中航证券金融研究所
分析师：张　超
证券执业证书号：S0640519070001
分析师：梁晨
证券执业证书号：S0640519080001
研究助理：王宏涛
证券执业证书号：S0640118100010
电话：010-59562519
邮箱：wanght@avicsec.com

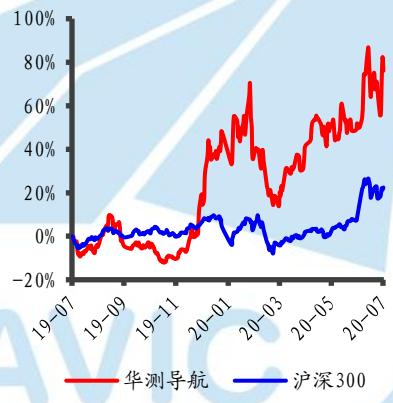
华测导航（300627）2020 年半年报点评：扣非归母净利润快速增长，未来有望受益于高精度卫星导航设备国产替代及市场的持续增长

行业分类：国防军工　　2020 年 8 月 5 日

公司投资评级	持有
当前股价(2020.7.31)	23.58

基础数据（2020.7.31）	
上证指数	3310.01
总股本（亿股）	3.41
流通 A 股（亿股）	2.63
资产负债率	40.15%
ROE（摊薄）	5.45%
PE（TTM）	55.04
PB（LF）	8.20

公司近一年与沪深 300 走势对比图



资料来源：wind，中航证券金融研究所

➢ **事件：**公司 7 月 31 日公告，2020 年 H1 营收 4.79 亿元（+3.92%），归母净利润 0.54 亿元（+16.51%），毛利率 54.69%（+2.37pcts），净利率 10.77%（+0.52pcts）。

➢ **投资要点：**

● **高精度定位定向基带芯片“璇玑”投产，公司高精度导航相关设备盈利能力及下游应用市场拓展能力有望进一步提升**

2020 年 H1，公司聚焦高精度卫星导航核心技术研发，拓展地理空间产业市场，进一步优化业务结构和管理结构，营收（4.79 亿元，+3.92%）以及归母净利润（0.54 亿元，+16.51%）延续了公司 2017 年上市以来的稳定增长，再创历史新高。扣除非经常性损益的归母净利润（0.35 亿元，+39.96%）更是实现了快速增长。

目前，公司以高精度卫星导航技术为基础，布局空间地理信息、无人智能系统、精准农业、数字施工、商业导航五大产业。从收入构成来看，以上五大产业可以拆分为数据采集设备、数据应用及解决方案两大部分。具体来看，报告期内，公司**数据采集设备业务**收入（3.73 亿元，+3.62%）及毛利率（53.25%，+2.78pcts）均实现一定增长，创上市以来历史新高，我们认为主要原因可能为公司报告期内投入开发的拥有完全自主知识产权的高精度定位定向基带芯片“璇玑”已完成样片投片，测试成功并已投产，促使公司 GNSS 产品、模块、板卡的成本有所下降所致，未来伴随“璇玑”的量产，公司数据采集设备业务的毛利率有望进一步得到提升；**数据应用及解决方案业务**收入（1.07 亿元，+4.98%）稳定增长，毛利率（59.74%，+0.86pcts）小幅度波动，我们预计未来伴随支持全星座圈频点 GNSS 卫星（包含北斗三代系统在内）的高精度定位定向基带芯片量产后，公司相关设备在高精度卫星导航应用场景中的扩宽将有助于公司该业务收入保持稳定增长。

● **公司存货显著增长，有望兑现至全年业绩**

费用方面，公司销售费用率（24.15%，-1.32pcts）出现下降，从相关明细看，主要原因为展会宣传及差旅交通费用受到新冠肺炎疫情影响出现显著下降所致；管理费用率（8.51%，+2.15pcts）上升明显，主要原因为报告期内，管理费用中包含了公司实施 2019 年股票期权激励计划分摊的股份支付费用；受汇兑损益大幅下降影响，公司财务费用率（-0.69%，-0.34pcts）也出现进一步下降；研发费用

率（16.95%，+1.68pcts）有一定增长，主要增长点来源于折旧摊销以及专业服务费用。

现金流方面，报告期内，公司经营活动产生的现金流量净流出 0.40 亿元，而由于公司投资活动支付的现金增加，投资活动产生的现金流量净流出 1.43 亿元。 两金方面，公司应收账款较 2019 年末增长 6.91%，达到 4.94 亿元，对相关回款情况建议保持关注，而存货（2.55 亿元，较 2019 年末增长 49.16%）出现快速增长， 其中，原材料账面价值（0.50 亿元，较 2019 年末增长 54.22%）及库存商品账面价值（1.65 亿元，较 2019 年末增长 39.70%）显著增长 ，我们认为一方面是由于国内外疫情的不确定性，公司增加了电子原材料等核心配件的备货， 另一方面可能是公司考虑十三五末年军品订单集中落地以及北斗三代系统终端设备的更新需求而积极备货所致，未来这部分库存有望兑现至全年业绩。

- **公司布局五大高精度卫星导航定位应用产业**

公司自 2003 年成立以来，始终聚焦高精度卫星导航定位（GNSS）应用相关的核心技术及其产品的开发、制造、集成和应用产业化，构建了从“二维”到“三维”、从静态到高动态、后处理到实时处理、陆地到“星空地海一体化”的一套完整的应用体系，向测绘、国土等传统应用行业和智慧城市、自动驾驶、人工智能等新兴领域提供产品和解决方案，目前已形成了空间地理信息、无人智能系统、精准农业、数字施工、商业导航五大产业。

① 空间地理信息

空间地理信息产业方面，公司主要为测绘、矿山、地质、交通、电力、高校、林业等行业客户提供数据采集设备和系统解决方案，形成了“数据采集设备+数据应用及解决方案”并重的业务模式。公司在该产业目前产品主要包括高精度 GNSS 接收机、GIS 数据采集器等数据采集设备，和提供灾害监测集成系统、精密定位服务系统等解决方案。

② 无人智能系统

无人智能系统产业方面，公司产品包括三维激光移动测绘系统类产品、航测无人机、无人船等系列自主化的无人产品，高精度地籍测量、高精度导航电子地图制作、河湖水上水下一体化环境监测与保护、海岛礁与海岸带地形测量等多个智能化方案。

③ 精准农业产业

精准农业产业方面，公司开发出北斗农机自动导航和控制系统、卫星平地系统等硬件产品，以及农机生产信息化管理平台等软件产品。

④ 数字施工产业

数字施工产业方面，公司基于北斗高精度定位技术，已研制出可用于桩机、挖掘机、推土机、平地机、摊铺机等多个类型工程机械的北斗高精度智能导航控制系统，开发了基于北斗的施工放检平台、施工信息化管理服务平台等智能化服务平台，并制订了面向铁路、公路、机场、港口建设等多个领域系统解决方案，形成了完整的数字施工管理标准体系。

⑤ 商业导航产业

商业导航产业方面，公司已经开发出高精度、高动态定位测向测姿接收机等终端，以及配套的智能管理系统及解决方案，能够为自动驾驶汽车、有轨电车、高速铁路车辆、物流干线/支线无人运输车、物流末端机器人等提供高精度组合导航模组、组合导航板卡、定位测向接收机、便携式组合导航终端、抗震型测量天线等产品，以及无人驾驶应用方案、车辆智能监控管理应用方案、铁路巡检应用方案、无缝物流应用方案、驾考驾培应用方案等解决方案。

在以上五大高精度卫星导航应用领域外，报告期内，公司还布局了 GNSS 芯片、OEM 板卡、微波天线等核心基础部件，其中，公司投入开发的拥有完全自主知识产权的高精度定位定向基带芯片“璇玑”已完成样片投片、测试成功并投产。

- **公司有望受益于卫星导航与相关产业的融合，高精度卫星导航应用设备的国产替代及市场的持续发展**

近年来，受到宏观经济形势变化，以及国内改革调整、行业采购量下降、新增市场放缓、跨界竞争

加剧等客观因素影响，我国卫星导航与位置服务产业总体产值增速呈现放缓趋势（2019 年同比增长 14.4%），但卫星导航衍生带动形成的关联产值依旧保持了较快的增长（2019 年同比增长 17.3%），表明了**北斗导航技术与其他产业转型升级过程中的深度融合，或是当前整体卫星导航应用产业市场空间的核心增长点之一**。另一方面，根据《2020 年为中国卫星导航与位置服务产业发展白皮书》披露，国内卫星导航高精度市场发展迅速，高精度相关产品销售收入从 2010 年的 11 亿元增长到 2019 年的 74.8 亿元，复合增速达到 23.7%，但目前，我国各类国产高精度接收机销量约占国内市场总销量的 50%以上，国产高精度板卡销量仅占总销量的 30%，以上数据表明了**我国卫星导航市场中的高精度应用市场近年来发展迅速，同时仍存在较大的国产替代空间、结合近期开通的北斗三号导航系统在高精度导航性能方面已达到国际先进水平，高精度卫星导航应用终端及相应的服务市场拓展有望成为未来几年我国卫星导航应用市场发展的重要驱动力。**

综合以上，在我国北斗三号系统已经正式开通背景下，我们认为，从作为公司业务的基础空间地理信息产业来看，公司已由卫星导航高精度算法核心技术向上游基础服务平台及基础器件，下游的终端集成、系统集成以及服务等领域拓展，**短期来看，伴随公司拥有完全自主知识产权的高精度定位定向基带芯片“璇玑”的量产，公司相关数据采集设备的盈利能力有望进一步提升，卫星导航应用市场也有望进一步拓展。中长期来看，公司有望持续受益于卫星导航与相关其它产业的融合带来的卫星应用新增量市场，以及高精度卫星导航应用中设备的国产替代及市场的持续发展。**

- **投资建议**

我们认为，公司作为国内高精度卫星导航定位产业企业，成立至今专注于高精度卫星导航定位相关软硬件产品，技术积淀深厚；公司布局五大高精度卫星导航应用领域，未来高精度定位定向基带芯片“璇玑”的量产有望进一步增强公司数据采集设备业务的盈利能力，扩宽相关设备的下游应用场景，有利于公司数据应用及系统解决方案业务发展；在我国北斗三号系统正式启用后，未来几年卫星导航应用产业市场空间，将有望由设备更新、以及北斗导航技术与其他产业转型升级过程中的深度融合双轮驱动增长，结合高精度卫星导航应用设备的国产替代及市场的持续发展，均将有助于公司收入中长期保持稳定增长；近年来公司多次实施股权激励计划，员工利益与公司利益的高度一致将有利于提高公司凝聚力及市场竞争力，改善公司治理水平。

基于以上观点，我们预计公司 2020-2022 年的营业收入分别为 12.66 亿元、14.60 亿元和 17.12 亿元，归母净利润分别为 1.62 亿元、1.90 亿元及 2.31 亿元，EPS 分别为 0.48 元、0.56 元、0.68 元，当前股价分别对应 50 倍、42 倍及 35 倍 PE。

- **风险提示：高精度卫星导航应用市场竞争激烈；公司高精度卫星导航应用市场拓展不及预期；军品设备采购具有一定周期性；应收账款回款不及预期。**

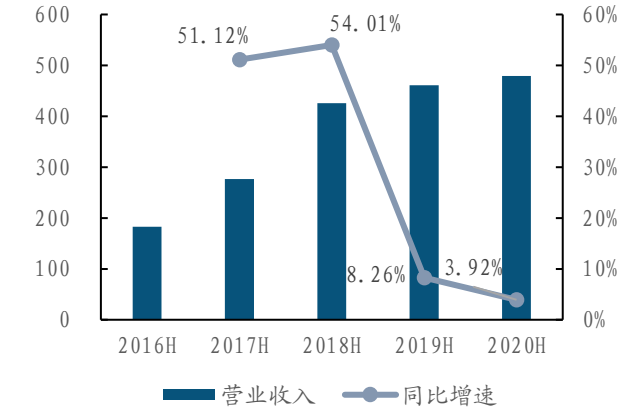
- **盈利预测：**

单位：百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	952.05	1145.52	1266.29	1459.72	1711.91
增长率(%)	40.39	20.32	10.54	15.27	17.28
归属母公司股东净利润	105.14	138.70	162.33	190.34	231.30
增长率(%)	-18.56	31.91	17.04	17.26	21.52
每股收益(EPS)	0.44	0.58	0.48	0.56	0.68

数据来源：WIND，中航证券金融研究所

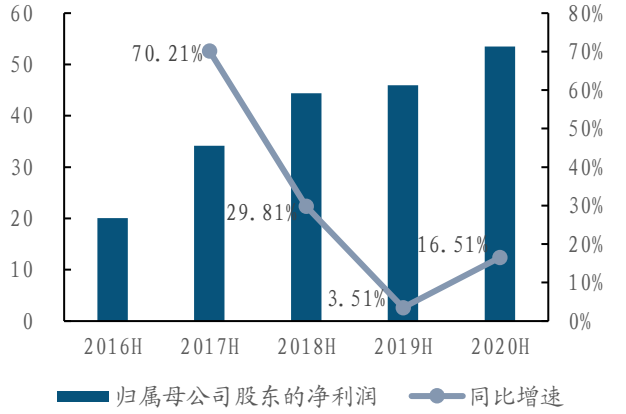
◆ 2016-2020 年公司半年报主要财务数据

图 1：公司半年报营业收入及增速（单位：百万元；%）



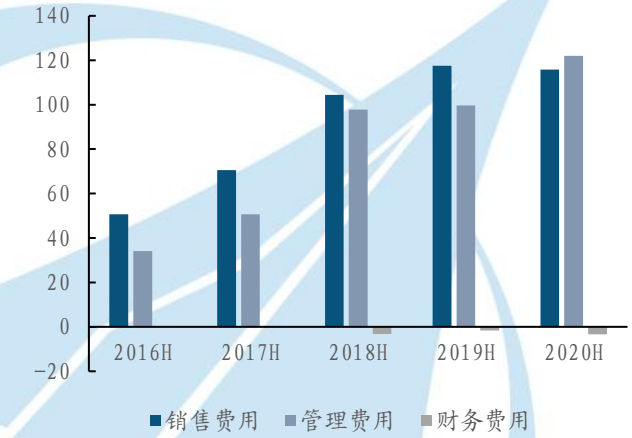
资料来源：WIND，中航证券金融研究所

图 2：公司半年报归母净利润及增速（单位：百万元；%）



资料来源：WIND，中航证券金融研究所

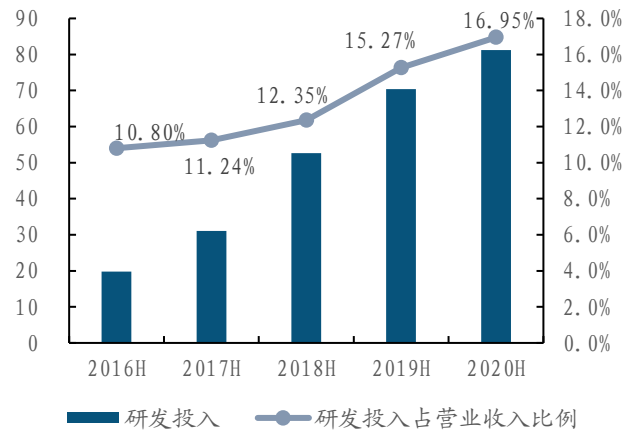
图 3：公司半年报三费情况（单位：百万元）



资料来源：WIND，中航证券金融研究所

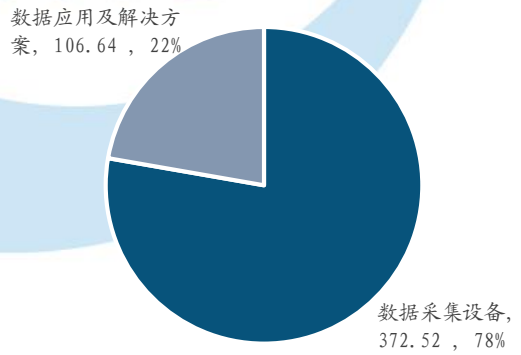
注：表中管理费用包含研发费用

图 4：公司半年报研发投入及其占营收比例（单位：百万元；%）



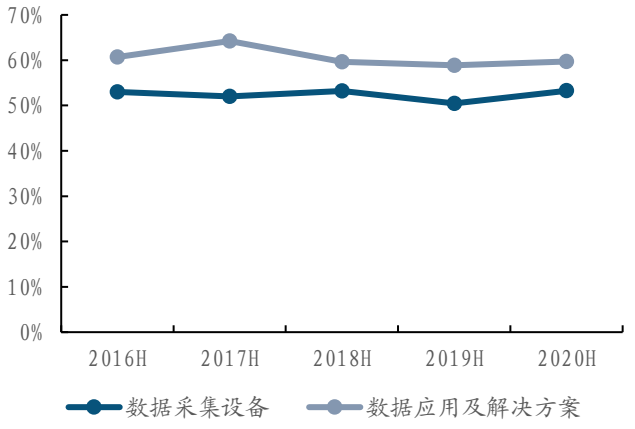
资料来源：WIND，中航证券金融研究所

图 5：公司 2020H1 收入构成（单位：百万元；%）



资料来源：WIND，中航证券金融研究所

图 6：公司半年报毛利率情况（单位：%）



资料来源：WIND，中航证券金融研究所

报表预测				
利润表（百万元）	**2019A**	**2020E**	**2021E**	**2022E**
营业收入	1145.52	1266.29	1459.72	1711.91
减:营业成本	503.55	530.90	593.81	694.53
营业税金及附加	6.54	6.46	7.88	8.90
销售费用	288.89	294.54	333.69	379.02
管理费用	239.80	270.10	322.31	370.29
财务费用	-2.16	-3.87	-2.71	-1.18
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
加:投资收益	-0.24	5.00	4.00	3.00
公允价值变动损益	0.37	0.17	0.20	0.22
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	162.02	173.33	208.94	263.57
加:其他非经营损益	0.15	13.73	10.70	3.79
利润总额	162.18	187.06	219.64	267.36
减:所得税	20.14	21.33	24.95	30.88
净利润	142.04	165.73	194.68	236.48
减:少数股东损益	3.34	3.40	4.34	5.18
归属母公司股东净利润	138.70	162.33	190.34	231.30
资产负债表（百万元）	**2019A**	**2020E**	**2021E**	**2022E**
货币资金	471.90	533.97	695.96	813.48
应收和预付款项	549.59	587.87	678.47	805.85
存货	170.97	182.74	205.89	245.16
其他流动资产	155.23	199.94	190.31	218.38
长期股权投资	18.63	18.63	18.63	18.63
