

公司研究

数字中国之空间信息底座，海外市场高速增长

——华测导航（300627.SZ）跟踪报告之二

买入（维持）

当前价：26.98元

作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

021-52523849

kailiu@ebsecn.com

分析师：石崎良

执业证书编号：S0930518070005

021-52523856

shiqil@ebsecn.com

分析师：朱宇澍

执业证书编号：S0930522050001

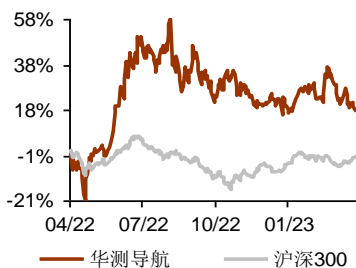
021-52523821

zhuyushu@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	5.35
总市值(亿元)	144.45
一年最低/最高(元)	18.68/38.52
近3月换手率	56.78%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-8.55	-5.66	-6.12
绝对	-9.80	-11.34	37.99

资料来源：Wind

相关研报

疫情短期影响营收增长，看好下半年业绩加速释放——华测导航（300627.SZ）跟踪报告之一（2022-08-14）

多维布局拥抱未来，车载业务扬帆起航——华测导航（300627.SZ）投资价值分析报告（2022-06-30）

要点

事件：

公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报，22 年公司实现营收 22.36 亿元，同比增长 17.5%；实现归母净利润 3.61 亿元，同比增长 22.69%；实现扣非后归母净利润 2.84 亿元，同比增长 23.29%。23 年 Q1 公司实现营收 5.12 亿元，同比增长 21.19%；实现归母净利润 0.79 亿元，同比增长 18.49%；实现扣非后归母净利润 0.62 亿元，同比增长 23.06%。

点评：

业绩符合预期，23 年预期稳步增长：22 年在宏观环境不确定性较大的背景下，公司及时调整经营策略、市场拓展策略，仍然能够实现营收和利润稳定增长，显示了其高精度导航应用市场的强大竞争力和高效的组织能力。23 年 Q1 公司毛利率为 59.17%，环比+7.66pct，经营趋势向好。2023 年公司整体经营目标为营收 28 亿元，同比+25.21%，归母净利润 4.5 亿元，同比+24.61%，显示出公司良好的发展信心。

高精度定位应用深度契合数字中国发展方向：高精度空间信息是智能化和数字中国的基础信息底座之一，公司基于各行业的高精度导航定位应用在数字中国建设背景下有着广阔的发展空间：①三维智能产品广泛应用于智慧城市空间数字底座的建设、自动驾驶高精度地图数据获取，以及国土调查、勘测、智慧城市等应用领域所需空间数据智能化获取，构建实景三维城市；②基于物联网+北斗高精度定位，针对不同行业应用的位移监测系统解决方案，可广泛应用于地质灾害、矿山安全、交通边坡监测、水利水电监测、应急监测和建筑形变监测等；③公司开发的全球星地一体增强网络服务平台未来将为各类高精度移动智能装备提供差分信息，打造一体化解决方案。我们认为，随着数字中国建设的深入，将长期带动公司三维智能测绘、无人船测绘、位移监测、农机自动驾驶等产品和解决方案的业务增长。

测量测绘产品和解决方案将受益于基建高投资：在地质勘探、矿产开发、水利、交通、建筑等国民经济建设中，进行控制测量、矿山测量和线路测量等是必不可少的。因此，当传统基建投入加大时，会催生出对于公司 RTK、航测无人机、无人船等测量测绘工具的增量需求。根据国家统计局数据，23 年 1-3 月基础设施建设投资同比增长 10.82%，基建投资仍保持较高增速。22 年公司建筑与基建板块收入为 9.17 亿元，同比增长 6.68%，增速受宏观环境影响有所放缓，我们预计 23 年在基建投资持续增长背景下该板块增速有望回暖。

海外市场打开新空间：海外仍存在大量国家基础设施建设与区域经济合作带来的机会，高精度定位导航智能装备的市场潜力较大。公司在海外建立了强大的经销商网络，海外市场的开拓将是公司未来重点的战略方向。22 年公司海外市场实现收入 4.87 亿元，同比增长 54.56%。

持续强化核心技术布局，实现产业链自主可控：公司始终以高精度定位技术为核心，经过多年的研发投入和探索，已经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。公司已经研发并量产了高精度 GNSS 基带芯片“璇玑”、多款高精度 GNSS 板卡、模组、天线等基础器件。公司将进一步投入高精度 GNSS 核心芯片的研发，增强核心技术竞争力，实现产业链自主可控。

盈利预测、估值与评级：考虑到公司 23Q1 业绩，公司 23 年经营目标以及行业景气度情况，下调 23-24 年归母净利润预测由 5.19/6.87 亿元至 4.62/6.18 亿元，调整幅度为-11%/-10%，并增加 25 年预测为 8.1 亿元，23-25 年对应 PE 分别为 31/23/18X。展望 23 年，公司海外市场成长空间广阔，三维智能测绘、无人船测绘、位移监测、农机自动驾驶等产品和解决方案深度受益于数字中国建设，同时主业测量测绘装备景气度也有所复苏，维持“买入”评级。

风险提示：海外市场开拓不及预期；新兴业务拓展低于预期。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1,903	2,236	2,869	3,657	4,615
营业收入增长率	35.02%	17.50%	28.32%	27.46%	26.18%
归母净利润 (百万元)	294	361	462	618	810
归母净利润增长率	49.45%	22.69%	27.94%	33.86%	30.89%
EPS (元)	0.78	0.67	0.86	1.16	1.51
ROE (归属母公司) (摊薄)	13.44%	14.26%	16.21%	18.85%	21.08%
P/E	35	40	31	23	18
P/B	4.7	5.7	5.1	4.4	3.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2023-04-25；21、22 年股本分别为 3.79 亿、5.35 亿股

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,903	2,236	2,869	3,657	4,615
营业成本	863	970	1,308	1,721	2,220
折旧和摊销	52	75	144	163	183
税金及附加	13	17	17	22	28
销售费用	421	447	574	713	900
管理费用	116	184	215	256	277
研发费用	333	403	488	585	738
财务费用	10	-15	-8	-18	-23
投资收益	17	24	18	20	30
营业利润	296	349	481	639	840
利润总额	292	353	472	630	831
所得税	2	-7	5	6	17
净利润	290	360	467	623	815
少数股东损益	-5	-1	5	5	5
归属母公司净利润	294	361	462	618	810
EPS(元)	0.78	0.67	0.86	1.16	1.51

现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	271	354	651	603	757
净利润	294	361	462	618	810
折旧摊销	52	75	144	163	183
净营运资金增加	138	142	49	224	283
其他	-213	-225	-4	-402	-518
投资活动产生现金流	-598	-283	122	-180	-170
净资本支出	-166	-353	-150	-150	-150
长期投资变化	21	58	0	0	0
其他资产变化	-453	12	272	-30	-20
融资活动现金流	843	-52	-244	-169	-227
股本变化	37	156	0	0	0
债务净变化	138	46	-108	0	0
无息负债变化	189	232	250	319	393
净现金流	508	48	529	254	360

主要指标

盈利能力 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	54.6%	56.6%	54.4%	53.0%	51.9%
EBITDA 率	18.1%	19.1%	20.8%	21.5%	21.3%
EBIT 率	15.4%	15.7%	15.7%	17.1%	17.3%
税前净利润率	15.3%	15.8%	16.4%	17.2%	18.0%
归母净利润率	15.5%	16.1%	16.1%	16.9%	17.5%
ROA	8.5%	9.0%	10.4%	11.9%	13.1%
ROE (摊薄)	13.4%	14.3%	16.2%	18.8%	21.1%
经营性 ROIC	27.4%	23.2%	27.1%	32.4%	35.4%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	34%	36%	35%	36%	37%
流动比率	2.68	2.50	2.54	2.49	2.47
速动比率	2.31	2.15	2.21	2.13	2.10
归母权益/有息债务	9.72	9.33	17.46	20.10	23.53
有形资产/有息债务	14.09	13.86	25.67	30.02	35.61

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总资产	3,396	4,018	4,482	5,237	6,195
货币资金	1,018	1,088	1,617	1,871	2,232
交易性金融资产	441	336	30	30	30
应收账款	481	741	963	1,228	1,566
应收票据	13	23	29	37	47
其他应收款 (合计)	81	71	91	116	146
存货	377	425	456	600	775
其他流动资产	176	210	210	210	210
流动资产合计	2,694	3,033	3,466	4,185	5,125
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	21	58	58	58	58
固定资产	78	620	520	418	309
在建工程	256	3	55	94	123
无形资产	148	174	220	265	309
商誉	39	39	39	39	39
其他非流动资产	8	14	14	14	14
非流动资产合计	702	985	1,016	1,053	1,070
总负债	1,160	1,438	1,580	1,899	2,292
短期借款	170	115	0	0	0
应付账款	199	326	440	579	747
应付票据	156	159	215	282	364
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	54	56	56	56	56
流动负债合计	1,004	1,213	1,363	1,682	2,075
长期借款	31	138	138	138	138
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	75	63	63	63	63
非流动负债合计	156	225	217	217	217
股东权益	2,236	2,579	2,902	3,338	3,903
股本	379	535	535	535	535
公积金	1,204	1,164	1,210	1,272	1,277
未分配利润	651	861	1,132	1,501	2,056
归属母公司权益	2,189	2,533	2,850	3,281	3,841
少数股东权益	47	47	52	57	62

费用率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	22.10%	19.97%	20.00%	19.50%	19.50%
管理费用率	6.09%	8.25%	7.50%	7.00%	6.00%
财务费用率	0.52%	-0.65%	-0.30%	-0.49%	-0.50%
研发费用率	17.49%	18.02%	17.00%	16.00%	16.00%
所得税率	1%	-2%	1%	1%	2%

每股指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股红利	0.30	0.27	0.35	0.47	0.61
每股经营现金流	0.72	0.66	1.22	1.13	1.41
每股净资产	5.78	4.73	5.33	6.13	7.18
每股销售收入	5.03	4.18	5.36	6.83	8.62

估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	35	40	31	23	18
PB	4.7	5.7	5.1	4.4	3.8
EV/EBITDA	26.9	31.7	22.3	16.7	13.1
股息率	1.1%	1.0%	1.3%	1.7%	2.3%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE