

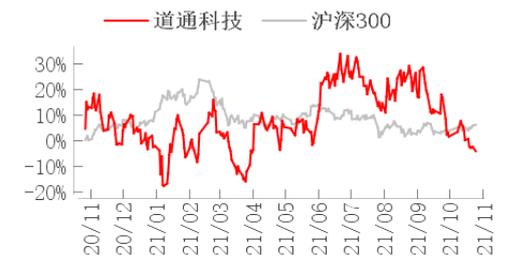
短期业绩承压，不改长期成长趋势



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年10月25日)	66.7元
目标价格	79.5元
52周最高价/最低价	97.4/55.56元
总股本/流通A股(万股)	45,000/27,091
A股市值(百万元)	30,015
国家/地区	中国
行业	计算机
报告发布日期	2021年10月26日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-1.91	-17.96	-15.57	-4.21
相对表现	-3.25	-25.98	-15.34	-9.08
沪深300	1.34	8.02	-0.23	4.87



资料来源: WIND、东方证券研究所

证券分析师 浦俊懿
021-63325888*6106
pujunyi@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860514050004

证券分析师 陈超
021-63325888*3144
chenchao3@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860521050002

相关报告

Q2 收入增长提速，产品种类及竞争力持续增强： 2021-08-18

收入增速进一步提升，新产品有望持续落地： 2021-07-05

汽车智能诊断龙头，围绕“新三化”布局打开成长新空间： 2021-06-27

事件：公司发布 2021Q3 季报，2021 前三季度公司实现营业收入 16.35 亿，同比增长 52.3%，实现归母净利润 3.42 亿，同比增长 7.3%，实现扣非净利 2.99 亿，同比增长 5.8%。以此测算，2021Q3 单季度实现营业收入 5.89 亿，同比增长 23.1%，实现归母净利润 1.11 亿，同比下滑 30.6%，实现扣非净利 1.06 亿，同比下降 19.2%。

核心观点

- **高基数下 Q3 延续快速增长趋势。**得益于软件云服务、ADAS 产品的高速增长，以及第三代综合诊断、TPMS 产品的快速增长，Q3 单季度实现收入 5.89 亿，同比增长 23.1%，在去年同期高基数水平下仍然实现较快增长。分地区看，北美、欧洲、中国境内及其他地区分别实现 8.09、2.21、2.00 亿、3.89 亿，收入占比分别 49%、14%、12%、24%，收入增速分别为 64%、64%、38%、35%。
- **毛利率下降及期间费用率上升导致短期业绩承压。**公司前三季度毛利率为 57.18%，同比下降 6.88pct，主要系会计准则调整致运输费计入当期营业成本。另一方面，受股权激励产生股份支付费用影响以及研发投入加大，前三季度期间费用率水平达到 42.90%，同比上升 6.18pct。其中，因在智能维修信息、云服务、新能源产品等领域研发投入加大，报告期内公司研发费用率 20.76%，同比上升 4.08pct。
- **公司发布新能源战略，有望提升成长天花板。**公司围绕诊、检、充、储全链路，推出充电桩、新能源诊断仪、充放电机等多款产品以及智能充电云服务。公司通过不断发掘行业变革时所产生的痛点，有针对性地扩充自身的产品线及业务边界，不断提高自身成长的天花板。

财务预测与投资建议

- 略调整公司收入增速、毛利率及费用率，我们预测公司 21-23 年 EPS 分别为 1.06、1.76 和 2.44 元（原预测为 1.41、1.98 和 2.71 元）。根据可比公司 21 年 PE 水平，对应 21 年 PE 为 75 倍，目标价为 79.50 元，维持买入评级。

风险提示

研发进展不及预期的风险；行业内竞争恶化风险；新能源战略推进不及预期

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,196	1,578	2,245	3,122	4,230
同比增长(%)	32.8%	31.9%	42.3%	39.0%	35.5%
营业利润(百万元)	341	481	519	862	1,204
同比增长(%)	13.6%	41.0%	7.9%	66.0%	39.7%
归属母公司净利润(百万元)	327	433	475	791	1,100
同比增长(%)	-2.6%	32.4%	9.8%	66.5%	39.0%
每股收益(元)	0.73	0.96	1.06	1.76	2.44
毛利率(%)	62.4%	64.3%	61.4%	62.4%	62.9%
净利率(%)	27.3%	27.4%	21.2%	25.3%	26.0%
净资产收益率(%)	29.7%	23.4%	17.7%	24.4%	26.3%
市盈率	91.8	69.3	63.1	37.9	27.3
市净率	25.8	11.8	10.6	8.3	6.3

