

2024年06月05日

合众思壮 (002383.SZ)

公司快报

海外资产处置落地，北斗时空信息景气可期

通信 | 其他通信设备III

投资评级

增持-B(首次)

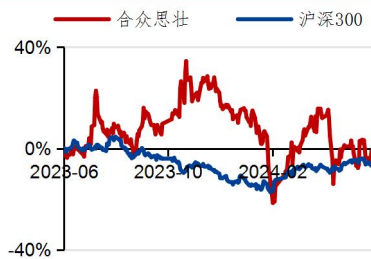
股价(2024-06-04)

6.10元

交易数据

总市值(百万元)	4,516.20
流通市值(百万元)	3,759.10
总股本(百万股)	740.36
流通股本(百万股)	616.25
12个月价格区间	8.22/5.44

一年股价表现



资料来源: 聚源

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	-7.18	-7.98	1.39
绝对收益	-6.87	-5.86	-4.98

分析师

李宏涛

 SAC 执业证书编号: S0910523030003
 lihongtao1@huajinsec.cn

相关报告

投资要点

事件: 合众思壮发布 2023 年度报告和 2024 年一季度报告, 2023 年公司实现营业收入 18.02 亿元, 同比减少 6.31%, 实现归母净利润 4.78 亿元, 同比增长 298.77%; 2024Q1, 公司实现营业收入 2.67 亿元, 同比减少 31.98%, 实现归母净利润-3327.63 万元, 同比减少 87.23%。

◆ **2023 年营收小幅波动+净利润改善, 2024Q1 业绩承压明显。** 2023 年合众思壮实现营业收入 18.02 亿元, 同比减少 6.31%, 实现归母净利润 4.78 亿元, 同比增长 298.77%, 扭亏为盈, 这主要源于以下 3 点: 公司持续强化技术与产品研发, 整体业务实现平稳发展, 在精准农业、形变监测等领域实现一定增长; 处置海外全资子公司产生投资收益 8.64 亿元; 计提各项减值准备合计 1.34 亿元。此外, 报告期内, 公司经营活动产生的现金流量为 4.52 亿元, 实现了由负转正, 同比增长 3511.55%。公司的费用控制取得一定成效, 随着逐步清理资产降低负债规模, 公司报告期内费用支出同比均有一定程度下降。2024Q1, 公司实现营业收入 2.67 亿元, 同比减少 31.98%, 实现归母净利润-3327.63 万元, 同比减少 87.23%, 系公司部分项目滞后所致, 业绩短期承压。

◆ **布局高精度卫星导航应用, 重点拓展北斗高精度+移动互联+时空信息服务。** 报告期内, 北斗高精度业务实现营业收入 7.01 亿元, 同比减少 20.11%, 北斗移动互联业务实现营业收入 6.93 亿元, 同比增长 7.02%, 时空信息服务实现营业收入 2.47 亿元, 同比下降 3.4%。公司持续以高精度、泛高精度导航定位应用技术为基础, 积极拓展以先进部件、智能控制、智能网联、三维激光、影像测量和云中台为基础的“端+云”产品战略, 推进在多领域的行业应用。其中, 在测量测绘领域, 公司创新推出了高度集成的监测型 GNSS 接收机 MC10、三维激光扫描仪 X500 等新产品, 全线更新了 STONEX、eSurvey 等品牌。在精准农业领域, 发布多款精准农业新产品, 涵盖显控一体机自动驾驶系统、星基增强、高精度手持定位终端、便携式基准站等, 2023 年, 精准农业产品线实现约 8400 万营收规模, 同比上升 27%, 经销商数量增加超过 1 倍。此外在形变监测、数字施工、智慧民航以及智慧交通等领域, 公司也逐步形成了一系列成熟的核心技术、产品及解决方案, 总体各项业务有序开展, 发展局面逐步向好。

◆ **海外资产处置落地, 加速拓展北斗精准农业、低空经济景气赛道。** 根据 2023 年年报显示, 公司于 2023 年 10 月与 CNH Industrial Alberta Inc. 及其关联公司 CNH Industrial America LLC 正式签署《股份购买协议》, 将两个全资子公司 Hemisphere GNSS Inc.、Hemisphere GNSS (USA) Inc. 进行出售; 2023 年 10 月 18 日, 公司确认收到凯斯纽荷兰及半球公司支付的相关款项合计 16530.36 万美元, 其中包括股权价款 13594.89 万美元; 截至 2024 年 5 月 14 日, 公司已收到凯斯纽荷兰支付的该等剩余股权价款及其资金托管期间利息合计 161.72 万美元, 据此, 公司已完成本次海外全资子公司股权出售交易。公司长期看好精准农业的市场发展前景, 一



方面公司将加大市场营销力度，持续推动自有品牌销量的快速提升；另一方面，公司将加强研发投入，不断进行农机产品的迭代升级，助力农业产品线开发与海外市场拓展。在低空经济领域，公司已推出针对长航时拍摄、监控、勘察、数据采集的无人机测量解决方案，同时，结合现有的智慧航空、智慧交通、智慧城市等业务，公司也在积极研讨探索北斗导航技术与低空经济发展的应用场景。

◆ **卫星导航市场潜力大，公司或将受益于行业景气提升业绩。**根据中国卫星导航定位协会《2024 中国卫星导航与位置服务产业发展白皮书》，2023 年我国卫星导航与位置服务产业总产值达到 5362 亿元，同比增长 7.09%，其中由卫星导航应用和服务所衍生带动形成的关联产值达到 3751 亿元，产业生态范围进一步扩大。公司作为具备全球竞争力的卫星导航行业龙头企业之一，多年来始终坚持以卫星导航高精度应用为主营业务方向，同时公司持续优化全球资源布局，一方面强化全球化经营团队和国际化市场拓展能力建设，扩大海外营销网络部署和渠道；另一方面以测量测绘、精准农业、机械控制为重点业务，不断开拓国际用户，增强品牌知名度，提高海外市场占有率。随着各行业数字化转型和智能化升级对卫星导航设备及时空数据的需求开始释放，北斗系统有望加速融入低空经济、电力、交通运输、农业、通信等行业的基础设施建设，逐步形成深度应用、规模化发展的态势，公司有望充分受益。

◆ **投资建议：** 公司是国内进入卫星导航定位(GNSS)领域最早、技术储备最深厚、产业布局最完备的公司之一，拥有了从高精度核心技术、板卡部件、终端设备、解决方案到服务平台的全产业链产品与服务，有望受益于北斗应用放量。我们预测公司 2024-2026 年收入 18.98/21.86/26.29 亿元，同比增长 5.3%/15.2%/20.3%，归母净利润分别为 0.04/0.84/1.08 亿元，同比增长-99.1%/1781.3%/29.0%，对应 EPS 为 0.01/0.11/0.15 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

◆ **风险提示：** 新产品研发不及预期；业务拓展不及预期；全球供应链及贸易摩擦风险；市场竞争加剧等。

财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,924	1,802	1,898	2,186	2,629
YoY(%)	-8.7	-6.3	5.3	15.2	20.3
归母净利润(百万元)	-240	478	4	84	108
YoY(%)	-219.1	298.8	-99.1	1781.3	29.0
毛利率(%)	43.2	34.6	39.6	41.0	41.0
EPS(摊薄/元)	-0.32	0.65	0.01	0.11	0.15
ROE(%)	-17.5	23.5	0.2	4.0	5.0
P/E(倍)	-18.8	9.4	1012.8	53.8	41.7
P/B(倍)	3.3	2.4	2.4	2.3	2.2
净利率(%)	-12.5	26.5	0.2	3.8	4.1

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测核心假设

我们预测 2024-2026 年公司整体营收 18.98/21.86/26.29 亿元，毛利率 39.64%/41.01%/41.05%。在北斗高精度领域，公司持续提升在测量测绘、精准农业、机械控制、形变监测等高精度应用领域的竞争力，预计 2024-2026 年实现收入 7.3/8.5/10.2 亿元，毛利率 49.1%/49.2%/49.2%；北斗移动互联领域，公司将加快移动互联类产品与高精度技术的融合速度，将加强在智慧城市、智慧民航、智慧交通等领域创新技术与产品开发，预计 2024-2026 年实现收入 7.3/8.3/10.0 亿元，毛利率 28.8%/31.4%/31.6%；空间信息领域，公司将强化时空信息技术和应用能力，提高时空大数据的全产业链服务质量与水平，预计 2024-2026 年实现收入 2.6/3.0/3.6 亿元，毛利率 27.8%/30.3%/30.4%；其他业务有望保持稳健增长。

表 1：分产品预测表

分产品预测	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
北斗高精度业务					
收入/亿元	8.8	7.0	7.3	8.5	10.2
YOY (%)	/	-20.1%	4.8%	15.6%	20.2%
毛利率 (%)	49.0%	49.1%	49.1%	49.2%	49.2%
北斗移动互联业务					
收入/亿元	6.5	6.9	7.3	8.3	10.0
YOY (%)	/	7.0%	5.1%	14.3%	20.5%
毛利率 (%)	34.2%	16.2%	28.8%	31.4%	31.6%
空间信息服务					
收入/亿元	2.6	2.5	2.6	3.0	3.6
YOY (%)	/	-3.4%	4.5%	15.6%	20.3%
毛利率 (%)	34.1%	26.6%	27.8%	30.3%	30.4%
其他					
收入/亿元	1.42	1.6	1.8	2.0	2.4
YOY (%)	/	13.0%	9.5%	16.4%	19.5%
毛利率 (%)	65.9%	63.1%	62.5%	62.0%	61.6%
合计					
收入/亿元	19.2	18.0	19.0	21.9	26.3
YOY (%)	/	-6.3%	5.3%	15.2%	20.3%
毛利率 (%)	43.25%	34.58%	39.64%	41.01%	41.05%

资料来源：Wind，华金证券研究所

二、可比公司估值对比

我们选取业务结构相近的行业公司司南导航（GNSS 北斗导航定位）、华测导航（GNSS 北斗导航定位）、华力创通（卫星导航）作为可比公司。随着公司产品持续迭代及技术创新，北斗加速融入低空、农业、测量等市场，公司相关产品有望迎来加速增长，预计将充分受益于下游需求景气度提升。

表 2: 可比公司估值对比

证券代码	证券简称	收盘价/元	总市值/ 亿元	营业收入/亿元			PS/倍		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
688592.SH	司南导航	37.22	23.14	5.15	6.49	8.33	4.49	3.57	2.78
300627.SZ	华测导航	29.16	159.06	33.67	42.39	52.84	4.72	3.75	3.01
300045.SZ	华力创通	18.43	122.13	9.98	13.05	16.28	12.24	9.36	7.50
平均				16.27	20.64	25.82	7.15	5.56	4.43
002383.SZ	合众思壮	6.10	45.16	18.98	21.86	26.29	2.38	2.07	1.72

资料来源: wind, 华金证券研究所 (可比公司数据来自 wind 一致预期, 截止日期 2024 年 6 月 4 日)

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2774	2281	2211	2314	2514	营业收入	1924	1802	1898	2186	2629
现金	465	975	821	836	821	营业成本	1092	1179	1145	1289	1550
应收票据及应收账款	761	676	632	692	729	营业税金及附加	13	11	12	13	16
预付账款	101	20	43	67	50	营业费用	190	174	175	190	229
存货	611	398	366	466	502	管理费用	360	323	315	334	397
其他流动资产	836	212	349	253	412	研发费用	170	146	142	160	191
非流动资产	1769	1500	1491	1505	1532	财务费用	124	124	127	139	161
长期投资	172	163	151	140	128	资产减值损失	-142	-134	-33	-27	-26
固定资产	152	156	150	170	202	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	129	129	129	129	129	投资净收益	-10	861	22	19	15
其他非流动资产	1316	1052	1061	1067	1072	营业利润	-135	606	7	87	110
资产总计	4543	3781	3703	3819	4046	营业外收入	6	14	11	12	12
流动负债	2822	1546	1504	1574	1726	营业外支出	28	7	14	11	12
短期借款	165	688	650	580	580	利润总额	-158	613	4	87	109
应付票据及应付账款	495	437	444	548	644	所得税	96	155	-0	5	3
其他流动负债	2162	421	410	446	502	税后利润	-253	458	4	82	106
非流动负债	273	287	247	211	180	少数股东损益	-13	-20	-0	-2	-2
长期借款	198	204	164	128	96	归属母公司净利润	-240	478	4	84	108
其他非流动负债	75	83	83	83	83	EBITDA	-148	693	59	146	173
负债合计	3096	1834	1751	1785	1905	主要财务比率					
少数股东权益	79	55	55	53	51	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
股本	740	740	740	740	740	成长能力					
资本公积	2961	2961	2961	2961	2961	营业收入(%)	-8.7	-6.3	5.3	15.2	20.3
留存收益	-2311	-1835	-1831	-1749	-1642	营业利润(%)	-162.9	547.5	-98.8	1137.1	26.6
归属母公司股东权益	1369	1892	1897	1981	2089	归属于母公司净利润(%)	-219.1	298.8	-99.1	1781.3	29.0
负债和股东权益	4543	3781	3703	3819	4046	获利能力					
						毛利率(%)	43.2	34.6	39.6	41.0	41.0
						净利率(%)	-12.5	26.5	0.2	3.8	4.1
						ROE(%)	-17.5	23.5	0.2	4.0	5.0
						ROIC(%)	-6.9	16.4	0.9	3.5	4.2
						偿债能力					
						资产负债率(%)	68.1	48.5	47.3	46.7	47.1
						流动比率	1.0	1.5	1.5	1.5	1.5
						速动比率	0.5	1.1	1.1	1.0	1.1
						营运能力					
						总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.6	0.7
						应收账款周转率	2.9	2.5	2.9	3.3	3.7
						应付账款周转率	2.2	2.5	2.6	2.6	2.6
						估值比率					
						P/E	-18.8	9.4	1012.8	53.8	41.7
						P/B	3.3	2.4	2.4	2.3	2.2
						EV/EBITDA	-41.9	6.7	78.7	31.2	26.2

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李宏涛声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn