

经纬恒润-W (688326.SH)

一季报点评：短期业绩阶段性承压，研发驱动长期成长

买入

核心观点

受疫情等因素影响，短期业绩承压。公司 2022 年 Q1 实现营业总收入 7.09 亿元（-2.71%），归母净利润为-3173.09 万元（-198.16%）。受到疫情影响以及重卡销量下滑等因素，致使公司电子产品业务出现短期波动；因车规级芯片短缺和价格上涨等因素，公司为优先保供和部分客户之间关于高价物料的价格补偿金额尚未确定，成本端短期承压；公司研发人员较去年同期大幅增加，研发费用大幅提升，Q1 研发费用 1.43 亿元（+61.36%），Q1 研发费用率 20.24%，比去年同期增长 8.04pct。此外，公司的研发服务业务和高阶智能驾驶业务存在季节性波动，主要集中在下半年确认收入。

L2 级 ADAS 渗透率快速提升，公司前视 ADAS 系统有望快速放量。公司当前 ADAS 产品销量主要由基于 Mobileye 芯片的前视一体机方案贡献，方案平均售价在 1100 元左右，主要面向 15 万元以下乘用车，能够实现 L2 级 ADAS 功能。当前，前视 ADAS 系统进入渗透率快速提升阶段，预计到 2025 年装配率有望提升到 65%。公司作为 Mobileye 的核心方案商，有望持续收益。此外，公司也在大力布局包括 TI TDA4、英伟达等其他芯片平台的域控制器方案，相关国产芯片平台也有望快速落地。

公司软件能力出众，在车身电子领域布局全面。公司是中国第一家加入 AUTOSAR 组织的基础软件供应商，软件能力出众，公司产品在车身电子布局全面，拥有多年的深厚配套经验。在汽车 EEA 架构不断集中的过程中，车身域控制器有望逐渐替代传统的多个功能车身 ECU，公司有望在车身域控制器等增量产品上获得先发优势。此外，公司主机厂客户群体不断扩大，客户结构持续改善，其他电子产品如底盘域控制器等也有望快速放量。公司定位综合型的汽车电子服务商，产品布局十分全面，有望在 EEA 架构不断集中的行业趋势下持续收益。

风险提示：汽车销量不及预期；ADAS 落地节奏不及预期；汽车芯片供应不足风险；疫情反复带来的交付不及预期。

投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级。预计 2022-2024 年营业收入 41.90/52.35/65.51 亿元，同比增速 28.4%/24.9%/25.1%，归母净利润 2.19/2.95/3.55 亿元，同比增速 49.6%/34.9%/20.4%，当前股价对应 PE=38x/28x/24x。公司作为国内稀缺的综合型汽车电子综合服务商，有望在汽车智能化的时代浪潮下持续收益，首次覆盖，给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,479	3,262	4,190	5,235	6,551
(+/-%)	34.3%	31.6%	28.4%	24.9%	25.1%
净利润(百万元)	74	146	219	295	355
(+/-%)	-223.5%	98.4%	49.6%	34.9%	20.4%
每股收益(元)	0.82	1.62	2.43	3.28	3.95
EBIT Margin	3.5%	3.9%	4.3%	4.8%	5.1%
净资产收益率 (ROE)	5.5%	9.6%	12.7%	14.9%	15.4%
市盈率 (PE)	113.1	57.0	38.1	28.2	23.5
EV/EBITDA	94.2	67.5	50.9	40.9	34.7
市净率 (PB)	6.24	5.49	4.86	4.21	3.62

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

计算机·计算机设备

证券分析师：熊莉

021-61761067

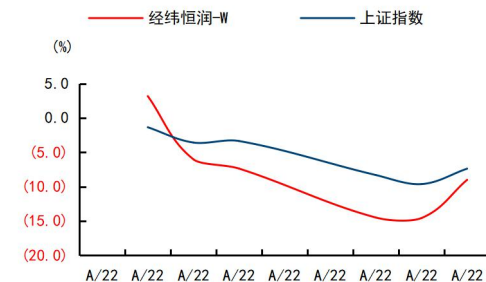
xiongli1@guosen.com.cn

S0980519030002

基础数据

投资评级	买入(首次覆盖)
合理估值	
收盘价	91.00 元
总市值/流通市值	10920/2093 百万元
52 周最高价/最低价	111.98/80.50 元
近 3 个月日均成交额	391.25 百万元

市场走势

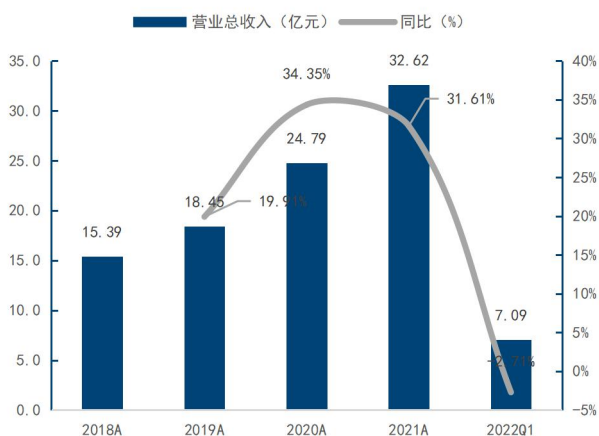


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

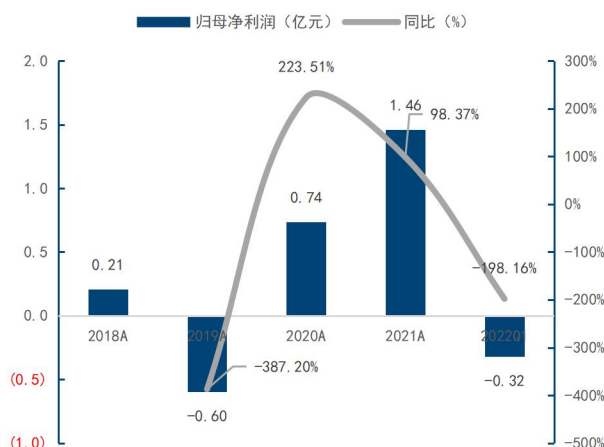
受疫情等因素影响，短期业绩承压。公司 2022 年 Q1 实现营业总收入 7.09 亿元（-2.71%），归母净利润为-3173.09 万元（-198.16%）。受到疫情影响以及重卡销量下滑等因素，致使公司电子产品业务出现短期波动；因车规级芯片短缺和价格上涨等因素，公司为优先保供和部分客户之间关于高价物料的价格补偿金额尚未确定，成本端短期承压；公司研发人员较去年同期大幅增加，研发费用大幅提升，Q1 研发费用 1.43 亿元（+61.36%），Q1 研发费用率 20.24%，比去年同期增长 8.04pct。此外，公司的研发服务业务和高阶智能驾驶业务存在季节性波动，主要集中在下半年确认收入。

图1：经纬恒润营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：经纬恒润归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测及投资建议

假设：

1. 公司电子产品业务快速增长，预计 22-24 年电子产品业务整体营收增速为 32.8%/28.0%/28.3%。其中，公司智能驾驶产品保持快速增长，预计 22-24 年智能驾驶业务营收增速 50.8%/35.0%/40.0%；公司的 T-box 和网关等智能网联产品价值量不断提升，销量快速增长，预计 22-24 年智能网联业务营收增速 35.7%/38.1%/36.9%；传统车身电子 ECU 逐渐会被车身区域控制器替代，公司车身电子价值量增加，预计 22-24 年车身域业务营收增速 20.9%/16.8%/12.5%；
2. 公司持续服务头部主机厂客户，研发服务及解决方案业务保持平稳增长，预计 22-24 年该业务营收增速为 12.0%/12.0%/10.0%；
3. 公司持续布局无人重卡车队等 Robotruck 领域，高级别智能驾驶业务快速商业化落地，预计 22-24 年公司该业务营收增速为 40.0%/30.0%/30.0%。

表1: 经纬恒润业务拆分

收入分类预测	2020	2021	2022E	2023E	2024E
电子产品					
收入（百万元）	1,800	2,498	3,318	4,247	5,447
增长率	47.8%	38.8%	32.8%	28.0%	28.3%
毛利（百万元）	479	688	926	1,189	1,508
毛利率	26.6%	27.6%	27.9%	28.0%	27.7%
营收占比	72.6%	76.6%	79.2%	81.1%	83.2%
研发服务及解决方案					
收入（百万元）	634	707	792	887	976
增长率	2.8%	11.6%	12.0%	12.0%	10.0%
毛利（百万元）	316	297	356	399	439
毛利率	49.8%	43.0%	45.0%	45.0%	45.0%
营收占比	25.6%	21.7%	18.9%	16.9%	14.9%
高级别智能驾驶					
收入（百万元）	39	39	55	72	93
增长率	376.7%	1.2%	40.0%	30.0%	30.0%
毛利（百万元）	16	9	22	29	37
毛利率	41.0%	22.7%	40.0%	40.0%	40.0%
营收占比	1.6%	1.2%	1.3%	1.4%	1.4%
其他业务					
收入总计（百万元）	6	18	25	30	35
毛利	1	13	15	18	21
毛利率(%)	18.4%	72.4%	60.0%	60.0%	60.0%
合计					
总收入（百万元）	2,479	3,262	4,190	5,235	6,551
增长率	34.4%	31.6%	28.4%	24.9%	25.1%
毛利（百万元）	812	1,007	1,319	1,635	2,005
毛利率	32.8%	30.9%	31.5%	31.2%	30.6%

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级。预计 2022-2024 年营业收入 41.90/52.35/65.51 亿元, 同比增速 28.4%/24.9%/25.1%, 归母净利润 2.19/2.95/3.55 亿元, 同比增速 49.6%/34.9%/20.4%, 当前股价对应 PE=38x/28x/24x。公司作为综合型汽车电子综合服务商, 涉及业务板块较多, 其中, 智能驾驶业务可以对标德赛西威, 车身电子业务可以对标科博达、研发服务及解决方案业务可以对标中科创达、光庭信息等。根据 WIND 一致预期, 可比公司平均市盈率 (2022E) 为 38x, 公司作为产品布局全面的汽车电子综合服务商, 当前较多产品仍处于研发投入期, 公司 2021 年研发费用率 13.98%, 给予一定估值溢价, 给予市盈率 (2022E) 65X, 对应市值 142 亿元。公司作为国内稀缺的综合型汽车电子综合服务商, 有望在汽车智能化的时代浪潮下持续收益, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表2: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE			投资评级
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
300496.SZ	中科创达	84.59	359.6	1.50	2.15	2.94	56.31	39.36	28.80	买入
002920.SZ	德赛西威	110.41	613.1	1.51	2.10	2.88	73.12	52.58	38.28	无评级
301221.SZ	光庭信息	42.57	39.4	1.05	1.26	1.80	40.54	33.74	23.67	无评级
603786.SH	科博达	39.01	156.1	0.97	1.45	1.96	40.13	26.82	19.91	无评级
	平均						52.53	38.12	27.66	
688326.SH	经纬恒润	91.00	109.2	1.62	1.74	2.59	56.17	52.35	35.14	买入

资料来源: Wind (德赛西威、中科创达、光庭信息、科博达参考 Wind 一致盈利预测)、国信证券经济研究所整理和预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	847	937	1289	1723	2262	营业收入	2479	3262	4190	5235	6551
应收款项	1117	822	1148	1449	1831	营业成本	1667	2255	2871	3601	4546
存货净额	883	1360	1560	1957	2474	营业税金及附加	14	16	21	26	33
其他流动资产	108	191	210	262	328	销售费用	179	195	260	314	360
流动资产合计	3105	3367	4263	5447	6951	管理费用	181	214	271	335	391
固定资产	271	502	563	628	661	研发费用	352	456	587	707	884
无形资产及其他	259	271	260	250	239	财务费用	18	10	(31)	(45)	(58)
投资性房地产	252	356	356	356	356	投资收益	(16)	(8)	0	0	0
长期股权投资	15	9	9	9	9	资产减值及公允价值变动	22	54	30	30	0
资产总计	3902	4505	5451	6689	8215	其他收入	(374)	(488)	(587)	(707)	(884)
短期借款及交易性金融负债	168	25	100	100	100	营业利润	52	131	243	327	394
应付款项	867	1130	1443	1810	2289	营业外净收支	0	(0)	0	0	0
其他流动负债	1343	1528	2020	2526	3153	利润总额	52	131	243	328	395
流动负债合计	2377	2684	3563	4436	5542	所得税费用	(21)	(15)	24	33	39
长期借款及应付债券	0	0	(230)	(230)	(230)	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	188	302	402	502	602	归属于母公司净利润	74	146	219	295	355
长期负债合计	188	302	172	272	372	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	2566	2986	3735	4707	5914	净利润	74	146	219	295	355
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	8	19	24	9	4
股东权益	1336	1519	1716	1982	2302	折旧摊销	30	42	56	67	74
负债和股东权益总计	3902	4505	5451	6689	8215	公允价值变动损失	(22)	(54)	(30)	(30)	0
						财务费用	18	10	(31)	(45)	(58)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(121)	211	385	232	246
每股收益	0.82	1.62	2.43	3.28	3.95	其它	(8)	(19)	(24)	(9)	(4)
每股红利	0.12	0.03	0.24	0.33	0.39	经营活动现金流	(39)	344	629	564	675
每股净资产	14.84	16.88	19.07	22.02	25.57	资本开支	0	(335)	(100)	(100)	(100)
ROIC	9.95%	10.11%	15%	26%	43%	其它投资现金流	(145)	95	0	0	0
ROE	5.52%	9.62%	13%	15%	15%	投资活动现金流	(132)	(234)	(100)	(100)	(100)
毛利率	33%	31%	31%	31%	31%	权益性融资	(14)	0	0	0	0
EBIT Margin	3%	4%	4%	5%	5%	负债净变化	(52)	0	(230)	0	0
EBITDA Margin	5%	5%	6%	6%	6%	支付股利、利息	(11)	(3)	(22)	(30)	(36)
收入增长	34%	32%	28%	25%	25%	其它融资现金流	652	(14)	75	0	0
净利润增长率	-224%	98%	50%	35%	20%	融资活动现金流	512	(20)	(177)	(30)	(36)
资产负债率	66%	66%	69%	70%	72%	现金净变动	341	90	352	434	539
股息率	0.1%	0.0%	0.3%	0.4%	0.4%	货币资金的期初余额	506	847	937	1289	1723
P/E	113.1	57.0	38.1	28.2	23.5	货币资金的期末余额	847	937	1289	1723	2262
P/B	6.2	5.5	4.9	4.2	3.6	企业自由现金流	0	58	503	426	523
EV/EBITDA	94.2	67.5	50.9	40.9	34.7	权益自由现金流	0	44	376	466	574

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032