



2022年03月28日

策略类●证券研究报告

新股专题覆盖:经纬恒润 (2022年第29期)

(新股专题覆盖报告旨在针对近日询价上市公司进行简单的研究梳理)

投资要点

- ◆ 本期共1家公司询价，3月31日（周四）科创板上市公司“经纬恒润”将询价。
- ◆ **经纬恒润 (688326):** 公司专注于为汽车、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，具体产品包括汽车电子产品、高端装备电子产品和汽车电子产品开发服务。公司 2019-2021 年分别实现营业收入 18.45 亿元/24.79 亿元/32.62 亿元，YOY 依次为 19.91%/34.35%/31.61%，三年营业收入的年复合增速 28.5%；实现归母净利润-0.60 亿元/0.74 亿元/1.46 亿元，YOY 依次为-387.2%/223.5%/98.37%，三年归母净利润的年复合增速 91.6%。根据公司初步预测，2022Q1 归属于母公司净利润预计同比增长-223.74%至-161.87%。
 - **投资亮点：**1、公司是国内较早布局智能驾驶等相关业务的国内领先汽车电子服务商，受益于我国汽车智联化、网联化趋势，相关业务有望保持较快增长。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；公司自 2010 年即开始智能驾驶电子产品的研发工作，2016 年自主研发的 ADAS 系统成功在上汽荣威 RX5 车型进行量产配套，打破了国外公司在该领域的垄断，至今公司已完成四代 ADAS 系统的迭代；同时，2015 年公司进入高级别智能驾驶业务领域，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。产品市场份额上，根据佐思汽研的统计，2020 年公司 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。2、公司产品线互为搭配，不仅有 ADAS、CAM、APCU 等主要产品在一汽集团、广汽集团、中国重汽、英纳法等国内外知名汽车整车厂和国际知名汽车一级供应商实现配套量产，同时，公司也有大量的产品已经定点、等待起量，预计新产品接续进入量产将推升公司业绩向好。从公司招股书披露来看，智能驾驶电子多款产品正处于已定点阶段，包括车载高性能计算平台（HPC）在嬴彻科技、宝能汽车定点，毫米波雷达产品在江铃汽车、江淮汽车定点，APA 在上汽集团定点；底盘电控系统产品中的线控制动系统已在长城控股定点、底盘域控制器已在蔚来汽车定点等。
 - **同行业上市公司对比：**经纬恒润相似的汽车电子智能驾驶领域同行业上市公司主要有德赛西威、光庭信息、华阳集团、中科创达等。假设以上述公司来看同行业状况，同行业上市公司平均收入规模（前三季度）为 31 亿元，平均毛利率为 33.47%，平均 PE-TTM（算术平均）为 75.1X。比较来看，公司收入体量与行业平均水平基本相当，但显著低于德赛西威；公司毛利率则处于行业中位区间，高于德赛西威和华阳集团，但低于光庭信息和中科创达。
 - ◆ **风险提示：**已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差、具体上市公司风险在正文内容中展示等。

新股专题报告

分析师

李蕙

SAC 执业证书编号：S0910519100001

lihui1@huajinsc.cn

相关报告

内容目录

一、经纬恒润	3
(一) 基本财务状况	3
(二) 行业情况	4
(三) 公司亮点	5
(四) 募投项目投入	5
(五) 同行业上市公司指标对比	6
(六) 风险提示	7

图表目录

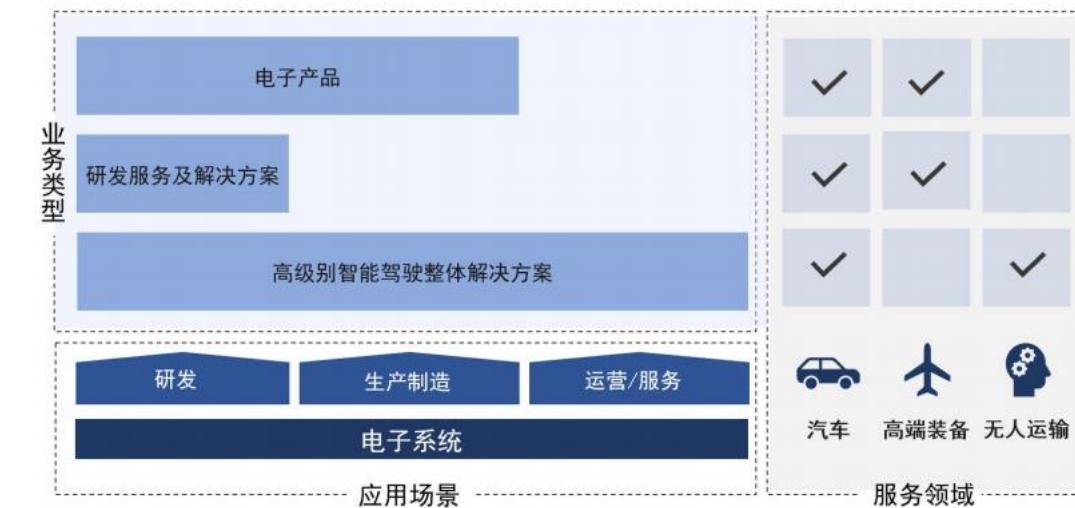
图 1: 公司主要应用服务场景	3
图 2: 公司收入规模及增速变化	4
图 3: 公司归母净利润及增速变化	4
图 4: 公司销售毛利率及净利润率变化	4
图 5: 公司 ROE 变化	4
图 6: 汽车电子产品矩阵	5
表 1: 公司本次 IPO 募投项目投入	6
表 2: 同行业上市公司指标对比	6

一、经纬恒润

公司专注于为汽车、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，具体产品包括汽车电子产品、高端装备电子产品和汽车电子产品开发服务；其中，汽车电子产品又可细分为智能驾驶电子产品、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等。

通过长期业务积累，公司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：公司主要应用服务场景



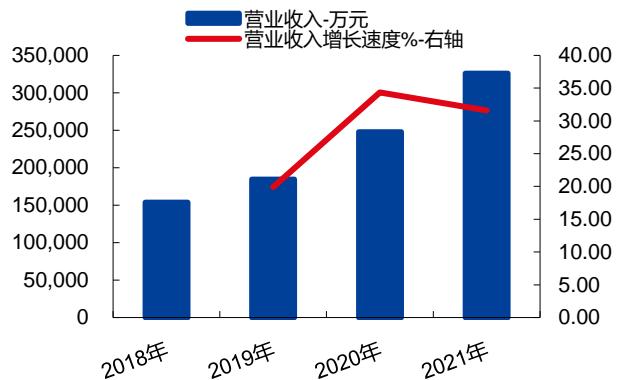
资料来源：公司招股书，华金证券研究所

(一) 基本财务状况

公司 2019-2021 年分别实现营业收入 18.45 亿元/24.79 亿元/32.62 亿元，YOY 依次为 19.91%/34.35%/31.61%，三年营业收入的年复合增速 28.5%；实现归母净利润-0.60 亿元/0.74 亿元/1.46 亿元，YOY 依次为-387.2%/223.5%/98.37%，三年归母净利润的年复合增速 91.6%。

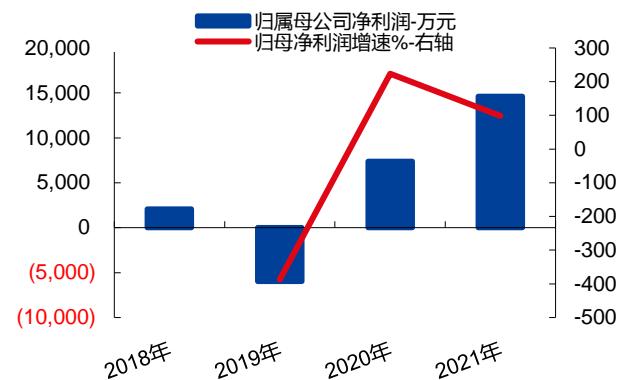
2021 年，公司主营按产品类型主要可分为四大部分，包括：电子产品（25.0 亿元，76.57%）、研发服务及解决方案（7.1 亿元，21.67%）、高级别智能驾驶整体解决方案（0.39 亿元，1.2%）、其他业务（0.18 亿元，0.55%）。其中，以 2021H1 年来看，电子产品中车身和舒适域电子产品、智能驾驶电子产品、智能网联电子产品等三个产品是收入贡献的主要来源，分别占收入比重 38.6%、25.31% 和 15.92%。比较来看，2019 年开始，电子产品中的智能网联电子产品和智能驾驶电子产品收入占比开始提升，而研发服务及解决方案收入占比则有所降低。

图 2：公司收入规模及增速变化



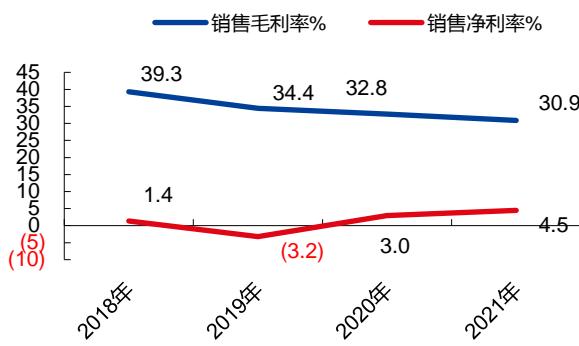
资料来源：Wind, 华金证券研究所

图 3：公司归母净利润及增速变化



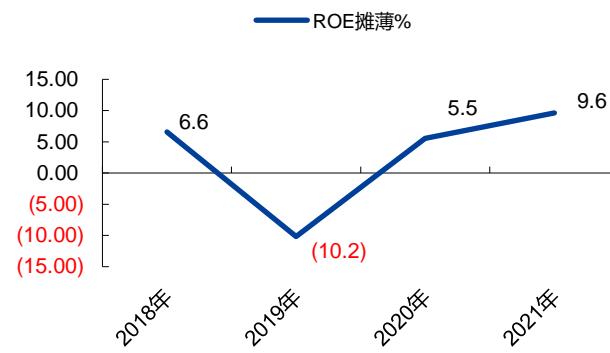
资料来源：Wind, 华金证券研究所

图 4：公司销售毛利率及净利润率变化



资料来源：Wind, 华金证券研究所

图 5：公司 ROE 变化



资料来源：Wind, 华金证券研究所

（二）行业情况

公司专注于为汽车、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业务和高级别智能驾驶整体解决方案服务；所属行业或可归属为汽车电子行业。

汽车电子行业处于产业链中游，产业链上游行业主要为电子元器件、结构件和印制电路板等行业，下游行业是整车制造业，最终在出行和运输服务等行业实现产品应用。随着汽车智能化、网联化和电动化趋势的发展，汽车的定位逐渐向“智能移动生活空间”转变，汽车电子渗透率与市场规模不断提升；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%；同时，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。

而在汽车电子产品种类增多、复杂度提升、更新速度加快以及质量要求趋严的综合背景下，从汽车电子系统的设计开发、汽车电子产品的系统集成，到汽车电子系统的检测与验证，全流程的汽车电子技术服务需求也不断增加。

图 6：汽车电子产品矩阵



资料来源：公司招股书，华金证券研究所

(三) 公司亮点

1、公司是国内较早布局智能驾驶等相关业务的国内领先汽车电子服务商，受益于我国汽车智联化、网联化趋势，相关业务有望保持较快增长。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；公司自 2010 年即开始智能驾驶电子产品的研发工作，2016 年自主研发的 ADAS 系统成功在上汽荣威 RX5 车型进行量产配套，打破了国外公司在该领域的垄断，至今公司已完成四代 ADAS 系统的迭代；同时，2015 年公司进入高级别智能驾驶业务领域，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，并已于多家厂商合作。产品市场份额上，根据佐思汽研的统计，2020 年公司 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；其中，在自主品牌乘用车市场中，公司 ADAS 产品市场份额占比 16.7%，位居市场第二；重型牵引车（营运类）搭载市场份额占比达 30.44%，居市场首位。

2、公司产品线互为搭配，不仅有 ADAS、CAM、APCU 等主要产品在一汽集团、广汽集团、中国重汽、英纳法等国内外知名汽车整车厂和国际知名汽车一级供应商实现配套量产，同时，公司也有大量的产品已经定点、等待起量，预计新产品接续进入量产将推升公司业绩向好。从公司招股书披露来看，智能驾驶电子多款产品正处于已定点阶段，包括车载高性能计算平台（HPC）在嬴彻科技、宝能汽车定点，毫米波雷达产品在江铃汽车、江淮汽车定点，APA 在上汽集团定点；底盘电控系统产品中的线控制动系统已在长城控股定点、底盘域控制器已在蔚来汽车定点等。

(四) 募投项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 3 个项目及补充流动资金。

1、经纬恒润南通汽车电子生产基地项目：项目整体财务内部收益率（税后）为 26.02%，项目静态投资回收期（税后，含建设期）为 7.06 年。

表 1：公司本次 IPO 募投项目投入

序号	项目名称	总投资额（万元）	拟使用募集资金金额（万元）	项目建设期
1	经纬恒润南通汽车电子生产基地项目	225,867.24	213,098.24	4 年
2	经纬恒润天津研发中心建设项目	167,943.18	146,534.29	4 年
3	经纬恒润数字化能力提升项目	40,748.11	40,748.11	3 年
4	补充流动资金	99,619.36	99,619.36	/
	合计	534,177.89	500,000.00	/

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

（五）同行业上市公司指标对比

公司 2021 年实现收入 32.6 亿元，同比增长 31.61%；实现归属于母公司净利润 1.46 亿元，同比增长 98.37%。根据公布初步预测，2022 年一季度，预计公司营业收入为 66,000 万元至 72,000 万元，较上年同期同比增长-9.41%至-1.18%；预计实现归属于母公司所有者的净利润为 -4,000 万元至-2,000 万元，较上年同期同比增长-223.74%至-161.87%；预计实现扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润为-8,000 万元至-6,000 万元，较上年同期同比增长-353.71% 至-290.28%，其中，2022 年 1-3 月非经常性损益主要为投资收益，由于 2022 年 3 月公司参股子公司赛目科技进行增资扩股，持有赛目科技股权的公允价值相应增加形成。根据公司描述，2022 年一季度公司业绩下滑的原因主要系下游商用车行业销量规模同期下降、人员规模增长导致研发费用大幅增加、车规级芯片短缺及疫情影响。

经纬恒润相似的汽车电子智能驾驶领域同行业上市公司主要有德赛西威、光庭信息、华阳集团、中科创达等；其中，德赛西威业务规模显著高于其他同行业上市公司。假设以上述公司来看同行业状况，同行业上市公司平均收入规模（前三季度）为 31 亿元，平均毛利率为 33.47%，平均 PE-TTM（算术平均）为 75.1X。比较来看，公司收入体量与行业平均水平基本相当，但显著低于德赛西威；公司毛利率则处于行业中位区间，高于德赛西威和华阳集团，但低于光庭信息和中科创达。

表 2：同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值（亿元）	PE-TTM	2021Q3 收入（亿元）	2021Q3 收入增速	2021Q3 归母净利润（万元）	2021Q3 净利润增长率	2021Q3 销售毛利率	2021Q3 ROE 摊薄
002920.SZ	德赛西威	667.44	96.57	63.03	46.65%	49,135.27	54.36%	24.23%	9.90%
301221.SZ	光庭信息	60.08	75.17	2.77	36.91%	4,219.30	19.59%	45.38%	8.97%
002906.SZ	华阳集团	189.37	63.14	31.31	47.78%	20,820.64	133.13%	22.69%	5.55%
300496.SZ	中科创达	425.10	65.68	26.72	49.51%	45,037.59	54.24%	41.57%	9.53%
688326.SH	经纬恒润 (2021 年)	/	/	32.62	31.61%	14,618.73	98.37%	30.88%	9.62%

资料来源：Wind，华金证券研究所

备注：军信股份财务数据更新至 2021 年。

(六) 风险提示

存货跌价风险、毛利率波动风险、原材料价格波动及供给风险、智能驾驶政策风险、特别表决权股份安排的风险等。

分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn