

23Q2 业绩承压 研发投入持续加码

经纬恒润-W(688326) 系列点评之七

事件概述

公司发布 2023 年半年报：23H1 实现营收 16.97 亿元，同比 +1.6%，归母净利-0.89 亿元，扣非归母净利-1.10 亿元。其中 23Q2 实现营收 9.58 亿元，同比-0.4%，环比+29.7%，归母净利 -0.02 亿元，扣非归母净利-0.17 亿元。

分析判断：

► 23Q2：收入有所承压 研发投入持续加码

营收端：23Q2 公司整体实现营收 9.58 亿元，同比-0.4%，我们预计主要受研发服务收入确认下滑影响，环比+29.7%，预计主要受益行业总量及核心客户销量修复。展望 23H2，建议重点关注：1) 平台型逻辑的加速演绎，尤其是智驾域控、车身域控（含区域控制器）、底盘域控及智舱 AR-HUD 陆续量产所带来的营收增量；2) 研发服务业务的季节性收入确认。

利润端：23Q2 公司毛利率 28.5%，同比-4.8pct，环比+2.1pct，同环比波动我们预计主要受业务结构变化影响。净利润端，受研发费用大幅增加影响（23Q2 研发费用绝对值 2.20 亿元，同比+0.84 亿元，环比+0.15 亿元），23Q2 单季延续亏损，但亏损环比收窄，预计 Q3-Q4 随收入增长及研发服务确认将较大程度摊薄，利润将环比较大程度改善。

费用端：23Q2 公司销售、管理、研发、财务费率分别 5.1%、8.1%、23.0%、-4.7%，同比分别+0.1、+0.7、+8.9、-0.5pct，环比分别-1.9、-1.9、-4.8、-2.0pct。

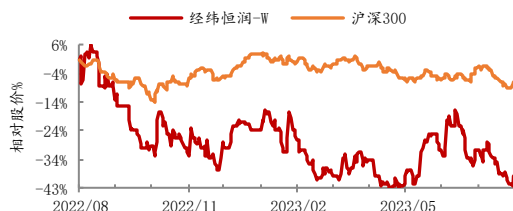
► 平台型控制器供应商 业务拓展至智能座舱

公司是国内首家加入 AUTOSAR 组织的基础软件提供商，基于对汽车控制器平台化能力的深入理解，目前量产产品涉足智能驾驶、智能网联、车身舒适、底盘控制等多领域，2022 年进一步延伸至智能座舱：

1) 智能驾驶产品：国产替代先锋，商/乘市场市占率均处于自主前列，基于 Mobileye/TI 等芯片提供从 L0 到 L4 的不同级别解决方案，满足车企多样化选择及自研需求，持续受益于 ADAS 加速渗透及高级别智能驾驶导入：1) ADAS：配套一汽、吉利、上汽、东风等多家车企，其中吉利三个平台项目订单将逐步迎来放量，同时多个海外市场车型顺利量产；2) L2.5 及以上：根据公司投资者关系活动记录表及 23 年半年报，预埋 L3 功能的智能驾驶域控制器于 2020 年在红旗某车型供货，基于 TDA4 方案的域控产品于 2022 年在哪吒汽车量产并获得新的定点，基于 Mobileye EQ4/EQ6 方案的域控产品处于研发中，4D

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	129
股票代码：	688326
52 周最高价/最低价：	232.0/114.47
总市值(亿)	154.80
自由流通市值(亿)	78.31
自由流通股数(百万)	60.71



分析师：崔琰

邮箱：cuiyan@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080006

分析师：王旭冉

邮箱：wangxr3@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523070001

相关研究

1. 【华西汽车】经纬恒润(688326) 2022 年报 & 2023 一季报点评：23Q1 业绩承压 研发投入持续加码

2023.04.27

毫米波雷达完成 A 样研发，进入 B 样研发阶段；

2) 车身舒适及智能网联：控制器业务基石产品，规模效应逐步强化，客户、产品拓展同时适应 EE 架构集中化趋势。根据公司 22 年报及 23 年半年报，现已布局车身域控、物理区域控制器 ZCU、中央计算平台等产品，并获广汽、造车新势力车企等客户定点，预计 2023 年起陆续量产；

3) 智能座舱：2022 年公司新成立智能座舱事业部，现有团队成员超 200 人，未来产品将布局座舱感知、AR-HUD、氛围灯控制器等，其中 AR-HUD 基于自研 ARcreator 算法，已获吉利、上汽大通两个客户定点，预计 2023 年量产；

4) 其他电子产品：控制器平台化能力延伸，其中底盘域控已量产于蔚来并获某自主品牌客户平台型定点，One-Box、EMB、面向 L3 的制动助力器等亦处于研发过程中；高端装备 + 汽车电子产品开发服务定制化特点享受高毛利。

► 三位一体布局 研发服务及高阶智驾赋能电子产品

研发服务及解决方案业务：软件能力综合体现，有效支撑电子产品业务发展。公司自成立以来即坚持研发驱动的技术领先战略，核心技术来源均为自主研发，基于对软件的深入理解，公司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，现已形成自主研发的 TestBase 实时仿真硬件平台、ModelBase 仿真模型平台以及 INTEWORK 自动化测试软件平台等，享受高毛利并有效支撑电子产品业务发展；软件定义汽车大背景下，主机厂对公司研发服务及解决方案业务需求将呈现递增趋势，我们预计收入层面年化增长率 10+%；

智能驾驶整体解决方案业务：公司未来重要新兴业务方向，潜在盈利增长点。目前公司已形成全套港口 MaaS 解决方案并实现商业化落地，已在唐山港、日照港等港口开展运营，龙拱港已完成系统部署并达到运营状态。

投资建议

公司为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，依托三位一体业务布局及深厚平台化软件实力，有望同步实现产品、客户双重拓展，持续受益汽车智能电动化进程。鉴于 2023 年乘用车行业竞争加剧影响，下调盈利预测，预计公司 2023-2025 年营收由 56.8/80.1/105.1 亿元调整为 50.3/72.3/98.2 亿元，归母净利润由 3.04/5.66/8.31 亿元调整为 2.44/5.24/8.23 亿元，EPS 由 2.53/4.71/6.93 元调整为 2.03/4.37/6.86 元，对应 2023 年 8 月 29 日 129.00 元/股收盘价，PE 分别 64/30/19 倍，维持“买入”评级。

风险提示

国内乘用车行业销量不及预期；智能化渗透率提升不及预期；公司客户拓展不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
------	-------	-------	-------	-------	-------

营业收入(百万元)	3,262	4,022	5,028	7,233	9,823
YoY (%)	31.6%	23.3%	25.0%	43.9%	35.8%
归母净利润(百万元)	146	235	244	524	823
YoY (%)	98.4%	60.5%	3.9%	115.2%	57.0%
毛利率 (%)	30.9%	29.0%	30.5%	31.2%	31.6%
每股收益 (元)	1.22	1.96	2.03	4.37	6.86
ROE	9.6%	4.4%	2.6%	4.9%	6.7%
市盈率	105.89	65.98	63.53	29.52	18.81

资料来源: Wind, 华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4,022	5,028	7,233	9,823	净利润	235	244	524	823
YoY(%)	23.3%	25.0%	43.9%	35.8%	折旧和摊销	117	67	116	188
营业成本	2,856	3,495	4,978	6,722	营运资金变动	-241	59	77	132
营业税金及附加	19	23	33	44	经营活动现金流	53	370	718	1,143
销售费用	215	266	376	501	资本开支	-403	-1,027	-1,082	-1,057
管理费用	268	332	470	629	投资	-628	0	0	0
财务费用	-92	-125	-157	-154	投资活动现金流	-1,010	-1,027	-1,082	-1,057
研发费用	656	880	1,121	1,375	股权募资	3,520	30	0	0
资产减值损失	-56	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0	筹资活动现金流	3,451	3,630	0	0
营业利润	191	222	499	823	现金净流量	2,529	2,973	-364	86
营业外收支	0	0	0	0	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
利润总额	191	222	499	823	成长能力 (%)				
所得税	-44	-22	-25	0	营业收入增长率	23.3%	25.0%	43.9%	35.8%
净利润	235	244	524	823	净利润增长率	60.5%	3.9%	115.2%	57.0%
归属于母公司净利润	235	244	524	823	盈利能力 (%)				
YoY(%)	60.5%	3.9%	115.2%	57.0%	毛利率	29.0%	30.5%	31.2%	31.6%
每股收益	1.96	2.03	4.37	6.86	净利率率	5.8%	4.8%	7.2%	8.4%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	2.6%	1.8%	3.2%	4.1%
货币资金	3,496	6,468	6,105	6,190	净资产收益率 ROE	4.4%	2.6%	4.9%	6.7%
预付款项	41	61	79	112	偿债能力 (%)				
存货	1,567	2,013	2,799	3,826	流动比率	2.18	2.69	2.14	1.84
其他流动资产	1,851	2,076	2,739	3,444	速动比率	1.65	2.15	1.59	1.29
流动资产合计	6,954	10,618	11,722	13,572	现金比率	1.09	1.64	1.11	0.84
长期股权投资	8	8	8	8	资产负债率	40.2%	31.2%	35.5%	38.7%
固定资产	471	925	1,591	2,422	经营效率 (%)				
无形资产	406	473	568	643	总资产周转率	0.45	0.36	0.44	0.49
非流动资产合计	1,913	3,228	4,790	6,496	每股指标 (元)				
资产合计	8,867	13,847	16,512	20,068	每股收益	1.96	2.03	4.37	6.86
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	44.17	79.42	88.75	102.58
应付账款及票据	1,510	1,800	2,597	3,485	每股经营现金流	0.44	3.08	5.98	9.52
其他流动负债	1,684	2,144	2,891	3,901	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	3,194	3,944	5,488	7,386	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	65.98	63.53	29.52	18.81
其他长期负债	373	373	373	373	PB	3.38	1.62	1.45	1.26
非流动负债合计	373	373	373	373					
负债合计	3,567	4,317	5,861	7,758					
股本	120	150	150	150					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	5,300	9,530	10,650	12,309					
负债和股东权益合计	8,867	13,847	16,512	20,068					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属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。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。