(51.80)</b>	<b>(62.85)</b>	<b>(222.90)</b>	<b>(110.40)</b>	<b>(142.20)</b>	EV/EBITDA	19.06	16.18	20.85	17.84	14.62
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	21.30	18.15	24.56	20.58	16.59
<b>现金净增加额</b>	<b>18.87</b>	<b>154.29</b>	<b>626.40</b>	<b>18.35</b>	<b>810.04</b>						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com