

经纬恒润 (688326.SH) 买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

高研发致盈利承压，新项目拓展顺利

业绩简评

2023年8月29日，公司发布2023年中期报告，报告期内实现收入16.97亿元，同比增长1.61%；归母净利润-0.89亿元，同比下降188.92%；扣非归母净利润-1.1亿元，同比下降415.51%。业绩基本符合预期。

经营分析

三位一体协同发展，高研发致短期业绩承压。由于存在季节性原因，公司上半年收入与去年同期基本持平，其中电子产品业务实现收入1.27亿元，同比下降2.28%；研发服务及解决方案业务实现收入0.42亿元，同比增长13.12%。产品结构改变以及上游原材料价格变动导致毛利率下降1.67PP至27.6%。2023年上半年公司为了满足产品前瞻性布局、产品更新迭代及研发人员储备，上半年研发人员数量同比增长31.05%，本期研发投入同比增长63.00%，其中费用化的研发投入为4.25亿元，同比增长52.46%，占当期营业收入的比例为25.07%。

研发驱动产品迭代，新客户、新产品拓展顺利。公司上半年资本化研发投入4052万元，同比增长494.23%，研发资本化比重达到8.7%，同比提升6.3PP。公司布局4D毫米波雷达、中央计算平台、基于DMD技术的AR-HUD等新产品，同时也在持续迭代原有的智驾域控制器和T-tox等，布局国产芯片方案研发新一代域控产品，百兆、千兆网关也已实现出口销售。公司ADAS突破奇瑞、东风岚图等新客户，并获得零跑的海外车型合作项目；5G connectivity域控制器计划于近两年实现量产交付；座舱域持续与吉利、长城、广汽、江铃等客户合作，AR-HUD计划于23年内量产交付。

汽车智能化程度加深，平台型龙头多定点项目有望放量。我们认为23年将呈现辅助驾驶配置车型价位下探、L3级智能驾驶前装渗透率加速两大趋势。公司ADAS具备低成本优势、ADCU具备先发优势，同时在网联域、座舱域和车身域等多产品、多项目定点，在手订单充足。看好公司产能释放与客户需求双轮驱动，迎来产品放量的爆发期。

盈利预测与投资建议

我们看好公司在汽车智能化背景下的长期成长，预计公司23-25年归母净利润3.3/4.8/6.8亿，当前股价对应PE 47x/33x/23x，维持“买入”评级。

风险提示

原材料价格波动及供给风险；大客户集中度较高及新客户开拓不及预期；定点项目进展不及预期；限售股解禁风险。

国金证券研究所

分析师：罗露 (执业 S1130520020003)

luolu@gjzq.com.cn

分析师：樊志远 (执业 S1130518070003)

fanzhiyuan@gjzq.com.cn

分析师：陈传红 (执业 S1130522030001)

chenchuanhong@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：129.00元

相关报告：

- 《经纬恒润公司点评：研发驱动迭代，平台型龙头有望放量》，2023.4.27
- 《经纬恒润公司点评：产能与客户双轮驱动，业绩延续高增》，2023.1.31
- 《业绩持续向好，多产品迎放量机遇-经纬恒润22年三季报点评》，2022.10.27



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,262	4,022	5,463	7,445	10,281
营业收入增长率	31.61%	23.28%	35.83%	36.29%	38.09%
归母净利润(百万元)	146	235	331	475	679
归母净利润增长率	98.37%	60.48%	41.05%	43.70%	42.77%
摊薄每股收益(元)	1.624	1.955	2.757	3.962	5.657
每股经营性现金流净额	3.44	0.44	5.35	6.40	9.82
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.62%	4.43%	6.02%	8.22%	10.96%
P/E	0.00	76.37	46.78	32.56	22.80
P/B	0.00	3.38	2.82	2.68	2.50

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	2,479	3,262	4,022	5,463	7,445	10,281
增长率		31.6%	23.3%	35.8%	36.3%	38.1%
主营业务成本	-1,667	-2,255	-2,856	-3,879	-5,260	-7,225
%销售收入	67.2%	69.1%	71.0%	71.0%	70.7%	70.3%
毛利	812	1,007	1,166	1,584	2,185	3,056
%销售收入	32.8%	30.9%	29.0%	29.0%	29.3%	29.7%
营业税金及附加	-14	-16	-19	-27	-37	-51
%销售收入	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-179	-195	-215	-281	-372	-488
%销售收入	7.2%	6.0%	5.4%	5.2%	5.0%	4.8%
管理费用	-181	-214	-268	-355	-476	-648
%销售收入	7.3%	6.6%	6.7%	6.5%	6.4%	6.3%
研发费用	-352	-456	-656	-819	-1,065	-1,439
%销售收入	14.2%	14.0%	16.3%	15.0%	14.3%	14.0%
息税前利润 (EBIT)	86	126	7	101	234	429
%销售收入	3.5%	3.9%	0.2%	1.9%	3.1%	4.2%
财务费用	-18	-10	92	42	32	26
%销售收入	0.7%	0.3%	-2.3%	-0.8%	-0.4%	-0.3%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	1	14	95	90	100	100
投资收益	-16	-8	1	1	1	1
%税前利润	n.a	n.a	0.4%	0.3%	0.2%	0.1%
营业利润	52	131	191	307	440	629
营业利润率	2.1%	4.0%	4.8%	5.6%	5.9%	6.1%
营业外收支	0	0	0	0	0	0
税前利润	52	131	191	306	440	629
利润率	2.1%	4.0%	4.7%	5.6%	5.9%	6.1%
所得税	21	15	44	25	35	50
所得税率	-40.9%	-11.8%	-22.9%	-8.0%	-8.0%	-8.0%
净利润	74	146	235	331	475	679
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	74	146	235	331	475	679
净利率	3.0%	4.5%	5.8%	6.1%	6.4%	6.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	74	146	235	331	475	679
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	106	150	195	119	212	342
非经营收益	3	-5	-137	63	-97	-98
营运资金变动	-136	18	-241	129	178	255
经营活动现金净流	46	310	53	642	769	1,178
资本开支	-67	-171	-403	-1,071	-1,307	-1,304
投资	-144	109	-628	90	100	100
其他	-2	-2	21	1	1	1
投资活动现金净流	-213	-63	-1,010	-980	-1,206	-1,203
股权募资	646	0	3,520	0	0	0
债权募资	-154	-117	-6	-275	0	0
其他	57	42	-63	-137	-194	-274
筹资活动现金净流	549	-75	3,451	-412	-194	-274
现金净流量	368	160	2,529	-751	-632	-299

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	847	937	3,496	2,721	2,073	1,761
应收款项	1,150	908	1,156	1,420	1,936	2,673
存货	883	1,360	1,567	1,913	2,594	3,563
其他流动资产	225	162	735	757	804	872
流动资产	3,105	3,367	6,954	6,811	7,407	8,869
%总资产	79.6%	74.7%	78.4%	71.5%	66.0%	65.0%
长期投资	15	9	149	149	149	149
固定资产	271	502	858	1,729	2,738	3,616
%总资产	6.9%	11.1%	9.7%	18.1%	24.4%	26.5%
无形资产	394	363	529	673	767	858
非流动资产	796	1,138	1,913	2,716	3,811	4,773
%总资产	20.4%	25.3%	21.6%	28.5%	34.0%	35.0%
资产总计	3,902	4,505	8,867	9,527	11,218	13,642
短期借款	168	25	40	0	0	0
应付款项	877	1,139	1,538	1,815	2,461	3,380
其他流动负债	1,333	1,520	1,616	2,081	2,832	3,905
流动负债	2,377	2,684	3,194	3,896	5,292	7,284
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	188	302	373	133	142	166
负债	2,566	2,986	3,567	4,028	5,434	7,451
普通股股东权益	1,336	1,519	5,300	5,499	5,784	6,191
其中：股本	90	90	120	120	120	120
未分配利润	155	287	506	705	990	1,397
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	3,902	4,505	8,867	9,527	11,218	13,642

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.819	1.624	1.955	2.757	3.962	5.657
每股净资产	14.845	16.880	44.168	45.823	48.200	51.594
每股经营现金净流	0.516	3.441	0.438	5.346	6.405	9.818
每股股利	0.000	0.000	0.000	1.103	1.585	2.263
回报率						
净资产收益率	5.52%	9.62%	4.43%	6.02%	8.22%	10.96%
总资产收益率	1.89%	3.25%	2.65%	3.47%	4.24%	4.98%
投入资本收益率	8.03%	9.11%	0.17%	1.99%	4.37%	7.48%
增长率						
主营业务收入增长率	34.35%	31.61%	23.28%	35.83%	36.29%	38.09%
EBIT 增长率	N/A	47.12%	-94.11%	1262.44%	131.69%	83.02%
净利润增长率	-223.51%	98.37%	60.48%	41.05%	43.70%	42.77%
总资产增长率	46.94%	15.46%	96.83%	7.45%	17.75%	21.61%
资产管理能力						
应收账款周转天数	95.4	77.4	70.7	70.0	70.0	70.0
存货周转天数	170.5	181.5	187.0	180.0	180.0	180.0
应付账款周转天数	152.4	147.0	149.3	150.0	150.0	150.0
固定资产周转天数	35.9	36.7	42.7	69.9	97.7	110.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-62.19%	-63.74%	-76.65%	-60.53%	-46.33%	-38.25%
EBIT 利息保障倍数	4.7	13.1	-0.1	-2.4	-7.3	-16.5
资产负债率	65.76%	66.28%	40.22%	42.28%	48.44%	54.62%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-05-13	买入	100.00	150.00~150.00
2	2022-08-28	买入	178.00	N/A
3	2022-10-27	买入	148.01	N/A
4	2023-01-31	买入	171.05	N/A
5	2023-04-27	买入	142.60	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806