资料来源: 公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

可比公司估值比较

公司	代码	最新价格(元) 2021/10/25	每股收益(元)				市盈率			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
中科创达	300496	124.15	1.04	1.54	2.18	2.96	119.00	80.37	56.91	41.91
德赛西威	002920	97.85	0.94	1.39	1.88	2.42	103.86	70.38	52.06	40.43
虹软科技	688088	38.40	0.62	0.57	0.82	1.11	62.00	67.50	47.06	34.61
华阳集团	002906	44.69	0.38	0.61	0.88	1.17	117.08	72.79	50.55	38.25
广联达	002410	67.05	0.28	0.56	0.82	1.07	241.01	118.80	81.66	62.68
	最大值						241.01	118.80	81.66	62.68
	最小值						62.00	67.50	47.06	34.61
	平均数						128.59	81.97	57.65	43.58
	调整后平均						113.31	74.51	53.18	40.20

数据来源：朝阳永续，东方证券研究所

略调整公司收入增速及费用率，我们预测公司 21-23 年 EPS 分别为 1.06、1.76 和 2.44 元（原预测为 1.41、1.98 和 2.71 元）。根据可比公司 21 年 PE 水平，对应 21 年 PE 为 75 倍，目标价为 79.50 元，维持买入评级。

表：主要财务数据变动分析表

人民币百万元（标注除外）	调整前			调整后		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,241	3,079	4,129	2,245	3,122	4,230
变动幅度				0.2%	1.4%	2.4%
营业利润	689	968	1,316	519	870	1,217
变动幅度				-24.6%	-10.1%	-7.5%
归属母公司净利润	637	892	1,218	475	799	1,112
变动幅度				-25.3%	-10.4%	-8.7%
每股收益(元)	1.41	1.98	2.71	1.06	1.76	2.44
变动幅度				-25.3%	-11.3%	-9.7%
毛利率(%)	65.85%	66.79%	67.92%	61.39%	62.40%	62.90%
变动幅度				-4.5%	-4.4%	-5.0%
净利率(%)	28.42%	28.96%	29.49%	21.17%	25.35%	26.00%
变动幅度				-7.2%	-3.6%	-3.5%

数据来源：东方证券研究所

表：核心假设及盈利预测变动分析表

人民币百万元（标注除外）	调整前			调整后		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
核心假设						
销售费用率	11.27%	12.15%	13.04%	10.01%	9.82%	9.78%
变动幅度				-1.26%	-2.34%	-3.26%
管理费用率	11.32%	7.96%	6.88%	10.84%	7.08%	6.06%
变动幅度				-0.48%	-0.88%	-0.82%
研发费用率	16.57%	18.16%	18.26%	21.34%	20.60%	20.18%
变动幅度				4.77%	2.45%	1.92%
分产品盈利预测						
汽车综合诊断产品						
销售收入（百万元）	1,186.6	1,458.5	1,765.4	1,248.1	1,595.0	1,998.6
变动幅度				5.2%	9.4%	13.2%
毛利率	61.7%	61.5%	61.5%	57.3%	57.7%	57.1%
变动幅度				-4.3%	-3.8%	-4.5%
TPMS产品						
销售收入（百万元）	384.8	519.7	677.7	374.7	502.8	664.4
变动幅度				-2.6%	-3.2%	-2.0%
毛利率	57.4%	56.6%	56.2%	53.0%	50.6%	49.8%
变动幅度				-4.4%	-5.9%	-6.4%
软件云服务						
销售收入（百万元）	373.5	612.3	946.7	326.8	535.3	827.6
变动幅度				-12.5%	-12.6%	-12.6%
毛利率	95.5%	95.0%	95.0%	94.0%	94.0%	93.0%
变动幅度				-1.5%	-1.0%	-2.0%
ADAS产品						
销售收入（百万元）	229.7	405.1	635.2	229.7	405.1	635.2
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	65.0%	64.5%	64.0%	61.0%	61.0%	61.0%
变动幅度				-4.0%	-3.5%	-3.0%
其他主营业务						
销售收入（百万元）	50.2	67.7	88.0	50.2	67.7	88.0
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	15.0%	20.0%	25.0%	15.0%	20.0%	25.0%
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
其他业务						
销售收入（百万元）	15.8	15.8	15.8	15.8	15.8	15.8
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
合计	2,240.6	3,079.2	4,129.0	2,245.2	3,121.8	4,229.6
变动幅度				0.2%	1.4%	2.4%
综合毛利率	65.8%	66.8%	67.9%	61.4%	62.4%	62.9%
变动幅度				-4.5%	-4.4%	-5.0%

