

华测导航 (300627.SZ)

一季度良好开局，乘用车领域加速定点

买入

核心观点

2021 及 22Q1 业绩整体符合预期。2021 年公司实现收入 19.0 亿元,同比+35%,实现归母净利润 2.9 亿元,同比+49%;22Q1 公司实现收入 4.2 亿元,同比+22%,实现归母净利润 0.7 亿元,同比+35%。整体业绩符合预期。

各业务板块实现良好增长。2021 年公司四大应用板块实现良好增长: (1) 建筑与基建板块收入 8.6 亿元,同比+26%; (2) 地理空间信息板块收入 3.5 亿元,同比+35%,公司已与 11 个城市的勘测单位建立深度合作; (3) 资源与公共事业板块收入 6.1 亿元,同比+52%,公司农机无人驾驶产品与地灾监测产品市场份额领先; (4) 机器人与无人驾驶板块收入 0.89 亿元,同比+27%,公司在低速机器人、矿车等领域已与阿里巴巴、踏歌智行等公司达成合作,在乘用车领域已被指定为哪吒、吉利路特斯、比亚迪、长城的定点供应商。

成本与费用管控能力优秀,盈利能力稳中有升。2021 年公司毛利率为 54.6% (同比+0.3pct),净利率为 15.5% (同比+1.5pct),在原材料价格上涨背景下,净利率达 2018 年以来新高,体现出公司优异的成本与费用管控能力。22Q1,公司毛利率为 60.4% (同比+1.5pct),主要原因为成本控制和产品结构变化;净利率为 15.8% (同比+1.5pct),盈利能力整体稳中有升。

政策红利、稳增长与自动驾驶,高精度应用需求旺盛。政策方面,实景三维中国建设全面推进、地灾监测采购持续,公司有望受益。2022 年国内“稳增长”基调下,建筑与基建板块需求亦有望释放。乘用车领域,公司产品已定点供应多家车企,项目周期为 2021-2026 年,有望成为公司重要的业绩增量。叠加公司积极拓展海外市场,2021 年国外市场实现收入 3.2 亿元,同比+59%,增长强劲,国内外高精度应用市场需求旺盛。

持续研发创新,积极保证产品供应。2021 及 22Q1,公司研发费用率均超过 17%,积极投向芯片、SWAS 系统等核心技术领域,巩固技术壁垒。面对供应链紧缺和疫情的负面影响,公司一方面积极备货,22Q1 存货达 4.1 亿元,季度净增 0.3 亿元;另一方面,公司武汉与上海双基地布局,有助于协调生产,提升抗风险能力,降低疫情影响,保证产品供应,有望延续良好增长态势。

风险提示:下游市场需求不及预期;疫情反复影响生产和供应;海外市场开拓不及预期。

投资建议:维持盈利预测,维持“买入”评级。

维持此前盈利预测,预计 22-23 年公司归母净利润分别为 3.8/5.5 亿元,对应 PE 分别为 32/22 倍。高精度应用需求持续旺盛,公司在多个领域处于国内龙头地位,并持续研发创新巩固竞争壁垒,有望持续受益;此外乘用车自动驾驶业务有望带来重要业绩增量,看好公司成长性,维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,410	1,903	2,583	3,691	5,082
(+/-%)	23.0%	35.0%	35.7%	42.9%	37.7%
净利润(百万元)	197	294	379	547	675
(+/-%)	42.0%	49.5%	28.7%	44.4%	23.4%
每股收益(元)	0.58	0.78	1.00	1.44	1.78
EBIT Margin	10.6%	8.3%	10.7%	11.0%	11.6%
净资产收益率 (ROE)	18.1%	13.4%	15.4%	19.3%	20.4%
市盈率 (PE)	56.2	41.7	32.4	22.4	18.2
EV/EBITDA	63.8	64.1	43.9	30.1	22.1
市净率 (PB)	10.20	5.61	5.00	4.33	3.71

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

machenglong@guosen.com.cn

S0980518100002

证券分析师: 付晓钦

0755-81982929

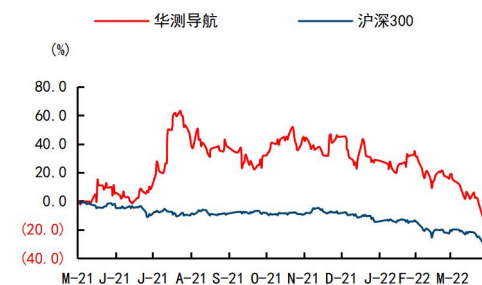
fuxq@guosen.com.cn

S0980520120003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	32.41 元
总市值/流通市值	12283/9917 百万元
52 周最高价/最低价	52.11/24.00 元
近 3 个月日均成交额	84.59 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-300627-21 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
- 《华测导航-300627-重大事件快评: 三季度基本符合预期, 股权激励彰显长期增长信心》——2021-10-12
- 《华测导航-300627-21 年中报点评: 上半年高速增长, 看好自动驾驶业务布局》——2021-08-13
- 《华测导航-300627-深度报告: 卫星导航定位应用专家, 受益北斗产业加速发展》——2021-05-18
- 《华测导航-300627-21 年一季度点评: Q1 业绩高增长, 行业景气确立》——2021-04-27

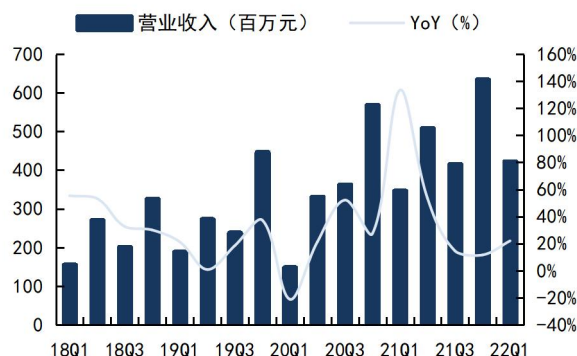
2021 及 22Q1 实现良好增长。2021 年，公司实现营业收入 19.03 亿元，同比+35.0%，实现归母净利润 2.94 亿元，同比+49.5%；21Q4 公司实现营业收入 6.34 亿元，同比+11.6%，实现归母净利润 1.17 亿元，同比+33.9%；22Q1，公司延续增长态势，实现营业收入 4.22 亿元，同比+22.0%，实现归母净利润 0.67 亿元，同比+34.9%。

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



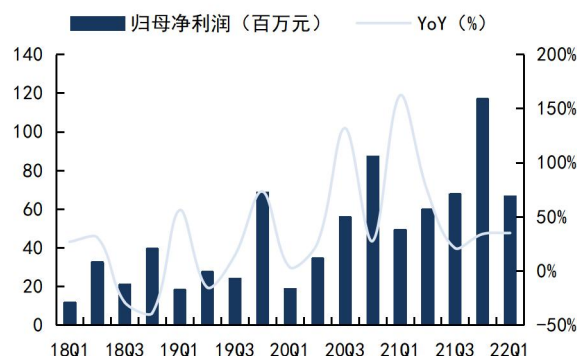
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

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

分应用领域来看：

(1) **建筑与基建板块**，公司实现收入 8.6 亿元，同比+25.8%。建筑施工开始产业转型升级，逐步走向数字化、精细化、智能化的可持续发展的新时代，高精度定位技术应用增多。报告期内，公司推出了“五星十六频 RTK”高精度接收机智能装备，产品竞争力行业领先并获得快速推广；并向市场推广“TCF900 桩机系统”、“GradeNav 土方施工解决方案”，帮助施工客户更好地把控施工进度和施工质量、降低施工成本、提高施工效率。

(2) **地理空间信息板块**，公司实现收入 3.5 亿元，同比+35.2%。截至目前，公司已与 1 个直辖市、8 个省会城市、2 个地级市的勘测单位建立深度合作。未来，公司将持续在实景三维建设中探索和输出高效可复制的解决方案。

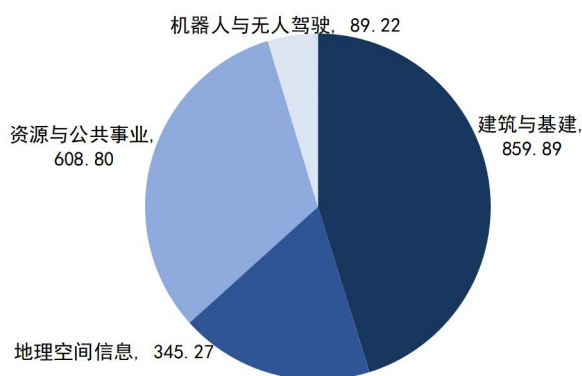
(3) **资源与公共事业板块**，公司实现收入 6.1 亿元，同比+51.9%。报告期内，公司实现了农机自动驾驶产品的快速推广，并巩固市场领先地位；公司安装的

20,000 余台普适型监测预警设备已布设于全国 14 省近 5,000 处隐患点，实现累计有效预警 60 余次，地灾监测市场份额全国领先。

(4) **机器人与无人驾驶板块，公司实现收入 0.89 亿元，同比+26.6%**。截至报告期末，公司已在低速机器人、矿车、港口、物流自动驾驶等领域与阿里巴巴、踏歌智行、西井等公司达成合作；公司积极拓展乘用车自动驾驶业务，已经被指定为哪吒汽车、吉利路特斯、比亚迪汽车、长城汽车的自动驾驶位置单元业务定点供应商。

分地区来看，公司国内实现营业收入同比+31.1%至 15.9 亿元，国外市场实现营业收入 3.2 亿元，同比+59.3%。公司已建立了直销与经销并重的国内营销体系，并在海外建立了强大的经销商网络，可以向海外市场推广高精度定位导航智能装备和系统应用及解决方案，积极进行全球市场拓展，国外市场增长强劲。

图5：华测导航分领域收入（百万元，2021）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

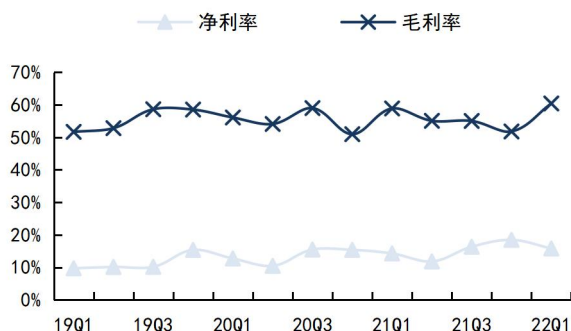
图6：华测导航国外市场收入（百万元）及增速



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

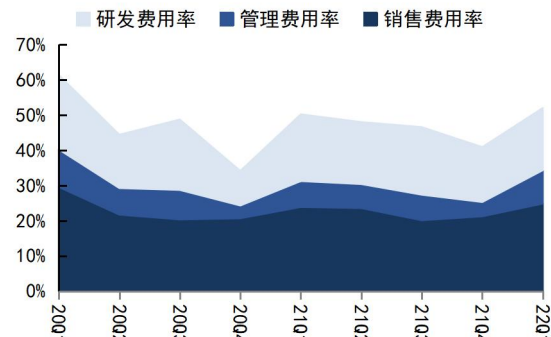
成本及费用管控能力较强，盈利能力稳中有升。2021 年公司毛利率为 54.6%（同比+0.3pct），净利率为 15.5%（同比+1.5pct），在原材料价格上涨背景下，净利率达 18 年来新高，体现出公司优异的成本与费用管控能力。22Q1，公司毛利率为 60.4%（同比+1.5pct），主要原因为成本控制和产品结构变化；净利率为 15.8%（同比+1.5pct），盈利能力整体稳中有升。

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

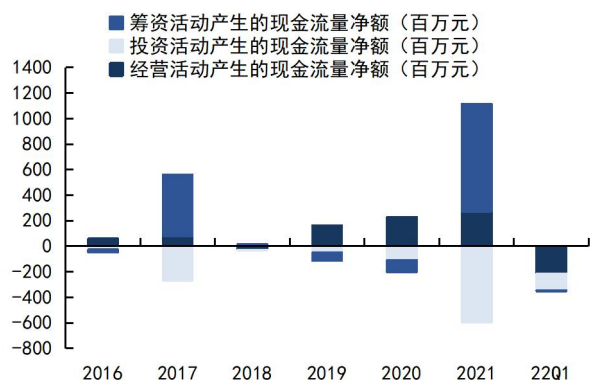
图8：华测导航单季度三项费用率变化情况



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

加大备货等影响经营性净现金流水平。22Q1，公司为应对疫情影响及供应链压力，积极备货保证供应，存货规模增至 4.1 亿元，导致公司经营性净现金流转负。

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

可比公司估值：

公司主营业务为高精度导航定位应用，并积极投入研发资源在芯片、运营服务等产业链上下游领域。因此我们主要选取北斗产业链相关上市作为公司可比对象，相关公司包括中海达、合众思壮、北斗星通、振芯科技、海格通信等。其中中海达、合众思壮主要从事北斗高精度导航定位应用，与公司业务具有可比性；北斗星通、振芯科技以及海格通信的北斗导航业务等围绕产业链全面布局，包括芯片板卡等底层元器件及应用终端，因此也具有一定可比性。考虑到合众思壮未具有Wind一致预期，因此选取海格通信、北斗星通、振芯科技作为可比公司。

根据Wind一致预期，可比公司2022-2023年PE平均值为39/29倍，公司估值低行业平均水平，估值合理。

投资建议：

维持此前盈利预测，预计22-23年公司归母净利润分别为3.8/5.5亿元，对应PE分别为32/22倍。高精度应用需求持续旺盛，公司在多个领域处于国内龙头地位，并持续研发创新巩固竞争壁垒，有望持续受益；此外乘用车自动驾驶业务有望带来重要业绩增量，看好公司成长性，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29日)	EPS (元)			PE			PB	总市值 (亿元)
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E		
300627.SZ	华测导航	买入	32.41	0.78	1.00	1.44	41.7	32.4	22.4	5.6	123
002151.SZ	北斗星通	买入	27.67	0.40	0.52	0.72	99.2	53.1	38.6	3.2	142
002465.SZ	海格通信	无评级	9.07	0.28	0.37	0.45	38.5	24.8	20.0	2.0	209
300101.SZ	振芯科技	无评级	15.62	0.27	0.41	0.56	82.0	37.9	27.7	6.8	87
	平均						73.3	38.6	28.8	4.0	

资料来源：北斗星通、海格通信、振芯科技采用Wind一致预期数据，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）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	498	1018	1136	1330	1513	营业收入	1410	1903	2583	3691	5082
应收款项	552	554	743	1011	1392	营业成本	644	863	1169	1712	2431
存货净额	232	377	509	601	824	营业税金及附加	9	13	16	22	30
其他流动资产	182	304	258	369	508	销售费用	307	421	517	738	1016
流动资产合计	1503	2694	2836	3535	4522	管理费用	92	116	155	203	254
固定资产	142	334	424	491	501	研发费用	209	333	452	609	762
无形资产及其他	118	148	142	136	130	财务费用	13	10	0	0	0
投资性房地产	128	199	199	199	199	投资收益	22	17	20	20	20
长期股权投资	33	21	21	21	21	资产减值及公允价值变动	23	19	14	18	17
资产总计	1924	3396	3622	4382	5373	其他收入	(168)	(220)	(452)	(609)	(762)
短期借款及交易性金融负债	87	195	132	138	155	营业利润	221	296	309	445	625
应付款项	252	355	472	689	989	营业外净收支	(2)	(4)	75	110	60
其他流动负债	392	454	365	525	734	利润总额	219	292	384	555	685
流动负债合计	731	1004	969	1352	1878	所得税费用	21	2	12	17	21
长期借款及应付债券	0	31	31	31	31	少数股东损益	1	(5)	(6)	(9)	(11)
其他长期负债	102	126	126	126	126	归属于母公司净利润	197	294	379	547	675
长期负债合计	102	156	156	156	156	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	833	1160	1125	1508	2034	净利润	197	294	379	547	675
少数股东权益	6	47	43	36	29	资产减值准备	22	(34)	20	6	2
股东权益	1085	2189	2455	2837	3310	折旧摊销	38	52	30	52	61
负债和股东权益总计	1924	3396	3622	4382	5373	公允价值变动损失	(23)	(19)	(14)	(18)	(17)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	13	10	0	0	0
每股收益	0.58	0.78	1.00	1.44	1.78	营运资本变动	52	(186)	(227)	(89)	(232)
每股红利	0.23	0.24	0.30	0.43	0.53	其它	(22)	31	(24)	(12)	(10)
每股净资产	3.18	5.78	6.48	7.49	8.74	经营活动现金流	265	139	164	485	480
ROIC	14%	12%	14%	19%	26%	资本开支	0	(205)	(120)	(100)	(50)
ROE	18%	13%	15%	19%	20%	其它投资现金流	48	(400)	251	(34)	(61)
毛利率	54%	55%	55%	54%	52%	投资活动现金流	34	(594)	131	(134)	(111)
EBIT Margin	11%	8%	11%	11%	12%	权益性融资	(9)	886	0	0	0
EBITDA Margin	13%	11%	12%	12%	13%	负债净变化	0	31	0	0	0
收入增长	23%	35%	36%	43%	38%	支付股利、利息	(78)	(91)	(114)	(164)	(202)
净利润增长率	42%	49%	29%	44%	23%	其它融资现金流	(107)	211	(63)	6	17
资产负债率	44%	36%	32%	35%	38%	融资活动现金流	(272)	975	(177)	(158)	(186)
息率	0.6%	0.7%	0.9%	1.3%	1.6%	现金净变动	26	520	118	194	183
P/E	56.2	41.7	32.4	22.4	18.2	货币资金的期初余额	472	498	1018	1136	1330
P/B	10.2	5.6	5.0	4.3	3.7	货币资金的期末余额	498	1018	1136	1330	1513
EV/EBITDA	63.8	64.1	43.9	30.1	22.1	企业自由现金流	0	(182)	(50)	257	349
						权益自由现金流	0	59	(113)	264	366

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