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	67.57	66.19	64.21	61.73
无形资产和开发支出	121.11	118.86	116.60	114.35
其他非流动资产	38.84	49.13	58.71	67.58
资产总计	1593.85	1757.32	2028.78	2345.15
短期借款	112.60	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	292.08	230.46	285.79	326.99
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	174.18	250.66	272.10	310.79
负债合计	578.86	481.11	557.89	637.78
股本	243.88	341.43	341.43	341.43
资本公积	354.17	354.17	354.17	354.17
留存收益	436.19	598.51	788.85	1020.15
归属母公司股东权益	990.68	1248.49	1438.84	1670.13
少数股东权益	24.31	27.71	32.06	37.24
股东权益合计	1014.99	1276.21	1470.89	1707.37
负债和股东权益合计	1593.85	1757.32	2028.78	2345.15
现金流量表（百万元）	**2019A**	**2020E**	**2021E**	**2022E**
经营活动现金流净额	163.87	65.14	150.09	108.12
投资活动现金流净额	-49.17	-9.83	-10.80	-11.78
筹资活动现金流净额	-65.35	6.76	22.71	21.18
现金流量净额	49.88	62.06	162.00	117.51

数据来源：WIND，中航证券金融研究所

注：表中管理费用中均包含研发费用

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

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。

我们设定的行业投资评级如下：

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。

分析师简介

张超，SAC 执业证书号：S0640519070001，清华大学硕士，中航证券金融研究所首席分析师。
梁晨，SAC 执业证书号：S0640519080001，北京科技大学材料硕士，中航证券金融研究所军工行业分析师。

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，在此申明，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投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

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。

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。