数据来源：东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	346	1,351	1,530	1,966	2,631	营业收入	1,196	1,578	2,245	3,122	4,230
应收票据、账款及款项融资	261	325	463	643	872	营业成本	450	563	867	1,174	1,569
预付账款	35	25	35	49	67	营业税金及附加	13	15	22	31	51
存货	356	443	682	923	1,234	营业费用	167	192	225	306	414
其他	87	488	568	669	793	管理费用及研发费用	266	407	723	864	1,110
流动资产合计	1,085	2,632	3,278	4,251	5,597	财务费用	(8)	14	(14)	(17)	(23)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	11	11	15	19	24
固定资产	167	229	306	356	398	公允价值变动收益	(6)	30	32	33	35
在建工程	23	0	0	0	0	投资净收益	(7)	13	15	16	16
无形资产	60	45	59	72	82	其他	58	61	65	68	68
其他	173	269	19	10	10	营业利润	341	481	519	862	1,204
非流动资产合计	422	543	384	437	490	营业外收入	1	0	1	1	1
资产总计	1,507	3,175	3,663	4,688	6,088	营业外支出	0	27	20	30	35
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	342	454	500	833	1,170
应付票据及应付账款	90	258	397	538	719	所得税	15	21	25	42	70
其他	91	319	416	509	628	净利润	327	433	475	791	1,100
流动负债合计	180	577	813	1,047	1,347	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	6	6	6	6	归属于母公司净利润	327	433	475	791	1,100
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.73	0.96	1.06	1.76	2.44
其他	162	58	0	0	0						
非流动负债合计	162	65	6	6	6	主要财务比率					
负债合计	342	642	819	1,054	1,353		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
实收资本(或股本)	400	450	450	450	450	营业收入	32.8%	31.9%	42.3%	39.0%	35.5%
资本公积	96	1,173	1,173	1,173	1,173	营业利润	13.6%	41.0%	7.9%	66.0%	39.7%
留存收益	672	925	1,221	2,012	3,111	归属于母公司净利润	-2.6%	32.4%	9.8%	66.5%	39.0%
其他	(3)	(15)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	1,165	2,533	2,843	3,635	4,734	毛利率	62.4%	64.3%	61.4%	62.4%	62.9%
负债和股东权益总计	1,507	3,175	3,663	4,688	6,088	净利率	27.3%	27.4%	21.2%	25.3%	26.0%
						ROE	29.7%	23.4%	17.7%	24.4%	26.3%
						ROIC	29.0%	25.5%	17.8%	24.7%	26.5%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	22.7%	20.2%	22.4%	22.5%	22.2%
净利润	327	433	475	791	1,100	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	53	49	49	47	47	流动比率	6.01	4.56	4.03	4.06	4.16
财务费用	(8)	14	(14)	(17)	(23)	速动比率	4.01	3.78	3.18	3.16	3.22
投资损失	7	(13)	(15)	(16)	(16)	营运能力					
营运资金变动	(198)	(43)	(246)	(321)	(405)	应收账款周转率	5.0	5.3	5.4	5.4	5.3
其它	49	129	171	(15)	(11)	存货周转率	1.4	1.4	1.5	1.4	1.4
经营活动现金流	229	570	420	469	692	总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.8
资本支出	(74)	(41)	(120)	(100)	(100)	每股指标(元)					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	0.73	0.96	1.06	1.76	2.44
其他	(63)	(930)	45	49	51	每股经营现金流	0.57	1.27	0.93	1.04	1.54
投资活动现金流	(137)	(971)	(75)	(51)	(49)	每股净资产	2.59	5.63	6.32	8.08	10.52
债权融资	0	6	0	0	0	估值比率					
股权融资	4	1,127	0	0	0	市盈率	91.8	69.3	63.1	37.9	27.3
其他	(204)	(222)	(166)	17	23	市净率	25.8	11.8	10.6	8.3	6.3
筹资活动现金流	(200)	911	(166)	17	23	EV/EBITDA	73.4	52.0	51.1	31.7	23.1
汇率变动影响	6	(9)	-0	-0	-0	EV/EBIT	85.0	57.2	56.0	33.5	24.0
现金净增加额	(102)	501	179	436	665						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn