

华测导航（300627.SZ）/通信

证券研究报告/公司点评

2024年5月10日

评级：买入（维持）

市场价格：29.71元

分析师：陈宁玉

执业证书编号：S0740517020004

Email: chenyy@zts.com.cn

研究助理：杨雷

Email: yanglei01@zts.com.cn

研究助理：余雨晴

Email: sheyq@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2,236	2,678	3,436	4,574	5,996
增长率 yoy%	18%	20%	28%	33%	31%
净利润（百万元）	361	449	576	763	941
增长率 yoy%	23%	24%	28%	32%	23%
每股收益（元）	0.66	0.82	1.06	1.40	1.73
每股现金流量	0.65	0.82	1.06	1.17	0.83
净资产收益率	14%	15%	16%	18%	19%
P/E	44.8	36.1	28.1	21.2	17.2
PEG	2.0	1.5	1.0	0.7	0.7
P/B	6.4	5.4	4.7	3.9	3.3

备注：以2024年5月9日收盘价计算

基本状况

总股本(百万股)	545
流通股本(百万股)	447
市价(元)	29.71
市值(百万元)	16,192
流通市值(百万元)	13,284

股价与行业-市场走势对比



相关报告

投资要点

- **公告摘要：**公司控股股东、实际控制人的一致行动人宁波焱达投资合伙企业（有限合伙）拟自公告日起6个月内增持公司股份（窗口期不增持），拟增持总金额1.2亿-2亿元。
- **增持彰显长期发展信心，业绩持续稳定扩张。**公司控股股东、实控人、董事长赵延平于近期完成增持计划，累计增持141.73万股，占总股本0.26%，此次通过一致行动人再次增持，充分表现了其对于公司未来发展前景及战略规划的信心和价值认可，有利于促进公司持续稳定健康发展。公司近年来收入利润规模稳步扩张，2023年营收26.78亿元，同比增长19.77%，归母净利润4.49亿元，同比增长24.32%，2015-2023年营收及归母净利润CAGR分别为28.4%、30.7%，受益采购、研发等综合降本策略，毛利率整体提升，2023年同比提高1.13pct至57.8%，期间费用管控稳定，盈利能力进一步增强。2024Q1公司延续增长态势，营收及归母净利润同比增速分别为20.53%、30.35%，资源与公共事业等相关业务及海外区域营收快速增长，全年目标归母净利润5.6亿元，同比增长约25%，业绩规模有望受益应用及市场拓展加速扩张。
- **海外市场快速扩张，低空经济贡献新动能。**公司2023年海外营收7.2亿元，同比增长47.51%，占营收比重提升至26.85%，毛利率72.67%，显著高于国内市场的52.3%，出海产品不断丰富，RTK产品持续增长，农机自动驾驶产品快速拓展，三维智能、海洋测绘、数字施工等各产品线均已走向海外，发展良好。海外市场前景广阔，公司有望凭借国内市场领先地位经验以及高性价比优势，进一步提升自身全球市场份额。公司积极布局新兴场景，机器人与自动驾驶板块2023年营收同比增长61.6%，部分乘用车定点车型批量出货，2024年随着小米SU7等新车型量产交付，业务有望延续较高增速。低空经济方面，公司以无人机、激光雷达等产品为主的三维智能产品可应用于智慧城市空间数字底座建设、应急监测、电力巡检等领域及国土调查勘测、智慧城市等领域所需空间数据智能化获取，同时可为低空作业终端提供导航定位模组、高精度账号服务等综合解决方案，此外公司拥有一所无人机飞行学院，具备全机型、全等级训练资质，目前累计培训输送超万名合格驾驶员。
- **加大研发投入，构筑核心技术壁垒。**公司以高精度定位技术为核心，已形成有技术壁垒的核心算法能力，具备高精度GNSS算法、三维点云与航测、GNSS信号处理与芯片化、自动驾驶感知与决策控制等完整算法技术能力，逐步打造完善高精度定位技术平台、全球星地一体增强网络服务平台。重点布局GNSS芯片、OEM板卡、天线等核心基础部件，进一步提升高精度GNSS算法、组合导航、SWAS广域增强、精密定轨等核心技术优势，已研发并量产高精度GNSS基带芯片“璇玑”，自用于部分产品，下一代高精度定位芯片正在研发，通过自建国内高密度基准站网搭配CORS服务算法，提升终端产品使用体验，目前SWAS主要用于测量测绘智能装备、农机自动驾驶、位移监测等领域，逐步向各类室外机器人等场景拓展，有望带来持续收入贡献。同时持续投入高精度激光雷达、组合导航、

SLAM、无人飞控等相关技术，自主研发突破长距激光雷达核心技术，实现高精度激光雷达和可见光相机深度融合三维建模，为地理信息多源数据采集处理及成果输出提供全新解决方案，有利于提升三维智能产品竞争力，受益低空经济及出海等行业发展趋势。

- **投资建议：**华测导航是高精度导航定位龙头，为客户提供硬件设备及不同场景解决方案，掌握核心算法，实现上游核心基础器件自研自给，逐步开拓 SaaS 订阅服务等新业务模式，有望提升盈利能力。随着传统行业高精定位需求升级，车载、低空经济等新兴场景拓展顺利，叠加出海机遇，增量空间将进一步打开。我们预计公司 2024-2026 年净利润分别为 5.76 亿元/7.63 亿/9.41 亿元，EPS 分别为 1.06 元/1.40 元/1.73 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**下游应用需求不及预期风险；行业竞争加剧风险；技术迭代风险；行业规模测算偏差风险；汇率波动风险；研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时风险。

图表 1: 华测导航盈利预测 (百万元)

资产负债表					利润表				
会计年度	单位:百万元				会计年度	单位:百万元			
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,233	1,627	2,108	2,538	营业收入	2,678	3,436	4,574	5,996
应收票据	41	34	46	60	营业成本	1,131	1,445	1,980	2,730
应收账款	796	917	1,200	1,569	税金及附加	15	22	30	39
预付账款	41	72	95	123	销售费用	529	673	869	1,097
存货	486	609	681	1,120	管理费用	197	271	329	390
合同资产	42	58	78	97	研发费用	462	587	741	929
其他流动资产	774	902	1,100	1,346	财务费用	-1	-22	-31	-28
流动资产合计	3,371	4,161	5,230	6,757	信用减值损失	-30	-18	-26	-25
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-14	-9	-9	-11
长期股权投资	66	66	66	66	公允价值变动收益	9	4	2	5
固定资产	597	620	640	638	投资收益	17	19	20	19
在建工程	0	10	20	40	其他收益	128	130	130	129
无形资产	158	187	210	223	营业利润	456	586	775	957
其他非流动资产	219	220	221	222	营业外收入	5	6	6	5
非流动资产合计	1,041	1,103	1,156	1,189	营业外支出	4	5	4	4
资产合计	4,412	5,264	6,386	7,945	利润总额	457	587	777	958
短期借款	117	97	226	335	所得税	13	18	23	28
应付票据	190	245	338	459	净利润	444	569	754	930
应付账款	284	433	600	835	少数股东损益	-5	-7	-9	-11
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	449	576	763	941
合同负债	182	275	366	480	NOPLAT	443	548	723	903
其他应付款	148	148	148	148	EPS (按最新股本摊薄)	0.82	1.06	1.40	1.73
一年内到期的非流动负债	6	6	6	6					
其他流动负债	243	307	373	452	主要财务比率				
流动负债合计	1,171	1,511	2,057	2,715	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	119	169	99	179	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	19.8%	28.3%	33.1%	31.1%
其他非流动负债	78	78	78	78	EBIT增长率	34.6%	23.7%	32.1%	24.8%
非流动负债合计	197	247	177	257	归母公司净利润增长率	24.4%	28.3%	32.4%	23.4%
负债合计	1,368	1,758	2,234	2,973	获利能力				
归属母公司所有者权益	3,004	3,473	4,129	4,961	毛利率	57.8%	57.9%	56.7%	54.5%
少数股东权益	40	33	23	12	净利率	16.6%	16.6%	16.5%	15.5%
所有者权益合计	3,044	3,506	4,152	4,973	ROE	14.8%	16.4%	18.4%	18.9%
负债和股东权益	4,412	5,264	6,386	7,945	ROIC	16.7%	17.5%	19.1%	19.0%
					偿债能力				
现金流量表	单位:百万元				资产负债率	31.0%	33.4%	35.0%	37.4%
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	债务权益比	10.5%	10.0%	9.9%	12.0%
经营活动现金流	445	577	637	453	流动比率	2.9	2.8	2.5	2.5
现金收益	547	631	812	996	速动比率	2.5	2.4	2.2	2.1
存货影响	-61	-123	-72	-439	营运能力				
经营性应收影响	-48	-137	-307	-400	总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.8
经营性应付影响	-18	204	259	357	应收账款周转天数	103	90	83	83
其他影响	25	2	-54	-60	应付账款周转天数	97	89	94	95
投资活动现金流	-228	-128	-138	-131	存货周转天数	145	136	117	119
资本支出	-62	-145	-142	-126	每股指标 (元)				
股权投资	-8	0	0	0	每股收益	0.82	1.06	1.40	1.73
其他长期资产变化	-158	17	4	-5	每股经营现金流	0.82	1.06	1.17	0.83
融资活动现金流	-63	-55	-17	108	每股净资产	5.51	6.37	7.58	9.10
借款增加	-30	30	59	189	估值比率				
股利及利息支付	-156	-187	-221	-290	P/E	36	28	21	17
股东融资	126	0	0	0	P/B	5	5	4	3
其他影响	-3	102	145	209	EV/EBITDA	64	55	43	35

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的6~12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。