

经纬恒润-W (688326)

自主汽车电子龙头，受益电动智能化趋势

2022年05月10日

买入（首次）

证券分析师 黄细里

执业证书：S0600520010001

021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

证券分析师 王紫敬

执业证书：S0600521080005

021-60199781

wangzj@dwzq.com.cn

研究助理 谭行悦

执业证书：S0600121070041

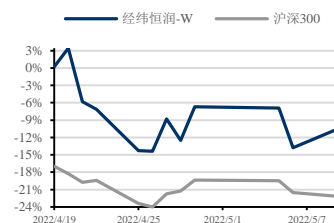
tanxy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	3,262	4,350	5,658	7,630
同比	32%	33%	30%	35%
归属母公司净利润（百万元）	146	206	274	400
同比	98%	41%	33%	46%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	1.22	1.71	2.28	3.34
P/E（现价&最新股本摊薄）	73.09	51.99	39.06	26.69

投资要点

- 汽车电子自主龙头，ADAS 产品市占率全国领先。**公司是国内综合型电子系统科技服务商及智能驾驶解决方案提供商，主要面向汽车、高端装备、无人运输等领域。核心业务主要包括三大板块：**汽车电子产品、研发服务及解决方案和高级别智能驾驶整体解决方案**。2016 年公司自主研发的 ADAS 产品打破国际垄断，率先配套上汽荣威 RX5 车型，2020 年，公司智能驾驶域控制器量产配套一汽红旗，截至 2020 年公司在 ADAS 前视系统前装市场市占率达到 3.6% 位居自主品牌第一。2020 年 9-12 月全国重型车辆前视系统前装市占率达到 30.4%，位居全国第一。
- 顺应电动智能化趋势，汽车电子市场持续扩大。**在电动智能化趋势下，汽车电子在整车产品中的占比不断提升，根据赛迪智库测算，截至 2020 年汽车电子在整车成本达到 50%，2025 年有望达到 60%。国内汽车电子市场 2022 年规模有望达到 9783 亿元，2017-2022 年 CAGR 为 12.6%，显著高于全球 2017-2022 年 8.0% 的复合增速。ADAS 自动驾驶功能持续迭代升级，电子电器架构从分布式向域集中式升级的过程中，多传感器融合方案逐步得到应用，产品价值量不断提升。根据我们测算，**2025 年全国 ADAS 市场规模有望达到 1391 亿元，2019-2025 年 CAGR 达到 73.8%**。国际企业因为技术和经验积累等方面的原因在汽车电子领域占据领先地位。在政策引导、市场需求以及自主技术不断成熟的背景下，自主汽车电子厂商开始加速国产化替代进程。
- 打造“三位一体”解决方案，产品技术参数达到国际领先。**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“三位一体”布局的企业之一，与客户建立了广泛、深入的产业合作关系，形成了更高的客户粘性。1) 车身与舒适域：产品技术指标达到国际一流标准，销量持续增涨；2) 智能驾驶：具备不同等级技术平台方案，在乘用车及商用车 ADAS 市场前装量均达到自主品牌全国第一；3) 智能网联：受益于 5G 升级趋势，出货量持续增长。IPO 募投重点增加汽车电子业务产能，有力支持公司业务快速增长。
- 盈利预测与投资评级：1) ADAS 业务跟随行业快速增长；2) 车身及舒适域业务因为国产化替代趋势持续增长；3) 费用率不断下降；**基于以上核心假设，我们预测公司 2022-2024 年营收分别为 43.5/56.6/76.3 亿元，同比分别为+33.3%/+30.1%/+34.8%；2022-2024 年归母净利润分别为 2.06/2.74/4.00 亿元，同比分别为+40.6%/+33.1%/+46.4%，对应 EPS 分别为 1.71/2.28/3.34 元，对应 PE 分别为 51.99/39.06/26.69 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：智能电动汽车行业发展不及预期，法律法规限制自动驾驶发展，芯片供应短缺超出预期。**

股价走势



市场数据

收盘价(元)	89.04
一年最低/最高价	85.43/103.20
市净率(倍)	5.34
流通 A 股市值(百万元)	2,080.55
总市值(百万元)	10,684.80

基础数据

每股净资产(元,LF)	16.66
资产负债率(% ,LF)	67.27
总股本(百万股)	120.00
流通 A 股(百万股)	23.37

相关研究

内容目录

1. 汽车电子自主龙头，智能化起航正当时	5
1.1. 立足汽车电子，智能驾驶产品打破国际垄断	5
1.2. 公司股权架构稳定，核心团队行业经验丰富	5
1.3. 营收持续增长，费用率稳步下降	6
1.4. 重视研发投入，专利储备丰富	8
1.5. 子公司业务范围广泛，具备协同效应	9
2. 顺应电动智能化趋势，汽车电子技术持续迭代升级	10
2.1. 汽车电子不断发展，市场规模持续扩张	10
2.1.1. 产品种类不断丰富，成本占比持续提升。	10
2.1.2. 市场逐步渗透下沉，政策+需求推动国产化替代加速	12
2.2. ADAS 功能不断升级，推动价值量增长	13
2.2.1. 自动驾驶功能不断升级，渗透率有望快速提升。	13
2.3. 汽车网联化不断推进，为全面自动驾驶提供支持	16
3. 围绕汽车电子，打造“三位一体”全套解决方案	17
3.1. 汽车电子业务全面布局，配套国内外知名整车客户	18
3.1.1. 消费者需求日益多元化，车身电子致力改善驾乘体验	19
3.1.2. 智能驾驶功能具备不同等级解决方案，ADAS 系统完成四代技术迭代。	20
3.1.3. 智能网联受益于 5G 升级趋势，出货量持续提升	21
3.2. 研发服务及解决方案业务涉及汽车电子+高端装备核心环节	23
3.3. 募投产能持续扩张，有力支持业务发展	24
4. 盈利预测与投资评级	24
5. 风险提示	26

图表目录

图 1: 经纬恒润发展历程.....	5
图 2: 公司股权结构.....	6
图 3: 公司历年营收（左轴/亿元）&同比增长（右轴/%）.....	7
图 4: 公司净利润（左轴/亿元）&同比增长（右轴/%）.....	7
图 5: 公司各项业务营收占比.....	7
图 6: 公司各类电子产品销量/万套.....	7
图 7: 前五大客户营收&占比/亿元.....	8
图 8: 2021 年公司前五大客户营收占比.....	8
图 9: 同行业公司毛利率对比.....	8
图 10: 公司 2018-2021 各项费用率变化.....	8
图 11: 同行业公司研发费用率对比.....	9
图 12: 截止 2020 年末同行业公司专利数量对比.....	9
图 13: 截止 2021 年上半年公司员工构成.....	9
图 14: 截止 2021 年上半年公司员工学历构成.....	9
图 15: 汽车电子产品矩阵.....	11
图 16: 汽车电子成本占比变化.....	12
图 17: 全球及国内汽车电子市场规模测算/亿元.....	12
图 18: 2021 年汽车电子类别市场份额占比.....	12
图 19: 2020 年全球汽车电子市场格局.....	13
图 20: 2020 年国内汽车电子市场格局.....	13
图 21: 自动驾驶功能分级.....	14
图 22: L1 级别 ADAS 功能渗透率变化.....	14
图 23: L2 级别 ADAS 功能渗透率变化.....	14
图 24: 传统车企&新势力 AEB 功能渗透率.....	15
图 25: 传统车企&新势力自动辅助驾驶功能渗透率.....	15
图 26: 2020 年 L2 级别 ADAS 功能架构渗透率.....	15
图 27: 整车电子电气功能升级.....	15
图 28: 1R1V 传感方案技术架构.....	16
图 29: 5R1V 传感方案技术架构.....	16
图 30: 各级别 ADAS 功能渗透率测算.....	16
图 31: 国内 ADAS 市场规模测算/亿元.....	16
图 32: 国内 T-BOX 产品销量测算/万套.....	17
图 33: 国内 T-BOX 市场空间测算/亿元.....	17
图 34: 2020 年全国乘用车各企业 T-BOX 市占率.....	17
图 35: 公司产品应用场景及服务领域.....	18
图 36: 公司“三位一体”业务布局.....	18
图 37: 汽车电子业务营收&增速/亿元.....	18
图 38: 汽车电子各项业务营收占比.....	18
图 39: 公司汽车电子产品及配套客户.....	19
图 40: 公司先进辅助驾驶系统/域控制器/高性能计算平台产品布局.....	21
图 41: 2020 年全国乘用车前视系统装配量及市占率/万套.....	21
图 42: 2020 年 9-12 月重型车预警产品搭载量及市占率/万套.....	21

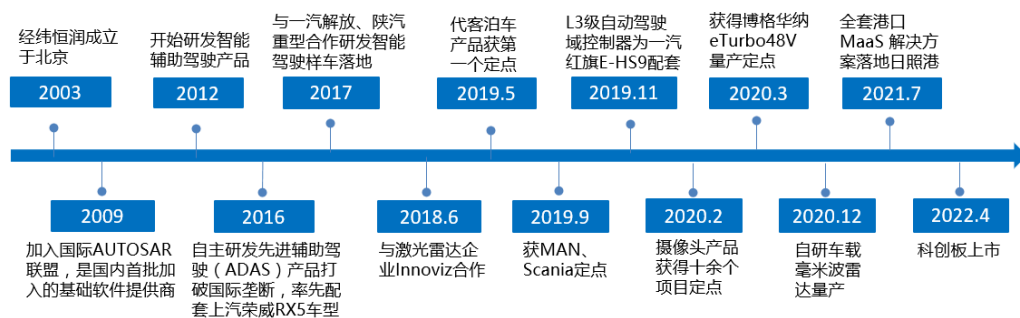
图 43: 公司智能网联电子产品.....	22
图 44: 2020 年全国乘用车 T-BOX 装配量统计.....	22
图 45: 公司 T-BOX 产品发展情况.....	22
图 46: 公司网关产品发展情况.....	22
图 47: 研发服务及解决方案营收/亿元.....	23
图 48: 电子系统研发工具业务.....	23
图 49: 基于 SOA 的架构开发关键技术.....	23
图 50: 新能源三电系统仿真测试解决方案.....	23
表 1: 公司核心高管团队背景.....	6
表 2: 2021 年 H1 公司子公司及参股公司梳理/亿元.....	10
表 3: 汽车电子产业链结构图.....	11
表 4: 自主头部汽车电子企业梳理.....	13
表 5: 公司车身及舒适域产品及客户梳理.....	19
表 6: APCU 产品关键参数对比.....	20
表 7: 公司电子产品产能利用率及平均售价.....	24
表 8: 现有产能及新增产能梳理.....	24
表 9: 公司营收预测拆分.....	25
表 10: 可比公司估值 (截至 2022.05.09)	26

1. 汽车电子自主龙头，智能化起航正当时

1.1. 立足汽车电子，智能驾驶产品打破国际垄断

三大核心业务板块，自主 ADAS 产品打破国际垄断。经纬恒润是国内综合型电子系统科技服务商及智能驾驶解决方案提供商，主要面向汽车、高端装备、无人运输等领域。公司成立于 2003 年，核心业务主要包括三大板块：**汽车电子产品、研发服务及解决方案和高级别智能驾驶整体解决方案**。公司于 2004 年首次承接东风汽车发动机仿真测试设备项目，后逐步发展成为覆盖开发测试全流程的研发服务及解决方案，在此过程中不断提升对电子系统的理解，积极拓展电子产品业务。2006 年，公司成立电子产品业务部门，开始涉足汽车电子硬件产品。基于汽车电子产品的开发，逐步积累产品经验并延伸至智能网联与智能驾驶。2012 年，公司开始研发智能辅助驾驶产品，并于 2016 年落地，自主研发的 ADAS 产品打破国际垄断，率先配套上汽荣威 RX5 车型。2020 年，公司智能驾驶域控制器量产配套一汽红旗，自研车载毫米波雷达量产。2022 年 4 月，公司在科创板成功上市。

图1：经纬恒润发展历程

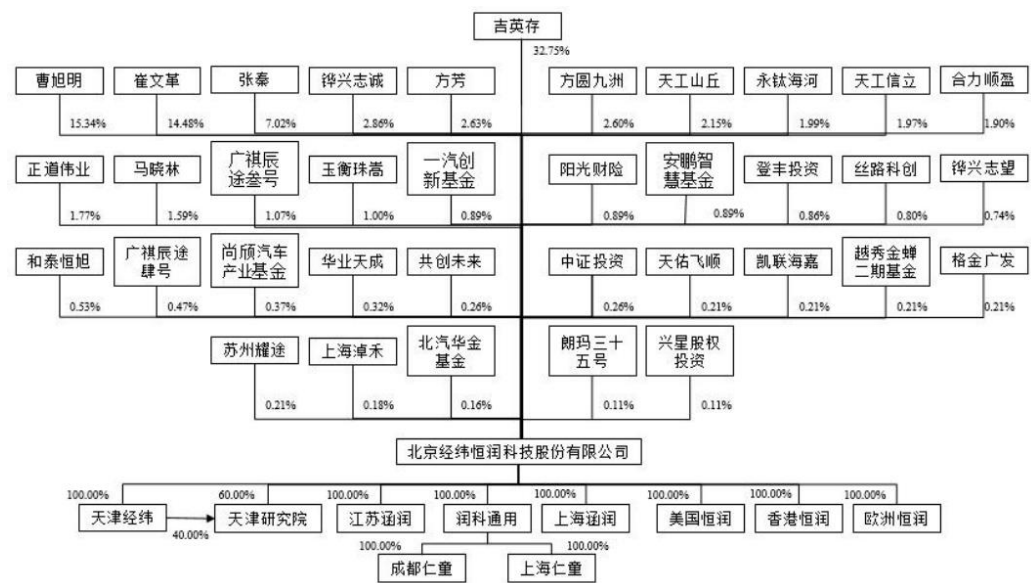


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.2. 公司股权架构稳定，核心团队行业经验丰富

大股东具备控制表决权，实行员工持股激发积极性及创造性。公司持股体系以大股东吉英存为核心直接持股 32.75%，通过员工持股平台间接持股 1.38%，直接及间接持股比例共计 34.13%，并通过 A/B 类股份合计控制表决权比例为 62.24%。从 2017 年开始，公司对包含核心技术人员在内的骨干人员实施了员工持股，激发了员工的积极性和创造性，形成了员工价值和企业的利益共同体。公司共设立了方圆九州、天工山丘、天工信立、合力顺盈、正道伟业、玉衡珠嵩和天佑飞顺 7 个员工持股平台，合计持有公司 11.61% 股权，除实控人外，共有 143 名员工参与员工持股计划。

