

2024年05月11日

证券研究报告|公司研究|军工公司点评

## 司南导航 (688592)

### 2023 年报&2024Q1 点评：聚焦高精度导航定位技术，营收与利润同步增长

#### 报告摘要

◆ 卫星应用次新股，聚焦高精度导航定位技术。公司成立于 2012 年，是国内聚焦于高精度北斗/GNSS 模块核心技术及其应用的国家级专精特新“小巨人”企业。2023 年 8 月 16 日，公司登陆科创板。

◆ 市场拓展成效显著，营收与利润同步增长。2023 年，公司营业收入（4.12 亿元，+22.66%）和归母净利润（0.42 亿元，+15.57%）同步增长，主要系公司市场开拓能力增强，多个板块收入实现增长，带动公司收入及净利润持续增长。公司毛利率（52.16%，-4.95pcts）和净利率（9.65%，-1.13pcts）均有不同程度下降，主要系受市场价格下降因素影响，终端价格出现一定程度下调，导致相关业务的毛利率下降。这一点可从同行业其他公司相关业务毛利率下滑得以佐证，行业竞争趋于加剧。2024Q1，公司营业收入（0.39 亿元，+30.57%）和归母净利润（-709.93 万元，较去年同期增长 588.05 万元）持续增长。

◆ 分行业看，2023 年公司三大行业收入均有增长。地理信息应用及其他的营收（2.14 亿元，+20.48%）稳步增长，毛利率（58.68%，-0.47pcts）维持稳定，是公司下游市场收入的主要来源。智能驾驶与数字施工营收（0.55 亿元，+119.74%）显著增长，毛利率（26.71%，+16.92pcts）显著提升，毛利率的上升主要来自销售区域的不同。模块及数据应用的营收（1.41 亿元，+6.13%）稳步增长，毛利率（51.86%，-11.45pcts）有所降低，下降的原因主要是产品结构发生变化。

◆ 分产品看，中下游市场应用产品持续增长。高精度 GNSS 板卡/模块的收入（0.64 亿元，-22.15%）增速放缓，毛利率（63.98%，-4.73pcts）有所下降，但仍保持在较高水平。数据采集设备收入（2.14 亿元，+20.48%）稳步增长，毛利率（58.68%，-0.47pcts）维持稳定。农机自动驾驶系统

投资评级

买入

首次评级

2024 年 05 月 10 日

收盘价(元): 40.00

目标价(元): 50.50

#### 公司基本数据

总股本(百万股)	62.16
总市值(百万)	2,486.40
流通股本(百万股)	13.66
流通市值(百万)	546.58
12 月最高/最低价(元)	93.00/25.88
资产负债率(%)	13.86
每股净资产(元)	16.36
市盈率(TTM)	52.12
市净率(PB)	2.44
净资产收益率(%)	-0.70

#### 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

1

邮箱: tengmt@avicsec.com

相关研究报告

收入 (0.55 亿元, +119.74%) 显著增长, 毛利率 (26.71%, +16.92pcts) 显著提升, 毛利率的上升主要来自销售区域的不同。数据应用及系统解决方案的收入 (0.65 亿元, +29.63%) 稳步增长, 毛利率 (37.28%, -17.03pcts) 有所下降, 下降的原因主要是产品结构发生变化。

◆ **分地区看, 国外毛利率显著高于国内。**2023 年公司国内收入 (3.15 亿元, +23.15%) 持续增长, 毛利率 (46.18%, -6.33pcts) 处于较高水平; 国外收入 (0.95 亿元, +19.28%) 保持增长, 占总收入比例 (23.07%, -0.65pcts) 保持稳定, 毛利率 (71.43%, -0.43pcts) 同比基本持平, 但仍显著高于国内毛利率。

◆ **分季度看, 2023 年公司全年收入和利润主要集中在 Q4。**公司收入呈现明显季节性的原因主要有三点: 其一, 公司在测量测绘等领域的客户主要为国企、政府和事业单位, 受预算安排的影响, 该类客户年初采购量较少, 年末采购量较大; 其二, 公司在农业领域的客户受春耕秋收的工作特点的影响, 采购集中在 Q2 和 Q4; 其三, 部分客户采用项目验收方式进行结算, 验收期普遍集中在年末, 导致 Q4 收入普遍占比较高。

◆ **费用率有所提升, 研发投入持续增长。**2023 年, 公司三费费用率 (29.04%, +1.38pcts) 有所提升, 主要系销售费用率 (21.46%, +0.89pcts) 和管理费用率 (7.56%, +0.33pcts) 提升所致。研发投入 (0.85 亿元, +23.78%) 持续增长。截至 2023 年期末, 公司研发人员 189 人 (较去年同期增加 25 人), 占员工总数的 33.69%。我们认为, 随着公司向新兴下游市场进发, 有望形成规模效应, 实现降本增效; 公司持续加大研发投入, 公司产品体系将日益完善, 市场竞争力有望逐步提升。

◆ **应收账款增长, 现金流有所改善。**资产负债方面, 2023 年公司应收账款 (3.11 亿元, +51.69%) 显著增长, 但是应收账款账龄普遍在 1 年以内。现金流量方面, 2023 年经营活动产生的现金流量净额 (-0.34 亿元, 同比增加了 2673.15 万元) 有所增长, 主要系销售商品、提供劳务收到的现金增加及购买商品、接受劳务支付的现金减少所致。我们认为, 随着公司加强对应收账款的管理, 完善信用管控制度, 公司回款速度有望加快, 资金使用效率有望提升。

◆ **募投项目稳步推进，战略配售和回购彰显公司信心。**2023年8月16日，公司IPO募集资金总额为7.85亿元，其中超募资金金额为1.60亿元。截至2023年末，公司募投项目稳步推进。公司上市时向公司高管和核心员工开展了战略配售，获配股数占发行数量的7.71%（约119.86万股）。2024年3月8日，公司拟使用部分超募资金及自有资金回购已发行的部分股票，本次回购的股份将在未来适宜时机用于员工持股计划或股权激励。战略配售和回购的行为显示出公司管理层对公司前景的信心，向投资者传达积极的信号，并且激励员工为公司的长期成功和增长做出贡献。

◆ **依托高精度卫星导航核心技术，打造全产业链业务模式。**公司已形成“基础产品（芯片、模块）+终端+数据应用及系统解决方案”的全产业链业务模式。主要产品为高精度GNSS板卡/模块、数据采集设备、农机自动驾驶系统以及数据应用及系统解决方案，并在测量测绘、地基增强、形变监测、农业等领域已实现产业化应用。

总体来看，我们认为，需求侧方面，根据我们此前发布的《风雪迎春到——军工行业十问十答&2024年投资策略》的分析，“十四五”期间，高精度卫星导航应用市场的复合增速有望超过20%。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（如车规级自动驾驶、低空经济等），伴随海外市场需求的加速释放，公司需求侧前景较好。

供给侧方面，在公司加大研发投入的背景下，公司有望进一步拓宽高精度卫星导航应用在无人机、智能驾驶、物联网等新兴领域的市场空间，而公司在盈利空间相对更大的海外市场的拓展，也将构成未来收入持续增长、盈利能力维持在较高水平的坚实基础。

◆ **盈利预测：**

我们将公司收入按照产品进行拆分和预测，预测结果如下：

公司主要产品预测表（百万元）		2023A	2024E	2025E	2026E
数据采集设备	营收	213.70	260.72	320.68	407.27
	成本	88.30	109.50	136.29	175.13
	毛利	125.40	151.22	184.39	232.14
	毛利率	58.68%	58.00%	57.50%	57.00%
数据应用及系统解决方案	营收	64.64	84.03	113.45	158.82
	成本	40.54	46.22	63.53	90.53
	毛利	24.10	37.82	49.92	68.29
	毛利率	37.28%	45.00%	44.00%	43.00%
高精度GNSS板卡/模块	营收	63.51	69.86	80.34	96.41
	成本	22.88	25.50	29.73	36.16

	毛利	40.64	44.36	50.62	60.26
	毛利率	63.98%	63.50%	63.00%	62.50%
农机自动驾驶系统	营收	55.24	85.62	119.87	155.83
	成本	40.49	62.93	88.71	116.10
	毛利	14.75	22.69	31.17	39.74
	毛利率	26.71%	26.50%	26.00%	25.50%

#### ◆ 投资建议:

1. 行业层面，“十四五”期间高精度卫星导航应用市场的复合增速有望超过 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，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，同时在海外市场加速拓展的带动下，公司下游各细分市场的需求将逐步兑现，支撑公司在中长期的业绩确定性；

3. 经营层面，公司持续加大研发投入，研发人员数量保持稳定增长，市场竞争力有望逐步提升。

基于以上观点，我们预计公司 2024-2026 年的营业收入分别为 5.15 亿元、6.49 亿元和 8.33 亿元，归母净利润分别为 0.49 亿元、0.59 亿元及 0.72 亿元，EPS 分别为 0.79 元、0.94 元、1.16 元，我们维持“买入”评级，目标价格 50.50 元，分别对应 64 倍、53 倍及 44 倍 PE。

财务数据与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	335.65	411.69	514.83	648.94	832.93
增长率 (%)	16.47	22.66	25.05	26.05	28.35
归母净利润 (百万元)	36.18	41.82	48.94	58.72	72.01
增长率 (%)	24.11	15.59	17.03	19.98	22.62
毛利率 (%)	57.11	52.16	51.64	50.21	49.25
每股收益 (元)	0.58	0.67	0.79	0.94	1.16
市盈率 PE	68.73	59.45	50.80	42.34	34.53
市净率 PB	8.33	2.43	2.33	2.22	2.11
净资产收益率 ROE (%)	12.12	4.08	4.59	5.25	6.10

资料来源：iFinD，中航证券研究所

## 正文目录

一、 公司基本情况与财务数据分析 .....	6
(一) 市场拓展成效显著, 营收与利润同步增长.....	6
(二) 费用率有所提升, 研发投入持续增长.....	8
(三) 应收账款增长, 现金流有所改善 .....	9
二、 募投项目稳步推进, 战略配售和回购彰显公司信心.....	9
三、 依托高精度卫星导航核心技术, 打造全产业链业务模式.....	10
(一) 高精度 GNSS 板卡/模块 .....	10
(二) 数据采集设备 .....	10
(三) 智能驾驶与数字施工 .....	11
(四) 数据应用及系统解决方案 .....	11
(五) 新兴业务 .....	11
四、 盈利预测与投资建议 .....	12
(一) 盈利预测.....	12
(二) 投资建议.....	13
五、 风险提示.....	13

## 图表目录

图 1 公司历年营业收入及增速 (单位: 亿元; %)	6
图 2 公司历年归母净利润及增速 (单位: 百万元; %)	6
图 3 公司历年毛利率和净利率情况 (单位: %)	7
图 4 公司历年收入按照产品分类的结构 (单位: 百万元)	7
图 5 公司历年三费情况 (单位: 百万元; %)	8
图 6 公司历年研发投入及其占比 (单位: 百万元; %)	8
图 7 公司主要产品及业务模式.....	10

## 一、公司基本情况与财务数据分析

### (一) 市场拓展成效显著，营收与利润同步增长

上海司南卫星导航技术股份有限公司（以下简称“公司”或“司南导航”）成立于 2012 年，是国内聚焦于高精度北斗/GNSS 模块核心技术及其应用的国家级专精特新“小巨人”企业。公司高精度卫星导航定位技术目前主要应用在模块及数据应用、时空信息应用、智能驾驶与数字施工 3 类行业。公司主要产品为高精度 GNSS 板卡/模块、数据采集设备、农机自动驾驶系统以及数据应用及系统解决方案。公司实际控制人和第一大股东是王永泉先生，曾在南方测绘、中海达、华测导航任职，2012 年起先后担任司南导航总工程师、执行董事等职务，目前担任司南导航董事长。2023 年 8 月 16 日，公司登陆科创板。

营收利润同步增长，各板块收入可圈可点。2023 年，公司营业收入（4.12 亿元，+22.66%）和归母净利润（0.42 亿元，+15.57%）同步增长，主要系公司市场开拓能力增强，多个板块收入实现增长，带动公司收入及净利润持续增长。扣非归母净利润（0.26 亿元，+18.00%）同步增长，公司非经常性损益主要为公司承接研发项目取得的政府补贴，其金额具有不确定性。随着公司进一步拓展市场，扩大销售额，非经常性损益对净利润的影响有望降低。公司毛利率（52.16%，-4.95pcts）和净利率（9.65%，-1.13pcts）均有不同程度下降，主要系受市场价格下降因素影响，终端价格出现一定程度下调，导致模块及数据应用的毛利率（51.86%，-11.45pcts）下降，这一点可从同行业其他公司相关业务毛利率下滑得以佐证，一定程度上反映行业竞争加剧的现状。

图1 公司历年营业收入及增速（单位：亿元；%）

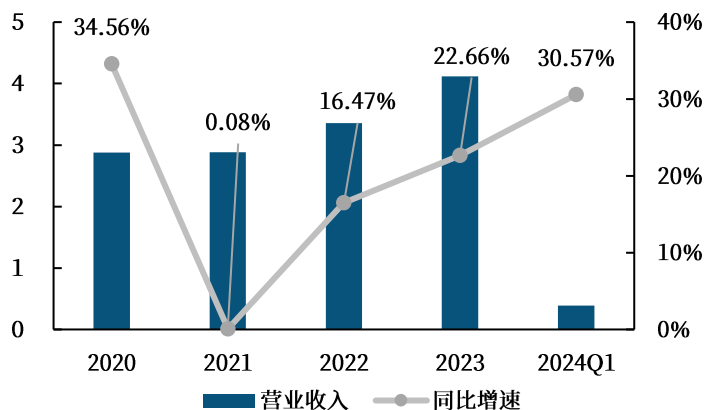
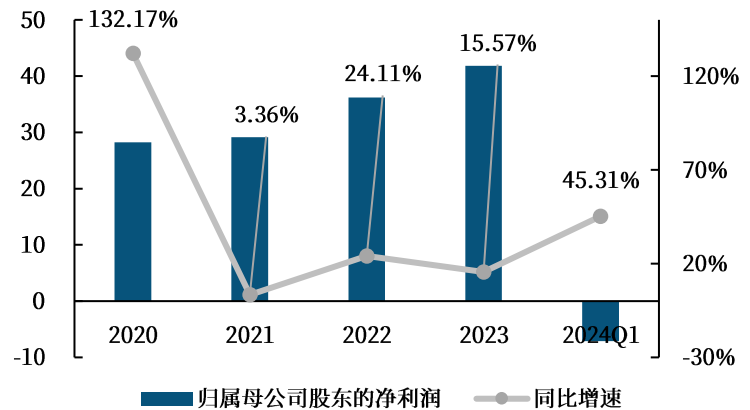


图2 公司历年归母净利润及增速（单位：百万元；%）



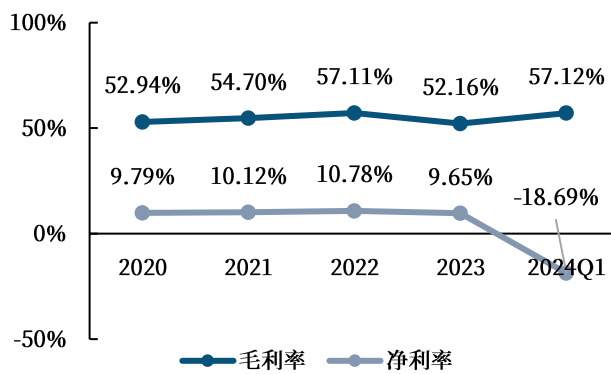
资料来源：iFinD，中航证券研究所

资料来源：iFinD，中航证券研究所

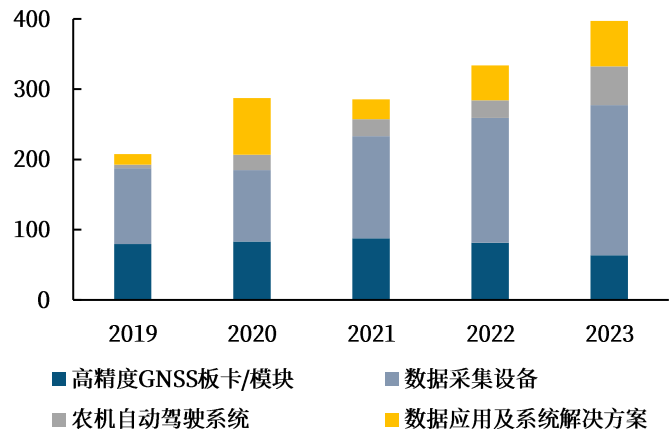
分行业看，2023 年公司三大行业收入均有增长。地理信息应用及其他的营收（2.14 亿元，+20.48%）稳步增长，毛利率（58.68%，-0.47pcts）维持稳定，是公司下游市场收入的主要来源。智能驾驶与数字施工营收（0.55 亿元，+119.74%）显著增

长，毛利率（26.71%，+16.92pcts）显著提升，毛利率的上升主要来自销售区域的不同。模块及数据应用的营收（1.41 亿元，+6.13%）稳步增长，毛利率（51.86%，-11.45pcts）有所降低，下降的原因主要是产品结构发生变化。

分产品看，中下游市场应用产品持续增长。公司主要产品为高精度 GNSS 板卡/模块、数据采集设备、农机自动驾驶系统以及数据应用及系统解决方案。高精度 GNSS 板卡/模块的收入（0.64 亿元，-22.15%）增速放缓，毛利率（63.98%，-4.73pcts）有所下降，但仍保持在较高水平。数据采集设备收入（2.14 亿元，+20.48%）稳步增长，毛利率（58.68%，-0.47pcts）维持稳定。农机自动驾驶系统收入（0.55 亿元，+119.74%）显著增长，毛利率（26.71%，+16.92pcts）显著提升，毛利率的上升主要来自销售区域的不同。数据应用及系统解决方案的收入（0.65 亿元，+29.63%）稳步增长，毛利率（37.28%，-17.03pcts）有所下降，下降的原因主要是产品结构发生变化。

**图3 公司历年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 公司历年收入按照产品分类的结构（单位：百万元）**


资料来源：iFinD，中航证券研究所

分地区看，国外毛利率显著高于国内。2023 年公司国内收入（3.15 亿元，+23.15%）持续增长，依然是主要收入来源，毛利率（46.18%，-6.33pcts）处于较高水平；国外收入（0.95 亿元，+19.28%）保持增长，占总收入比例（23.07%，-0.65pcts）保持稳定，毛利率（71.43%，-0.43pcts）同比基本持平，但仍显著高于国内毛利率。公司在北京、广州、内蒙古、新疆、贵州、西安等地设有子公司或售后服务网点，派驻业务人员长期驻扎当地为客户提供点对点的销售和售后服务。公司还与国内多家经销商开展合作并建立了长期稳定的业务关系。2023 年公司产品和服务远销海外 130 多个国家和地区，其中 50 多个在“一带一路”域内。

分季度看，2023 年公司全年收入和利润主要集中在 Q4。2023Q4 收入为 2.50 亿元，全年占比达到 60.73%；2023Q4 归母净利润达到 0.43 亿元，构成全年主要利润。公司收入呈现明显季节性的原因主要有三点：其一，公司在测量测绘、地信采集、安全监测等领域的客户主要为国企、政府和事业单位，受预算安排的影响，该类客户年初采购量较少，年末采购量较大；其二，公司在农业领域的客户受春耕秋收的工作特

点的影响，客户采购集中在 Q2 和 Q4；其三，部分客户采用项目验收方式进行结算，验收期普遍集中在年末，导致 Q4 收入普遍占比较高。

2024Q1，公司营业收入（0.39 亿元，+30.57%）和归母净利润（-709.93 万元，较去年同期增长 588.05 万元）持续增长。2024Q1 公司营收同比增加 905.43 万元，主要系农机自动驾驶系统和数据采集设备分别增加 313.61 万元和 595.46 万元。我们认为，公司主营产品发展势头较强，盈利能力稳定，总体呈现增长态势。随着公司高精度导航定位技术及其应用在各行业、各地区的拓展，2024 年公司营收和利润有望维持快速增长。

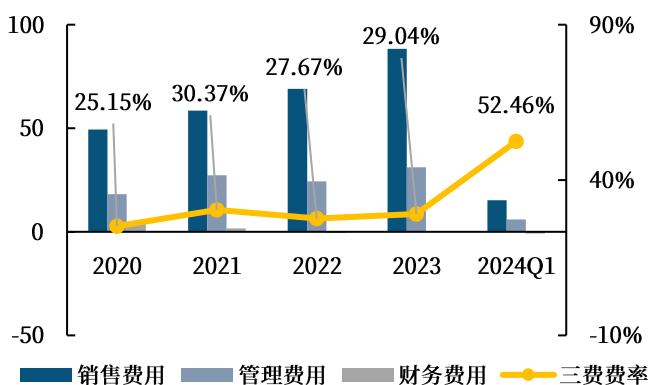
## （二）费用率有所提升，研发投入持续增长

销售与管理费用持续增长，费用率有所提升。2023 年，公司三费费用率（29.04%，+1.38pcts）有所提升，主要系销售费用率（21.46%，+0.89pcts）和管理费用率（7.56%，+0.33pcts）提升所致。具体地，2023 年，公司销售费用（0.88 亿元，+27.95%）持续增长，主要系公司为拓展销售市场，增加差旅费、职工薪酬以及宣传费用；管理费用（0.31 亿元，+28.20%）的增长，主要系员工薪酬增加、处理呆滞存货以及审计及咨询服务费增加；财务费用（9.06 万元，较去年同期增加 55.69 万元）有所增长，主要系汇率波动所致。

研发投入持续增长。2023 年公司持续加大产品研发投入，研发投入（0.85 亿元，+23.78%）持续增长。截至 2023 年期末，公司研发人员 189 人（较去年同期增加 25 人），占员工总数的 33.69%。报告期内，公司继续坚持高比例研发投入，在芯片和模块方面大力推动技术迭代、产品革新升级。公司在研项目共计 35 项，预计总投资规模 3.79 亿元。公司最新研制的新一代基带射频一体化高精度芯片 Quantum-IV 目前已研制成功，将适时发布，有望带来新一轮的技术革新和盈利增长点。

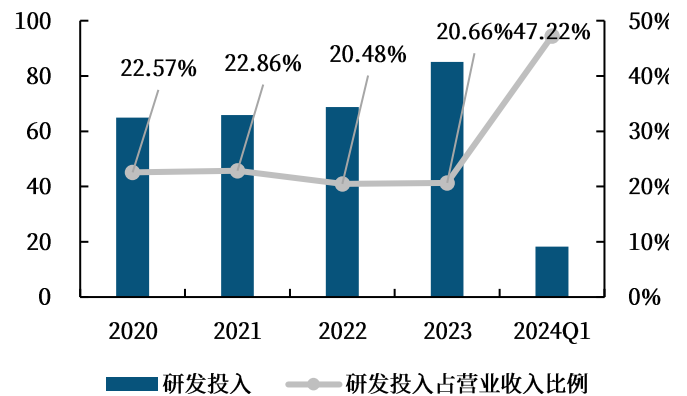
我们认为，随着公司向新兴下游市场进发，有望形成规模效应，实现降本增效；公司持续加大研发投入，公司产品体系将日益完善，市场竞争力有望逐步提升。

图5 公司历年三费情况（单位：百万元；%）



资料来源：iFinD，中航证券研究所

图6 公司历年研发投入及其占比（单位：百万元；%）



资料来源：iFinD，中航证券研究所



### (三) 应收账款增长，现金流有所改善

资产负债方面，2023年公司应收账款（3.11亿元，+51.69%）显著增长，但是应收账款账龄普遍在1年以内。现金流量方面，2023年经营活动产生的现金流量净额（-0.34亿元，同比增加了2673.15万元）有所增长，主要系销售商品、提供劳务收到的现金增加及购买商品、接受劳务支付的现金减少所致。

我们认为，随着公司加强对应收账款的管理，完善信用管控制度，公司回款速度有望加快，资金使用效率有望提升。

## 二、募投项目稳步推进，战略配售和回购彰显公司信心

2023年8月16日，公司首次公开发行股票并在上海证券交易所科创板正式挂牌上市，向社会公开发行人民币普通股（A股）1554.00万股，每股发行价格为人民币50.50元，募集资金总额为7.85亿元（其中超募资金金额为1.60亿元），扣除发行费用后实际募集资金净额为6.91亿元，为公司后续发展所需资金提供有效的保障。

公司募投项目主要包括新一代高精度PNT技术升级及产业化项目、管理与服务信息系统建设项目、营销网络建设项目。截至2023年末，公司IPO募集资金投资项目稳步推进，具体情况如下表所示。

表1 公司IPO募集资金投资项目及累计投入进度（截至2023年末）

项目名称	投资总额	建设内容	达到预定可使用状态的日期	累计投入进度	内部收益率*
新一代高精度PNT技术升级及产业化项目	2.79亿元	①高精度导航技术升级 ②高工艺制程基带、射频一体化SoC芯片研制和配套模块的量产 ③对现有产品、技术、工艺进行改进升级	2025/6/5	5.74%	27.45%
管理与服务信息系统建设项目	0.70亿元	①建设管理信息化系统 ②高精度云服务平台	2025/6/5	7.29%	---
营销网络建设项目	0.97亿元	①完善营销网络 ②优化营销服务体系	2024/6/5	0.74%	---

资料来源：公司招股说明书，公司2023年年报，中航证券研究所（内部收益率为税后投资内部收益率）

公司上市时向公司高管和核心员工开展了战略配售，公司高管和核心员工的获配股数占发行数量的7.71%（约119.86万股），获配金额为6052.79万元。2024年3月8日，公司拟使用部分超募资金及自有资金通过集中竞价交易方式回购公司已发行的部分股票，本次回购的股份将在未来适宜时机用于员工持股计划或股权激励。

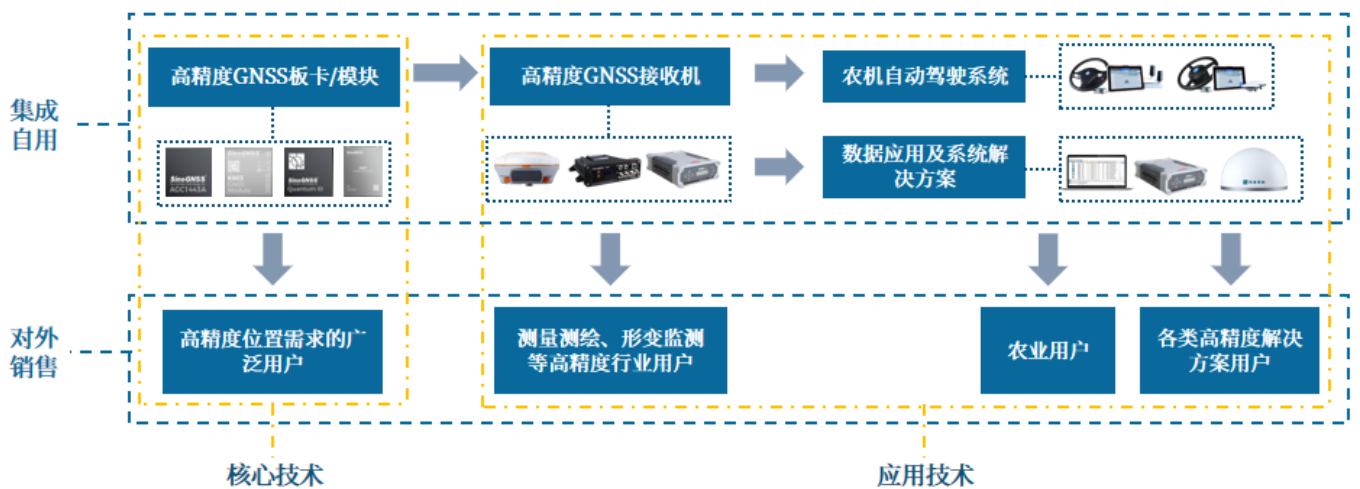
战略配售和回购的行为显示出公司管理层对公司前景的信心，向投资者传达积极的信号，并且激励员工为公司的长期成功和增长做出贡献。此外，使用超募资金进行回购，有利于增强公司有效资本管理，提高回报率。

### 三、依托高精度卫星导航核心技术, 打造全产业链业务模式

依托高精度卫星导航定位核心技术, 公司已形成了“基础产品(芯片、模块)+终端+数据应用及系统解决方案”的全产业链业务模式。公司目前已实现产业化的应用领域主要为测量测绘、地基增强、形变监测和农机自动驾驶系统, 正在进行产业布局和技术储备的新兴应用领域主要为无人机、汽车自动驾驶、物联网等。报告期内, 公司先后推出 M100X 组合导航接收机、Z30 室内外定位便携式终端、AG502 北斗农机自动驾驶系统、激光 RTK 接收机、XT100 平地引导系统等前沿产品。

公司主要产品及业务模式如下图所示。

图7 公司主要产品及业务模式



资料来源: 公司招股说明书, 公司 2023 年年报, 中航证券研究所

#### (一) 高精度 GNSS 板卡/模块

模块(模块是指集成化更高的板卡)是利用北斗/GNSS 芯片、外围电路和相应的嵌入式控制软件制成带输入输出接口的板级或模块级产品。由于板卡接上天线可以接收到导航电文, 并计算出导航数据 PVT (Position、Velocity、Time, 位置、速度和时间), 因此也称为接收机主板, 用户利用这个模块结合应用需求能够开发各种应用。

高精度 GNSS 模块主要客户群体为接收机等终端设备的制造商或集成商。

#### (二) 数据采集设备

公司数据采集设备主要包括高精度 GNSS 接收机以及专用配套设备。

高精度 GNSS 接收机内置自主研发的模块, 采用差分定位技术, 支持 BDS、GPS、GLONASS、Galileo 等主流全球卫星导航系统, 可快速实现厘米级定位。凭借着高精度、高可靠性, 能够广泛用于测量测绘、形变与安全监测、驾考驾培等领域, 在各个应用领域帮助用户完成全方位的高精度数据采集任务, 实时提供高精度的位置和速度信息。配套设备是指配合高精度 GNSS 接收机进行测量测绘、智能驾考、精准农业等行业应用的辅助产品, 这些产品主要包括: 测量手簿、GNSS 多模多频天线以及其他

配件等。其中，测量手簿用于实现记录及阅读测量数据，GNSS 多模多频天线则用于接收 GNSS 信号，为高精度 GNSS 接收机提供输入的信号源。

### （三）智能驾驶与数字施工

公司智能驾驶与数字施工系统集成了显示平板、多功能方向盘、接收机、天线、电机、传感器等主要部件和其他零部件。其中，接收机集成了公司核心产品高精度 GNSS 模块，实现了农业机械的自动驾驶功能与工程机械的数字施工，精度误差不超过 2.5 厘米，可安装在播种机、起垄机、打药机、收割机、插秧机等农业机械。

目前公司数字施工系统可安装在挖掘机、推土机、平地机等工程机械上。

### （四）数据应用及系统解决方案

数据应用及系统解决方案系公司基于在高精度卫星导航定位领域积累的技术成果，紧跟全球四大卫星导航系统兼容互操作趋势，结合自主研发生产的高精度 GNSS 接收机，灵活满足不同行业的差异化需求，产品应用涵盖地基增强系统、形变与安全以及自动驾驶与辅助驾驶等专业应用领域。与向客户直接销售高精度 GNSS 接收机等数据采集设备不同，数据应用及系统解决方案属于系统集成领域，主要依托公司自主研发、生产的各类高精度 GNSS 模块、接收机，搭配其他软硬件产品，根据客户实际需求提供解决方案。

### （五）新兴业务

近年来，公司持续在无人机、智能驾驶及物联网等新兴业务领域进行布局。

无人机领域，公司多年来持续加大应用于无人机领域的高精度北斗/GNSS 核心技术研发投入，公司将把握低空经济下的市场机遇，拓展无人机领域的业务，实现新的业绩增长。智能驾驶领域，公司 2020 年开始助力上汽集团全球首款“5G+L4 级”智能重卡示范运营任务，截至 2023 年底，已保障超过 700 万公里的示范运营，运输超过 20 万标箱。公司的 M900 组合导航接收机，可结合车联网、大数据等信息化平台，满足车载导航、智能交通等需求。物联网领域，随着国家高精度基础设施建设逐步完善，公司高精度北斗/GNSS 模块核心技术及产品将为实现万物互联的移动终端提供高精度 PVTA 传感器的全产业链支撑。

总体来看，我们认为，需求侧方面，根据我们此前发布的《风雪迎春到——军工行业十问十答&2024 年投资策略》的分析，“十四五”期间，高精度卫星导航应用市场的复合增速有望超过 20%。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（如车规级自动驾驶、低空经济等），伴随海外市场需求的加速释放，公司需求侧前景较好。

供给侧方面，在公司加大研发投入的背景下，公司有望拓宽高精度卫星导航应用在无人机、智驾、物联网等新兴领域的市场空间，而公司在盈利空间相对更大的海外

市场的拓展，也将构成未来收入持续增长、盈利能力维持在较高水平的坚实基础。

## 四、盈利预测与投资建议

### （一）盈利预测

我们将公司收入按照产品进行拆分和预测，具体预测内容如下：

**1.高精度 GNSS 板卡/模块：**2023 年该产品营收（0.64 亿元，-22.15%）有所下降。高精度 GNSS 板卡/模块是支撑公司盈利增长的核心驱动力。公司深耕高精度领域多年，技术实力较强，随着高精度卫星导航各细分市场的终端设备需求加大，公司在该产品的收入有望稳定增长，毛利率维持相对稳定。

**2.数据采集设备：**2023 年公司该产品收入（2.14 亿元，+20.48%）持续增长，是公司主要收入来源。2024 年 Q1 该产品收入同比增加 595.46 万元。该产品依托于自研的板卡/模块，广泛用于测量测绘、形变与安全监测等领域。根据我们的分析，“十四五”期间，高精度卫星导航应用市场的复合增速有望超过 20%。预计未来该产品收入有望持续增长，毛利率维持相对稳定。

**3.农机自动驾驶系统：**2023 年公司该产品收入（0.55 亿元，+119.74%）显著增长，2024 年 Q1 同比增加 313.61 万元。与发达国家相比，我国农机自动驾驶渗透率仍处于较低水平，潜在市场空间较大。同时，该产品可充分享受海外市场的需求加速和高利润空间。我们认为，公司该产品收入有望维持高速增长，毛利率维持相对稳定。

**4.数据应用及系统解决方案：**2023 年公司在该产品收入（0.65 亿元，+29.63%）持续增长。该产品主要根据客户实际需求提供定制化解决方案。考虑到国内卫星导航下游应用市场的高景气度，随着公司加大研发投入以及公司在新兴下游领域的布局，该产品收入有望保持增长，毛利率保持在较高水平。

表2 公司主要产品预测（单位：百万元）

公司主要产品预测表（百万元）		2023A	2024E	2025E	2026E
数据采集设备	营收	213.70	260.72	320.68	407.27
	成本	88.30	109.50	136.29	175.13
	毛利	125.40	151.22	184.39	232.14
	毛利率	58.68%	58.00%	57.50%	57.00%
数据应用及系统解决方案	营收	64.64	84.03	113.45	158.82
	成本	40.54	46.22	63.53	90.53
	毛利	24.10	37.82	49.92	68.29
	毛利率	37.28%	45.00%	44.00%	43.00%
高精度 GNSS 板卡/模块	营收	63.51	69.86	80.34	96.41
	成本	22.88	25.50	29.73	36.16
	毛利	40.64	44.36	50.62	60.26
	毛利率	63.98%	63.50%	63.00%	62.50%
农机自动驾驶系统	营收	55.24	85.62	119.87	155.83
	成本	40.49	62.93	88.71	116.10
	毛利	14.75	22.69	31.17	39.74
	毛利率	26.71%	26.50%	26.00%	25.50%

资料来源：iFinD，中航证券研究所

## (二) 投资建议

公司是国内高精度卫星导航定位产业的代表企业之一，具体投资建议如下：

1. 行业层面，“十四五”期间高精度卫星导航应用市场的复合增速有望超过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，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（如车规级自动驾驶、低空经济等），同时在海外市场加速拓展的带动下，公司下游各细分市场的需求将逐步兑现，支撑公司在中长期的业绩确定性；

3. 经营层面，公司持续加大研发投入，研发人员数量保持稳定增长，市场竞争力有望逐步提升。

基于以上观点，我们预计公司 2024-2026 年的营业收入分别为 5.15 亿元、6.49 亿元和 8.33 亿元，归母净利润分别为 0.49 亿元、0.59 亿元及 0.72 亿元，EPS 分别为 0.79 元、0.94 元、1.16 元，我们维持“买入”评级，目标价格 50.50 元，分别对应 64 倍、53 倍及 44 倍 PE。

## 五、风险提示

高精度北斗/GNSS 技术在新兴领域的应用不及预期；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。

**报表预测**

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	411.69	514.83	648.94	832.93
减:营业成本	196.97	249.00	323.10	422.75
营业税金及附加	2.82	3.04	3.83	4.92
销售费用	88.33	108.11	125.89	151.59
管理费用	31.14	38.61	48.02	60.80
财务费用	0.09	-1.72	-1.36	-1.19
资产减值损失	1.27	-0.29	-0.36	-0.46
加:投资收益	2.94	0.98	0.98	0.98
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>40.21</b>	<b>47.71</b>	<b>57.32</b>	<b>70.38</b>
加:其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>40.50</b>	<b>48.09</b>	<b>57.70</b>	<b>70.75</b>
减:所得税	0.79	0.00	0.00	0.00
<b>净利润</b>	<b>39.71</b>	<b>48.09</b>	<b>57.70</b>	<b>70.75</b>
减:少数股东损益	-2.11	-0.85	-1.02	-1.25
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>41.82</b>	<b>48.94</b>	<b>58.72</b>	<b>72.01</b>
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	633.47	557.10	481.68	462.45
应收账款和预付款项	362.84	437.26	542.26	616.14
存货	117.66	195.98	254.30	332.74
其他流动资产	3.26	5.76	7.26	9.32
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	17.32	31.18	42.87	41.87
无形资产和开发支出	15.90	28.88	43.52	54.41
其他非流动资产	15.68	10.49	9.68	9.68
<b>资产总计</b>	<b>1233.68</b>	<b>1341.74</b>	<b>1462.98</b>	<b>1616.68</b>
短期借款	0.69	0.00	0.00	0.00
应付账款和预收款项	60.39	69.47	90.15	117.95
长期借款	5.76	8.55	10.27	8.67
其他负债	43.87	41.49	45.22	50.36
<b>负债合计</b>	<b>211.35</b>	<b>277.62</b>	<b>348.73</b>	<b>440.94</b>
股本	62.16	62.16	62.16	62.16
资本公积	806.97	806.97	806.97	806.97
留存收益	155.00	197.64	248.81	311.54
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>1024.14</b>	<b>1066.78</b>	<b>1117.94</b>	<b>1180.68</b>
少数股东权益	-1.81	-2.66	-3.68	-4.94
<b>股东权益合计</b>	<b>1022.33</b>	<b>1064.12</b>	<b>1114.26</b>	<b>1175.74</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>1233.68</b>	<b>1341.74</b>	<b>1462.98</b>	<b>1616.68</b>
现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	-33.74	-39.83	-31.88	19.55
投资活动现金流净额	-64.45	-34.05	-39.07	-29.09
筹资活动现金流净额	666.00	-2.49	-4.47	-9.68
<b>现金流量净额</b>	<b>568.29</b>	<b>-76.37</b>	<b>-75.43</b>	<b>-19.23</b>

资料来源: 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、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

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