

经纬恒润(688326)

报告日期: 2023年06月03日

## 汽车电子全栈型选手，协同发展未来可期

### ——经纬恒润深度报告

#### 投资要点

##### □ 汽车电子领域全能选手，三位一体赋能客户

经纬恒润成立于2003年，专注于为汽车、无人运输等领域的客户提供三大类业务，分别是电子产品业务、研发服务及解决方案业务和高级别智能驾驶整体解决方案业务。三类业务在技术、场景、客群方面相互协同，使得公司能力提升，用户粘性得到增强。2022年公司全年实现营收40.22亿元，同比+23.28%；归母净利润2.35亿元，同比+60.48%；扣非净利润1.20亿元，同比+7.55%。

##### □ 智能驾驶老牌玩家，电子产品业务面持续拓广

2016年，公司自主研发的ADAS系统首次量产配套，实现了公司自动驾驶产品的首次量产，标志着公司成功打破了国外零部件公司在该领域的垄断行业格局。公司面向L2.5的第二代行泊一体域控制器，已在哪吒S车型上实现量产。此外公司电子产品业务还有智能网联、智能驾驶、车身和舒适域等方面产品。T-BOX、AR-HUD、车身域控等产品都在2022年获得多个客户定点。2022年公司电子产品业务营收30.78亿元，同比+23.22%。

##### □ 研发服务业务积淀深厚，2022年该业务增速喜人

2003年公司起步于电子系统研发服务及解决方案业务，为客户提供包括研发和研发的解决方案。本业务主要由整车电子电气开发、整车电子电气仿真测试等五个部分。2022年公司通过Tier1项目首次获得宝马量产车型搭载应用，同时成功适配了多家国产芯片客户，如芯驰、紫光、旗芯微、智芯和国芯等，帮助国产芯片量产落地；在海外芯片适配方面，完成了英伟达Orin系列、高通8295系列、TI TDA4等芯片适配。自研工具软件在2022年新增红旗、解放、比亚迪、蔚来等客户。2022年公司研发服务及解决方案业务营收9.33亿元，同比+31.99%。

##### □ 盈利预测与估值

经纬恒润是国内汽车电子领军企业。我们预计2023-2025年公司营收为49.72、64.15、85.87亿元。归母净利润为3.43亿元、4.02亿元、4.66亿元，对应当前PE47、40、34倍。我们选取同为汽车电子智能化公司德赛西威、华阳集团以及从事软件研发服务的中科创达作为可比公司，2023-2025年平均PE值分别为36.89、27.24、20.70。考虑到公司智能驾驶等新领域持续发力，OEM研发服务需求快速增加，公司未来可期，维持“增持”评级。

##### □ 风险提示

汽车智能化发展不及预期、研发服务类业务拓展不及预期、高级别智能驾驶业务拓展不及预期。

#### 投资评级：增持(维持)

分析师：刘雯蜀

执业证书号：s1230523020002  
liuwenshu03@stocke.com.cn

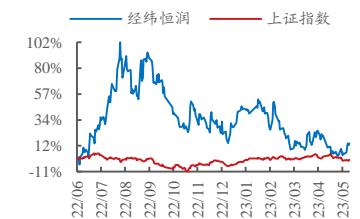
分析师：施毅

执业证书号：S1230522100002  
shiyi@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥133.16
总市值(百万元)	15,979.20
总股本(百万股)	120.00

#### 股票走势图



#### 相关报告

1 《【浙商TMT】经纬恒润(688326)：格局重塑，业务放量》2022.06.01

#### 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4021.97	4972.30	6414.92	8587.47
(+/-) (%)	23.28%	23.63%	29.01%	33.87%
归母净利润	234.60	343.23	402.17	466.04
(+/-) (%)	60.48%	46.30%	17.17%	15.88%
每股收益(元)	1.96	2.86	3.35	3.88
P/E	68.11	46.56	39.73	34.29

资料来源：浙商证券研究所

## 投资案件

### ● 盈利预测、估值与目标价、评级

经纬恒润是国内汽车电子领军企业。我们预计 2023-2025 年公司营收为 49.72、64.15、85.87 亿元。归母净利润为 3.43 亿元、4.02 亿元、4.66 亿元，对应当前 PE47、40、34 倍。我们选取同为汽车电子智能化公司德赛西威、华阳集团以及从事软件研发服务的中科创达作为可比公司，2023-2025 年平均 PE 值分别为 36.89、27.24、20.70。考虑到公司智能驾驶等新领域持续发力，在汽车电子领域能够保持较为稳健增长，同时 OEM 研发服务需求快速增加，研发服务业务收入将实现迅速增长，公司未来可期，维持“增持”评级。

### ● 关键假设

- 1) 汽车智能化趋势持续推进，智能驾驶，智能座舱渗透率持续提升。
- 2) OEM 对于软件自研需求逐渐提升，研发相关服务需求持续提升。
- 3) 封闭场景下高级别智能驾驶逐渐在港口、矿山等领域持续推广应用。

### ● 我们与市场的观点的差异

市场认为：随着 OEM 自研需求的提升，软件开发服务业务增速势必放缓。我们认为：软件智能化在左右用户购车的因素中占越来越高，推动 OEM 不断掌握软件核心定义权，所以 OEM 自研需求的确正在持续提升。但是 OEM 自研软件更多集中在应用层开发，底层软件用户感知度不强，经纬恒润这类平台化公司帮助 OEM 实现底层软件赋能是高性价比的选择。在另一方面，OEM 自研的需求提升对于公司自研工具软件、测试服务及技术咨询等业务拓展能够带来积极影响。

### ● 股价上涨的催化因素

智能驾驶产品获得新定点、汽车电子产品营收增长加速、研发服务订单项目持续增长。

### ● 风险提示

汽车智能化发展不及预期、研发服务类业务拓展不及预期、高级别智能驾驶业务拓展不及预期。

## 正文目录

<b>1 专注电子系统业务，智能解决方案领导者</b> .....	<b>6</b>
1.1 基本介绍：研发生产营销全服务体系，综合电子智能解决方案引领者 .....	6
1.2 发展历程：二十载深耕研发，汽车智能化浪潮引领业务壮大 .....	7
1.3 主营业务：专注车辆运输领域三大主要业务，拥有多层级丰富客户群体 .....	8
1.4 实控人和股东：实控人具备卓越技术背景，员工重研发高学历亮点突出 .....	10
1.5 财务情况：公司整体表现稳健，研发投入比重高 .....	11
<b>2 三位一体协同发展，全栈赋能各类客户</b> .....	<b>12</b>
2.1 电子产品业务——未来汽车行业电子化智能化核心 .....	12
2.2 研发服务及解决方案业务——全方位电子技术开发方案服务 .....	17
2.3 高级别智能驾驶整体解决方案——聚焦港口智能化领域 .....	20
<b>3 盈利预测及估值</b> .....	<b>24</b>
3.1 盈利预测 .....	24
3.2 估值预测 .....	25
<b>4 风险提示</b> .....	<b>25</b>

## 图表目录

图 1: 公司业务类型、应用场景及服务领域.....	6
图 2: 公司业务盈利模式.....	7
图 3: 公司天津生产基地.....	7
图 4: 公司南通生产基地.....	7
图 5: 公司发展历程.....	8
图 6: 公司三大主营业务及其相互联系.....	8
图 7: 公司部分客户群.....	9
图 8: 截至招股书签署日参与员工持股计划的员工专业类别分布.....	10
图 9: 截至 2022 年年底公司员工专业构成.....	11
图 10: 截至 2022 年年底公司研发人员学历构成.....	11
图 11: 公司营业收入情况.....	11
图 12: 公司归母净利润情况 (百万元).....	11
图 13: 公司期间费用率情况.....	12
图 14: 电子产品业务收入情况.....	12
图 15: 电子产品业务毛利率及收入占比情况.....	12
图 16: 公司 ADAS 系列产品.....	13
图 17: 2019-2025 年中国乘用车前视系统装配量和装配率.....	13
图 18: 2020 年中国乘用车新车前视系统前十大供应商装配量及市占率.....	14
图 19: 2020 年国内自主品牌乘用车前视系统供应商市占率.....	14
图 20: 公司 ADCU 智能驾驶功能.....	14
图 21: 公司 T-BOX 产品发展情况.....	15
图 22: 2020 年远程通讯控制器 (T-Box) 产品装配量情况.....	15
图 23: 中国乘用车 T-Box 市场规模 (亿元).....	15
图 24: 2022 年中国乘用车 T-Box TOP10 厂商市场份额 (%).....	16
图 25: 2021 年中国乘用车前装 T-Box TOP10 (国产品牌) 搭载上限量及市场份额.....	16
图 26: 公司天窗控制器.....	17
图 27: 公司智能远光控制系统.....	17
图 28: 研发服务及解决方案业务收入情况.....	18
图 29: 研发服务及解决方案业务毛利率及收入占比情况.....	18
图 30: 公司基于 SOA 的架构开发关键技术.....	18
图 31: 新能源汽车部件电动化程度.....	19
图 32: 公司网络安全解决方案.....	20
图 33: 公司智能驾驶全周期解决方案.....	20
图 34: 高级别智能驾驶整体解决方案业务收入情况.....	21
图 35: 高级别智能驾驶整体解决方案业务毛利率及收入占比情况.....	21
图 36: 公司 MaaS 解决方案.....	21
图 37: 公司车队管理调度平台.....	22
图 38: 公司单车智能解决方案.....	22
图 39: 公司车队运营调度监控系统与港口信息系统的交互.....	22
图 40: 公司 V2X 车路协同系统组成.....	23
图 41: 公司 V2X 设备.....	23
图 42: 2019-2025 年中国港口自动驾驶市场规模 (亿元).....	23

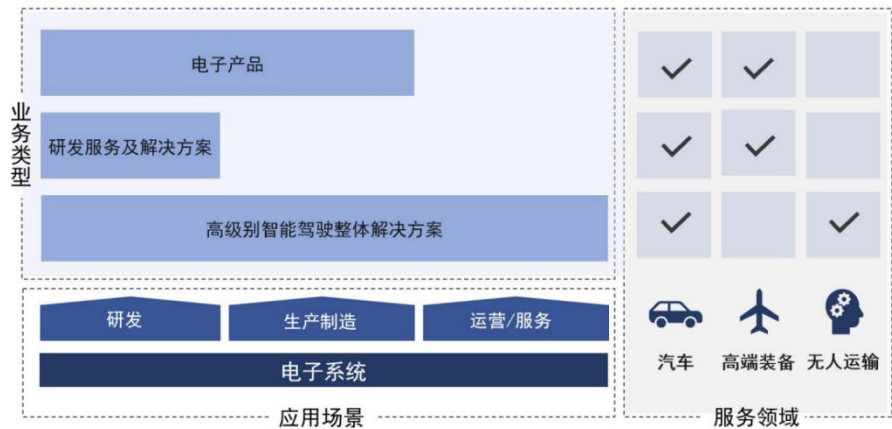
表 1: 截至 2023 年第一季度公司前 10 名股东持股情况 .....	10
表 2: 部分国内港口自动驾驶集卡作业运营项目 .....	24
表 3: 公司盈利预测 (百万元) .....	25
表 4: 可比公司估值.....	25
表附录: 三大报表预测值.....	27

## 1 专注电子系统业务，智能解决方案领导者

### 1.1 基本介绍：研发生产营销全服务体系，综合电子智能解决方案引领者

公司是业内领先的综合电子系统和智能网联解决方案领导者。公司成立于2003年，至今已走过二十个年头。公司专注于为汽车、无人运输等领域的客户提供电子产品、研发服务和高级别智能驾驶整体解决方案。公司总部位于北京，并在天津和南通两地建立了现代化的生产工厂，形成了完善的研发、生产、营销、服务体系，是国内乃至全球一流的综合电子系统和智能网联解决方案供应商。公司主要产品和服务包括ADAS、T-BOX和高级别智能驾驶MaaS解决方案，其中，公司高级别智能驾驶系统已在龙拱港、唐山港及日照港实现了无安全员的运营服务。

图1：公司业务类型、应用场景及服务领域



资料来源：公司招股书、浙商证券研究所

公司是目前国内少数能实现覆盖智能驾驶电子产品、研发服务及解决方案、高级别智能驾驶整体解决方案的企业之一。公司部分核心产品及服务打破国外垄断，技术水平及市场地位在国内供应商中处于领先地位。公司通过技术创新，持续提升产品及服务的先进性，增强公司技术竞争力，对保障我国智能汽车、无人运输等领域持续自主研发、强技术、补短板具有重要的意义。

公司三大业务具有不同的盈利模式，分别如下：

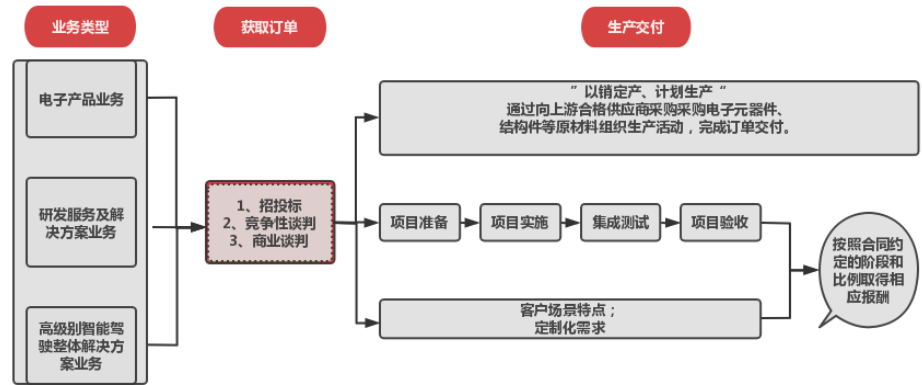
(1) 电子产品业务：基于“以销定产、计划生产”的模式，通过招投标和谈判获取订单，通过采购原材料，组织生产活动，完成订单交付；

(2) 研发服务及解决方案业务：获取订单后，签订合同开始执行项目，依次完成项目准备、项目实施、集成测试和项目验收，按照合同约定的阶段和比例取得报酬；

(3) 高级别智能驾驶整体解决方案业务：聚焦特定应用场景，获取项目后，根据客户场景特点及定制化需求，为客户交付解决方案，按照合同约定的阶段和比例取得相应报酬。



图2: 公司业务盈利模式



资料来源: 公司招股书、浙商证券研究所

## 1.2 发展历程: 二十载深耕研发, 汽车智能化浪潮引领业务壮大

### 2003年-2005年, 初创起步岁月, 立足研发与方案解决

- 2003年, 北京经纬恒润科技有限公司成立, 开始研发服务及解决方案业务
- 2004年, 承接东风汽车发动机仿真测试设备项目

图3: 公司天津生产基地



资料来源: 公司官网、浙商证券研究所

图4: 公司南通生产基地



资料来源: 公司官网、浙商证券研究所

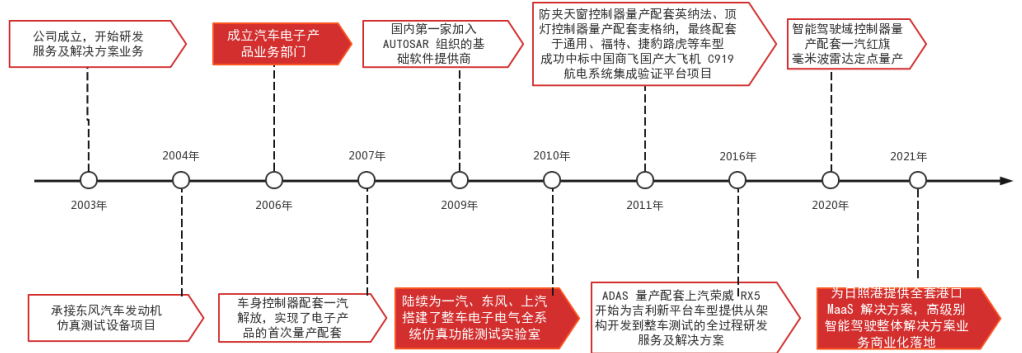
### 2006年-2015年, 开拓汽车电子产品, 国内外业务全面开花

- 2006年, 成立汽车电子产品业务部门
- 2007年-2008年, 北京/上海工厂建立、车身控制器配套一汽解放
- 2009年, 美国子公司成立、国内第一家加入 AUTOSAR 组织的基础软件提供商
- 2010年, 开始智能驾驶相关产品的研发工作, 为一汽、东风、上汽搭建了整车电子电气全系统仿真功能测试实验室
- 2011年, 防夹天窗控制器量产配套英纳法、顶灯控制器量产配套麦格纳
- 2015年, 德国子公司成立, 进入高级别智能驾驶领域、形成完整的港口 MaaS 解决方案

### 2016年-2021年, 智能驾驶产品量产配套, 新兴业务迅猛发展

- 2016年，天津工厂建立，ADAS量产配套上汽荣威RX5，吉利新平台车型从架构开发到整车测试的全过程研发服务及解决方案
- 2018年，南通工厂建立
- 2019年，天津研发中心成立
- 2020年，智能驾驶域控制器量产配套一汽红旗、毫米波雷达定点量产
- 2021年，与日照港签署了智能集卡运输系统购置合同，将为日照港提供全套港口MaaS解决方案，并实现商业化落地

图5: 公司发展历程

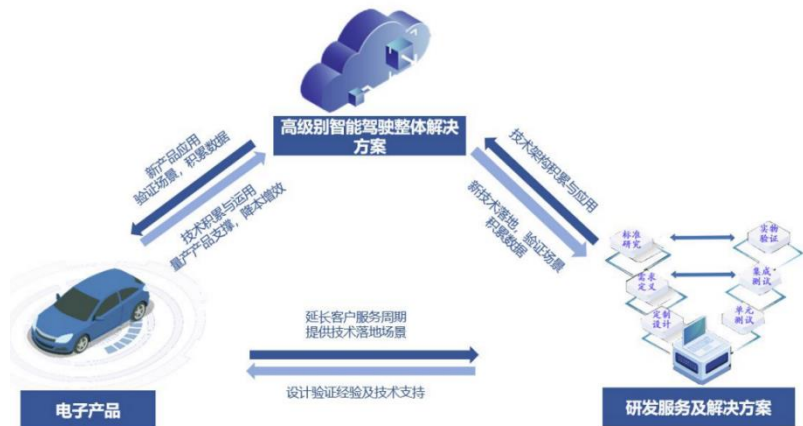


资料来源: 公司招股书、浙商证券研究所

### 1.3 主营业务: 专注车辆运输领域三大主要业务, 拥有多层次丰富客户群体

围绕电子系统展开三大主营业务板块。公司是国内领先的综合型电子系统科技服务商, 主营业务围绕电子系统展开, 专注于汽车、无人运输等领域的客户, 主要分为汽车电子产品业务、汽车电子研发服务、高级别智能驾驶系统开发及运营服务三大业务板块。公司形成“三位一体”业务布局, 在核心技术、应用场景、行业客户群等方面相互支持、协同发展。

图6: 公司三大主营业务及其相互联系



资料来源: 公司招股书、浙商证券研究所



**电子产品业务:**

2016年,公司自主研发的ADAS系统首次量产配套上汽荣威RX5车型,实现了公司自动驾驶产品的首次量产,标志着我国成功打破了国外零部件公司在该领域的垄断行业格局。公司ADAS市场份额居于前列,2020年,公司乘用车新车前视系统(即公司ADAS产品)装配量为17.8万辆,市场份额为3.6%,位居中国乘用车新车前视系统装配量供应商第8名,为前十名供应商中唯一一家本土企业。

**研发服务及解决方案:**

公司可为客户提供贯穿电子电气系统开发的多种解决方案和服务业务,覆盖客户包括一汽集团、上汽集团、北汽集团、广汽集团、中国重汽、吉利、蔚来汽车、威马汽车、小鹏汽车等主机厂,安波福、博士视听、麦格纳、法雷奥等国际Tier 1客户及日照港等无人运输领域客户。

**高级别智能驾驶整体解决方案业务:**

公司于2015年进入高级别智能驾驶业务领域。目前在唐山港、日照港两个港口共投放二十余台智能驾驶港口车开展运营。公司与唐山港集团、一汽解放共同开展的“自动化集装箱码头无人集卡关键技术研究与应用”项目荣获中国港口协会2020年度科技进步二等奖。通过长期自主研发和产业实践经验积累,公司将掌握的技术成果与所处的电子系统产业深度融合,不断推动技术产业化与商业化,形成了先进辅助驾驶系统(ADAS)、防夹控制器(APCU)、远程通讯控制器(T-BOX)、商用车车身控制系统(BES)等电子产品,整车电子电气架构咨询服务、整车电子电气仿真测试解决方案等多种研发服务及解决方案,以及港口MaaS解决方案为代表的高级别智能驾驶整体解决方案服务,得到了国内外行业客群的广泛认可。

**拥有多领域多层次的丰富客户群。**经过多年的业务积累,公司目前已经形成了以包括一汽集团、中国重汽、上汽集团、广汽集团、纳威斯达等国内外整车制造商和英纳法、安通林、博格华纳等国际知名汽车一级供应商为核心的汽车领域客户群和日照港等无人运输领域客户。

图7: 公司部分客户群



资料来源: 公司官网(截至2023年5月)、浙商证券研究所

## 1.4 实控人和股东：实控人具备卓越技术背景，员工重研发高学历亮点突出

**实控人具备该领域专业技术背景。**公司控股股东和实际控制人为吉英存，其毕业于北京航空航天大学自动控制专业，拥有博士研究生学历，曾担任北京空间飞行器总体设计部工程师和北京奥索科技公司上海办公室经理，具备相关领域内卓越的技术背景和丰富的管理经验。作为控股股东，持股比例达 24.57%。

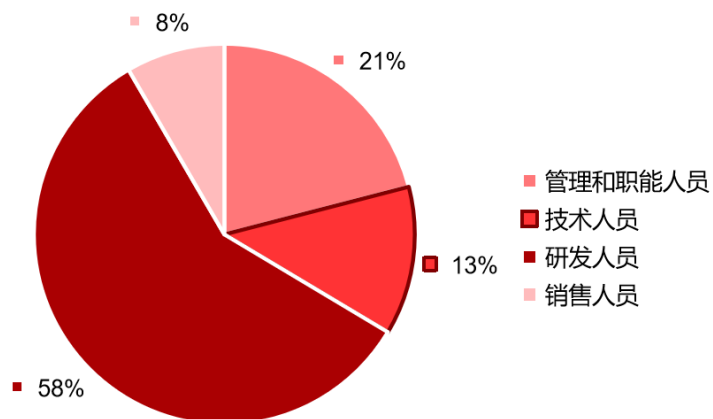
表1：截至 2023 年第一季度公司前 10 名股东持股情况

股东名称	股东性质	持股数量	持股比例 (%)
吉英存	境内自然人	29,471,499	24.57
曹旭明	境内自然人	13,807,449	11.51
崔文革	境内自然人	13,027,502	10.86
张秦	境内自然人	6,317,734	5.26
苏州铎兴志诚创业投资中心（有限合伙）	其他	2,572,595	2.14
方芳	境内自然人	2,366,634	1.97
北京方圆九州投资中心（有限合伙）	境内自然人	2,344,161	1.95
北京天工山丘投资中心（有限合伙）	其他	1,935,607	1.61
宁波钛铭投资管理有限公司-天津市永钛海河股权投资合伙企业（有限合伙）	其他	1,791,111	1.49
北京天工信立投资中心（有限合伙）	其他	1,772,632	1.48

资料来源：Wind、浙商证券研究所

**设立 7 个员工持股计划合计持有 11.61% 股权。**公司共设立了方圆九州、天工山丘、天工信立、合力顺盈、正道伟业、玉衡珠嵩和天佑飞顺 7 个员工持股平台，合计持有公司 11.61% 股权。公司实施员工持股计划，有利于增强员工对公司的认同感，调动员工的工作积极性，提升公司的凝聚力，从而稳定核心人员和提升公司的经营状况。除作为控股股东、实际控制人的吉英存外，共有 146 名员工参与员工持股计划，具体分布情况如下：

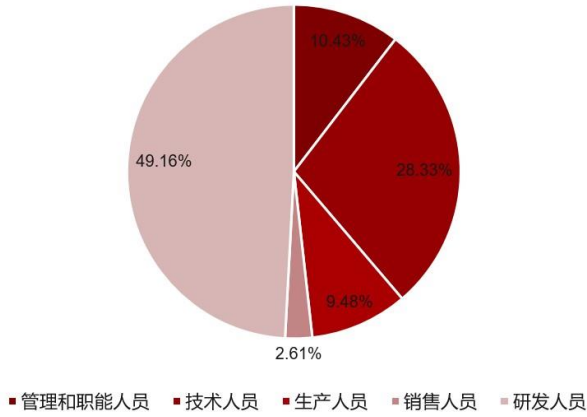
图8：截至招股书签署日参与员工持股计划的员工专业类别分布



资料来源：公司招股书、浙商证券研究所

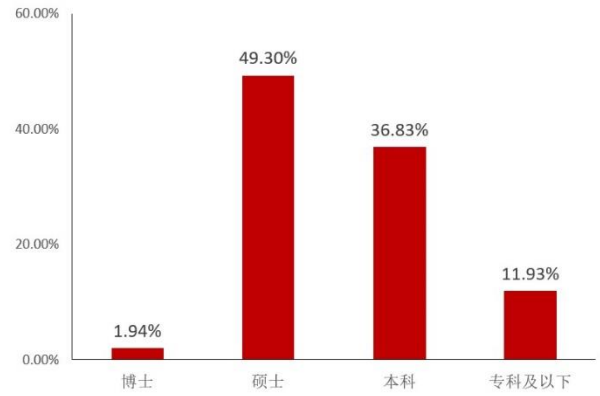
**员工专业结构和学历构成亮点突出，实现技术驱动。**公司员工专业结构优良，2022 年年报显示，公司研发人员占比 49.16%，将近员工总数的一半，研发和技术人员占员工总数的 77%，充分体现了公司对研发的高度重视。此外，公司员工学历构成优势明显，2022 年年报显示，公司硕士学历、博士学历员工比例持续提高，其中硕士学历员工占比达到了 49.30%，博士学历员工占比达到了 1.94%，两者总数达到了公司员工数量的超 50%，显示出公司对人才的深切关注。

图9: 截至 2022 年年底公司员工专业构成



资料来源: Wind、浙商证券研究所

图10: 截至 2022 年年底公司研发人员学历构成

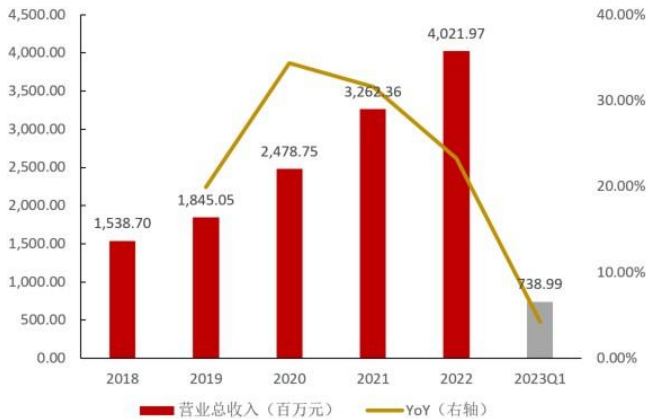


资料来源: Wind、浙商证券研究所

### 1.5 财务情况: 公司整体表现稳健, 研发投入比重高

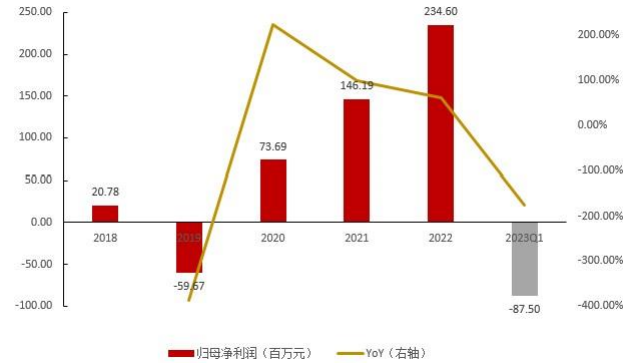
2022 年公司年实现营业收入总收入 40.22 亿元, 同比+23.28%; 实现归母净利润 2.35 亿元, 同比+60.48%; 实现扣非净利润 1.20 亿元, 同比+7.55%。利润增长主要系公司营业收入和毛利较上年同期增长、现金管理的利息收入及汇兑损益增加、以及公司所持有的上下游企业的股权公允价值变动收益增加所致。

图11: 公司营业收入情况



资料来源: Wind、浙商证券研究所

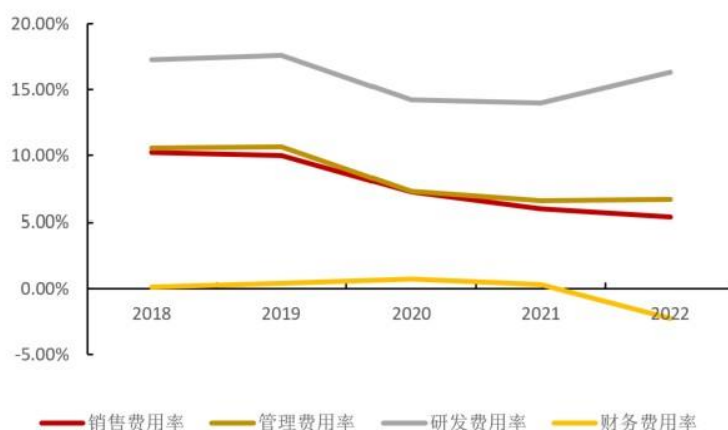
图12: 公司归母净利润情况 (百万元)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

公司期间费用率情况较为良好, 销售费用率及管理费用率呈现逐年走低趋势。2022 年公司销售费用为 2.15 亿元, 占当年营收 5.35%; 2022 年公司管理费用为 2.68 亿元, 占当年营收 6.67%。销售费用率及管理费用率自 2019 年开始呈现逐年下降趋势, 体现出公司经营逐渐成熟稳健。另一方面, 公司高比例投入研发, 紧跟智能驾驶、座舱、车身、底盘等重点领域的新趋势, 构建完善的研发体系, 在大算力计算、SOA、OTA、信息安全、功能安全等专业技术方向持续研发, 保持技术的领先优势。2022 年公司研发费用为 6.56 亿元, 占当年营收 16.30%。

图13: 公司期间费用率情况



资料来源: Wind、浙商证券研究所

## 2 三位一体协同发展，全栈赋能各类客户

### 2.1 电子产品业务——未来汽车行业电子化智能化核心

电子产品业务为公司核心业务，包括汽车电子产品和汽车电子产品开发服务。公司汽车电子产品提供前装电子配套产品，长期供应国内外知名整车制造商和一级供应商，按产品类型分类包括智能驾驶电子产品、智能座舱电子产品、智能网联电子产品、车身和舒适域电子产品、底盘控制电子产品、新能源和动力系统电子产品。

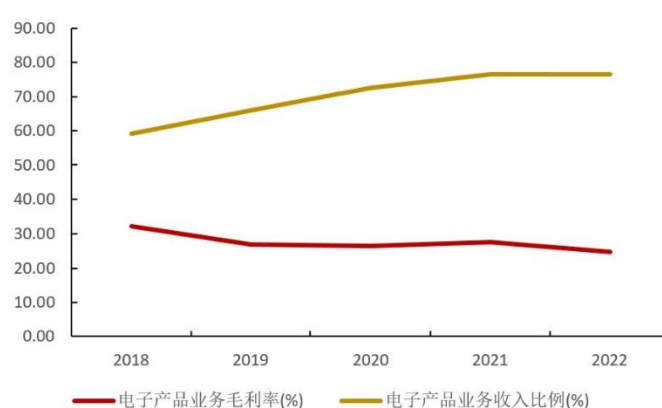
近几年来，随着电子信息技术和智能化网联化在汽车行业中的应用和普及，汽车技术创新和电子化水平日益提高，汽车电子在整车制造成本中的占比也不断提高，据前瞻产业研究院整理，2020年占比为34.32%，预计2030年占比将接近50%，市场规模前景广阔。

图14: 电子产品业务收入情况



资料来源: Wind、浙商证券研究所

图15: 电子产品业务毛利率及收入占比情况



资料来源: Wind、浙商证券研究所

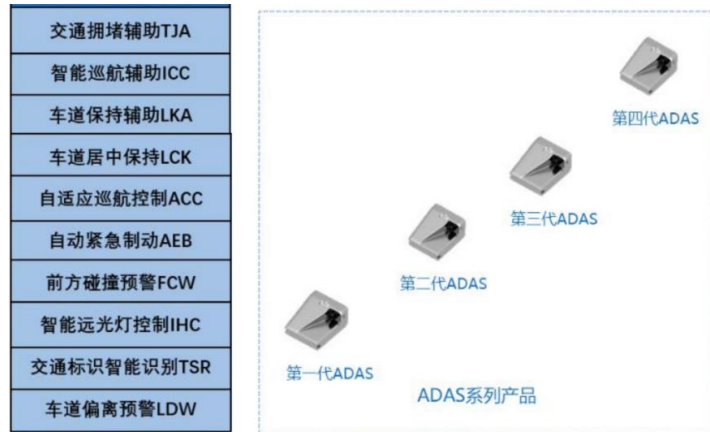
公司电子产品业务收入增长稳定，2021年实现收入24.98亿元，同比+38.77%；2022年实现收入30.78亿元，同比+23.22%。公司电子产品业务收入比例持续提高，2021年电子产品业务收入占比达到了76.57%；2022年电子产品业务收入占比达到了76.53%。电子产品业务毛利率水平略有下滑，2021年电子产品业务毛利率为27.55%；2022年电子产品业务毛利率为24.69%。

#### 2.1.1 先进辅助驾驶系统 ADAS

公司自主研发的先进辅助驾驶系统 ADAS，是整合 Mobileye、Infineon、Elektrobit 等公司优势资源，设计研发的高性价比、多功能一体、高度集成式驾驶辅助产品，于 2016 年成功为上汽荣威 RX5 车型进行量产配套，打破了国外公司在该领域的垄断。2016 年至今，公司已完成四代先进辅助驾驶系统的迭代，且充分考虑了中国的驾驶员行为特征和道路工况，更加适应中国人的驾驶习惯。

公司 ADAS 产品已实现配套一汽红旗 H5/H7/H9/HS5/HS7/E-HS3/E-HS9、吉利博越 Pro/新缤越/帝豪、一汽解放 J6/J7、重汽豪沃 T7 等车型以及上汽乘用车等品牌。

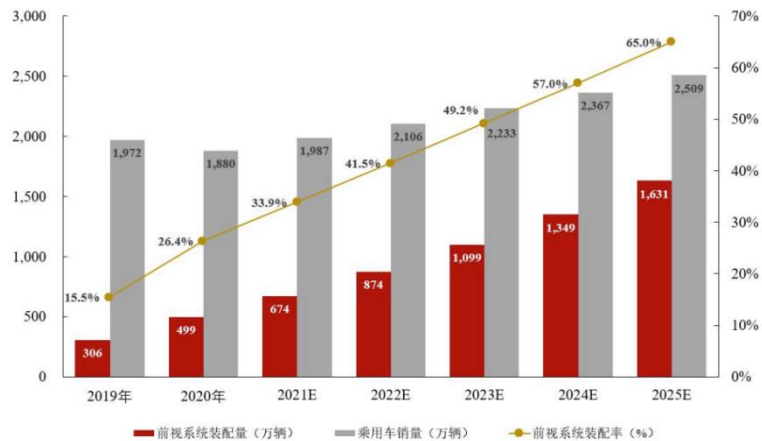
图16: 公司 ADAS 系列产品



资料来源: 公司招股书、浙商证券研究所

2020 年 11 月 2 日国务院办公厅发布《新能源汽车产业发展规划（2021—2035 年）》（以下简称“规划”），强调智能化、网联化和电动化成为汽车产业的发展潮流和趋势，引领汽车电子产业的蓬勃发展。根据佐思汽研的统计数据，2020 年，中国乘用车新车前视系统（即公司 ADAS 类产品）装配量为 498.6 万辆，同比增长 62.1%，前视系统装配量装配率为 26.4%，较 2019 年全年上升 10.9 个百分点。随着前视系统算力提高以及功能的不断增加，预计到 2025 年，我国乘用车前视系统装配量将达到 1,630.5 万辆，装配率将达到 65.0%。

图17: 2019-2025 年中国乘用车前视系统装配量和装配率

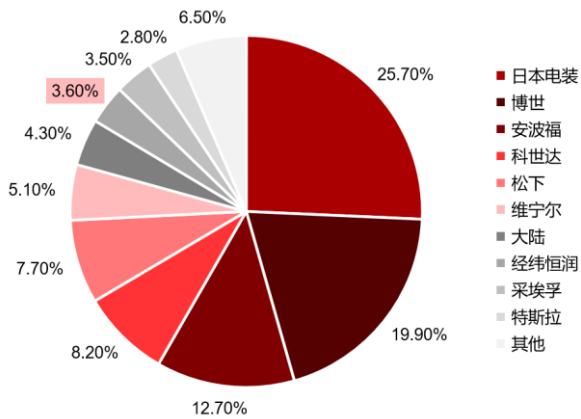


资料来源: 佐思汽研、公司招股书、浙商证券研究所

根据佐思汽研的统计，2020 年，公司乘用车新车前视系统（即公司 ADAS 类产品）装配量为 17.8 万辆，市场份额为 3.6%，为中国乘用车新车前视系统前十名供应商中唯一一家本土企业。在自主品牌乘用车市场中，2020 年公司前视系统（即公司 ADAS 产品）市场份额占比 16.7%，位居市场第二。

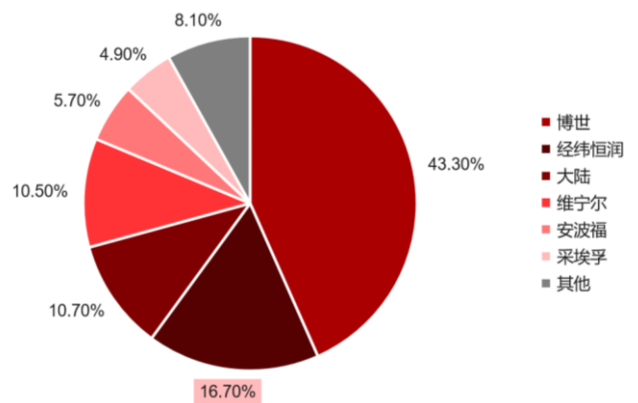


图18: 2020年中国乘用车新车前视系统前十大供应商装配量及市占率



资料来源: 佐思汽研、公司招股书、浙商证券研究所

图19: 2020年国内自主品牌乘用车前视系统供应商市占率



资料来源: 佐思汽研、公司招股书、浙商证券研究所

### 2.1.2 智能驾驶域控制器 ADCU

ADAS 域控制器(ADAS Domain Controller Unit, ADCU)是公司设计研发的集成式高性能计算单元,能够实现高精度、高算力、低能耗的智能驾驶系统方案,提供充分的应用层软件运行资源。该产品针对 L2、L3 级别的自动驾驶需求设计,基于 Mobileye 视觉识别方案和高算力 Infineon AURIX 平台,可实现在高速公路或城市快速路场景、交通拥堵场景的安全、精准、稳定的自动行驶,为用户打造专业化、可量产的车规级自动驾驶计算中心。2020 年,公司自主研发的智能驾驶域控制器(ADCU)量产配套一汽红旗 E-HS9 车型。

图20: 公司 ADCU 智能驾驶功能



资料来源: 公司招股书、浙商证券研究所

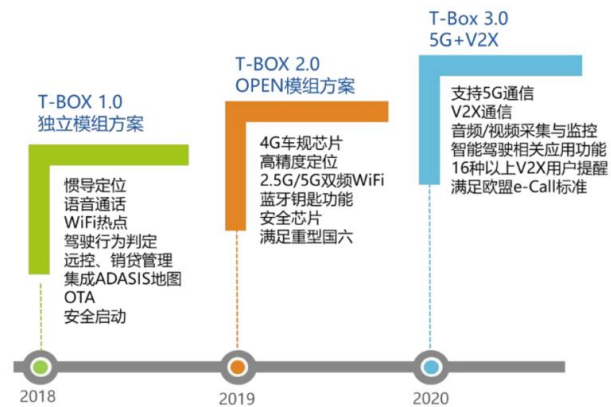
根据 IDC 统计,如今市场上 L2 级别驾驶辅助乘用车中,21.4%为域集中控制实现的,即通过智能驾驶域控制器实现的,大部分车企还是使用传统分布式控制的方式实现 L2 级别驾驶辅助。根据高工智能汽车统计,参考 2021 年交强险上险数据,智能驾驶域控制器实际出货量仅为 53 万套左右,渗透率为 3%左右。智能驾驶域控制器尚处于萌芽之中。

### 2.1.3 远程通讯控制器 T-BOX

公司远程通讯控制器(T-BOX)能够为整车提供数据传输、故障监控、远程控制(开闭锁、空调控制、发动机启动)、热点共享、语音、数字钥匙、空中下载等服务。公司远程通讯控制器(T-BOX)于 2014 年首次量产,形成了适配于华为、高通等主流通讯模组厂商的一系列产品。公司已推出了基于 5G 和 V2X 技术的新一代 T-BOX 产品。该产品在传统车联网功能的基础上,丰富了音视频监控、高精度定位、行车智能提醒等应用功能。



图21: 公司 T-BOX 产品发展情况

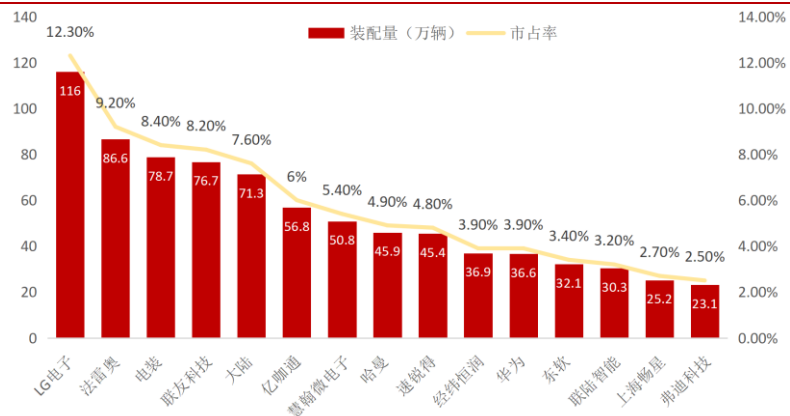


资料来源: 公司招股书、浙商证券研究所

目前, 公司 T-BOX 产品已配套了一汽解放 J6、一汽红旗 HS5/HS7、广汽埃安 S/V/LX、江铃福特领界等车型。

根据佐思汽研的统计, 2020 年, 公司远程通讯控制器 (T-Box) 产品装配量达到 36.9 万辆, 市场占有率达到 3.9%, 位居全部厂商第 10 位, 本土厂商第 5 位。

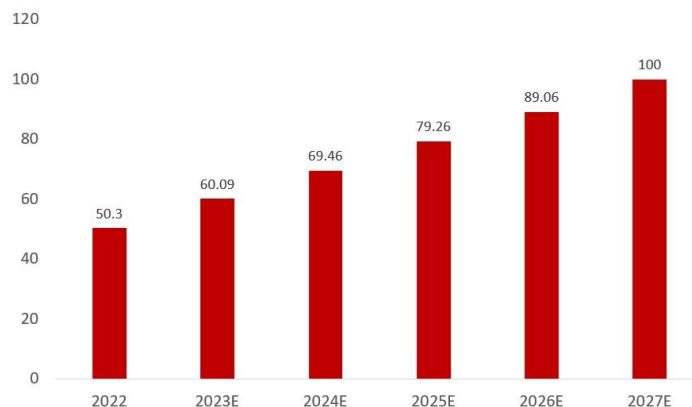
图22: 2020 年远程通讯控制器 (T-Box) 产品装配量情况



资料来源: 佐思汽研、公司招股书、浙商证券研究所

根据佐思汽研的数据, 随着国六排放标准的全面实施以及乘用车车联网需求增长, 2022-2027 年 T-Box 市场需求将继续保持增长, 预计 2027 年其市场规模将达到 100 亿元, 年复合增长率高达 14.8%。

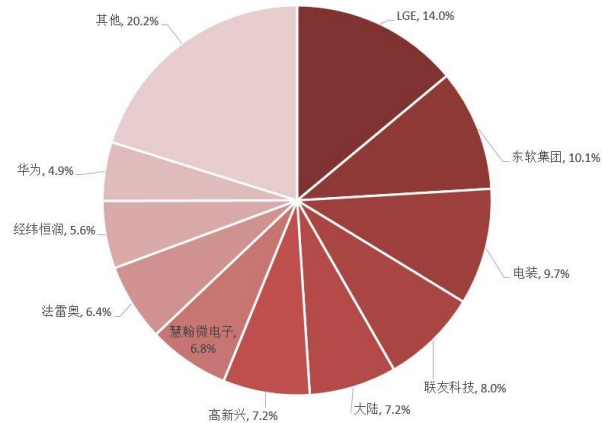
图23: 中国乘用车 T-Box 市场规模 (亿元)



资料来源: 佐思汽研、浙商证券研究所

在厂商市场份额上，2022年我国的乘用车 T-Box 市场逐渐向头部集中，其中 CR5 占比 49.0%，CR10 占比 79.8%，暂时并未出现一家独大的局面。排名靠前的厂商有 LG 电子、东软集团、电装、法雷奥、电装、联友科技、大陆等，公司在 2022 在乘用车 T-Box 领域占比 5.6%，排名第九。

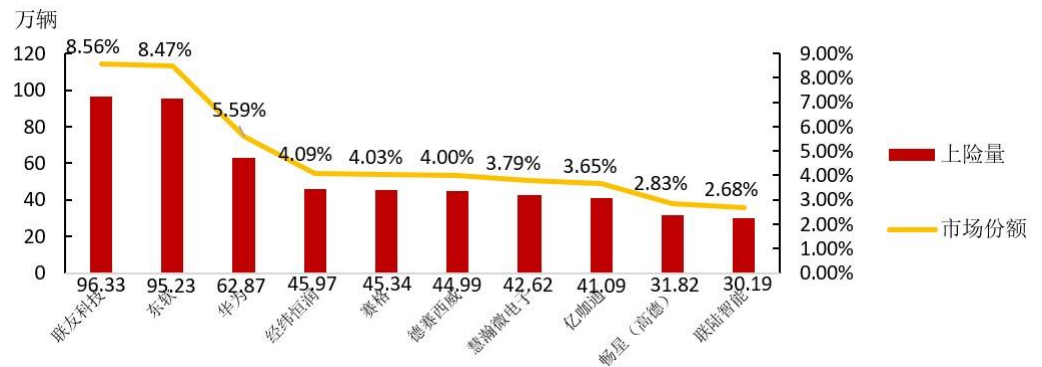
图24： 2022年中国乘用车 T-Box TOP10 厂商市场份额（%）



资料来源：佐思汽研、浙商证券研究所

由于我国汽车电子智能网联产业发展较晚，部分核心技术仍为国际头部厂商所垄断。伴随着国家支持智能网联汽车政策的推出，依托我国全球最大的智能网联汽车市场，国内供应商有望凭借高性价比和本土化优势，更好地了解国内客户需求，针对性地开发满足客户个性化的产品，加速汽车电子智能网联供应链国产替代，实现弯道超车。

图25： 2021年中国乘用车前装 T-Box TOP10（国产品牌）搭载上险量及市场份额



资料来源：高工智能汽车研究院、浙商证券研究所

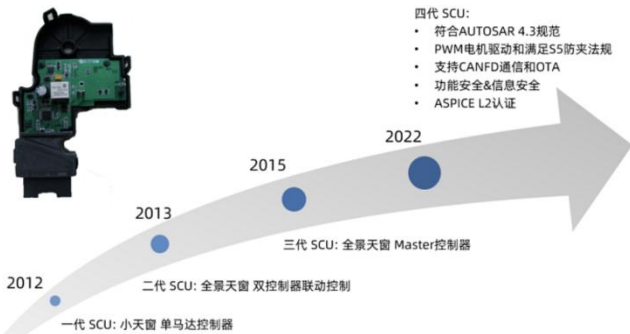
### 2.1.4 其他电子产品业务

**蓝牙数字钥匙：**公司蓝牙数字钥匙产品，主要通过低功耗蓝牙（BLE）与手机建立连接、配对，凭借数字钥匙和手机之间的双向安全认证，实现蓝牙远程控制/闭锁车门，行李箱打开/关闭控制，车窗、天窗的打开/关闭/通风，以及寻车等车控功能。公司蓝牙数字钥匙自量产以来，先后供货江铃福特领界、领域、领睿等江铃全系车型，同时与金康塞力斯深度合作，问界 M5、M7 等车型数字钥匙产品也都由公司配套提供。

**天窗控制器：**2023年4月7日，公司第2000万个天窗控制器产品在天津工厂生产下线。自2010年拿到第一个福特天窗控制器项目开始，公司在天窗控制器领域已经深耕13年。目前，公司天窗控制器产品和业务覆盖中国、美国、欧洲、韩国、印度等市场的全球

众多 OEM 主流车型。公司在该产品已经进行了四轮技术升级，始终保持了行业先进水平。

图26: 公司天窗控制器



资料来源: 公司官网、浙商证券研究所

图27: 公司智能远光控制系统



资料来源: 公司官网、浙商证券研究所

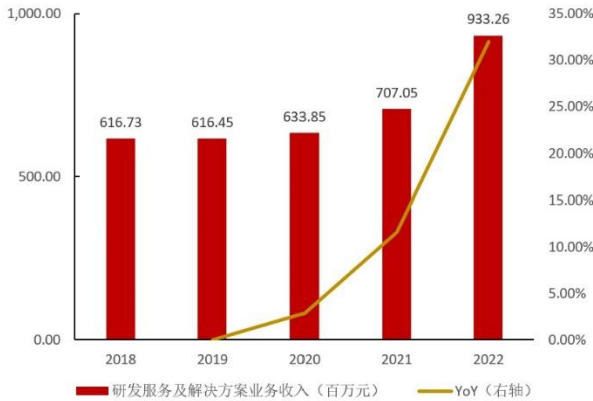
**智能远光控制系统:** 公司自主研发的 ADB (Adaptive Driving Beam) 是一种能够根据路况自适应变换远光光型的智能远光控制系统。它可实现车辆远光灯智能控制, 在行车环境需要的时候, 自动开启远光灯照明, 根据摄像头识别出的路面其他车辆信息以及本车行驶状态, 智能控制器可以实现远光灯分区点亮的功能。点亮区域最大可能增大照明范围和提升照明效果, 熄灭区域可有效避免对路面其他车辆造成远光眩目的影响, 从而大大提升了人们夜间出行的交通安全性。已成功配套一汽红旗、长城汽车、广汽传祺等诸多主流客户。

**底盘域控制器:** 公司自主研发的底盘域控制器, 集减震器阻尼控制、空气弹簧高度控制、电子驻车冗余控制等功能为一体, 简化复杂的底盘控制系统结构。除上述功能外, 还可以集成后轮转向功能、电子稳定杆功能、转向柱位置控制功能等。通过与智能执行器的结合, 预留足够算力的底盘域控制器可以支持集成整车转向、制动、悬架等车辆横向、纵向、垂向相关的控制功能, 完成整车的高水平底盘协调控制与车辆运动轨迹控制。公司参与了蔚来智能底盘域控制的研发和配套, 助力蔚来智能旗舰电动轿车 ET7 和首款大五座 ES7 上市发布。

## 2.2 研发服务及解决方案业务——全方位电子技术开发方案服务

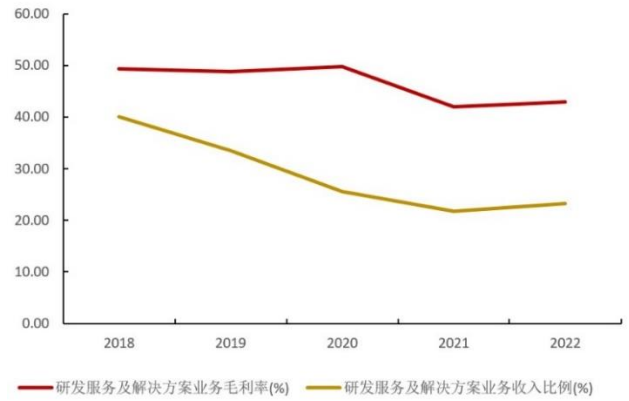
公司研发服务及解决方案业务主要为汽车电子系统研发服务, 为不同行业客户的电子系统研发过程提供各类技术解决方案、工具开发和流程支撑服务。

图28: 研发服务及解决方案业务收入情况



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图29: 研发服务及解决方案业务毛利率及收入占比情况



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

公司研发服务及解决方案业务收入实现较快增长, 2021年实现收入7.07亿元, 同比+11.55%; 2022年实现收入9.33亿元, 同比+31.99%。公司研发服务及解决方案业务收入比例止跌反升, 2021年研发服务及解决方案业务收入占比为21.67%; 2022年研发服务及解决方案业务收入占比达到了23.20%。研发服务及解决方案业务毛利率实现企稳, 2021年研发服务及解决方案业务毛利率为42.01%; 2022年研发服务及解决方案业务毛利率为42.94%。

### 2.2.1 整车电子电气架构咨询服务

公司整车电子电气架构咨询服务主要为客户提供电子电气架构解决方案, 通过应用功能架构设计、网络系统设计、功能安全设计、能量管理设计、SOA服务设计等技术, 帮助客户搭建和优化车辆电子电气系统, 提升车辆电子电气系统先进性和竞争力。

面向服务的架构 (Service Oriented Architecture, SOA) 是一种从IT领域引入到汽车行业的软件开发范式, SOA架构下将应用程序的不同功能单元通过服务 (Service) 联系起来, 在功能升级的同时可保证整车软件架构的稳定性, 可以提高业务组织敏捷性、减少企业研发维护成本。同时, SOA架构下的服务具有可复用性特点, 可通过服务重组的形式实现功能的快速迭代和升级, 从而在减少整车研发周期的同时又可在量产之后为用户提供丰富的持续增值服务。

公司基于面向服务的架构 (SOA) 设计理念, 提供方法论培训、服务场景定义、服务提取、服务接口定义、软硬件方案设计等咨询服务, 帮助客户打造可持续集成、可持续升级、可灵活配置的整车电子电气架构。

图30: 公司基于SOA的架构开发关键技术



资料来源: 公司招股书、浙商证券研究所



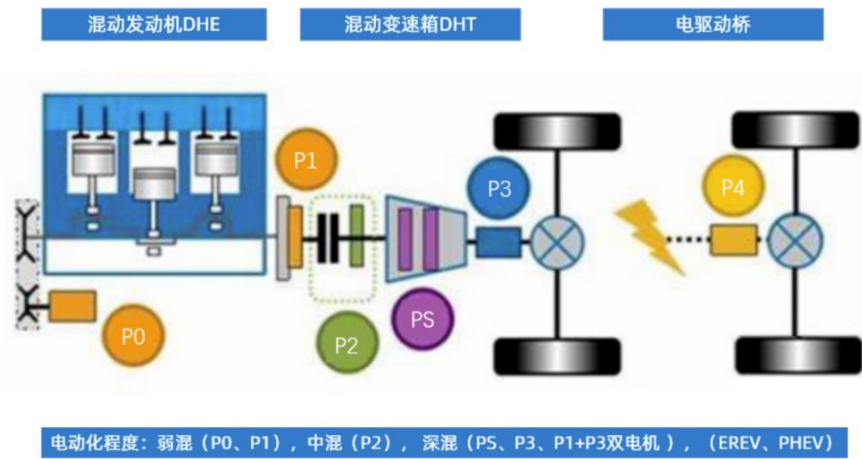
公司已为包括北汽集团、华人运通、吉利、上汽集团、一汽集团、中国重汽等多家整车生产企业提供了整车电子电气架构开发咨询服务。

### 2.2.2 新能源混动系统开发服务

在汽车全面进入新能源时代，充电基础设施不够完善和纯电车型里程焦虑的问题仍未得到解决，而混动车型综合了燃油车和纯电动车的优点，引来车企纷纷布局。2023年四月，混合动力汽车在新能源车中销量占比已经达到 27.8%，结合当月新能源整体渗透率 34.0%计算，混合动力汽车四月份渗透率达到了 9.5%，渗透率持续上涨，具有较大空间。

公司基于丰富的产品和算法开发经验，能够为车企提供 P0 至 P4 不同混动构型的咨询服务业务，包括系统级动力及油耗仿真分析、48V 及高压混动系统解决方案(动力系统选型及匹配、三电系统软硬件开发、实车调试及标定)、P2 混动结构 AMT 自动变速箱算法开发(可集成于整车控制器)。以上算法及硬件平台可支持客户快速从咨询研发阶段转为量产配套产品，缩短研发周期，提高研发效率和产品稳定性。

图31： 新能源汽车部件电动化程度



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

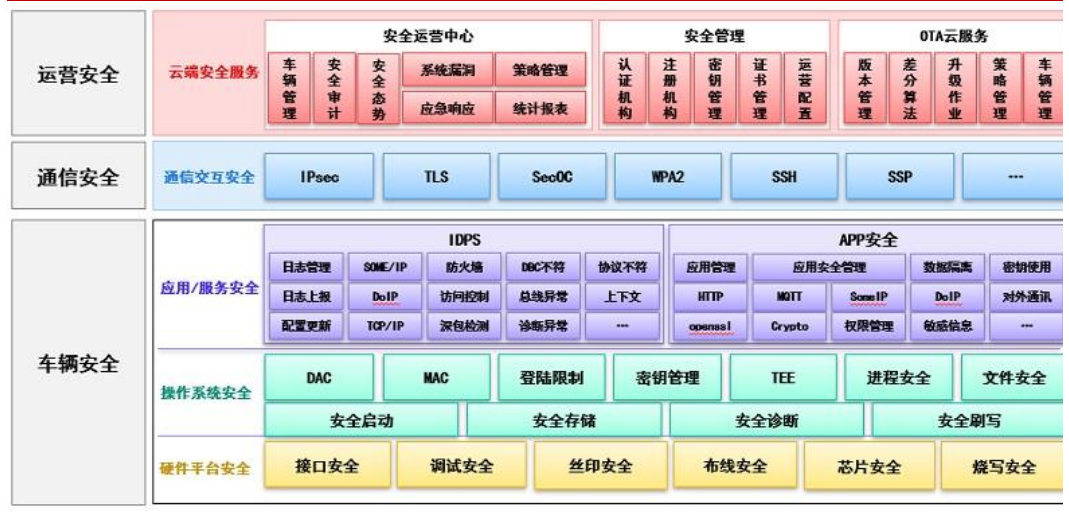
目前，公司已经为上汽、陕汽、江铃、东风、重汽等众多主机厂提供了混动系统开发服务。

### 2.2.3 网络安全解决方案，护航智能网联汽车安行之路

当前，智能网联化成为汽车行业新的浪潮，2022年上半年，车载智能终端前装搭载率超过 60%且在持续增长，与此同时，远程控制、数据窃取、信息欺骗等各类潜在的网络安全问题也随之而来。在车型开发前期开展和完善汽车网络安全设计，消除或降低潜在的网络安全风险，并满足日趋严格的国内外网络安全相关法规和标准，已成为整车厂和零部件供应商需要面对的重要挑战之一。

公司整车安全团队密切跟进行业发展趋势，致力于为国内外客户提供优质的网络安全开发咨询服务。融合 E/E 架构开发流程，识别车辆设计的安全薄弱点，从“云-管-端”三个角度设计纵深防御安全体系，协助客户全面提升车辆安全性。此外，公司还提供网络安全组件开发服务，涵盖 AutoSAR 信息安全基础软件、IDPS（入侵检测与防御系统）等必需的网络安全软件模块，保障智能网联车辆网络安全方案顺利落地。

图32: 公司网络安全解决方案



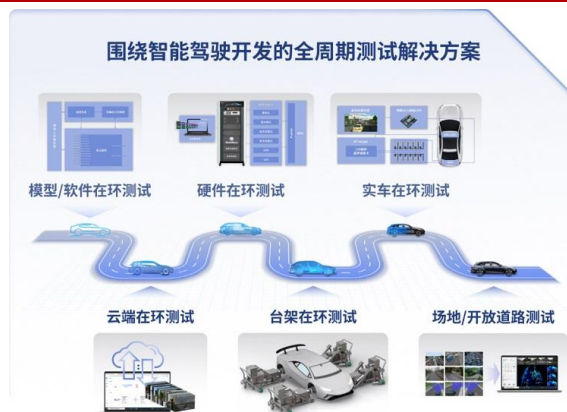
资料来源: 公司官网、浙商证券研究所

### 2.2.4 智能驾驶全周期测试解决方案，大众集团长期合作伙伴

公司与大众集团旗下公司逸驾智能签署了长期合作协议，为大众集团系列车型提供智能驾驶相关的研发服务及解决方案。公司在智能驾驶测试领域已形成场景开发、仿真测试、场地测试、道路测试完整的智能驾驶测试解决方案，覆盖 L1~L4 不同等级智能驾驶系统的测试验证需求。

为适应智能驾驶功能快速迭代的特点、并满足整车开发 V 流程中各个阶段的测试需求，公司开发了特有的 XIL 的全链路仿真测试方案。公司自主搭建了智能驾驶仿真测试平台以及自研自动化测试软件，并融合传感器仿真技术、视频注入技术，集成车辆动力仿真，在实验室环境下复现真实智能驾驶功能测试场景和工况，同时系统可以进行自动化测试实施，大大降低了智能驾驶功能测试的验证时间和人力成本，帮助用户更高效地进行场景覆盖和版本迭代。

图33: 公司智能驾驶全周期解决方案



资料来源: 公司官网、浙商证券研究所

目前，公司智能驾驶测试方案持续服务于一汽、吉利、五菱等众多国内外整车厂。

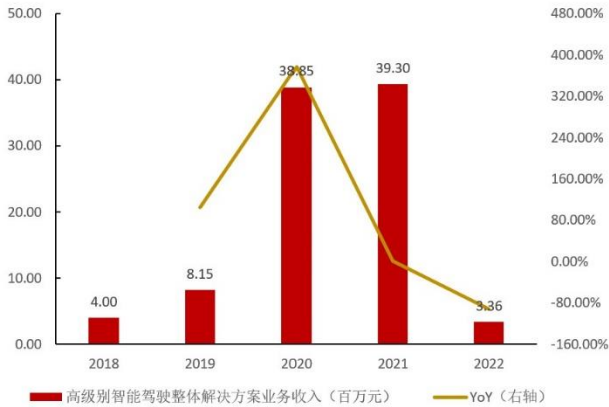
### 2.3 高级别智能驾驶整体解决方案——聚焦港口智能化领域

公司于 2015 年进入高级别智能驾驶业务领域。为了实现高级别智能驾驶系统出行即服务 (MaaS) 解决方案的商业化运营，公司开发了单车智能解决方案、智能车队运营管理解决方案和车-云数据中心解决方案。2022 年，公司新获得济宁龙拱港无人驾驶水平运输系统



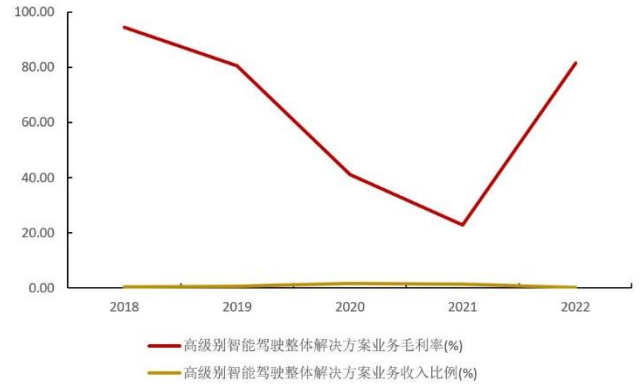
项目，此项目为国内首个内河全自动集装箱码头项目，具有技术和产业代表性，目前已完成系统部署，并达到运营状态。

图34: 高级别智能驾驶整体解决方案业务收入情况



资料来源: Wind、浙商证券研究所

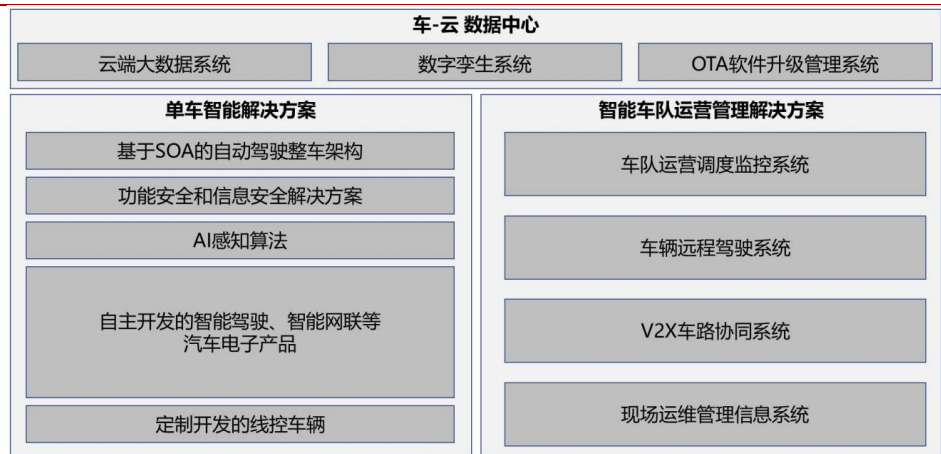
图35: 高级别智能驾驶整体解决方案业务毛利率及收入占比情况



资料来源: Wind、浙商证券研究所

公司高级别智能驾驶整体解决方案业务收入出现较大幅度下滑，2021年实现收入0.39亿元，同比+1.16%；2022年实现收入0.03亿元，同比-91.45%。公司高级别智能驾驶整体解决方案业务收入比例还未快速提高，2021年高级别智能驾驶整体解决方案业务收入占比为1.20%；2022年高级别智能驾驶整体解决方案业务收入占比仅为0.08%。2021年高级别智能驾驶整体解决方案业务毛利率为22.70%；2022年高级别智能驾驶整体解决方案业务毛利率为81.43%。

图36: 公司 MaaS 解决方案



资料来源: 公司招股书、浙商证券研究所

公司已在龙拱港、唐山港、日照港三个港口投放智能驾驶港口车开展运营。2022年12月，济宁能源龙拱港4台无人水平运输平板车HAV编队加入港口生产作业，标志着龙拱港成为全国内河首个实现无人智能水平运输常态化运行的集装箱港口。2020年11月，由公司与唐山港集团、一汽解放共同开展的“自动化集装箱码头无人集卡关键技术研究与应用”项目荣获中国港口协会2020年度科技进步二等奖。

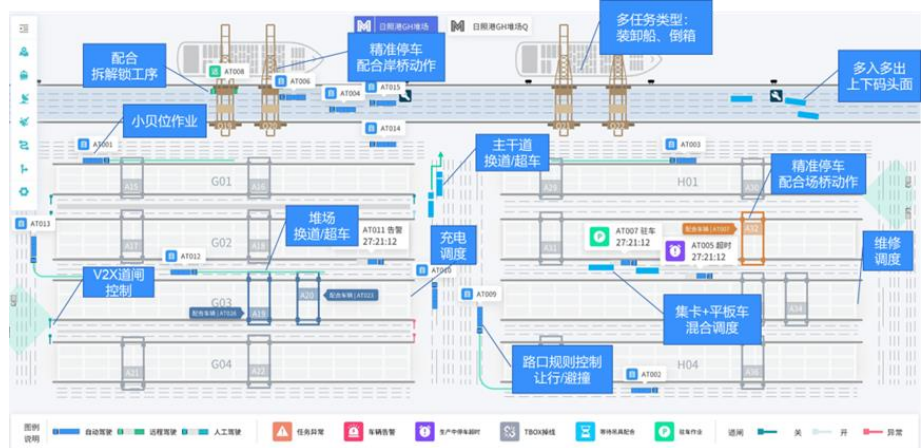
龙拱港无人水平运输系统采用港口自动驾驶领域最先进的技术方案，全面应用了“车、路、网、云、图”的解决方案。基于港口封闭场景，绘制全场高精地图，车载互联网、5G专网，实现全场信息的高效互通。车端搭载了高算力的高性能计算平台，实现了复杂应用场景的算力支撑。

### 2.3.1 智能车队运营管理解决方案，助力港口高效生产作业

公司自主开发与智能车辆配套的智能车队运营管理系统，开发了基于 4G/5G 通信的车联网系统，连接智能车辆终端和后台系统，建立了车队运营调度监控系统、V2X 车路协同系统，实现智能车队运营管理。

车队调度管理平台作为数字化智慧港口整体解决方案的一个核心组成部分，作为无人驾驶车队的云端大脑，与港口既有业务和控制系统（TOS、ECS 等）进行数据对接与逻辑匹配，结合公司自主研发的自动驾驶系统、远程驾驶系统、智能交通系统、智能场端系统、数字孪生系统、高精度地图等，保障无人驾驶水平运输生产运营。

图37： 公司车队管理调度平台



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

公司车队调度管理平台已在日照港、龙拱港集装箱码头布局应用，为客户监控集装箱码头生产运营状态提供了一个直观便捷的手段。未来，车队调度管理平台还会扩展到矿山、园区自动驾驶等场景，为更多的行业客户创造价值。

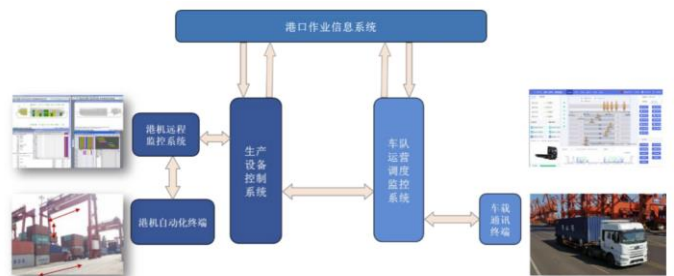
图38： 公司单车智能解决方案



注：上图实线框系发行人自有产品，虚线框系由第三方提供

资料来源：公司招股书、浙商证券研究所

图39： 公司车队运营调度监控系统与港口信息系统的交互



资料来源：公司招股书、浙商证券研究所

### 2.3.2 V2X 车路协同系统

伴随着智慧化港口的大潮流，公司 L4 高级别智能驾驶业务产品也陆续扎根港口自动驾驶多个项目中，在整个港口水平运输场景中，公司提供了端到端的车、路、网、云、图全栈式自研解决方案，包含了车端自动驾驶、路侧 V2X 车路协同、基于 5G 网络的远程遥控驾驶、后台云端调度、数字孪生、仿真系统、高精地图等专业模块，组成了一套完整的智慧港口解决方案。

V2X 车路协同系统作为 L4 高级别智能驾驶业务自动驾驶系统的有力支撑，实现了对无人驾驶车辆运行区域内交通情况的实时感知以及 V2X 通信。一方面将感知对象的状态参数（包括绝对位置、速度、航向角、尺寸、类型等）实时上报到后台调度系统，另一方面基于 C-V2X 路侧通信单元（RSU），可以通过 PC5 通信接口与车载通信单元（OBU）直接通信，将感知到的目标结果发送到智能驾驶车辆，使车辆获得局部实时交通状况，以增强智能车辆的感知能力，从而减小交通事故发生概率。

图40： 公司 V2X 车路协同系统组成



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

图41： 公司 V2X 设备

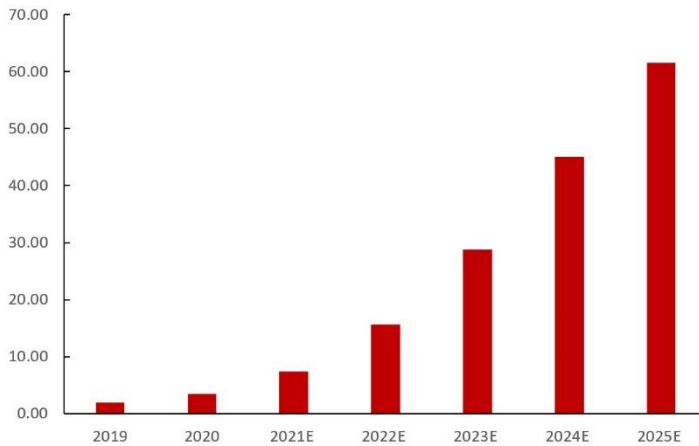


资料来源：公司官网、浙商证券研究所

V2X 车路协同系统主要由 5 合 1 融合感知单元(FPU)、路侧通信单元(RSU)和车载通信单元(OBU)三部分组成。公司 V2X 产品已在日照港和龙拱港集装箱码头部署运营，为 L4 高级别智能驾驶业务自动驾驶系统提供了有力支撑。

由于具有封闭场景和低速运营的特点，港口是自动驾驶率先商业化落地的典型场景。2021 年，国内港口内集卡牵引车保有量超过 2.5 万辆，但绝大多数港口码头仍主要使用有人驾驶集卡方式，港口内集卡自动驾驶渗透率不到 2%。

图42： 2019-2025 年中国港口自动驾驶市场规模（亿元）



资料来源：佐思汽研、浙商证券研究所

佐思汽研预计到 2025 年，中国港口内集卡 L4 级自动驾驶渗透率将超过 20%，L4 级港口自动驾驶内集卡应用规模达到 6000-7000 辆，中国港口自动驾驶总体市场规模将超过 60 亿元，占全球市场约 30%。

表2: 部分国内港口自动驾驶集卡作业运营项目

时间	港口	参与方	车型
2021年3月	山东日照港	日照港发集团、中国电信日照分公司	中国重汽卡车
2021年1月	中远海运港口厦门远海码头	中远海运港口、东风商用车、中国移动通信	东风商用车集装箱卡车
2020年12月	宁波舟山港梅山港区	振华重工、梅东公司、飞步科技	13辆智能集卡
2020年8月	妈湾智慧港	招商国际信息、SCCT、中科云杉、中国重汽、三一海洋重工	中国重汽卡车、三一纯电动无人集卡
2020年5月	武汉花山港	湖北三环集团、湖北联通、武汉港务集团、武汉小狮科技	三环智能集装箱无人转运车
2020年1月	天津港	天津港、李德毅院士领衔科研团队、中国重卡、主线科技	25台中国重汽豪沃T5G无人驾驶电动卡车
2019年11月	唐山港	唐山移动、唐山港集团、中国重卡、经纬恒润	5台无人集卡测试车辆
2019年11月	上海洋山港	上汽集团、上港集团、中国移动、图森未来、陕重汽	上汽红岩、陕重汽卡车
2018年10月	深圳盐田国际集装箱码头	西井科技、和记港口	西井科技 Well-Truck

资料来源: 佐思汽研、浙商证券研究所

### 3 盈利预测及估值

#### 3.1 盈利预测

**电子产品业务:** 本业务收入体量较大的传统业务如座椅控制器、车窗控制器、天窗控制器等收入平稳增长, 确定性较强。同时电子产品业务持续发力智能驾驶、智能座舱、新能源等领域。我们认为在汽车智能化“驾舱融合”、中央计算等趋势日益明确的大背景下, 公司凭借其在汽车电子领域 Know-How 及实践的深厚积累, 能够形成体系性优势。我们预计 2023-2025 年公司电子产品业务营收 37.45 亿元、47.91 亿元、64.59 亿元。

**研发服务及解决方案业务:** 在汽车智能化比拼的新趋势下, OEM 对于自行掌握软件产品定义的需求快速上升, 传统黑盒交付逐渐转向白盒交付, OEM 也逐渐丰富自身软件开发团队, 对于研发服务及解决方案业务的需求预计将快速提升。公司基于自身对于整车电子电气架构、网络架构、硬件方案以及软件开发流程管控等更加直接且深刻的理解, 能够高效帮助 OEM 完成产品开发及迭代。我们预计 2023-2025 年公司研发服务及解决方案业务营收 11.95 亿元、15.65 亿元、20.19 亿元。

**高级别智能驾驶整体解决方案业务:** 目前本业务主要聚焦于智能车队运营管理解决方案, 主要运用于港口等封闭场景。该业务整体营收受到项目周期波动较大, 但是整体市场空间巨大。我们预计 2023-2025 年公司高级别智能驾驶解决方案业务营收 0.25 亿元、0.50 亿元、1.00 亿元。



**表3: 公司盈利预测 (百万元)**

业务板块	类别	2021	2022	2023E	2024E	2025E
电子产品	营业收入	2498.10	3078.06	3744.70	4791.20	6459.05
	YoY	38.77%	23.22%	21.66%	27.95%	34.81%
	毛利率	27.55%	24.69%	23.86%	23.23%	23.12%
	业务收入占比	76.57%	76.53%	75.31%	74.69%	75.21%
研发服务及解决方案业务	营业收入	707.05	933.26	1194.57	1564.89	2018.71
	YoY	11.55%	31.99%	28.00%	31.00%	29.00%
	毛利率	42.01%	42.94%	42.49%	42.49%	42.49%
	业务收入占比	21.67%	23.20%	24.02%	24.39%	23.51%
高级别智能驾驶整体解决方案业务	营业收入	39.30	3.36	25.00	50.00	100.00
	YoY	1.16%	-91.45%	644.05%	100.00%	100.00%
	毛利率	22.70%	81.55%	60.00%	60.00%	60.00%
	业务收入占比	1.20%	0.08%	0.50%	0.78%	1.16%
其他业务	营业收入	17.91	7.30	8.03	8.83	9.72
	YoY	203.05%	-59.24%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	72.42%	33.15%	33.15%	33.15%	33.15%
	业务收入占比	0.55%	0.18%	0.16%	0.14%	0.11%
合计	营业收入	3262.36	4021.97	4972.30	6414.92	8587.47
	YoY	31.61%	23.28%	23.63%	29.01%	33.87%
	毛利率	30.88%	28.99%	28.53%	28.23%	28.12%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

### 3.2 估值预测

经纬恒润是国内汽车电子领军企业。我们预计 2023-2025 年公司营收为 49.72、64.15、85.87 亿元。归母净利润为 3.43 亿元、4.02 亿元、4.66 亿元，对应当前 PE47、40、34 倍。我们选取同为汽车电子智能化公司德赛西威、华阳集团以及从事软件研发服务的中科创达作为可比公司，2023-2025 年平均 PE 值分别为 36.89、27.24、20.70。考虑到公司智能驾驶等新领域持续发力，在汽车电子领域能够保持较为稳健增长，同时 OEM 研发服务需求快速增加，研发服务业务收入将实现迅速增长，公司未来可期，维持“增持”评级。

**表4: 可比公司估值**

代码	公司名称	现价	EPS			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
002920	德赛西威	118.02	2.89	3.96	5.11	40.77	29.83	23.08
002906	华阳集团	27.75	1.09	1.49	1.95	25.43	18.66	14.21
300496	中科创达	100.70	2.26	3.03	4.06	44.46	33.24	24.82
	可比公司均值		2.08	2.83	3.71	36.89	27.24	20.70
688326	经纬恒润	133.16	2.86	3.35	3.88	46.56	39.73	34.29

资料来源: Wind (可比公司信息采用 2023 年 6 月 2 日一致预期)、浙商证券研究所

## 4 风险提示

**汽车智能化发展不及预期:** 汽车降价大背景下，整车企业降本增效压力增大，对于智能化配置搭载上车更为谨慎。同时，智能化配置尚未成为消费者购车决策的决定性因素，智能化配置可能遭遇降本减配风险。

**研发服务类业务拓展不及预期：**整车企业降本增效压力面前，客户对于汽车电子领域的自研需求减弱，转而选择更为经济的“黑盒”方案，对于研发服务、测试服务等需求减小，公司研发服务类业务拓展不及预期。

**高级别智能驾驶业务拓展不及预期：**高级别智能驾驶业务拓展依托港口及矿山等封闭场景的新增项目，如果无法获得新增项目定点，则高级别智能驾驶业务收入无法实现较快增长。



## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	6954	7543	8175	9316
现金	3496	3377	3011	2440
交易性金融资产	607	272	312	397
应收账款	1065	1681	1958	2712
其它应收款	47	40	54	81
预付账款	41	66	82	104
存货	1567	1992	2628	3457
其他	131	116	131	126
<b>非流动资产</b>	1913	1905	2248	2606
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	8	10	9	9
固定资产	471	618	788	961
无形资产	406	444	496	565
在建工程	387	411	459	501
其他	641	421	496	569
<b>资产总计</b>	8867	9448	10423	11922
<b>流动负债</b>	3194	3517	4057	5083
短期借款	0	58	21	196
应付款项	1510	1836	2373	3212
预收账款	0	0	0	0
其他	1684	1623	1662	1676
<b>非流动负债</b>	373	288	321	327
长期借款	0	0	0	0
其他	373	288	321	327
<b>负债合计</b>	3567	3805	4377	5410
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	5300	5643	6046	6512
<b>负债和股东权益</b>	8867	9448	10423	11922

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	53	(246)	25	(305)
净利润	235	343	402	466
折旧摊销	84	81	93	105
财务费用	(92)	(51)	(47)	(37)
投资损失	(1)	8	5	4
营运资金变动	257	(279)	352	121
其它	(431)	(348)	(781)	(965)
<b>投资活动现金流</b>	(1010)	39	(407)	(480)
资本支出	(356)	(207)	(265)	(276)
长期投资	1	(3)	1	(0)
其他	(654)	248	(144)	(204)
<b>筹资活动现金流</b>	3451	89	17	214
短期借款	(6)	58	(37)	174
长期借款	0	0	0	0
其他	3457	31	53	39
<b>现金净增加额</b>	2494	(119)	(366)	(571)

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	4022	4972	6415	8587
营业成本	2856	3554	4604	6173
营业税金及附加	19	25	32	42
营业费用	215	196	202	205
管理费用	268	340	430	579
研发费用	656	737	965	1322
财务费用	(92)	(51)	(47)	(37)
资产减值损失	78	(3)	10	28
公允价值变动损益	95	95	95	95
投资净收益	1	(8)	(5)	(4)
其他经营收益	74	57	62	64
<b>营业利润</b>	191	318	373	432
营业外收支	(0)	(0)	(0)	(0)
<b>利润总额</b>	191	318	372	432
所得税	(44)	(25)	(30)	(35)
<b>净利润</b>	235	343	402	466
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	235	343	402	466
EBITDA	223	351	422	504
EPS (最新摊薄)	1.96	2.86	3.35	3.88

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	23.28%	23.63%	29.01%	33.87%
营业利润	45.80%	66.37%	17.17%	15.87%
归属母公司净利润	60.48%	46.30%	17.17%	15.88%
<b>获利能力</b>				
毛利率	28.99%	28.53%	28.23%	28.12%
净利率	5.83%	6.90%	6.27%	5.43%
ROE	6.88%	6.27%	6.88%	7.42%
ROIC	3.14%	5.06%	5.77%	6.33%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	40.22%	40.27%	42.00%	45.38%
净负债比率	1.13%	2.04%	1.09%	4.15%
流动比率	2.18	2.14	2.02	1.83
速动比率	1.69	1.58	1.37	1.15
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.60	0.54	0.65	0.77
应收账款周转率	5.16	4.64	4.87	5.02
应付账款周转率	2.44	2.38	2.44	2.48
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.96	2.86	3.35	3.88
每股经营现金	0.44	-2.05	0.21	-2.54
每股净资产	44.17	47.03	50.38	54.26
<b>估值比率</b>				
P/E	68.11	46.56	39.73	34.29
P/B	3.01	2.83	2.64	2.45
EV/EBITDA	62.53	35.50	30.23	26.65

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>