



买入 (维持)

所属行业: 电子  
当前价格(元): 128.70

证券分析师

陈海进

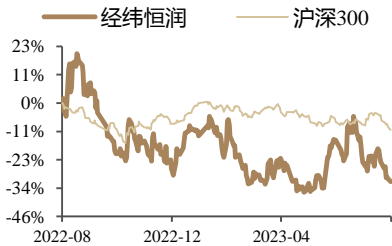
资格编号: S0120521120001  
邮箱: chenhj3@tebon.com.cn

陈蓉芳

资格编号: S0120522060001  
邮箱: chenrf@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-13.13	-19.05	5.49
相对涨幅(%)	-10.67	-14.09	10.94

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《经纬恒润(688326.SH) 22Q3 点评: 收入/利润符合预期, 22Q3 毛利率/净利率表现良好, 各业务条线亮点颇多》, 2022.11.7
- 《经纬恒润(688326.SH) 中报点评: 收入/盈利表现均超预期, 看好汽车电子业务线增速回暖/研发服务及解决方案业务景气持续》, 2022.9.2

# 经纬恒润 (688326.SH): 综合布局的汽车 Tier1 厂商, 智能驾驶国产化龙头

投资要点

- 国产汽车电子优质 Tier1, 综合型的电子系统科技服务商。**经纬恒润成立于 2003 年, 是一家覆盖电子产品、研发服务及解决方案和高级别智能驾驶整体解决方案三大业务的汽车 Tier1 厂商, 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。公司在技术覆盖和战略布局上较为全面, 具有覆盖硬件 (硬件与机械结构)、底层软件 (Autosar CP)、操作系统与中间件 (QNX 与 Autosar AP)、核心算法等方面的全栈式解决能力, 和包含智能驾驶域、车身和舒适域、动力域、底盘域、智能网联等汽车领域在内的全面业务布局, 能够在行业竞争中占据更大优势, 为客户提供更优质的服务。
- 智能驾驶星辰大海, 行业迎来快速增长期。**进入 2023 年以来, 智能驾驶行业迎多重利好催化, 行业发展趋势向好、前景明朗。(1) 车企展开城市 NOA 竞速。汽车 NOA 功能逐步由高速场景转向城市市场 (城市用车时长占比达 90%), 未来随着城市 NOA 的不断渗透, 以及大模型、大算力、海量数据的加成, 自动驾驶行业有望进入“ChatGPT 时刻”。(2) L2+智能驾驶装配率快速提升, NOA 车型价格逐步下探。目前 NOA 标配交付车型均价为 35.33 万元 (今年 1-4 月统计口径), 同比下降 9.39%, 基础 NOA 标配+高阶 NOA 选装 (顶配) 有望成为市场趋势。(3) 域控制器集成化趋势下, 行泊一体呈现快速增长。根据佐思汽研, 23Q1 中国行泊一体方案量产车型渗透率为 6.7%, 2030 年行业整体装配率有望达到 51%。
- 公司为智能驾驶领域头部 Tier1, 有望乘势而起。**公司智能驾驶业务可提供覆盖感知端+控制端的全面解决方案, 自 2016 年量产 ADAS 产品以来, 业务规模持续高速增长。公司依托于 Mobileye、TI 等芯片龙头构筑产品竞争力, 已成为国产智能驾驶电子产品龙头厂商, 2020 年/2022H1 国内市占率分别达 3.6%/3.9%, 为中国乘用车新车前视系统前十名供应商中唯一的本土企业。公司不断加大研发, 积极开拓行泊一体等新技术方案, 有望凭借优质的技术和服务实现业务规模快速拓展。
- 盈利预测与投资建议:**我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 3.12/4.31/6.49 亿元, 对应当前 PE 倍数为 49.55/35.82/23.81。考虑到公司为国产汽车电子优质 Tier1、智能驾驶域控制器国产化龙头, 深度受益于智能驾驶领域高成长性, 维持“买入”评级。
- 风险提示:**下游需求不及预期、汽车智能化进展不及预期、技术研发风险、半导体行业周期性及政策变化波动风险、市场竞争加剧风险、贸易摩擦及贸易政策变动风险、供应商依赖风险。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	120.00	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流通 A 股(百万股):	60.71	营业收入(百万元)	3,262	4,022	5,091	6,699	8,463
52 周内股价区间(元):	120.70-225.55	(+/-)YOY(%)	31.6%	23.3%	26.6%	31.6%	26.3%
总市值(百万元):	18,277.20	净利润(百万元)	146	235	312	431	649
总资产(百万元):	8,587.41	(+/-)YOY(%)	98.4%	60.5%	32.9%	38.3%	50.4%
每股净资产(元):	43.55	全面摊薄 EPS(元)	1.22	1.96	2.60	3.59	5.41
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	30.9%	29.0%	28.8%	29.0%	30.1%
		净资产收益率(%)	9.6%	4.4%	5.6%	7.2%	9.8%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所  
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 投资五要素

### 核心逻辑:

我们在本篇报告中对经纬恒润进行系统性梳理,总结其作为汽车 Tier1 厂商在软硬件各产品线上的优势及其竞争力,并探讨智能驾驶行业发展为公司带来的成长机遇。

### 硬件层面:

**智能驾驶应用逐渐落地,行业增长确定性强。**随着智能驾驶级别不断升级,L2+智能驾驶装配率快速提升。我们认为汽车 Tier1 厂商有望受益于行业不断出现的新发展机遇,主要包括:1)随着“ChatGPT”引燃 AI 大模型市场,汽车有望成为 AI 应用的落地场景之一,AI 技术有望为汽车智能化增添动能。2)根据高工智能汽车研究院,目前 NOA 标配交付车型均价为 35.33 万元(今年 1-4 月统计口径),同比下降 9.39%。星途遥光、小鹏 P5、哪吒 S、荣威 RX5 等搭载 NOA 的车型价格已经下探至 20 万元以内。随着下半年更多 NOA 搭载新车的上市交付,NOA 前装搭配量有望加速渗透,基础 NOA 标配+高阶 NOA 选装(顶配)有望成为市场趋势。

**智能驾驶领域的头部 Tier1,汽车智能化时代有望充分受益。**得益于长期的研发积累,公司形成了相对完善的产品布局。公司在智能驾驶域、车身和舒适域、动力域、底盘域、智能网联均有所部署,且公司在智能座舱域已进入研发阶段,预计 2023 年有量产产品推出,有望完成智能驾驶+智能座舱+车身域控的全布局,从而增强企业的核心竞争力。在智能驾驶领域,公司自 2010 年开始相关研发工作,通过不断的技术研究和产品开发,已经形成“ADAS+ADCU+HPC”的平台化产品解决方案。公司也是国内为数不多拥有丰富的车载视觉系统布局的 ADAS 厂商,市占率在国产 Tier1 中较为领先,未来持续向行泊一体、NOA 等新兴应用投入研发。我们认为公司作为智能驾驶国产化龙头,有望在蓬勃兴起的汽车智能化浪潮中不断壮大业务规模。

### 软硬协同:

**“软件定义汽车”是未来长期的发展趋势,软硬协同能力打造核心技术壁垒。**近年来,软件在整车上游市场的价值逐渐显现,包括应用软件、中间件及操作系统的软件市场规模将由 2020 年 200 亿美元增长至 2030 年 500 亿美元。公司是一家兼具软件和硬件实力的厂商,在智能驾驶业务方面具有全栈式解决能力,包括硬件(硬件与机械结构)、底层软件(Autosar CP)、操作系统与中间件(QNX 与 Autosar AP)、核心算法等成熟的设计能力,可匹配适用不同算力平台,在感知、预测、规划、控制的核心技术模块拥有自主研发的实力和技术积累。我们认为公司长期积累的软件研发能力以及软硬协同水平将成为公司重要定位,有望在上游芯片厂商和下游车企之间支撑起更为广阔的发展空间。

### 盈利预测与投资建议:

我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 3.12/4.31/6.49 亿元,对应当前 PE 倍数为 49.55/35.82/23.81。考虑到公司为国产汽车电子优质 Tier1、智能驾驶域控制器国产化龙头,深度受益于智能驾驶领域高成长性,维持“买入”评级。

### 区别于市场的观点:

我们认为经纬恒润在智能驾驶领域全面深入的布局,有望成为打开下游客户的关键。公司是国内少有的全面覆盖汽车各域控制器的 Tier1 厂商,且在智能驾驶领域布局较早,同时也是国内少有的全面覆盖车载视觉系统前视、环视、侧视、后视、内视五大领域的厂商。我们认为公司在汽车电子领域积累的技术优势有望在客户拓展方面形成竞争优势,随着市场的不断开拓,公司有望实现业绩快速增长。

### 股价表现的催化因素：

我们预计对公司股价有显著催化作用的事件有：下游车企销量数据提升、智能驾驶相关车型渗透率提升、城市 NOA 进程加速、智能驾驶相关新技术的逐步落地、汽车智能化相关支持政策落地。

### 主要风险：

下游需求不及预期、汽车智能化进展不及预期、技术研发风险、半导体行业周期性及政策变化波动风险、市场竞争加剧风险、贸易摩擦及贸易政策变动风险、供应商依赖风险。

## 内容目录

投资五要素 .....	3
1. 经纬恒润：国产汽车电子优质 Tier1，前瞻布局新兴领域 .....	8
1.1. 综合型的电子系统科技服务商，业务积累深厚 .....	8
1.2. 公司处于域控制器产业链 Tier1 环节，软硬件协同，全方位布局 .....	9
1.3. 股权结构：公司股权相对集中，研发人员技术背景深厚 .....	11
1.4. 财务分析：公司业绩稳步增长，新兴应用增速迅猛 .....	12
2. 电子产品业务 .....	14
2.1. 智能驾驶域：公司业绩增长的有力助推，有望乘势而起 .....	15
2.1.1. 行业：从梦想到现实应用落地，行业增长确定性强 .....	15
2.1.2. 公司：智能驾驶领域的头部 Tier1，立足当下，布局未来 .....	18
2.2. 车身和舒适域：公司营收贡献的中流砥柱，23Q1 已推出下一代产品 .....	22
2.3. 智能座舱域：AR-HUD 预计今年量产，正式进入新竞争领域 .....	24
3. 研发服务及解决方案业务 .....	26
3.1. 行业：“软件定义汽车”，围绕 AUTOSAR 打造中间件研发能力 .....	26
3.2. 公司：国内最早加入 AUTOSAR 的 Tier1 厂商，自研能力突出 .....	27
4. 高级别智能驾驶整体解决方案业务 .....	28
5. 盈利预测与投资建议 .....	30
5.1. 盈利预测 .....	30
5.2. 投资建议 .....	30
6. 风险提示 .....	31

## 图表目录

图 1: 公司主要业务概况与服务客户情况.....	8
图 2: 公司发展历程.....	8
图 3: 公司三大主营业务营收结构.....	9
图 4: 公司电子产品营收结构.....	9
图 5: 汽车分布式架构 VS 域集中式架构.....	9
图 6: 域控制器产业链及结构.....	10
图 7: 公司股权架构图 (截至 2023 年 8 月 21 日).....	11
图 8: 公司营业收入情况.....	12
图 9: 公司归母净利润情况.....	12
图 10: 公司毛利率情况.....	12
图 11: 公司电子产品分业务毛利率情况.....	12
图 12: 电子产品业务可比公司毛利率情况.....	13
图 13: 公司费率情况.....	13
图 14: 公司研发费用情况.....	13
图 15: 可比公司研发费用率情况.....	13
图 16: 存货与存货周转天数情况.....	13
图 17: 应收账款与应收账款周转天数情况.....	13
图 18: 汽车电子行业产业链结构图.....	14
图 19: 乘用车汽车电子在整车中的成本占比.....	14
图 20: 全球与中国汽车电子市场规模 (单位: 亿元).....	14
图 21: 汽车电子一级供应商全球市场规模占比 (截至 2020 年 4 月).....	15
图 22: 全球主要车企预计在 2025 年全面实现高级别智能驾驶.....	15
图 23: 城市 NOA 推进情况.....	16
图 24: 中国乘用车摄像头安装量 (单位: 万颗).....	16
图 25: 中国乘用车 L2 及以上自动驾驶功能装配率.....	16
图 26: 中国乘用车行泊一体市场装配量及 ASP (单位: 见图注).....	17
图 27: 中国乘用车行泊一体市场规模测算 (单位: 亿元).....	17
图 28: 国内本土 Tier1 行泊一体的三种路径.....	18
图 29: 公司 ADAS、ADCU、HPC 产品可实现多种智能驾驶功能.....	19
图 30: 公司行泊一体产品矩阵.....	20
图 31: 2020 年中国乘用车新车前视摄像头供应商市场份额.....	21
图 32: 2022H1 中国乘用车新车前视摄像头供应商市场份额.....	21

图 33: 公司前五大供应商采购金额 (单位: 亿元) .....	22
图 34: 从 Mobileye 采购的电子器件占车规级芯片采购额比重 .....	22
图 35: 公司 AUTOSAR 软件产品成功适配英伟达 DRIVE ORIN 芯片 .....	22
图 36: 车身域控制器演变 .....	23
图 37: 中央计算平台 (CCP) 新品架构 .....	24
图 38: 物理区域控制单元 (ZCU) 新品可实现应用 .....	24
图 39: 经纬恒润 AR-HUD 功能测试视频截图 .....	25
图 40: 经纬恒润可以为整车厂提供综合型系统级解决方案 .....	25
图 41: 车载智能计算基础平台参考架构 .....	26
图 42: 智能汽车软件市场规模预计将显著增长 .....	26
图 43: AUTOSAR 软件平台 (CP 和 AP 两个平台) .....	27
图 44: 经纬恒润 Vehicle OS 软件架构 .....	28
图 45: 高级别自动驾驶商用化的主流应用场景 .....	28
图 46: 经纬恒润 MaaS 解决方案 .....	29
图 47: 经纬恒润单车智能解决方案 .....	29
图 48: 港口自动驾驶专用 AI 感知算法示意效果图 .....	29
图 49: 公司“三位一体”业务布局 .....	29
表 1: 可比公司汽车电子产品布局 .....	10
表 2: 公司核心高管团队简历 .....	11
表 3: 行泊一体技术形态概览 .....	17
表 4: 2022 年年报披露在研智能驾驶相关项目情况 (单位: 万元) .....	19
表 5: 公司多样化硬件平台提供多种行泊一体解决方案 .....	20
表 6: ADAS 产品性能相关的技术指标对比 .....	20
表 7: 国内部分视觉供应商业务布局 .....	21
表 8: 智能驾驶算力 SoC 芯片性能参数 .....	22
表 9: 公司车身和舒适域电子产品 .....	23
表 10: 中国 AUTOSAR 会员分类表 .....	27
表 11: 经纬恒润营收及毛利率预测 .....	30
表 12: 可比公司估值情况 .....	31



# 1. 经纬恒润：国产汽车电子优质 Tier1，前瞻布局新兴领域

## 1.1. 综合型的电子系统科技服务商，业务积累深厚

综合型的电子系统科技服务商，客户资源优质。经纬恒润成立于 2003 年，专注于为汽车、高端装备、无人运输等领域的客户提供电子产品、研发服务及解决方案和高级别智能驾驶整体解决方案。公司业务覆盖电子系统研发、生产制造到运营服务的各个阶段。通过长期经营，公司积累了大批优质客户，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，同时获得了中国商飞、中国中车等高端装备领域客户和日照港等无人运输领域客户。

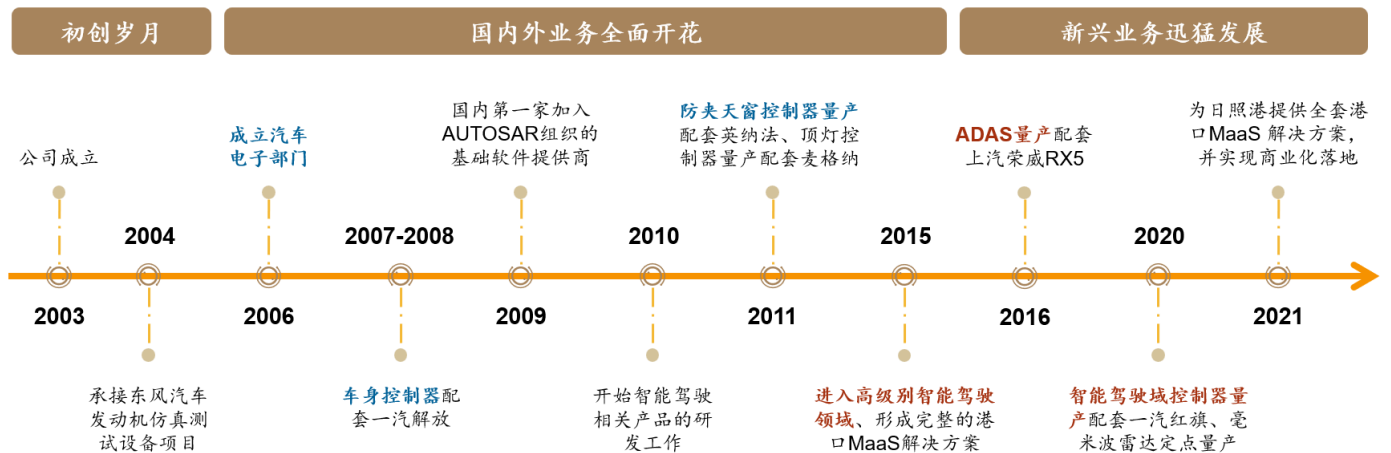
图 1：公司主要业务概况与服务客户情况



资料来源：公司招股书，德邦研究所

十余年积累打造技术优势，新发展阶段再添新动力。公司自成立初期，即涉猎汽车电子相关业务，于 2004 年承接东风汽车发动机仿真测试设备项目。2006 年，公司成立汽车电子部门，正式开启第二发展阶段，后陆续推出车身控制器、防夹天窗控制器、顶灯控制器等量产产品，耕耘车载控制器近十年，充分实现自身技术积累。2015 年进入高级别智能驾驶领域，向第三发展阶段迈进，陆续实现 ADAS 量产配套上汽荣威 RX5、智能驾驶域控制器量产配套一汽红旗等，未来有望持续受益于智能驾驶行业发展趋势。

图 2：公司发展历程



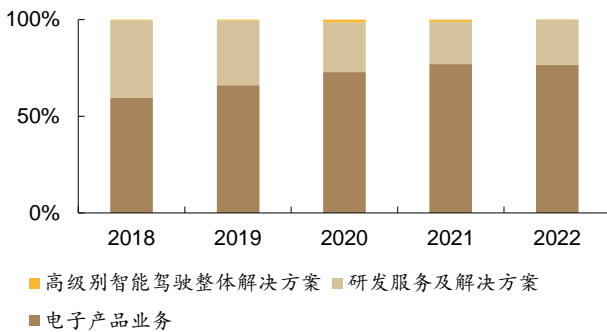
资料来源：公司官网，德邦研究所

**营收结构：电子产品多点放量，智驾、网联产品快速增长，有力驱动公司营收。**公司主营业务包括电子产品业务、研发服务及解决方案、高级别智能驾驶整体解决方案三大类，2022 年营收分别为 30.78/9.33/0.03 亿元，营收占比分别为 76.67%/23.25%/0.08%。近年来，电子产品业务呈现快速增长趋势，2018-2022 年营业收入分别达到 9.12/12.18/18.00/24.98/30.78 亿元，对应 CAGR 增速达 36%，有力驱动整体业绩增长。该业务良好的业绩表现，一方面受益于国内汽车电子行业快速发展，汽车电子产品的需求强劲；另一方面，公司在汽车电子产品领域拥有较强的技术优势和研发实力，产品获得客户充分认可，销售快速增长。

电子产品细分来看，车身和舒适域电子产品始终占据公司最主要的营收份额，2018-2021H1 在主营业务中的收入占比总体呈下降趋势，分别为 40.26%/36.33%/34.28%/38.57%，而绝对值依然稳中有增，为公司营收提供支撑。**更多新兴应用增速迅猛，（1）智能驾驶电子产品** 2018-2020 年营收分别为 0.68/1.20/4.03 亿元，同比增速为 75.54%/236.62%，在主营业务中的收入比重也逐年提升，分别为 4.45%/6.50%/16.30%，已成为电子产品中营收贡献的主力军。

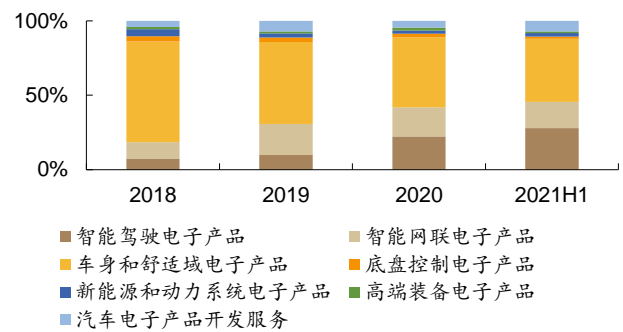
**（2）智能网联电子产品** 2018-2020 年营收分别为 1.01/2.55/3.52 亿元，同比增速为 151.93%/38.29%，也贡献了较快的营收增长。

图 3：公司三大主营业务营收结构



资料来源：公司招股书，公司公告，德邦研究所

图 4：公司电子产品营收结构

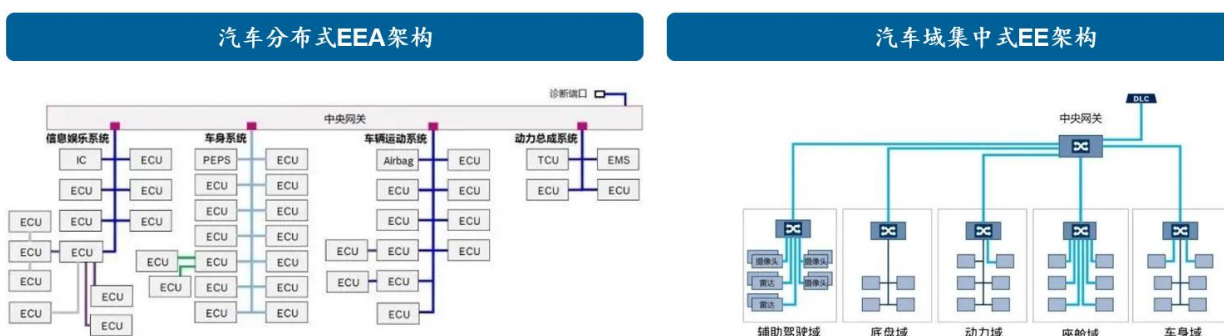


资料来源：公司招股书，德邦研究所

## 1.2. 公司处于域控制器产业链 Tier1 环节，软硬件协同，全方位布局

**汽车电子电气架构向域集成式发展，域控制器应运而生。**根据汽车电子与软件微信公众号，传统的汽车电子电气架构都是分布式的，汽车里的各个 ECU 都是通过 CAN 和 LIN 总线连接在一起，现代汽车里的 ECU 总数已经迅速增加到了几十个甚至上百个之多，整个系统复杂度越来越大，几近上限。为了解决分布式 EEA 的这些问题，人们开始逐渐把很多功能相似、分离的 ECU 功能集成整合到一个比 ECU 性能更强的处理器硬件平台上，这就是汽车“域控制器(Domain Control Unit, DCU)”。域控制器的出现是汽车 EE 架构从 ECU 分布式 EE 架构演进到域集中式 EE 架构的一个重要标志。

图 5：汽车分布式架构 VS 域集中式架构





资料来源：汽车电子与软件公众号，德邦研究所

**Tier1 在产业链中承上启下，向主机厂提供域控制器产品。**域控制器是汽车每一个功能域的核心，它主要由域主控处理器、操作系统和应用软件及算法等三部分组成。芯片商提供芯片、开发软件栈和原型设计包，Tier1 提供域控制器硬件生产、中间层以及芯片方案整合。Tier1 采用白盒或灰盒模式，主机厂掌控自动驾驶或智能座舱应用层开发权限，基于此，芯片厂商、Tier1、主机厂往往能够形成深度合作。

图 6：域控制器产业链及结构



资料来源：智能汽车开发者平台公众号，Systemplus Consulting，汽车开发者社区，盖世汽车社区，德邦研究所

**经纬恒润具有全栈式解决能力和全面的业务布局。**

- ✓ 在技术预研到产品成熟的过程中，公司的实力不局限于单一方面，技术优势体现为完备且突出的综合能力。以智能驾驶业务为例，公司具有全栈式解决能力，包括**硬件（硬件与机械结构）、底层软件（Autosar CP）、操作系统与中间件（QNX 与 Autosar AP）、核心算法**等成熟的设计能力，可匹配适用不同算力平台，在感知、预测、规划、控制的核心技术模块拥有自主研发的实力和技术积累。
- ✓ 通过可比公司业务布局对比发现，**经纬恒润的业务布局相对更为全面**，在智能驾驶域、车身和舒适域、动力域、底盘域、智能网联均有所部署，且公司在智能座舱域已进入研发阶段，预计 2023 年有量产产品推出。德赛西威和华阳集团主要面向智能驾驶域、智能座舱域和智能网联有所布局，其中在智能座舱域更具先发优势。

表 1：可比公司汽车电子产品布局

	经纬恒润	德赛西威	华阳集团
智能驾驶域	✓	✓	✓
车身和舒适域	✓	*	
动力域	✓		
智能座舱域	*	✓	✓
底盘域	✓		
智能网联	✓	✓	✓

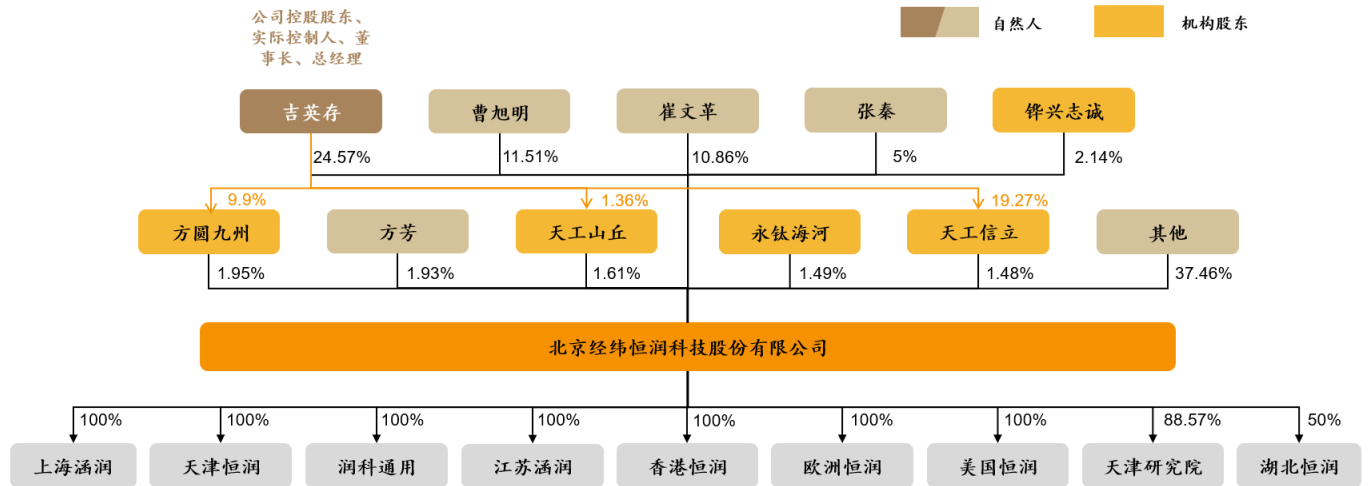
资料来源：各公司公告，德邦研究所

注 1: “\*”表示经纬恒润在研智能座舱域产品; 德赛西威车身域相关产品为车身信息与控制系统, 面向车载空调控制器和驾驶信息显示系统, 20 年营收占比 4.87%  
注 2: “√”表示各公司已贡献营收的产品

### 1.3. 股权结构: 公司股权相对集中, 研发人员技术背景深厚

公司的控股股东、实际控制人为吉英存, 股权相对集中。吉英存为公司控股股东、实际控制人、董事长、总经理, 直接控制公司 24.57% 的股权, 通过方圆九州、天工山丘、天工信立间接持有公司股份。公司共有 7 个员工持股平台, 吉英存均担任普通合伙人、执行事务合伙人, 有利于增强实际控制人对公司的控制。

图 7: 公司股权架构图 (截至 2023 年 8 月 21 日)



资料来源: 公司公告, Wind, 德邦研究所  
注: 子公司部分仅列示公司对其持有股份超过 (含) 50% 的公司

公司核心高管团队博士比例较高, 技术背景深厚。公司董事长吉英存毕业于北航自动控制专业, 博士学位, 历任北京空间飞行器总体设计部工程师、北京奥索科技公司上海办公室经理。范成建为公司董事、副总经理兼总工程师、核心技术人员, 清华大学车辆工程专业博士, 历任清华大学汽车工程系助理研究员。公司核心技术人员均来自清华大学、北京理工大学等高校, 学历背景深厚, 具有多年产业经验。

表 2: 公司核心高管团队简历

姓名	职务	学历	简历
吉英存	董事长、总经理	博士	北京航空航天大学自动控制专业, 博士研究生学历。1994 年 4 月至 1996 年 6 月, 任北京空间飞行器总体设计部工程师。1996 年 7 月至 1998 年 3 月, 任北京奥索科技公司上海办公室经理。1998 年 4 月至 2016 年 8 月, 历任北京九州恒润科技有限公司总经理、执行董事。2003 年 9 月至 2005 年 4 月, 任恒润有限总经理。2005 年 4 月至 2020 年 9 月, 任恒润有限执行董事、总经理。2020 年 10 月至今, 任经纬恒润董事长、总经理。
范成建	董事、副总经理兼总工程师、核心技术人员	博士	清华大学车辆工程专业, 博士研究生学历, 助理研究员。2004 年 3 月至 2006 年 1 月, 任清华大学汽车工程系助理研究员; 2006 年 1 月至 2020 年 9 月, 历任恒润有限总监、副总经理兼总工程师。2020 年 10 月至今, 任经纬恒润董事、副总经理兼总工程师。
刘洋	副总经理	硕士	清华大学管理科学与工程专业, 硕士研究生学历。2012 年 7 月至 2020 年 7 月, 历任中信证券投资银行管理委员会装备制造行业组高级经理、副总裁。2020 年 7 月至 2020 年 9 月, 任恒润有限副总经理。2020 年 10 月至今, 任经纬恒润副总经理。
齐占宁	董事、副总经理	博士	清华大学机械工程专业, 博士研究生学历。2004 年 7 月至 2020 年 9 月, 历任恒润有限技术工程师、部门经理、总监、副总经理。2020 年 10 月至今, 任经纬恒润董事、副总经理。
鹿文江	财务总监	硕士	北京航空航天大学国民经济学专业, 硕士研究生学历。2008 年 7 月至 2020 年 9 月, 历任恒润有限部门经理、财务经理、财务总监, 2020 年 10 月至今, 任经纬恒润财务总监。
郑红菊	董事会秘书	硕士	对外经贸大学国际经济与贸易专业, 硕士研究生学历。2008 年 7 月至 2009 年 8 月, 任北京市京东物资公司国际贸易专员。2009 年 9 月至 2010 年 6 月, 任中国比利时商会办公室经理。2010 年 7 月至 2020 年 10 月, 历任恒润有限部门经理、总监, 2020 年 10 月至今, 任经纬恒润董事会秘书。
王舜琰	董事、核心技术人员	硕士	北京理工大学车辆与机械工程专业, 硕士研究生学历。2004 年 3 月至 2020 年 9 月, 历任恒润有限技术工程师、部门经理、总监、副总经理。2020 年 10 月至今, 任经纬恒润董事, 负责汽车电子研发服务及解决方案业务。
吴临政	核心技术人员	硕士	清华大学车辆工程专业, 硕士研究生学历。2007 年 7 月至 2013 年 11 月, 历任恒润有限技术工程师、总监。2013 年 11 月至 2014 年 12 月, 任北京寰宇恒臻科技有限公司总经理。2014 年 12 月至 2016 年 9 月, 任

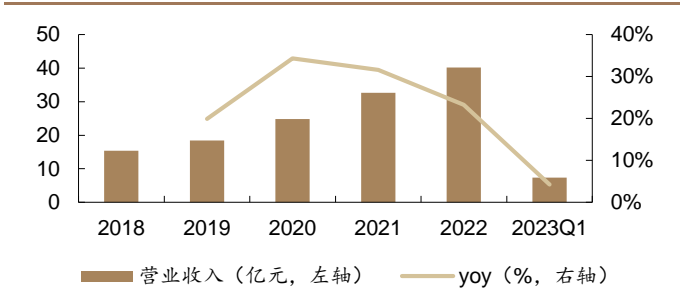
			北京众途创新科技有限公司市场总监。2016年9月至2020年9月，任恒润有限总监。2020年10月至今，负责高级别智能驾驶运营相关业务。
薛俊亮	核心技术人员	硕士	清华大学动力工程及工程热物理专业，硕士研究生学历。2007年7月至2020年9月，历任恒润有限技术工程师、部门经理、总监。2020年10月至今，负责高级别智能驾驶开发相关业务。
张明轩	核心技术人员	博士	博士研究生学历，获得清华大学工学博士学位、清华大学工学学士学位及经济学学士学位。2020年8月至2020年9月，任北京经纬恒润科技有限公司中央研究院院长助理；2020年10月至2021年3月，任北京经纬恒润科技股份有限公司中央研究院院长助理；2021年4月至今，任北京经纬恒润科技股份有限公司中央研究院常务副院长。
万国强	核心技术人员	博士	北京理工大学动力机械及工程专业，博士研究生学历。2012年7月至2013年4月，任徐州重型机械有限公司技术中心工程师；2013年5月至2015年5月，任清华大学汽车工程系助理研究员（博士后）；2015年5月至2020年9月，历任北京经纬恒润科技有限公司部门经理、总监、高级总监、事业部总经理，2020年10月至今，任北京经纬恒润科技股份有限公司自动驾驶事业部总经理。

资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所

### 1.4. 财务分析：公司业绩稳步增长，新兴应用增速迅猛

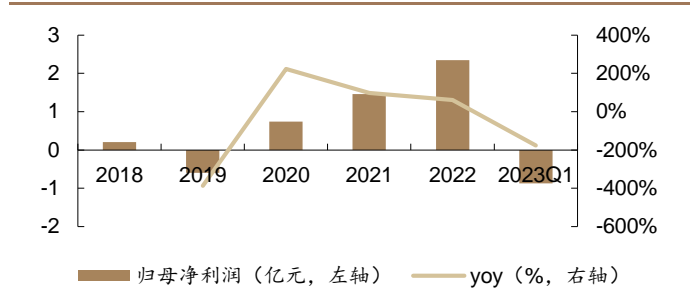
公司盈利能力持续向好，充分受益于行业增长。公司2018-2022年营业收入分别为15.4/18.5/24.8/32.6/40.2亿元，对应同比增速20%/34%/32%/23%。公司2018-2022年归母净利润分别为0.2/-0.6/0.7/1.5/2.3亿元，对应同比增速-387%/224%/98%/60%。

图8：公司营业收入情况



资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所

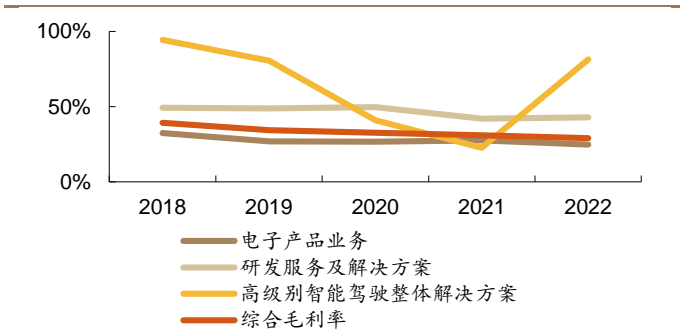
图9：公司归母净利润情况



资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所

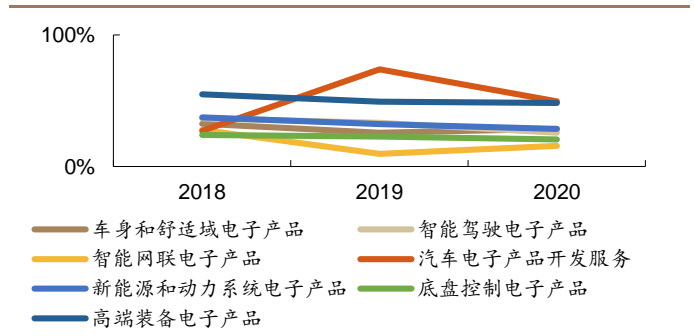
公司毛利率略有年降趋势，主要为公司与客户共同发力抢占市场份额所致。公司2018-2022年主营业务毛利率分别为39.30%/34.42%/32.75%/30.88%/28.99%，总体呈现稳中略降趋势。其中，2019年降幅较大，主要由于公司营收占比最大的电子产品业务毛利率自32.36%降至26.91%。而该业务毛利率大幅下降的原因在于，1)汽车电子产品行业的年降导致全类别电子产品整体毛利率降低，2)部分收入占比较高的车身和舒适域电子产品、智能网联电子产品的毛利率下降较多：车身和舒适域产品主要受到客户抢占市场、整车降价影响；智能网联产品主要由于公司主动降价抢占份额所致。公司电子产品业务毛利率均略高于可比上市公司，主要受到产品结构影响，公司部分类别的电子产品的毛利率高于同行业可比上市公司，例如公司高端装备电子产品2018-2020年期间毛利率为50%左右。

图10：公司毛利率情况



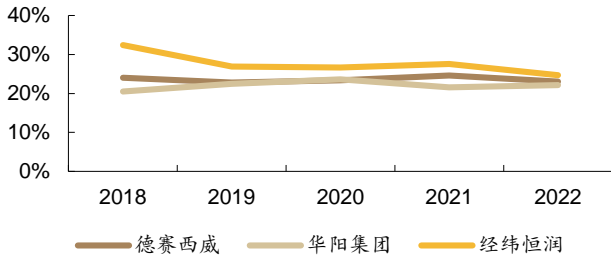
资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所

图11：公司电子产品分业务毛利率情况



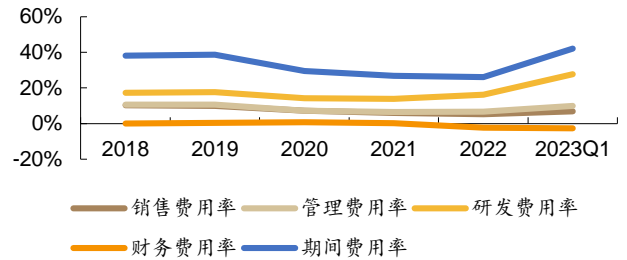
资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所

图 12: 电子产品业务可比公司毛利率情况



资料来源: 各公司公告, Wind, 德邦研究所

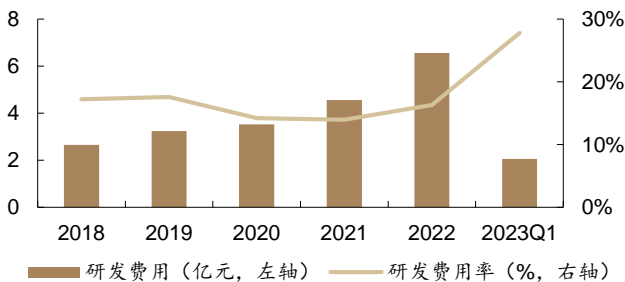
图 13: 公司费率情况



资料来源: 公司公告, Wind, 德邦研究所

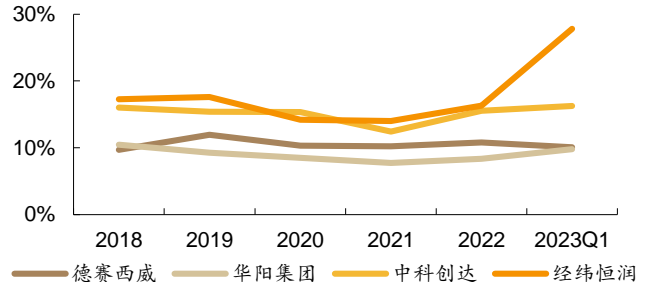
**2019 年以来公司费用率呈下降趋势, 持续加大研发费用。**公司 2018-2022 年整体费用率为 38%/39%/29%/27%/26%。2018-2020 年期间, 公司期间费用率整体呈现下降趋势, 同行业比较来看: (1) 公司销售费用率略高于同行业上市公司, 主要由于公司销售规模较小以及定制化业务的人员、服务开支较高; (2) 公司的管理费用率与同行业上市公司的平均值和中值相当; (3) 公司研发费用保持稳定增长的趋势。作为研发驱动的高科技企业, 公司研发人员较多, 因此职工薪酬占比较高 (超过 60%)。此外, 研发费用中的外购服务费主要为购买测试服务费用, 其 2019 年增长较多, 主要由于公司 ADAS 相关产品开发的服务费大幅增加所致。2018-2020 年期间, 公司研发费用率高于同行业上市公司的平均值和中值, 处于同行业上市公司前列, 与中科创达相近。2022 年, 公司研发投入为 6.8 亿元, 同比增长 50%, 占当年营业收入的比例为 17%; 研发人员和技术人员共 3827 名, 同比增长 38%。公司着眼长远发展, 为汽车电动化、智能化发展注入动力, 推动业务的持续增长。

图 14: 公司研发费用情况



资料来源: 公司公告, Wind, 德邦研究所

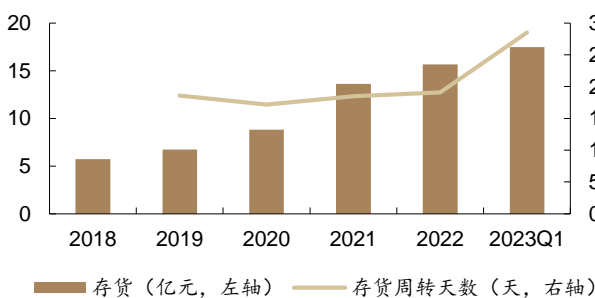
图 15: 可比公司研发费用率情况



资料来源: 各公司公告, Wind, 德邦研究所

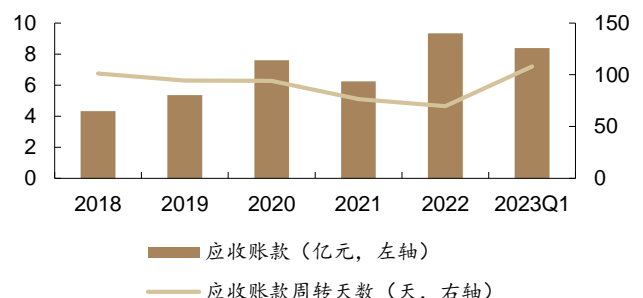
**公司资产质量较高, 存货情况受行业周期影响。**公司的营业收入规模不断扩大, 各期末货币资金、应收账款和存货等流动资产逐年增长。其中, 公司存货金额较高, 主要是受汽车电子产品开发服务、研发服务及解决方案与高级别智能驾驶整体解决方案等业务周期较长的影响。

图 16: 存货与存货周转天数情况



资料来源: 公司公告, Wind, 德邦研究所

图 17: 应收账款与应收账款周转天数情况



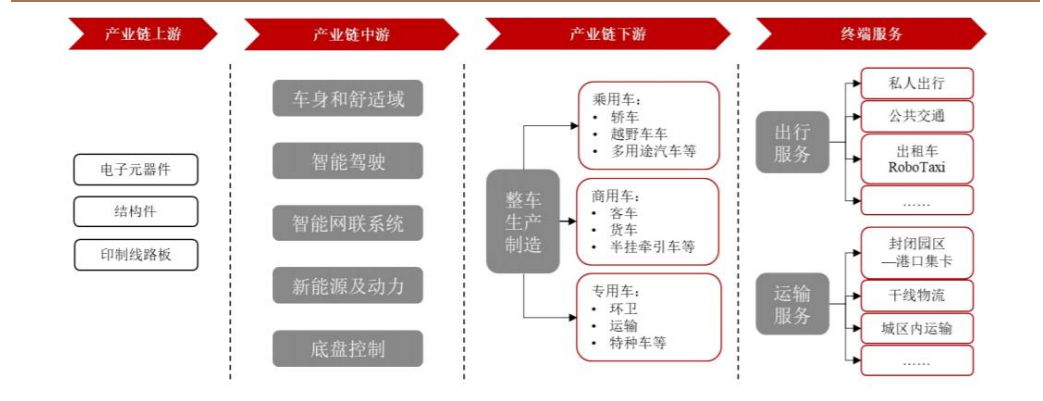
资料来源: 公司公告, Wind, 德邦研究所



## 2. 电子产品业务

公司电子产品业务包括汽车电子产品、高端装备电子产品和汽车电子产品开发服务。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。

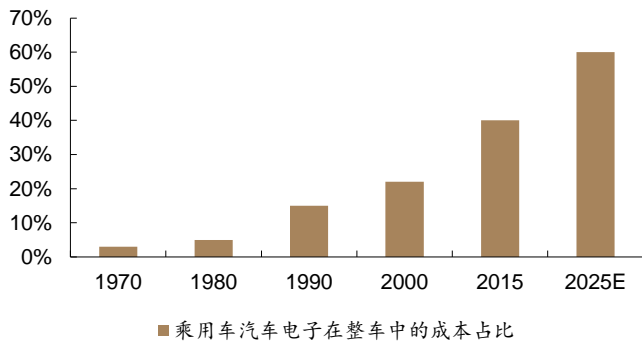
图 18：汽车电子行业产业链结构图



资料来源：公司招股书，德邦研究所

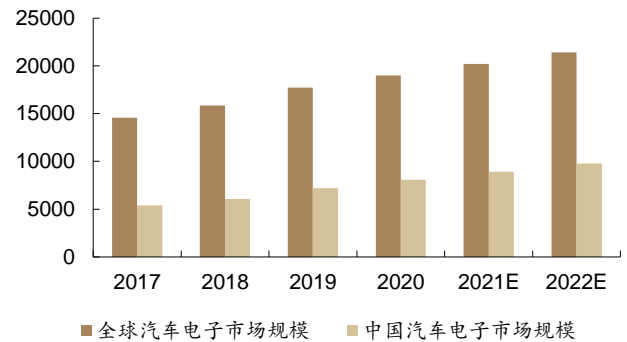
汽车电子市场规模不断提升，单车成本及其占比持续增加。以乘用车为例，根据赛迪智库数据，乘用车汽车电子成本在整车成本中占比由上世纪 70 年代的 3% 已增至 2015 年的 40% 左右，预计 2025 年有望达到 60%。随着汽车电子化水平的日益提高、单车汽车电子成本的提升，汽车电子市场规模迅速攀升。预计到 2021 年，全球汽车电子市场规模将达到 20,189 亿元，我国汽车电子市场规模将达到 8,894 亿元。

图 19：乘用车汽车电子在整车中的成本占比



资料来源：赛迪智库，公司招股书，德邦研究所

图 20：全球与中国汽车电子市场规模（单位：亿元）



资料来源：中国汽车工业协会，公司招股书，德邦研究所

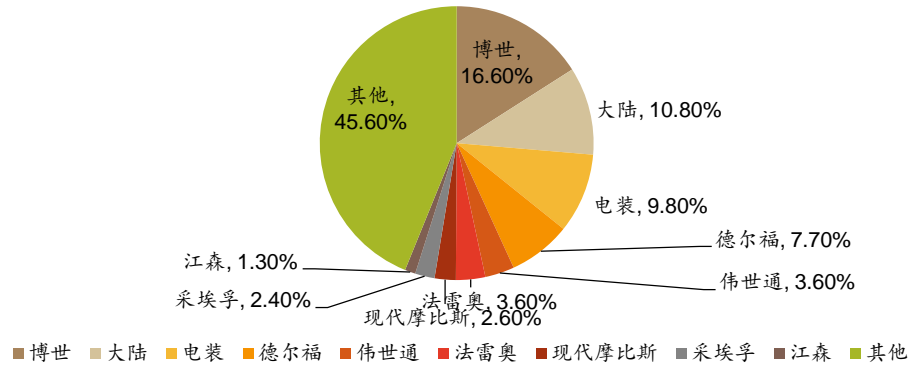
本土汽车电子企业国产替代加速，有望打破国际龙头 Tier1 壁垒。长期以来，国际大型汽车电子企业如博世、大陆、日本电装、德尔福、伟世通、法雷奥等凭借在技术积累、经验等方面的优势，在全球汽车电子市场份额中位居领先地位，前六家国外汽车电子一级供应商占据全球汽车电子市场 52.1% 的份额（截至 2020 年 4 月）。

随着本土汽车电子产业技术的逐渐成熟，在国家政策导向引领下，一批具备头部汽车品牌配套能力的本土优质汽车电子企业，逐渐突破国际汽车电子厂商的技术壁垒，进入国内外主要汽车主机生产企业的供应链体系。一方面，整车厂商降本增效的需求倒逼其选择优质的本土汽车电子供应商企业进行合作；另一方面，基于供应链安全、自主可控程度等考量因素，整车厂也逐渐加强本土汽车电子供应体系建设，推动供应链安全管理的进程。此外，汽车电子呈现持续向中低端车型渗透的行业特点，传统高端车型配备的电子设备逐步向中低端车型普及，对加



速汽车电子产品进口替代进程起到促进作用。

图 21：汽车电子一级供应商全球市场规模占比（截至 2020 年 4 月）



资料来源：赛迪智库，公司招股书，德邦研究所

## 2.1. 智能驾驶域：公司业绩增长的有力助推，有望乘势而起

### 2.1.1. 行业：从梦想到现实应用落地，行业增长确定性强

#### 趋势#1：智能驾驶级别升级，城市 NOA 加速落地

全行业重新定义驾驶功能，智能驾驶级别迭代高歌猛进。2022 年中国搭载辅助自动驾驶系统的智能网联乘用车新车销售量达 700 万辆，同比增长 45.6%，新能源汽车辅助自动驾驶系统搭载比例已达 48%。随着全球车企布局智能驾驶技术，未来搭载智能驾驶功能的汽车将成为主流，预计 2025 年，主流汽车产品均将实现高级别的自动驾驶。在智驾技术蓬勃发展的当下，汽车相关软硬件开发进入快速迭代期。

图 22：全球主要车企预计在 2025 年全面实现高级别智能驾驶

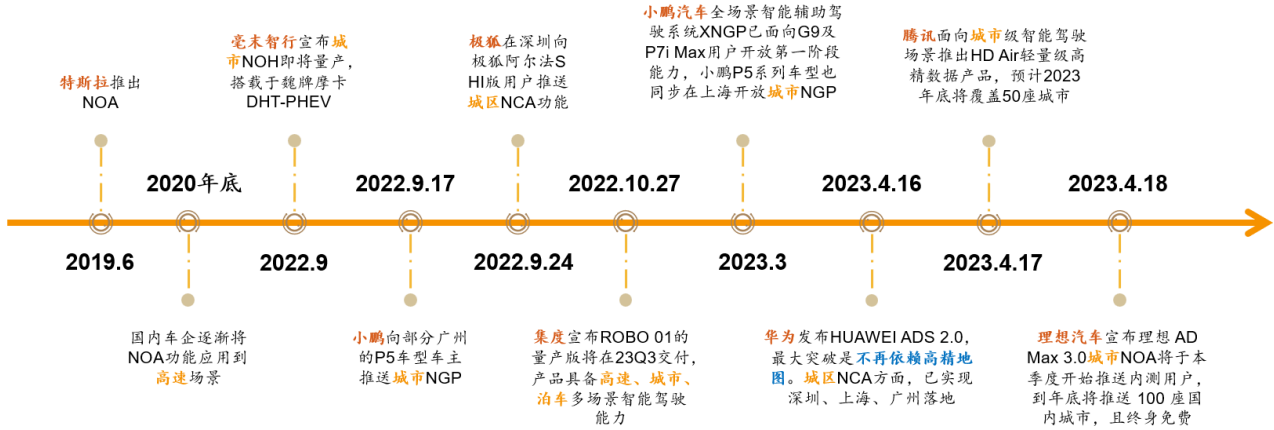
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
比亚迪					L1				L2				L4/L5
特斯拉		L1			L2					L4/L5			
蔚来						L2			L3			L4/L5	
小鹏						L2			L3			L4/L5	
长安			L1			L2			L3			L4/L5	
沃尔沃	L1				L2					L4/L5			
吉利		L1				L2		L3				L4/L5	
福特		L1				L2						L4/L5	
红旗					L1	L2	L3					L4/L5	
现代		L1				L2						L4/L5	
本田	L1				L2				L3				L4/L5
丰田			L1			L2	L3					L4/L5	
奔驰	L1				L2		L3					L4/L5	

资料来源：头豹研究院，德邦研究所

车企展开城市 NOA 竞速，有望助力智能驾驶应用升级。城市 NOA (Navigate on Autopilot, 导航辅助驾驶)，L2 (或 L2+) 级别自动驾驶，其功能可以满足车主在城市场景下的跟车、超车、变道、转弯与识别反应红绿灯等需求，然后自主

抵达车主设置的目标地点。自 2019 年 6 月特斯拉官方正式向中国市场内全部选配了 FSD 车型、并推送最新版本 NOA 以来，国内车企也逐渐将智能导航辅助驾驶功能应用到高速场景。而城市场景相较于高速场景用车时长更长，城市用车时长占比达 90%（根据小鹏汽车自动驾驶前副总裁吴新宙）。2022 年下半年开始，智能驾驶产业链的商业化需求与车企需求、消费者需求形成共振，城市 NOA 展开竞速赛。未来若城市 NOA 得到大范围的普及与渗透，在大模型、大算力、海量数据的加成下，自动驾驶行业也有望进入“ChatGPT 时刻”。

图 23：城市 NOA 推进情况

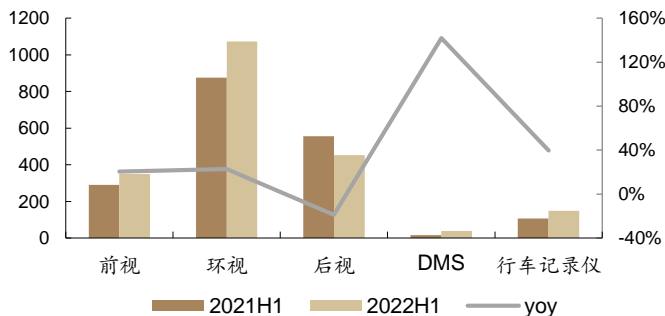


资料来源：港股研究社公众号，德邦研究所

### 趋势#2：L2+智能驾驶装配率快速提升，NOA 车型价格逐步下探

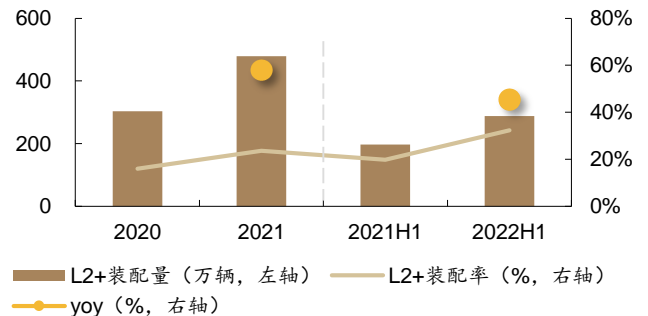
**ADAS 摄像头快速渗透，L2+装配率仍有上升空间。**根据佐思汽研数据，2022H1，中国新车整体摄像头安装量为 2062.4 万颗，同比增长 11.8%，预计 2025 年中国摄像头安装量将达到 7540 万颗。其中，前视摄像头安装量 2022H1 已达到 349.9 万颗，同比增长 20.4%，而增速最快的 DMS 驾驶员监测摄像头 2022H1 安装量已达到 38.4 万颗，同比增长 142%。**渗透率方面**，2022H1，L2+级别装配量为 287.7 万辆，装配率 32.4%，同比上涨 12.6%。

图 24：中国乘用车摄像头安装量（单位：万颗）



资料来源：佐思汽研，德邦研究所

图 25：中国乘用车 L2 及以上自动驾驶功能装配率



资料来源：佐思汽研，德邦研究所  
注：L2+装配量为 L2/L2.5/L2.9 之和

**NOA 搭载车型价格持续下探，后期 L2+自动驾驶级别或将成为标配。**高工智能汽车研究院监测数据显示，2023 年 1-4 月新能源汽车 L2（含 L2+）搭载率为 51.46%；和 2022 年相比，2023 年 1-4 月新增交付 NOA 配置车型数量增长约 20%，同时实际标配交付量达到 11.23 万辆，同比增长 85.31%。目前 NOA 标配交付车型均价为 35.33 万元（今年 1-4 月统计口径），同比下降 9.39%。星途遥光、小鹏 P5、哪吒 S、荣威 RX5 等搭载 NOA 的车型价格已经下探至 20 万元以内。高工智能汽车预计，随着下半年更多 NOA 搭载新车的上市交付，NOA 前装装配量

有望加速渗透，基础 NOA 标配+高阶 NOA 选装（顶配）有望成为市场趋势。

### 趋势#3：域控制器集成化趋势，行泊一体成为智能驾驶技术攻克方向

“行泊一体”，是指行车和泊车共用一个域控制器，实现传感器深度复用、计算资源共享。其主要优势是研发整合，成本大大降低，最终可让中低端车型实现高阶智能驾驶功能，实现更高性价比。从技术演进的角度看，行泊一体是一种高技术难度的控制模式，完全形态的行泊一体（即行泊一体 4.0）对于芯片厂商硬件层面和 Tier1 方案商域控制器层面均有较高的技术要求。

据佐思汽研，目前量产的行泊一体处于集成式域控制发展阶段，也就是以行泊一体域控制器实现双 SoC 子系统（行车 SoC+泊车 SoC），较原来的分离式域控制器减少一个域控，成本降低 30%左右。随着大模型以及智驾等级的提高，行泊一体最终将会面向大算力平台，由中央域控控制并实现车辆功能，成本有望下降 50%左右。据佐思汽研数据中心统计，2023 年 1-3 月，行泊一体方案量产车型装配量为 27.5 万套，同比增长 80.0%，渗透率达 6.7%。就车型看，行泊一体主要集中在特斯拉、理想、蔚来等新势力品牌中，其中特斯拉车型装配量就占整体市场的 50%。

表 3：行泊一体技术形态概览

	行泊一体 1.0	行泊一体 2.0	行泊一体 3.0	行泊一体 4.0
域控制器层面	分离式域控制器 (行车域控+泊车域控)	集成式域控制器	集成式域控制器	集成式域控制器
硬件层面	行车功能只能调用前视相机、毫米波雷达，泊车功能只能调用鱼眼相机、超声波雷达等。	行车 SoC+泊车 SoC 在同一个域控制器上，如 1 颗 EyeQ4+1 颗 TDA4	单 SoC	单 SoC
优点		硬件成本降低约 30%	硬件成本降低 50%	实现硬件层面深度复用
缺点	电子控制单元 (ECU) 数量最多，成本也十分高昂。当一套系统运转时，另一套的硬件就会闲置	计算资源没有得到真正共享，容易出现通讯延迟，不利于数据融合处理，汽车智驾性能没有提高	传感器无法深度复用，功能局限于基础的 ADAS。有些自动驾驶公司无法做到在一块算力有限的 SoC 上，处理行车和泊车过程中大量传感器同时输入的海量数据	

资料来源：汽车之家，德邦研究所

按照行泊一体方案算力，可将其分为低、中、高三种。根据佐思汽研，未来市场预计将会呈现以下特点：1) 未来市场增量前期以替代升级为主。根据目前市场装配方案，行泊替代升级优先级分别为：行车+泊车多域控方案>单行车方案车型>单泊车方案>单环视方案>无任何行泊方案。2) 乘用车车型销量结构决定轻量级行泊一体是市场放量关键。2022 年，20 万元以下乘用车车型销量占比为 67.1%，占绝对市场份额，但就目前低算力量产车型看，仅有零跑和哪吒 U-II 量产，行泊一体在该市场增量空间巨大。3) 低算力行泊方案将在 2024-2030 年迎来量产上车高峰期。而竞争的关键点就是降低成本（多芯片转换为单芯片），功能进一步增强（传感器复用进一步加强）。佐思汽研预计，2030 年中国乘用车新车行泊一体装配量将达到 1091 万辆，整体装配率达到 51%，其中 2030 年低算力/中算力/高算力方案装配率预计分别为 37%/68%/86%。

图 26：中国乘用车行泊一体市场装配量及 ASP（单位：见图注）

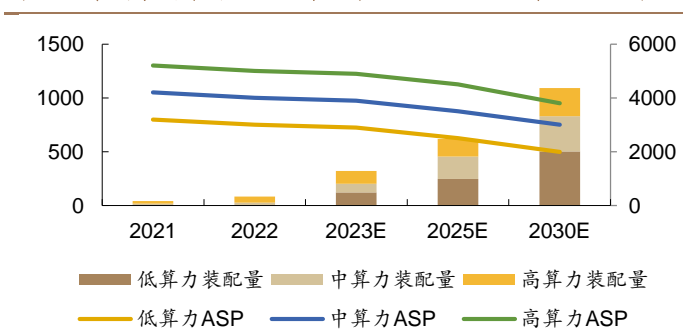
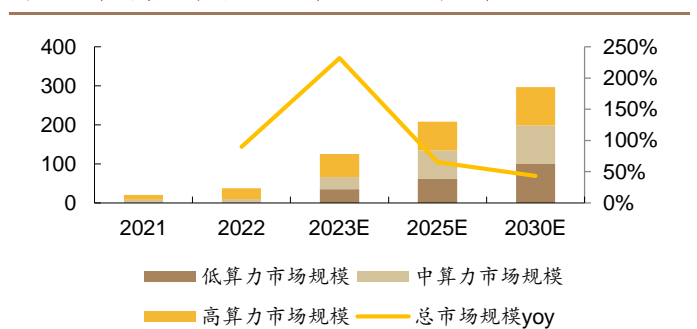


图 27：中国乘用车行泊一体市场规模测算（单位：亿元）



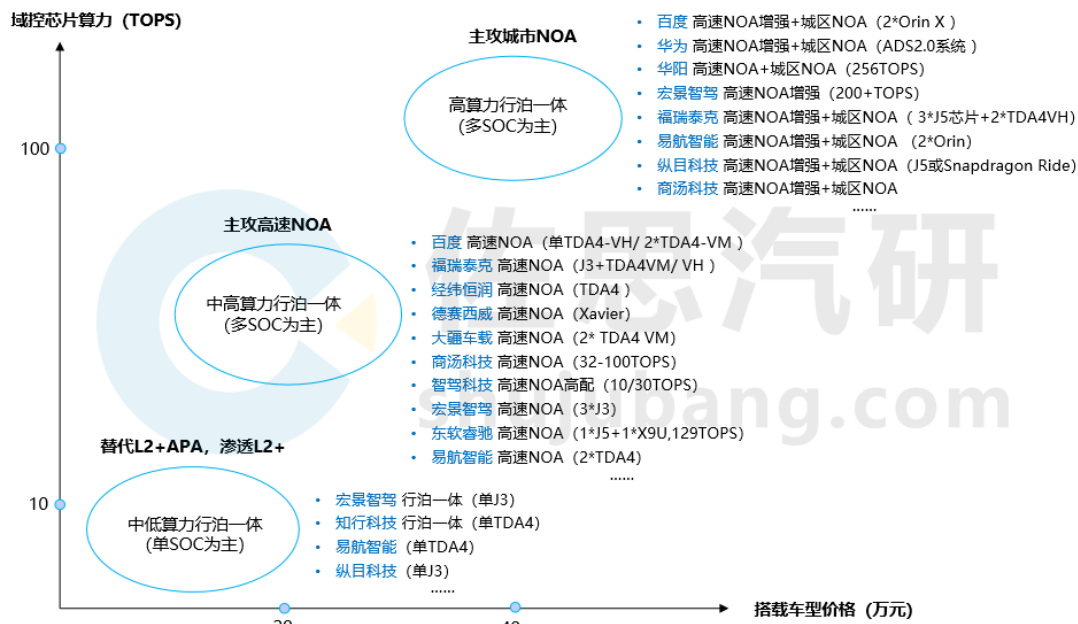
资料来源：佐思汽研，德邦研究所

注：图中数据的单位及对应轴分别为万辆（左轴）、元（右轴）

资料来源：佐思汽研，德邦研究所

三种算力对应于三条不同的竞争赛道，经纬恒润处于中高算力行泊一体（高速NOA）赛道。公司研制了面向L2.5及以上的第二代行泊一体域控制器ADCU II（分布式，2-Boxes方案），支持11个摄像头、5个毫米波雷达、12个超声波雷达配置，具备高精度定位和地图功能，可以实现高速路、城市快速路的L2+功能，该产品已于2022年成功在某新能源汽车车型量产。此外，公司完成了升级版行泊一体解决方案（集成式，One-Box方案）的研发，满足对800万像素摄像头的支持，具备NOA等高级功能。

图 28：国内本土 Tier1 行泊一体的三种路径



资料来源：佐思汽研公众号，德邦研究所

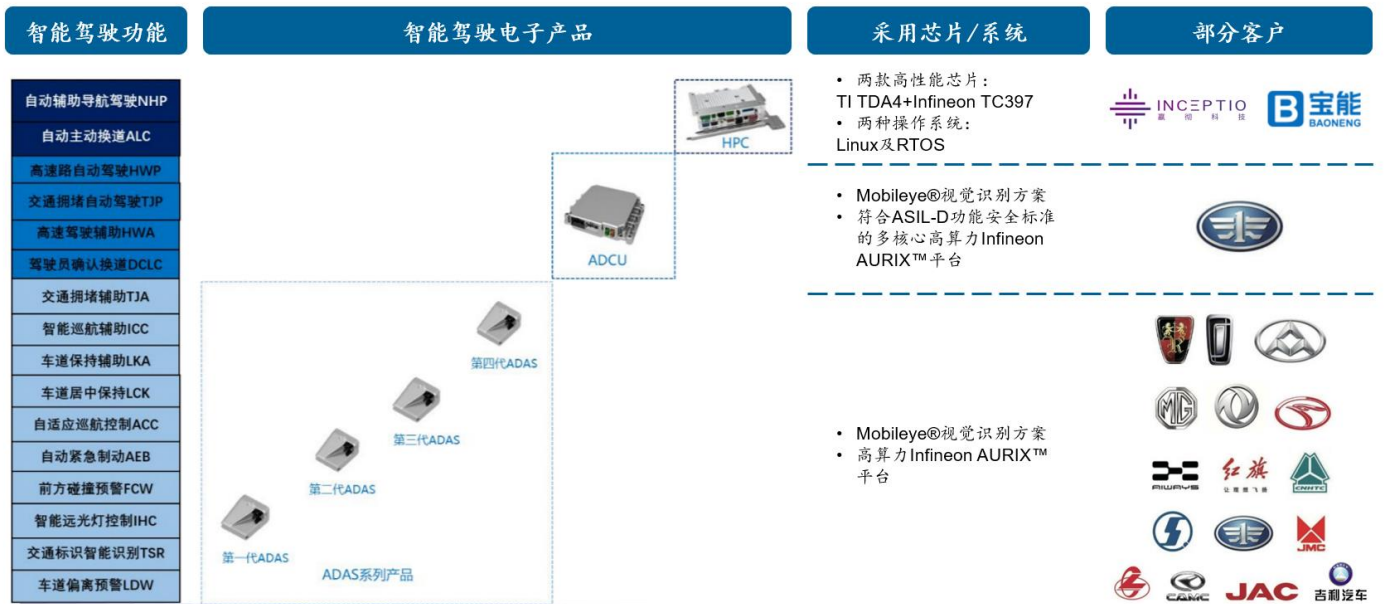
### 2.1.2. 公司：智能驾驶领域的头部 Tier1，立足当下，布局未来

#### 竞争力#1：持续的研发迭代能力，面向智能驾驶技术的未来布局

公司自 2010 年开始智能驾驶电子产品的研发工作，通过不断的技术研究和产品开发，已经形成“ADAS+ADCU+HPC”的平台化产品解决方案。(1) ADAS：自 2016 年以来，公司已完成四代先进辅助驾驶系统 (ADAS) 迭代，已经配套了上汽荣威 RX5 车型、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，在知名车企中已实现广泛应用。(2) ADCU：智能驾驶域控制器 (ADCU) 能够为客户提供自主研发的自动驾驶功能，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，公司 2020 年已量产配套一汽红旗 E-HS9 车型。(3) HPC：车载高性能计算平台 (HPC) 能够搭载自研或客户定制的人工智能感知算法、路径规划和控制方案，实现在高速公路、城市道路、停车场等场景下安全、精准、稳定的自动行驶，公司已有相关客户定点。



图 29：公司 ADAS、ADCU、HPC 产品可实现多种智能驾驶功能



资料来源：公司招股书，公司官网，德邦研究所  
注：ADAS 及 ADCU 产品的客户为配套客户，HPC 产品的客户为定点客户

公司目前在研项目累计投入研发资金总额为 10.9 亿元，其中，针对智能驾驶相关项目累计投入研发金额 4.8 亿元，占在研项目总投入的 44%，是公司未来发展的重点投入方向。目前公司已面向封闭场景、高速场景、城市场景等获得阶段性研发成果，包括前沿应用中的行泊一体、NOA 等功能。

表 4：2022 年年报披露在研智能驾驶相关项目情况（单位：万元）

项目名称	本期投入金额	累计投入金额	进展或阶段性成果	具体应用前景
1 封闭场景高级别自动驾驶方案开发项目	7,182.69	16,888.80	1.正在感知系统 v2.0、智能网联域 EE 架构 v2.0 和远程驾驶系统 v2.0、云控调度平台 v3.0 等子系统的升级换代开发； 2.无人驾驶车队已在港口环境实现全无人（车上无安全员）的自动化开班、行驶、装卸、收班、故障处理的全场景自动化生产作业能力。已运营车队的生产效率达到港口生产节拍的要求。	进一步拓展国内港口市场、覆盖更多的集装箱，争取散货和件杂货码头的无人化水平运输业务。
2 先进驾驶员辅助系统开发项目	4,724.93	24,466.75	该项目针对自动驾驶需求设计，支持摄像头、毫米波雷达、激光雷达、高精地图及驾驶员监控等信息接入，可实现的主要功能包括：驾驶员确认换道 DCLC、高速公路驾驶辅助 HWP、交通拥堵驾驶辅助 TJA 等。	L2+高速公路、L2 级城市道路辅助驾驶。
3 智能驾驶域控制器开发项目	2,736.72	7,087.22	1.该项目针对 L2.9 设计，可以实现行泊一体功能； 2.支持 11 个摄像头、5 个毫米波雷达、12 个超声波雷达接入； 3.可以完成高速自主变道 ALC、领航辅助 NOA 等功能； 4.支持集成第三方感知供应商的算法。	L3 高速公路、L2+级城市道路辅助驾驶。

资料来源：公司公告，德邦研究所

公司基于多样化的硬件平台，已实现多种行泊一体解决方案。基于公司自研的软件系统以及 Mobileye EQ6L/H 和 TI TDA4VM/VH 两大类芯片，已形成三款产品，IFC Gen VI 是基于 EQ6 的 One-Box 前向 800 万摄像头，ADCU lite 是基于 TDA4VM 的轻量化域控制器，ADCU Premium 则是基于 TDA4VH 则是更高端的域控制器。以上技术方案可以应对客户多样化的需求：（1）可以选用 EQ6 的 One-Box 摄像头做行车，用 TDA4 的 ADCU 做泊车；（2）如果客户有自研感知算法的需求，公司可以仅提供 1 套 TDA4VH；（3）如果客户不仅要实现行泊一体，还要搭配更多的摄像头（如 5R11V），公司可以提供 2 套 TDA4VH。通过这三个产品的组合，可实现 1V5R、5R5V 到 5R11V 等配置，可实现智能驾驶 L2 功能乃至城市 NOA 功能。



图 30: 公司行泊一体产品矩阵



资料来源: 经纬恒润 2023 年新产品发布会, 德邦研究所

表 5: 公司多样化硬件平台提供多种行泊一体解决方案

硬件平台	解决方案
TDA4VM*2+TC397	搭载第三方合作伙伴的感知算法, 为客户提供多样化选择
TDA4VH+TC397	TI JacintoTM 方案升级
EyeQ6L+TDA4VM+TC397	基于 Mobileye 的前向感知算法, 为客户提供高法规符合性的行车方案
EyeQ6H/EyeQ6H*2+TC397	Mobileye Supervision 系统, 高速/城区 NOA 和泊车一体化方案

资料来源: 公司官微, 德邦研究所

### 竞争力#2: 公司 ADAS 产品性能指标方面能够成功实现国产替代

公司核心产品先进辅助驾驶系统 (ADAS) 打破了国外零部件公司在该领域的垄断地位。C-NCAP (2018 规程) 下的 AEB CCR 指标和 AEB VRU\_Ped 指标是对被测车辆针对其他车辆和行人的自动紧急制动性能的评价, 能够在一定程度上反映 ADAS 产品的性能和先进性。根据 C-NCAP 官网公开数据披露, 公司 ADAS 产品的 AEB CCR 指标和 AEB VRU\_Ped 指标均处于行业前列, 与国际知名 Tier1 厂商相差无几, 可以成功实现国产替代, 达到国际知名厂商技术水平。

表 6: ADAS 产品性能相关的技术指标对比

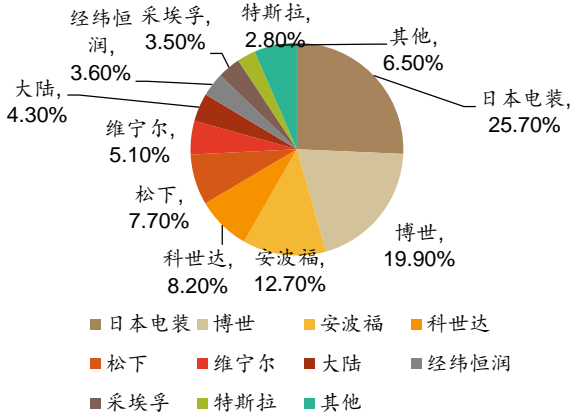
同行业可比公司	整车厂商	整车型号	技术路线	AEB CCR (满分 8 分)	AEB VRU_Ped (满分 3 分)
电装	一汽丰田	RAV4 荣放	1V1R	7.734	3
安波福	长安福特	福克斯	1V1R	7.699	2.75
公司	一汽	奔腾 T99	VO	7.774	3
	一汽	红旗 HS5	VO	7.584	2.711
	平均			7.679	2.856
易航	理想	理想	1V1R	7.67	3
采埃孚	东风	风神	1V1R	7.622	2.635
	华晨宝马	3 系	VO	7.6	2.667
	长安马自达	马自达 3	1V1R	7.694	2.636
	平均			7.639	2.646
博世	北汽	北京 X7	1V1R	7.688	2.474
	长城	哈弗 F7	1V1R	7.692	2.639
	比亚迪	宋 pro	1V1R	7.578	2.423
	奇瑞	星途	1V1R	7.622	2.6
	广汽本田	皓影	1V1R	7.43	2.667
	广汽	传祺 GA6	1V1R	7.722	2.659
	平均			7.622	2.577
麦格纳	通用	昂科威	VO	7.344	2.25
维宁尔	吉利	几何 A	1V1R	7.077	3
松下	东风	天籁	1V1R	6.87	2.72

资料来源: C-NCAP, 公司招股书问询函回复, 德邦研究所

### 竞争力#3: 国内市占率领先的 ADAS 厂商, 车载视觉系统布局完善

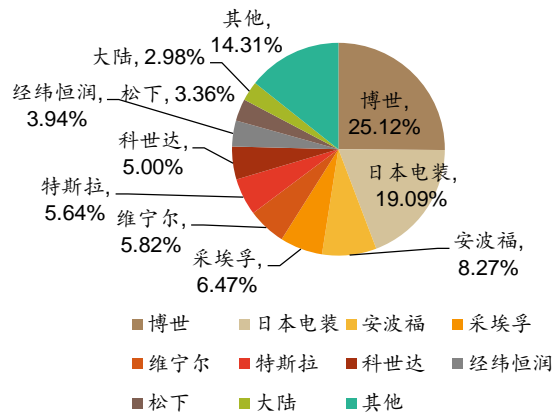
公司部分产品在国产品牌中相对领先, 占据较高市场地位。2020 年公司前视系统 (即公司 ADAS 产品) 装配量为 17.8 万辆, 市场份额为 3.6%, 为中国乘用车新车前视系统前十名供应商中唯一一家本土企业。2022H1 公司仍保持市占率排名, 市场份额提升至 3.9%。

图 31: 2020 年中国乘用车新车前视摄像头供应商市场份额



资料来源: 佐思汽研, 公司招股书, 德邦研究所

图 32: 2022H1 中国乘用车新车前视摄像头供应商市场份额



资料来源: 佐思汽研, 德邦研究所

从业务布局来看, 公司与东软睿驰在车载视觉领域布局最为完善齐全, 覆盖了前视、环视、侧视、后视、内视五大领域, 而第二梯队智华、海康威视、德赛西威等厂商均有尚未覆盖领域。公司在业务领域覆盖度上具有一定的领先性。

表 7: 国内部分视觉供应商业务布局

	经纬恒润	东软睿驰	智华	智驾科技	福瑞泰克	清研微视	自行科技	锐明	知行科技	海康威视	德赛西威
前视-单目	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√
前视-其他	√	√	√							√	√
环视	√	√	√				√			√	
侧视	√	√				√	√	√			√
后视	√	√	√			√		√		√	
内视	√	√	√			√	√	√		√	√

资料来源: 佐思汽研, 德邦研究所

### 竞争力#4: 积极拓展上下游资源, 加速追赶汽车电子头部 Tier1

Tier 1 积极绑定各大智能驾驶芯片厂商, 芯片厂商竞争力直接影响合作 Tier 1 业务。德赛西威为英伟达长期合作伙伴, 2023 年上海车展期间展出了基于英伟达 Orin 芯片开发的“ICPAurora 智能中央计算平台”舱驾融合解决方案, 此外, 德赛西威基于英伟达 Thor 芯片的舱驾一体方案也预计于 2025 年量产上车。德赛西威之外, 中科创达在高通、地平线、英伟达等平台上都有深入的产品和技术的布局, 其中基于地平线征程芯片的项目正在稳步的推进, 2023 年已经顺利实现量产。

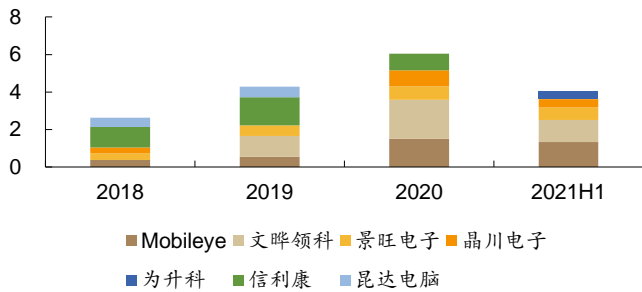
表 8: 智能驾驶算力 SoC 芯片性能参数

厂商	英伟达			Mobileye			特斯拉	华为	地平线		黑芝麻		高通	
产品	Xavier	Orin	Thor	EyeQ4	EyeQ5	EyeQ6	FSD	MDC610	MDC810	征程 3	征程 5	A1000	A1000Pro	Ride 8540+ Ride 9000
推出时间	2020	2022	2024E	2018	2020	2023E	2019	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020
制程	12nm	7nm	4nm	28nm	7nm	7nm	14nm	-	-	16nm	16nm	16nm	16nm	5/7nm
算力 (TOPS)	30	254	2000TFLOPS@FP8 4000 TFLOPS@INT8	2.5	24	128	144	200	400	5	128	58	106+ TOPS@INT8	360
功耗 (W)	30	45	-	3	10	40	72	55	310	2.5	30	18	25	65

资料来源: 各公司官网, 半导体产业纵横公众号, 高工智能汽车公众号, 快科技等, 德邦研究所

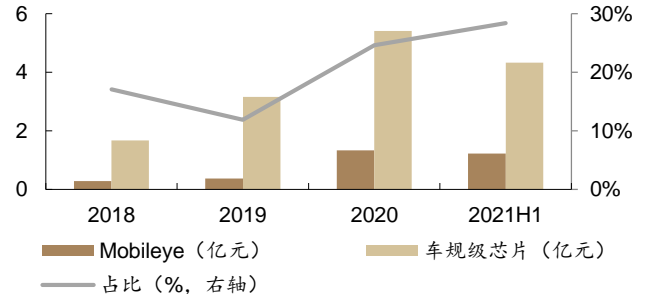
公司与 **Mobileye** 保持稳定合作关系, 近年来在公司采购占比中有所提升。2018 年至 2021 年 6 月, 公司向 Mobileye 采购总金额分别为 0.37/0.55/1.50/1.33 亿元, 其中从 Mobileye 采购的电子元器件主要为用于智能驾驶电子产品生产的车规级芯片, 其采购额分别为 0.29/0.37/1.33/1.23 亿元, 占公司车规级芯片采购额的 17%/12%/25%/28%。由于公司智能驾驶电子产品收入贡献从 2019 年的 6.50% 快速提升至 2020 年的 16.30%, 且其单价较高, 因此 2020 年, 公司从 Mobileye 采购的电子元器件金额在公司采购占比中有较大上升。

图 33: 公司前五大供应商采购金额 (单位: 亿元)



资料来源: 公司招股书, 德邦研究所

图 34: 从 Mobileye 采购的电子元器件占车规级芯片采购额比重



资料来源: 公司招股书问询函回复, 德邦研究所

公司也在积极拓展上游芯片厂商合作, 提升自身行业竞争力。2022 年 7 月, 公司自主研发的 AUTOSAR Adaptive Platform 产品 (INTEWORK-EAS-AP) 成功适配英伟达 DRIVE ORIN 芯片。通过研发服务及解决方案业务方面的芯片供应商突破, 有望带动电子产品业务的竞争力提升。

图 35: 公司 AUTOSAR 软件产品成功适配英伟达 DRIVE ORIN 芯片



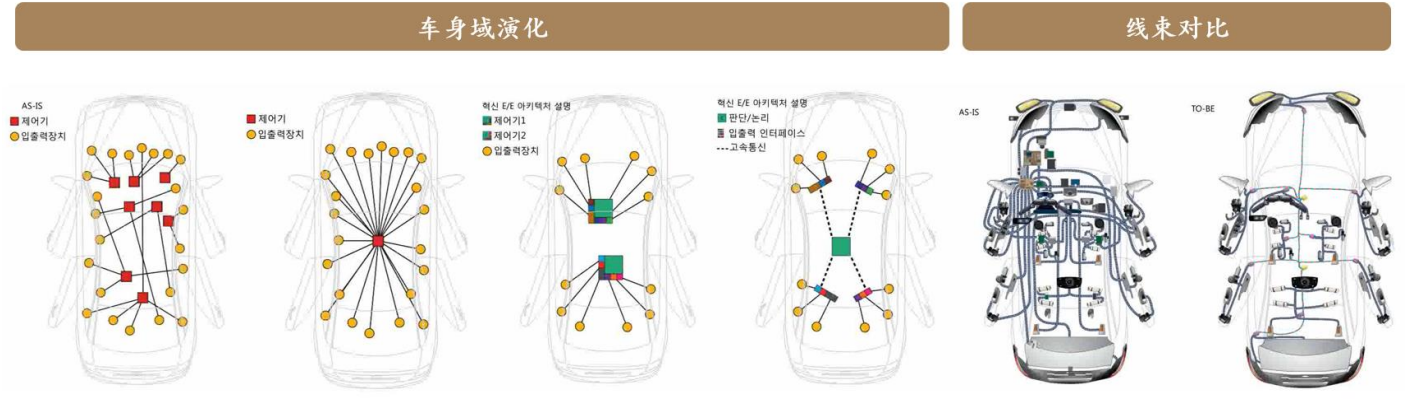
资料来源: 公司官网, 德邦研究所

## 2.2. 车身和舒适域: 公司营收贡献的中流砥柱, 23Q1 已推出下一代产品

车身电子功能的控制形式正随着汽车电子电气架构的演进而变化。从车门、后视镜、车窗、车灯等车身电子的分散控制, 沿着车身控制模块 BCM 到车身域控制器 BDC, 最后发展为面向下一代中央集中式架构的区域控制器 (VIU/ZCU)。

芯片能力的逐步增加，使得车身域控制逐渐集中于单个控制器。而随着功能的逐步集中，线束系统的复杂度和重量会逐渐增加，因此车身域控制器最终将逐步向区域控制器 (VIU/ZCU) 发展，区域控制器承担数据处理和简单的控制功能，区域控制器与 Central 之间通过高速总线进行数据交互，比如以太网，可大大简化线束系统复杂度和重量。

图 36：车身域控制器演变



资料来源：汽车 ECU 开发公众号，德邦研究所

公司进入车身控制领域较早，在分布式车身控制时代已有稳定的产品出货。公司自 2007-2008 年期间已实现车身控制器配套一汽解放，在车身控制领域具有传统优势，分布式架构下公司开发和量产几乎所有的车身模块，包括车身控制器、无钥匙进入控制器、天窗控制器、门模块、座椅模块、氛围灯、电动尾门、蓝牙钥匙等，在量产经验和机电算法上具有优势。此外，公司在车身域控制器的 Know-how 上积累丰富经验，在域控架构设计方面具有天然的优势。2018-2021H1 车身和舒适域电子产品实现营业收入 6.2/6.7/8.5/5.3 亿元，在总营收中的占比达 40%/36%/34%/39%，在公司汽车电子产品中贡献最大。

表 9：公司车身和舒适域电子产品

主要产品名称	业务阶段	部分客户
防夹控制器 (APCU)	配套量产	英纳法、毓恬冠佳、艾司司
乘用车车身控制系统 (BCM)	配套量产	一汽集团、中华汽车
智能座舱感知系统 (SCSS)	配套量产	广汽集团
无钥匙进入及启动系统 (PEPS)	配套量产	一汽集团、东风集团、北汽集团
车身域控制器 (BCDU)	配套量产	一汽集团、华人运通
商用车车门控制系统 (DES)	配套量产	中国重汽、一汽集团、纳威司达
商用车车身控制系统 (BES)	配套量产	一汽集团、江淮汽车
顶灯控制器 (OHC)	配套量产	安通林
电动后背门控制器 (PLGM)	配套量产	HI-LEX、一汽集团、奇瑞汽车
自适应前照灯系统控制器 (AFS)	配套量产	一汽集团、长城控股、北汽集团
车门域控制器 (DDCU)	配套量产	吉利、华人运通
座椅控制器 (SCM)	配套量产	佛吉亚、一汽集团、吉利
氛围灯控制器 (VALS)	配套量产	广汽集团、吉利
智能防眩目前照灯系统控制器 (ADB)	配套量产	长城控股、北汽集团

资料来源：公司招股书，德邦研究所

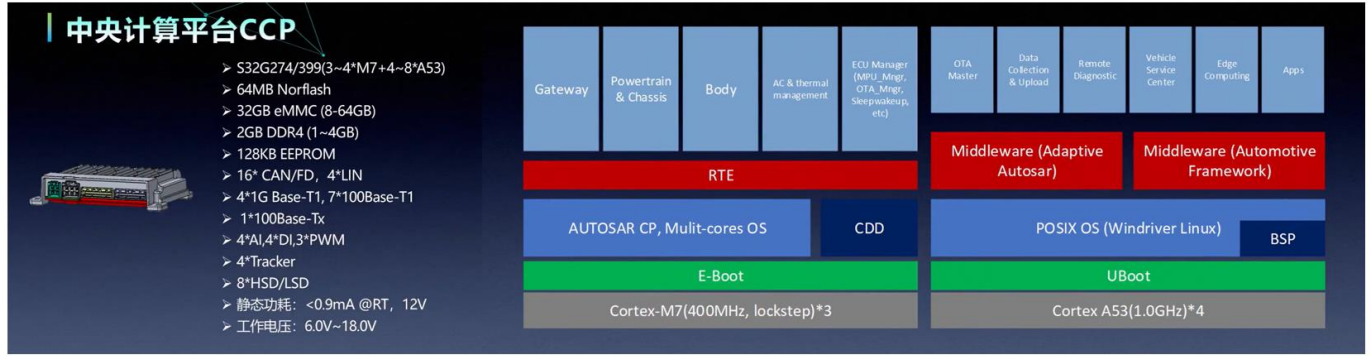
从分布式走向集成式，23Q1 公司已发布新一代中央计算平台 (CCP) 和物理区域控制单元 (ZCU) 新品。

中央计算平台 (CCP) 采用 NXP 新一代异构 SoC 高性能平台，能够提供中



央网关、车身及舒适控制、新能源整车动力控制、空调与热管理等功能；同时，该产品搭配经纬恒润自研的软件架构，实时计算域采用完整的 Classic AUTOSAR 软件架构，方便多方软件联合开发和部署，高性能计算域基于商用 Linux + Adaptive AUTOSAR 软件架构，提供整车全量数据采集、整车 OTA 升级、SOA 服务等功能，支持整车厂用户持续快速迭代应用软件。目前公司 CCP 产品已配套滴滴、合众汽车、一汽解放。

图 37：中央计算平台（CCP）新品架构



资料来源：经纬恒润 2023 年新产品发布会，德邦研究所

物理区域控制单元（Zonal Control Unit）是经纬恒润基于国内主流 OEM 架构，设计研发的域控产品。根据整车电子电气架构部署 3~4 个 ZCU，分别位于前舱、左舱、右舱以及后舱。L-ZCU 负责门控、座椅、转向柱、电动踏步、内灯，R-ZCU 负责门控、座椅、空调、内灯、低频 LF，F-ZCU 负责前灯、雨刮、热管理、雷达接口、空调，T-ZCU 负责后门、二三排座椅、PLG、充电/加油口盖、后部灯光、雷达接口。ZCU 应用范围广阔，目前公司 ZCU 已配套广汽集团。

图 38：物理区域控制单元（ZCU）新品可实现应用



资料来源：经纬恒润 2023 年新产品发布会，德邦研究所

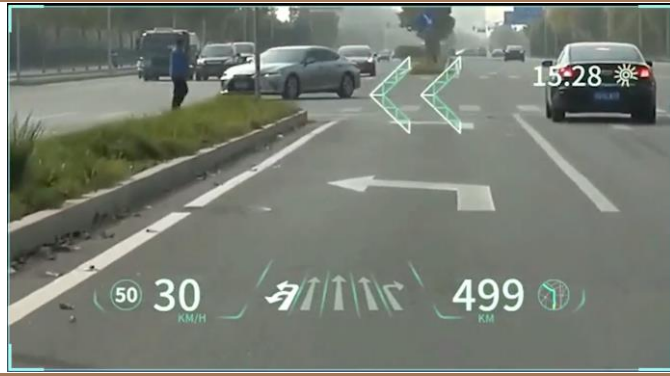
### 2.3. 智能座舱域：AR-HUD 预计今年量产，正式进入新竞争领域

公司布局基于数字微镜（DMD）技术开发的 AR-HUD 产品，充分发挥软件自



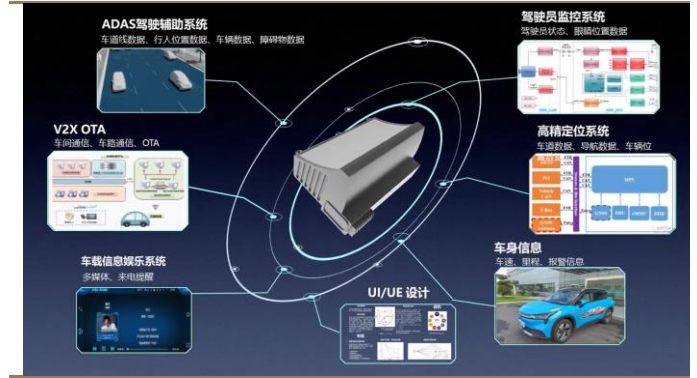
研优势，结合基于专业工具链支持的面向制造的产品全系统设计、光机热耦合仿真分析、虚拟及实物测试验证、可靠性实验的全栈式工程开发能力，为产品成熟度和竞争力的持续提升以及进一步市场开拓提供了有力的支撑。公司已首次获得吉利和上汽大通客户定点，预计 2023 年能够实现首批量产。此外，相关的图像生产软件 (AR-Creator) 及成像性能提升算法的开发及集成业务将于 2023 年内实现量产部署，该业务将与增强现实抬头显示 (AR-HUD) 产品业务形成合力，并联合其他可为整车厂提供的工程开发服务，构建产品全生命周期系统级解决方案的综合型竞争力。

图 39: 经纬恒润 AR-HUD 功能测试视频截图



资料来源: 经纬恒润 2023 年新产品发布会, 德邦研究所

图 40: 经纬恒润可以为整车厂提供综合型系统级解决方案



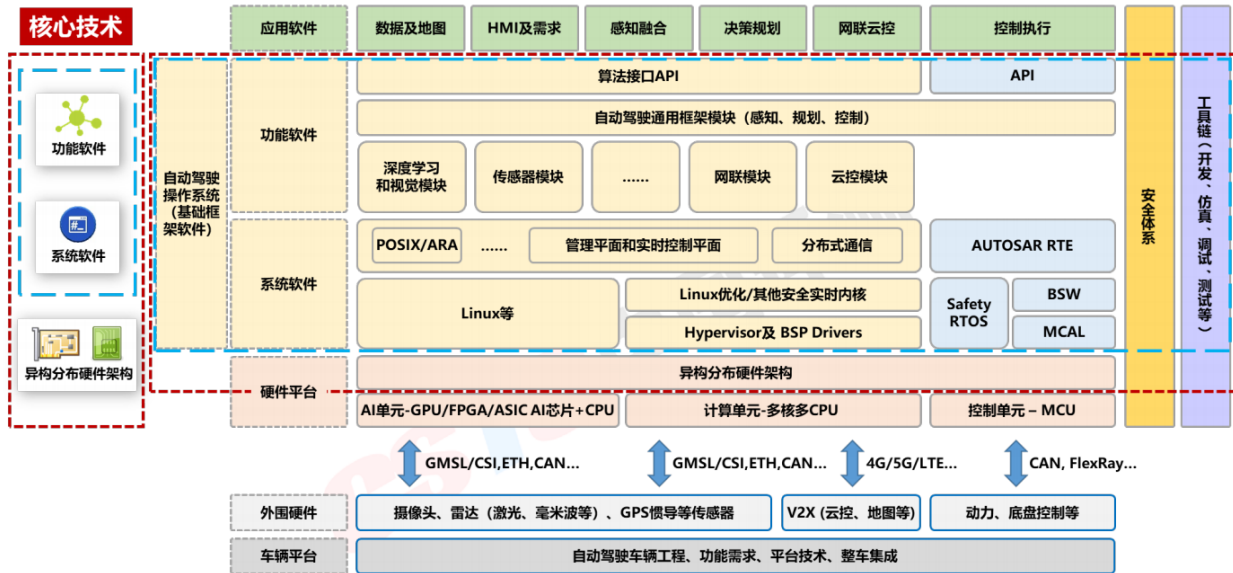
资料来源: 经纬恒润 2023 年新产品发布会, 德邦研究所

### 3. 研发服务及解决方案业务

#### 3.1. 行业：“软件定义汽车”，围绕 AUTOSAR 打造中间件研发能力

车载智能计算基础平台需要软硬件协同发展促进落地应用。以自动驾驶为例，软件包括自动驾驶操作系统和应用软件两个层次划分，自动驾驶操作系统是基于异构分布硬件架构、包含系统软件和功能软件的整体基础框架软件。

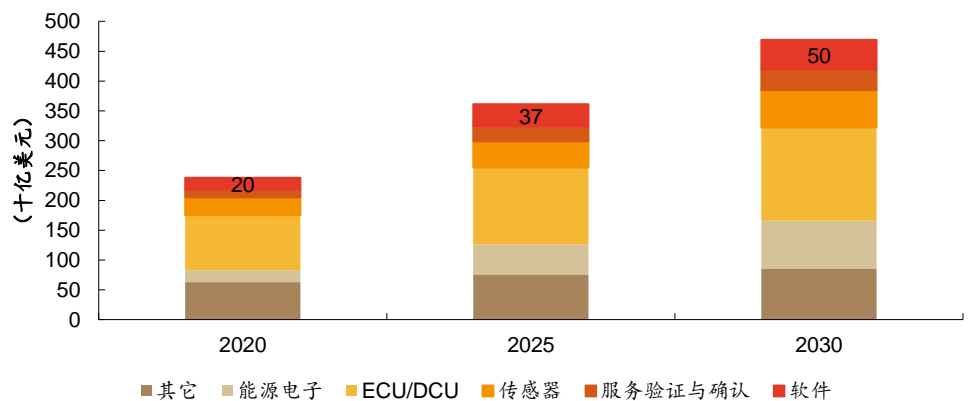
图 41：车载智能计算基础平台参考架构



资料来源：《车载智能计算基础平台参考架构 1.0》，德邦研究所

“软件定义汽车”趋势之下，软件在整车上游市场的价值逐渐显现。据麦肯锡统计，包括应用软件、中间件及操作系统的软件市场规模将由 2020 年 200 亿美元增长至 2030 年 500 亿美元，CAGR 达到 9%，超过传感器以及 ECU/DCU 等硬件设备的增长率。

图 42：智能汽车软件市场规模预计将显著增长



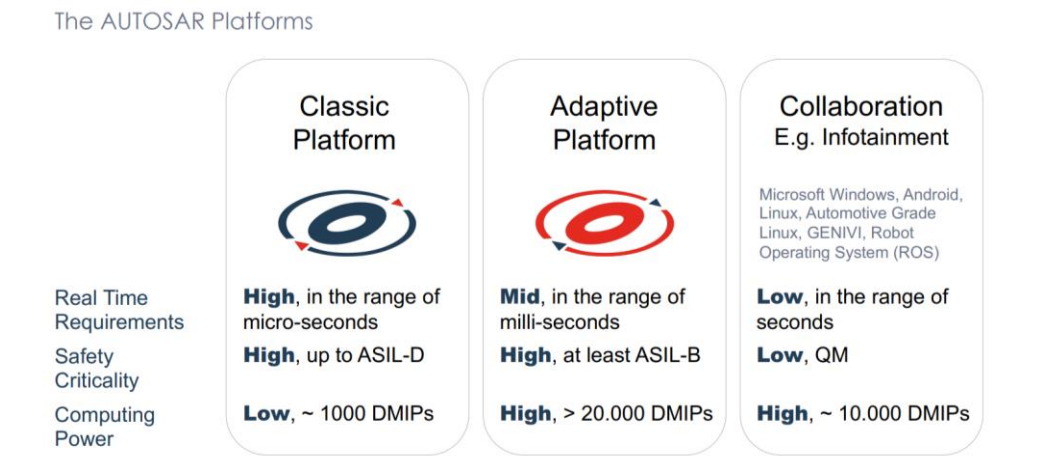
资料来源：麦肯锡，德邦研究所

中间件方案：AUTOSAR 是目前最常见和最常用的中间件方案，可提供控制器通信、诊断、OS 等各种功能，在广义的范畴中也属于操作系统。其中，CP 平台是为硬件的实时和安全要求而提出的嵌入式系统解决方案；AP 平台是为高性能计算的 ECU 提出的解决办法，用于自动驾驶等。

AUTOSAR 仅是一个标准，需要完全实现 AUTOSAR，需要购买第三方公司

做好的 AUTOSAR 工具链，头部三大厂商分别是 Vector、EB、ETAS，Classical 和 Adaptive AUTOSAR 工具都可以提供。

图 43: AUTOSAR 软件平台 (CP 和 AP 两个平台)



资料来源: AUTOSAR 官网, 德邦研究所

### 3.2. 公司: 国内最早加入 AUTOSAR 的 Tier1 厂商, 自研能力突出

国内做 AUTOSAR 工具链的企业多达十几家, 经纬恒润已成为 AUTOSAR 一级会员。国内比较大的三家 AUTOSAR 厂商分别是东软睿驰、普华基础软件经纬恒润, 均为 AUTOSAR 一级会员。其余有华为、斑马智行、超星未来、映驰科技、未动科技、零念科技、上海赫千、国汽智控、成都道伟等公司。对中小厂家来说, 开发 AUTOSAR 中间件非常困难, 主要由于: 1) 使用国际三巨头的产品, 除非出现重大错误或国际封锁, 否则是不可能更换供应商。2) AUTOSAR 已有上万个英文文档, 且方法论类型的语言十分晦涩难懂, 很难快速构建全面而深入的认知。另外, 不是 AUTOSAR 顶级会员拿不到最新最全的解释。3) 芯片厂商的支持是关键。VECTOR 市占率高, 拥有所有芯片厂家的支持, 自然有更为强大的市场影响力。而对于初创公司, 唯有打开市场, 特别是国外的芯片厂家, 才能获得更多芯片厂商的青睐。

表 10: 中国 AUTOSAR 会员分类表

	芯片厂家	整车厂	行业联盟性质	基础软件	Tier1	科技/互联网巨头	其他
1 级		长城	中汽创智、 国汽智控	东软睿驰、普华基础、 中科创达	德赛西威、英恒科技、 经纬恒润	百度、华为	
2 级	芯驰科技			华玉通软、映驰科技、 上海赫千、苏州博云	福瑞泰克		南京全芯泰
3 级	紫光芯能	江淮、奇瑞、一汽、东风、 蔚来、上汽、潍柴、吉利		斑马智行、世冠科技 (仿真)、上海烽星	宁德时代、星宇、均联智行、 同致电子、延锋伟世通	中兴	
科研							东南大学、西安电子科技大学

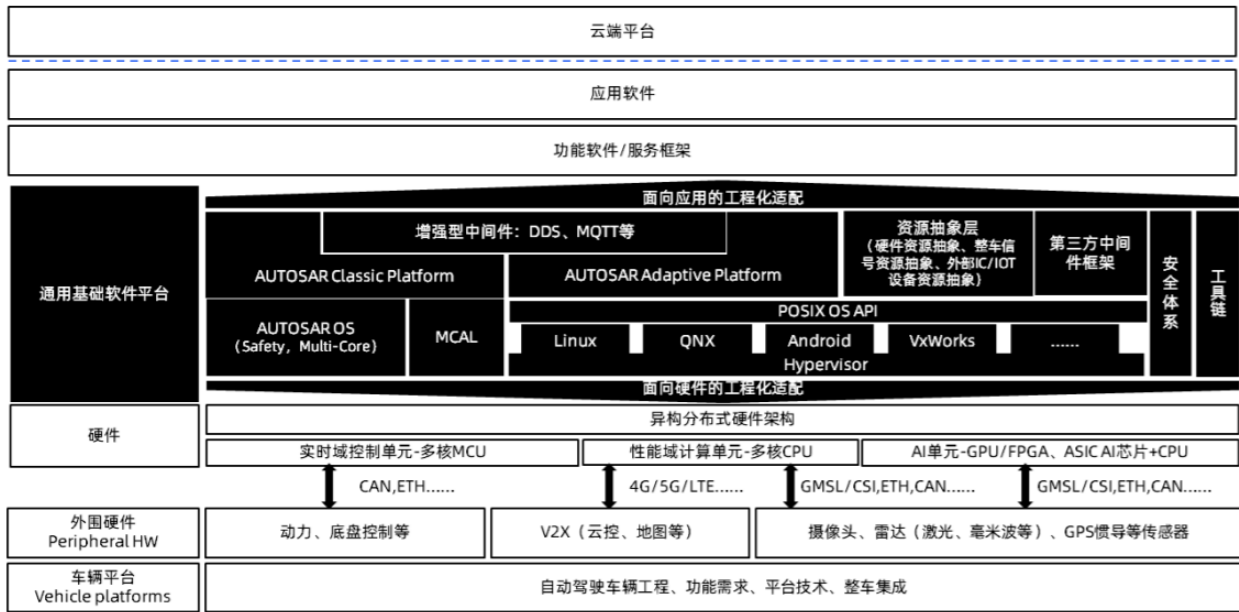
资料来源: 佐思汽研, 德邦研究所

经纬恒润自 2007 年就已加入 AUTOSAR, 2008 年开始与 VECTOR 合作, 2011 年开始代理 VECTOR 全线产品, 2016 年起不仅代理 VECTOR 的 AUTOSAR, 还代理 VECTOR 的诊断工具、ECU 刷写工具、总线开发工具、标定工具。与一线客户的长期合作经验让经纬恒润自主开发 AUTOSAR 更具有便利条件。

公司可为客户提供嵌入式软件平台解决方案, 涵盖 AUTOSAR 软件、服务中间件和信息安全软件, 同时提供系统开发与集成服务。2022 年, 公司 AUTOSAR 产品线完成了 AP 和 CP 平台升级, 发布了 MCAL 工具, 填补了国内 MCAL 工具空白; 服务中间件采用了 SOA 设计理念, 完成了车身和座舱服务在整车台架上的部署; 信息安全软件持续增加研发投入, 已具备 MCU 端信息安全解决方案, 并

计划加强 MPU 端信息安全解决方案的部署；嵌入式软件系统集成完成了里程碑的经验积累，依托自主嵌入式软件 IP，公司在英飞凌、芯驰等芯片上完成了 AP 和 CP 部署，并成功打通多核通信和系统点亮等工作，助力域控制器量产化导入。

图 44：经纬恒润 Vehicle OS 软件架构



资料来源：公司公告，德邦研究所

#### 4. 高级别智能驾驶整体解决方案业务

安全是自动驾驶发展与商业化应用的重要前提之一，特定领域有望加速实现高级别自动驾驶。从应用和安全性验证出发，遵循先封闭后开放、先载货后载人的原则，政策将推动特定场景的高级别自动驾驶商业化率先落地。干线物流、矿区、港口等特定场景的货物运输工作强度大、危险性高，发生安全事故的风险较高；且随着我国人口老龄化以及物流行业的发展，货车司机缺口逐渐拉大，将制约运量提升。因此，该类特定场景对高级别自动驾驶落地应用提出明确需求。国内公司中，图森未来、主线科技等公司已经开展港口、高速干线、物流园区等特定场景的自动驾驶运营服务。

根据交通部数据，2020 年全国集装箱吞吐量约 26,430 万 TEU，全国货物吞吐量 1,454,991 万吨。据公司招股书，根据集装箱运输与货物运输的单价 20 元/TEU 和 2 元/吨来测算，我国港口集装箱运输市场规模约 52.86 亿元，港口货物运输市场规模约 291.00 亿元。

图 45：高级别自动驾驶商用化的主流应用场景

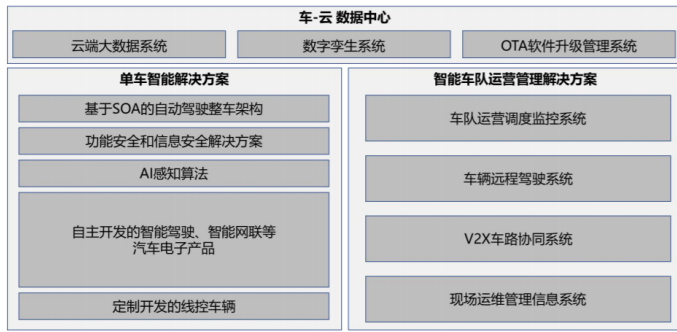


资料来源：亿欧智库，公司招股书，德邦研究所



公司于2015年进入高级别智能驾驶业务领域,已为实现出行即服务(MaaS)而开发了单车智能解决方案、智能车队运营管理系统和车-云数据中心解决方案。公司已与多家整车厂合作,产品、服务覆盖港口智能集卡、智能环卫车、智能园区物流车、智能接驳车等场景。2018年至今,公司先后在青岛港、唐山港和日照港开展港口 MaaS 业务,主要进行集装箱和散货场景下的单车智能解决方案开发、智能车队运营管理系统开发以及车-云数据中心的建设。未来,公司将持续推进 MaaS 解决方案的发展,以适应封闭园区、干线物流和无人驾驶出租车等领域的需求。

图 46: 经纬恒润 MaaS 解决方案



资料来源: 公司招股书, 德邦研究所

图 47: 经纬恒润单车智能解决方案

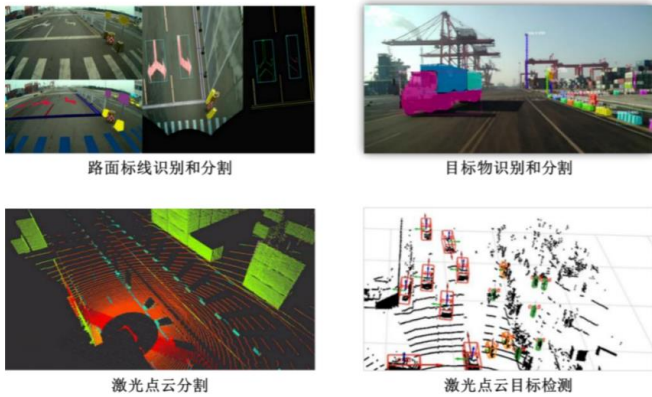


资料来源: 公司招股书, 德邦研究所

注: 上图实线线框系公司自有产品, 虚线线框系由第三方提供

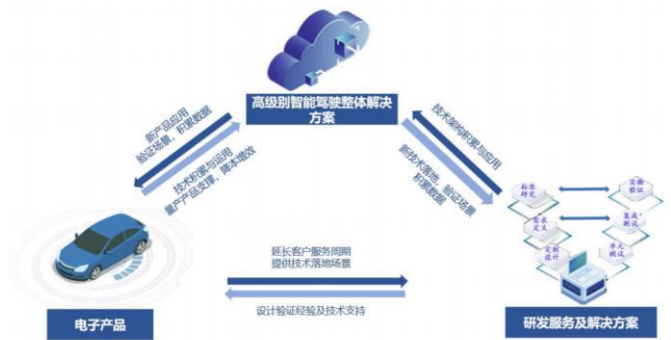
公司推出的单车智能解决方案,充分发挥公司电子产品业务的综合技术能力,以及自研软件能力。单车智能解决方案包括基于 SOA 的自动驾驶整车架构、功能安全和信息化安全解决方案、AI 感知算法、自主开发的智能驾驶和智能网联等汽车电子产品和定制开发的线控车辆。可以基于不同运输场景的特点,提供系统级单车智能驾驶解决方案,帮助客户开发高级别智能驾驶车辆。

图 48: 港口自动驾驶专用 AI 感知算法示意效果图



资料来源: 公司招股书, 德邦研究所

图 49: 公司“三位一体”业务布局



资料来源: 公司招股书, 德邦研究所

三位一体业务布局互相借力,共同推动公司长远发展。公司电子产品、研发服务及解决方案、高级别智能驾驶整体解决方案业务形成“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。



## 5. 盈利预测与投资建议

### 5.1. 盈利预测

**1、电子产品业务：**公司电子产品业务线覆盖智能驾驶、智能网联、车身和舒适域、底盘控制、新能源和动力等产品。随着智能驾驶功能不断升级、城市 NOA 加速推进、行泊一体等新技术进一步推动，智能驾驶域控制器行业有望迎来快速增长。公司作为智能驾驶域控制器国产龙头 Tier1，有望持续受益于行业高景气度。此外，公司其他汽车电子产品也有望跟随汽车智能化、网联化、电动化趋势而拓展业务规模。客户方面，公司和原有客户（如一汽红旗、吉利、广汽埃安、东风、上汽、江铃等）合作进一步加深，持续获得客户项目订单；同时，公司在不同产品方向不断突破首次合作客户，有望为公司电子产品业务出货量增长提供保障。我们预计公司电子产品业务 2023-2025 年营收有望达到 38.7/51.1/64.0 亿元。随着公司新产品的不断研发及推出，公司毛利率有望达到 24%/24%/25%。

**2、研发服务及解决方案业务：**公司研发服务及解决方案业务主要包括整车电子电气开发、整车电子电气仿真测试、自主研发嵌入式软件、自主研发工具软件及研发平台等，公司自研软件及算法为公司解决方案构筑竞争优势。其中，公司基于 AUTOSAR 的软件技术处于国内第一梯队，有望持续为客户提供更优质的本土化服务。我们预计公司研发服务及解决方案业务 2023-2025 年营收有望达到 12.1/15.8/20.5 亿元，毛利率分别为 44%/45%/46%。

**3、高级别智能驾驶整体解决方案业务：**公司高级别智能驾驶整体解决方案业务覆盖港口智能集卡、智能环卫车、智能园区物流车、智能接驳车等场景，是公司面向未来更高级别智能驾驶的战略布局。虽然公司目前高级别智能驾驶整体解决方案业务营收占比较低，但未来随着城市智能驾驶标准不断升级，公司在特定领域高级别智能驾驶业务的布局有望成为公司业绩增长的重要驱动力。

表 11：经纬恒润营收及毛利率预测

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营收（百万元）</b>	<b>1538.70</b>	<b>1845.05</b>	<b>2478.75</b>	<b>3262.36</b>	<b>4021.97</b>	<b>5090.68</b>	<b>6699.29</b>	<b>8462.80</b>
电子产品	911.66	1217.79	1800.15	2498.10	3078.06	3865.42	5108.58	6397.16
研发服务及解决方案	616.73	616.45	633.85	707.05	933.26	1213.23	1577.20	2050.36
高级别智能驾驶整体解决方案	4.00	8.15	38.85	39.30	3.36	4.36	5.45	6.82
其他	6.32	2.66	5.91	17.91	7.30	7.67	8.05	8.45
<b>营收同比</b>		<b>19.91%</b>	<b>34.35%</b>	<b>31.61%</b>	<b>23.28%</b>	<b>26.57%</b>	<b>31.60%</b>	<b>26.32%</b>
电子产品		33.58%	47.82%	38.77%	23.22%	25.58%	32.16%	25.22%
研发服务及解决方案		-0.05%	2.82%	11.55%	31.99%	30.00%	30.00%	30.00%
高级别智能驾驶整体解决方案		103.72%	376.70%	1.17%	-91.46%	30.00%	25.00%	25.00%
其他		-57.88%	122.01%	203.22%	-59.24%	5.00%	5.00%	5.00%
<b>毛利率</b>	<b>39.30%</b>	<b>34.42%</b>	<b>32.75%</b>	<b>30.88%</b>	<b>28.99%</b>	<b>28.82%</b>	<b>29.00%</b>	<b>30.14%</b>
电子产品	37.60%	84.92%	75.15%	27.55%	24.69%	24.00%	24.00%	25.00%
研发服务及解决方案	49.34%	48.80%	49.81%	42.01%	42.94%	44.00%	45.00%	46.00%
高级别智能驾驶整体解决方案	94.43%	80.60%	40.97%	22.70%	81.43%	80.00%	80.00%	80.00%
其他	23.94%	-2.43%	18.44%	72.42%	33.14%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所测算

### 5.2. 投资建议

我们选取德赛西威、华阳集团与中科创达作为可比公司，其中，德赛西威与华阳集团是汽车电子行业领域可比上市公司，中科创达是汽车、制造业类的研发服务类型上市公司。可比公司 2023-2025 年平均 PE 倍数为 39.57/28.86/21.82，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 3.12/4.31/6.49 亿元，对应当前 PE 倍数为 49.55/35.82/23.81。考虑到公司为国产汽车电子优质 Tier1、智能驾驶域控

制器国产化龙头，深度受益于智能驾驶领域高成长性，维持“买入”评级。

表 12: 可比公司估值情况

证券代码	公司名称	总市值 (亿元)	营业收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)			P/E		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
002920.SZ	德赛西威	775.06	202.93	264.36	334.66	15.40	21.45	28.13	50.33	36.13	27.55
002906.SZ	华阳集团	152.57	71.49	90.93	113.61	5.03	6.91	9.05	30.33	22.07	16.86
300496.SZ	中科创达	367.95	67.51	87.91	114.98	9.67	12.97	17.48	38.05	28.38	21.05
	行业平均								39.57	28.86	21.82
688326.SH	经纬恒润	154.44	50.91	66.99	84.63	3.12	4.31	6.49	49.55	35.82	23.81

资料来源: Wind, 德邦研究所

注: 收盘价信息截至 2023 年 8 月 21 日, 除经纬恒润采用德邦预测数据外, 其余采用 wind 一致预期数据

## 6. 风险提示

下游需求不及预期、汽车智能化进展不及预期、技术研发风险、半导体行业周期性及政策变化波动风险、市场竞争加剧风险、贸易摩擦及贸易政策变动风险、供应商依赖风险。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	2.13	2.60	3.59	5.41
每股净资产	44.17	45.98	49.60	55.04
每股经营现金流	0.44	9.02	7.57	7.54
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	70.09	49.55	35.82	23.81
P/B	3.38	2.80	2.59	2.34
P/S	3.84	3.01	2.29	1.81
EV/EBITDA	119.70	36.42	25.65	16.82
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	29.0%	28.8%	29.0%	30.1%
净利润率	5.8%	6.1%	6.4%	7.7%
净资产收益率	4.4%	5.6%	7.2%	9.8%
资产回报率	2.6%	3.1%	3.8%	4.9%
投资回报率	0.1%	3.2%	4.6%	7.0%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	23.3%	26.6%	31.6%	26.3%
EBIT 增长率	-96.9%	3351.0%	57.2%	69.4%
净利润增长率	60.5%	32.9%	38.3%	50.4%
偿债能力指标				
资产负债率	40.2%	44.6%	47.8%	49.9%
流动比率	2.2	2.0	1.9	1.8
速动比率	1.6	1.5	1.4	1.3
现金比率	1.1	1.0	1.0	0.9
经营效率指标				
应收帐款周转天数	69.7	63.0	49.7	51.2
存货周转天数	184.5	167.6	152.9	152.6
总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.7
固定资产周转率	10.1	10.7	14.4	21.0

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	235	312	431	649
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	195	170	192	205
非经营收益	-137	-48	-2	-3
营运资金变动	-241	649	289	54
经营活动现金流	53	1,083	909	905
资产	-403	-78	-67	-65
投资	-628	-100	-100	-100
其他	21	-12	1	2
投资活动现金流	-1,010	-190	-166	-163
债权募资	-6	-87	0	0
股权募资	3,520	-89	0	0
其他	-63	26	0	0
融资活动现金流	3,451	-150	0	0
现金净流量	2,529	738	743	742

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 21 日  
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4,022	5,091	6,699	8,463
营业成本	2,856	3,623	4,757	5,912
毛利率%	29.0%	28.8%	29.0%	30.1%
营业税金及附加	19	24	32	41
营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	215	255	322	423
营业费用率%	5.4%	5.0%	4.8%	5.0%
管理费用	268	311	409	516
管理费用率%	6.7%	6.1%	6.1%	6.1%
研发费用	656	809	1,052	1,312
研发费用率%	16.3%	15.9%	15.7%	15.5%
EBIT	4	145	228	386
财务费用	-92	-108	-131	-154
财务费用率%	-2.3%	-2.1%	-2.0%	-1.8%
资产减值损失	-56	-6	-5	-5
投资收益	1	1	1	2
营业利润	191	254	360	541
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	191	253	359	541
EBITDA	122	309	410	580
所得税	-44	-58	-72	-108
有效所得税率%	-22.9%	-23.0%	-20.0%	-20.0%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	235	312	431	649

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,496	4,234	4,977	5,719
应收账款及应收票据	1,065	1,017	1,207	1,641
存货	1,567	1,806	2,236	2,776
其它流动资产	826	1,007	1,204	1,413
流动资产合计	6,954	8,064	9,623	11,549
长期股权投资	8	8	8	8
固定资产	471	485	443	363
在建工程	387	271	190	133
无形资产	406	416	426	436
非流动资产合计	1,913	1,887	1,773	1,645
资产总计	8,867	9,951	11,396	13,194
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1,510	1,610	2,008	2,628
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,684	2,509	3,122	3,648
流动负债合计	3,194	4,119	5,130	6,275
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	373	314	314	314
非流动负债合计	373	314	314	314
负债总计	3,567	4,433	5,445	6,590
实收资本	120	119	119	119
普通股股东权益	5,300	5,518	5,952	6,604
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	8,867	9,951	11,396	13,194

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

陈海进，电子行业首席分析师，6年以上电子行业研究经验，曾任职于民生证券、方正证券、中欧基金等，南开大学国际经济研究所硕士。电子行业全领域覆盖。

陈蓉芳，电子行业分析师，曾任职于民生证券、国金证券，香港中文大学硕士，覆盖汽车电子、车载半导体等领域。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。