图2：公司股权结构



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

公司高管团队学历背景扎实，行业经验丰富。公司核心管理团队来自北京航空航天大学、清华大学、哈尔滨理工大学等理工强校，技术背景深厚，扎根汽车电子行业多年并跟随公司共同成长。

表1：公司核心高管团队背景

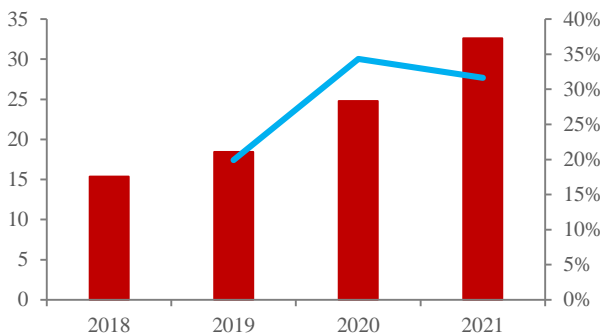
姓名	职务业务领域	职业履历
吉英存	董事长，总经理	1965年出生，北京航空航天大学自动控制博士；曾任职于航天5院501所，北京实索科技公司等公司；2003年至今：北京经纬恒润科技股份有限公司
齐占宁	董事，副总经理	1975年出生，清华大学机械工程博士；2004年至今：北京经纬恒润科技股份有限公司
范成建	董事、副总经理、CTO	1975年出生，清华大学车辆工程博士；2004-2006年：清华大学汽车工程系助理研究员；2006年至今：北京经纬恒润科技股份有限公司
张博	董事、副总经理	1978年出生，哈尔滨工业大学信号与信息处理博士，教授级高工；2006-2008年：哈尔滨工业大学副教授；2008年至今：北京经纬恒润科技股份有限公司
刘洋	副总经理	1986年出生，清华大学管理科学与工程硕士；2012-2020年：中信证券投行管委会装备制造行业组高级经理、副总裁；2020年至今：北京经纬恒润科技股份有限公司
鹿文江	财务总监	1982年出生，北京航空航天大学国民经济硕士；2008年至今：北京经纬恒润股份有限公司
郑红菊	董事会秘书	1983年出生，对外经贸大学国际经济与贸易硕士；2008-2009年：北京京东物资公司；2009-2010年：中国比利时商会办公室经理；2010年至今：北京经纬恒润股份有限公司

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所绘制

1.3. 营收持续增长，费用率稳步下降

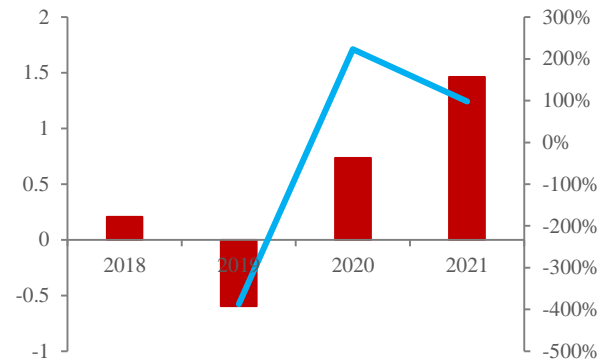
2021年营收/利润持续增长，2020年扭亏为盈。公司2021年营收为32.62亿元，同比增长31.61%，归母净利润为1.46亿元，同比增长98.37%，2020年公司扭亏为盈，实现利润0.74亿元，2019年亏损主要原因在于研发投入较大，以及开展员工持股产生较大金额的股份支付费用。

图3: 公司历年营收(左轴/亿元) & 同比增长(右轴/%)



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

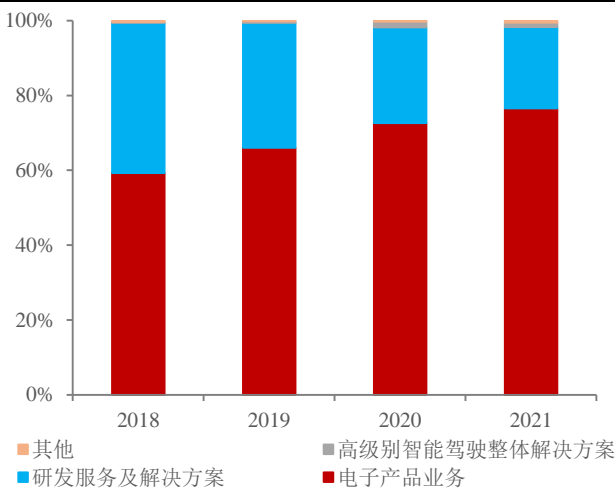
图4: 公司净利润(左轴/亿元) & 同比增长(右轴/%)



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

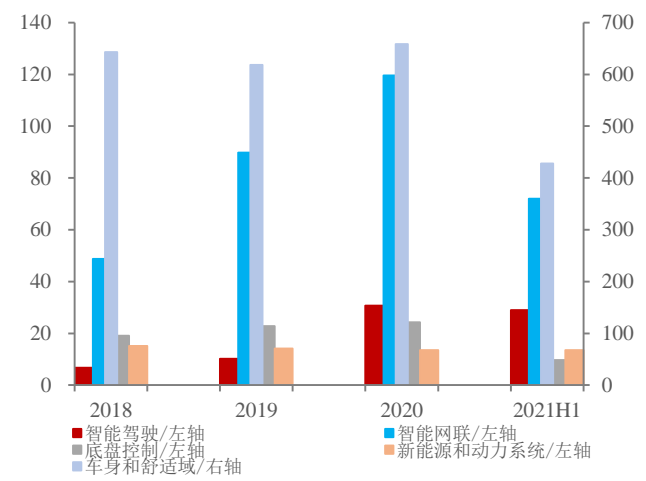
电子产品业务占比不断增长, 产品销量逐年提升。公司主要业务包括三大板块: 汽车电子产品、研发服务及解决方案和高级别智能驾驶整体解决方案。电子产品业务不断发展, 营收占比持续提升, 2021 达到 76.6%。公司 2018-2021H1 年电子产品销量不断走高, 智能驾驶、智能网联、车身和舒适域类电子产品销量提升明显。

图5: 公司各项业务营收占比



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

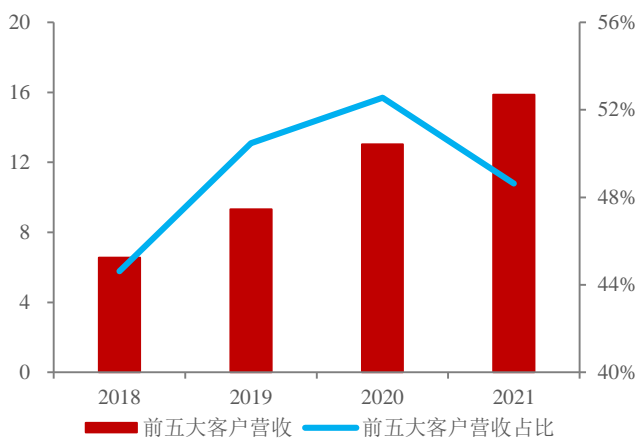
图6: 公司各类电子产品销量/万套



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

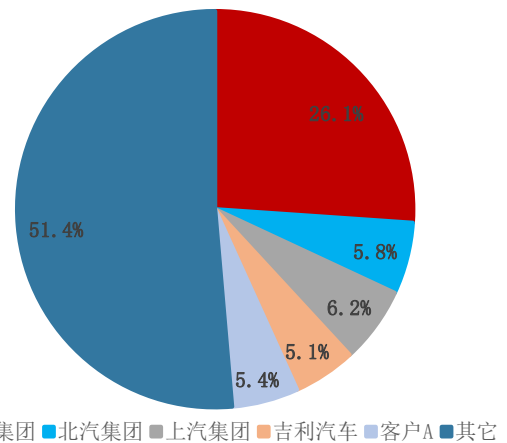
前五大客户营收占比约为 50%, 一汽集团贡献最大。公司 2018-2021 年前五大客户销售金额占当期营业收入的比例为 42.62%、50.48%、52.56%、48.6%, 截至 2021 年, 一汽集团营收占比为 26.1%, 是公司的第一大客户。

图7：前五大客户营收&占比/亿元



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

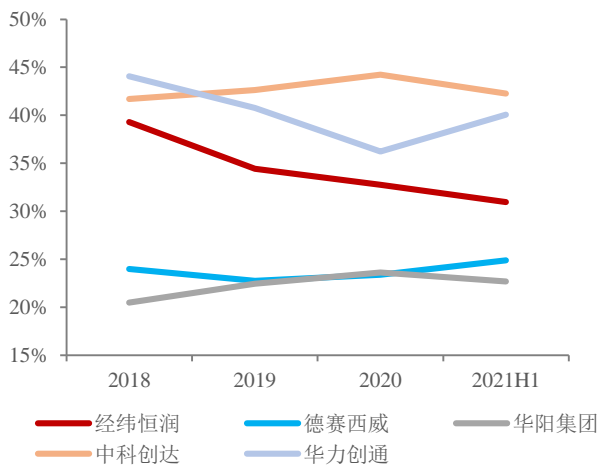
图8：2021年公司前五大客户营收占比



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

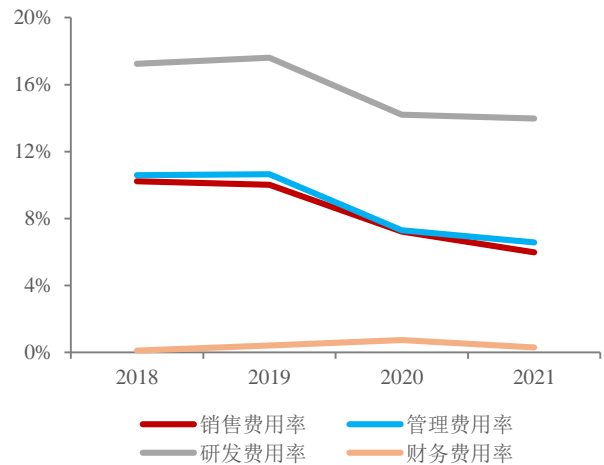
毛利率行业前列，费用率逐年改善。公司综合毛利率自2018年不断下降，但仍居于同行业可比公司较高水平。期间费用占当期营业收入的比重逐年降低，2018-2021年期间费用占当期营收比例分别为38.16%、38.65%、29.45%、26.82%，成本控制能力不断提升，其中研发费用占比最高，符合公司研发驱动型的高科技企业特征。

图9：同行业公司毛利率对比



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图10：公司2018-2021各项费用率变化

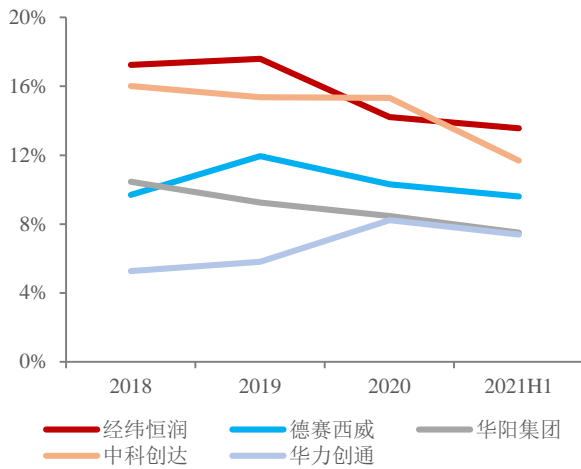


数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

1.4. 重视研发投入，专利储备丰富

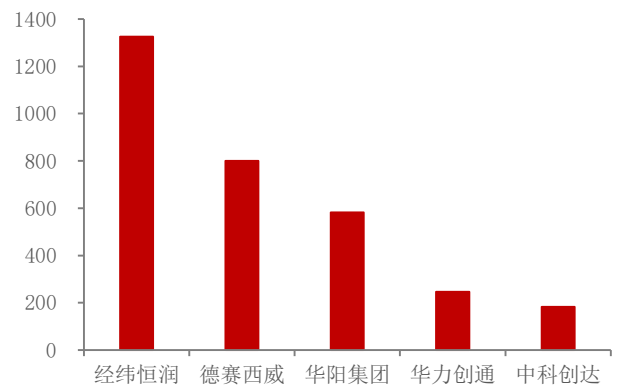
研发费用率位居同行业前列。公司重视研发费用投入，不断巩固自身技术优势，其中2021年上半年研发费用率为13.56%，在行业中处于前列水平。截至2021年上半年，公司共取得已授权专利1477项，其中发明专利617项，发明专利占全部专利数量的41.77%。公司专利数量大幅领先同行业可比公司。

图11：同行业公司研发费用率对比



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

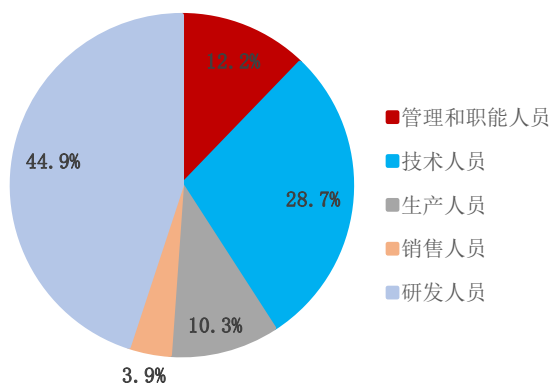
图12：截止2020年末同行业公司专利数量对比



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

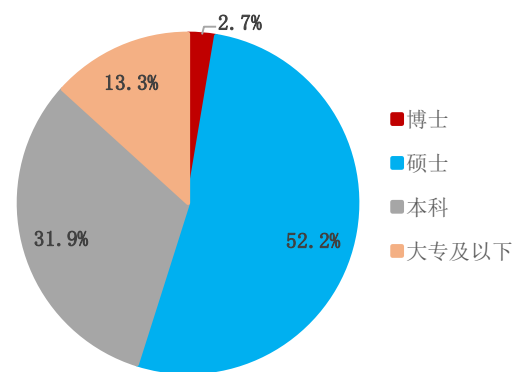
研发人员占比近半，硕博学历占比过半。截止2021年上半年，公司拥有1373名研发人员，占总员工数的44.94%。员工平均学历水平较高，硕博以上学历员工占比达54.89%，凸显公司对自身人才团队培养的重视。

图13：截止2021年上半年公司员工构成



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图14：截止2021年上半年公司员工学历构成



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

1.5. 子公司业务范围广泛，具备协同效应

截至2021年H1，公司拥有十家子公司，并参股多家公司，业务范围涵盖汽车电子、高端装备、智能驾驶、海外业务、研发、上游半导体等，对公司整体业务起到了很好的协同效应。

表2：2021年H1公司子公司及参股公司梳理/亿元

类别	名称	业务领域	注册资本/亿元	总资产	净资产	净利润	持股比例
子公司	润科通用	高端装备	5500 万元	6.13	-0.04	-0.31	100.00%
	天津经纬	汽车电子	10000 万元	6.42	0.92	-0.13	100.00%
	江苏涵润	汽车电子	10000 万元	5.77	0.99	0.05	100.00%
	上海涵润	汽车电子	1000 万元	0.42	0.03	-0.06	100.00%
	美国恒润	美国业务	105 万美元	0.54	0.04	0.07	100.00%
	欧洲恒润	欧洲业务	75 万欧元	0.06	-0.03	-0.01	100.00%
	香港恒润	外贸业务	15 万港币	0.51	0.37	0.00	100.00%
	天津研究院	研发	20000 万元	2.97	1.86	-0.04	100.00%
	上海仁童	高端装备	2000 万元	0.43	0.04	-0.06	100.00%
	成都仁童	高端装备	2000 万元	0.20	0.19	0.00	100.00%
参股公司	三环恒润	汽车电子	2000 万元	0.26	0.19	0.00	50.00%
	苏州挚途	智能驾驶方案	20920 万元	1.00	0.40	-0.45	9.56%
	赛目科技	智能驾驶测试	171 万元	0.70	0.34	-0.19	3.00%
	苏州旗芯微	上游半导体	1009 万元	0.61	0.62	-0.11	1.82%

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

2. 顺应电动智能化趋势，汽车电子技术持续迭代升级

2.1. 汽车电子不断发展，市场规模持续扩张

2.1.1. 产品种类不断丰富，成本占比持续提升。

多套系统协同提升整车性能，产品种类不断丰富。汽车电子是动力控制系统（发动机、新能源三电）、车载电子系统（影音娱乐）、车身电子系统（车身域及智能驾驶）以及底盘控制系统的总称。通过多种电子系统之间的协作，有效的提升汽车在驾乘中的体验。随着汽车电子技术的不断升级，推动汽车行业向智能化和自动化的方向发展，整车性能的提升依赖于不断革新的汽车电子技术，汽车电子自身的产品种类也在不断的增加。

图15: 汽车电子产品矩阵



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

处于产业链中游, 最终应用为出行及运输服务。对于整个汽车产业链来说, 汽车电子处于中游位置, 上游核心的主要为电子电器元件, 包括传感器、处理器/芯片、PCB 电路板等, 下游行业是整车的制造业, 最终的应用是出行及运输服务等。

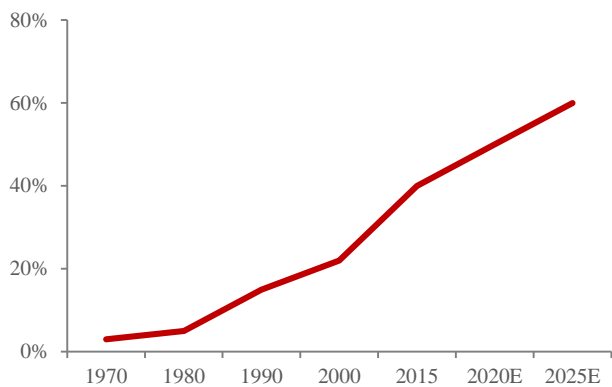
表3: 汽车电子产业链结构图

上游行业	汽车电子	产品分类	下游客户	最终用途
传感器 处理器/芯片 通信模块 软件算法 显示屏 PCB 电路板 结构件	动力控制系统	发动机控制	整车制造商: 商用车、乘用车、专用车等	出行服务: 私人出行、公共交通、出租车、Robo-Taxi 等 运输服务: 封闭园区、干线物流、城区运输等
		新能源三电		
	车载电子系统	影音娱乐		
		信息网联		
车身电子系统	车身及舒适域			
	底盘控制系统	制动/转向/悬架		

数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

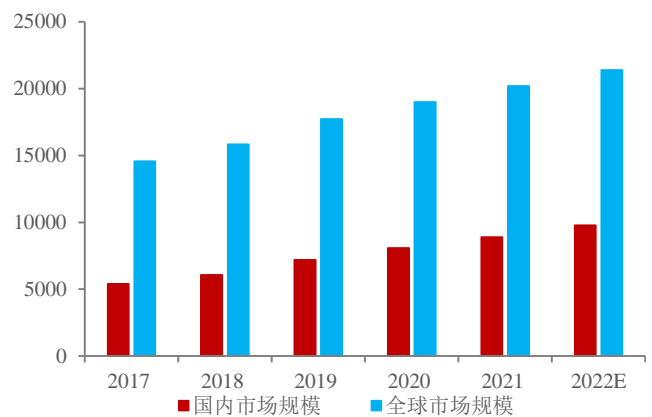
汽车电子技术快速发展下, 汽车电子占整车的成本比重也在持续提升。根据赛迪智库的数据, 汽车电子在整车成本中的占比, 从 1970 年 3% 左右, 到 2000 年 22%, 再到 2015 年的 40%, 持续攀升。随着整车智能化的不断发展, 预计到 2025 年有望达到 60%。2022 年全球/国内汽车电子市场规模有望达到 21399/9783 亿元, 2017-2022 年 CAGR 分别为 8.0%/12.6%, 国内市场增速显著高于全球增速。

图16：汽车电子成本占比变化



数据来源：赛迪智库，东吴证券研究所

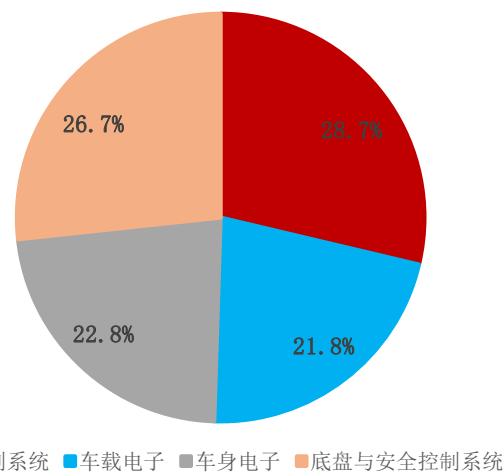
图17：全球及国内汽车电子市场规模测算/亿元



数据来源：中国汽车工业协会，东吴证券研究所

汽车电子各类别占比基本相当，动力控制系统占比最高。从汽车电子的市场份额分布来看，整体竞争较为激烈，市场份额相差不大。其中占比最多的是动力控制系统，占整体市场的 28.7%。其次为底盘与安全控制系统，占比为 26.7%，车身电子和车载电子系统占比分别为 22.8%/21.8%。

图18：2021 年汽车电子类别市场份额占比

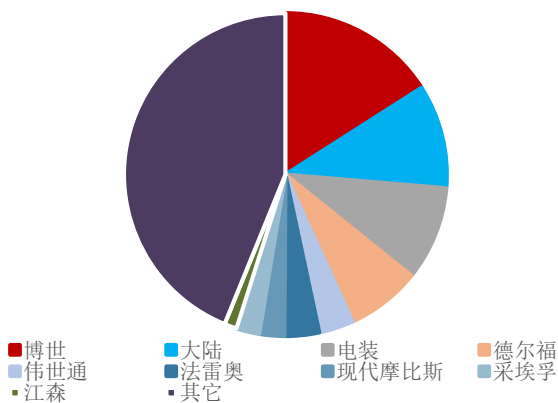


数据来源：华经产业研究院，东吴证券研究所

2.1.2. 市场逐步渗透下沉，政策+需求推动国产化替代加速

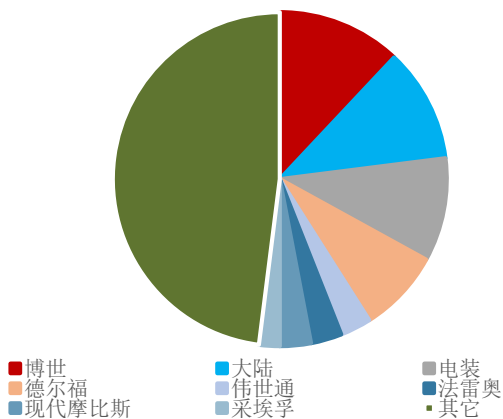
汽车电子产品要求严苛，海外企业占据领先。与消费电子相比，汽车电子关系到汽车的行驶安全，同时面临更加严苛的使用环境，更高的功能安全和信息安全要求，对产品质量的要求也更为严格。因此长期以来，国际大型汽车电子企业如博世、大陆、日电装、德尔福、伟世通、法雷奥等凭借在技术积累、经验等方面的优势，在全球汽车电子市场份额中位居领先地位。在全球汽车电子市场中，份额前八均为海外企业，CR8 达到 57%；国内的汽车电子市场中，份额前八也均为海外企业，CR8 达到 52%。

图19：2020 年全球汽车电子市场格局



数据来源：赛迪智库，东吴证券研究所

图20：2020 年国内汽车电子市场格局



数据来源：华经产业研究院，东吴证券研究所

技术成熟+政策引导+产品下沉，自主汽车电子厂商加速国产替代。随着本土汽车产业技术的逐渐成熟以及国家政策的引导，本土汽车电子厂商开始逐步突破国际汽车电子厂商的技术壁垒，进入国内外主要汽车主机生产企业的供应链体系。同时，因为整车厂商降本增效的需求倒逼其选择优质的本土汽车电子供应商企业进行合作，基于供应链安全、自主可控程度等因素，整车厂逐渐加强本土汽车电子供应体系建设，推动供应链安全管理的进程。汽车电子呈现持续向中低端车型渗透的行业特点，传统高端车型配备的电子设备逐步向中低端车型普及，对加速汽车电子产品进口替代进程起到促进作用。

表4：自主头部汽车电子企业梳理

企业	营收(2020)	利润(2020)	业务	专利数	研发费/亿元	研发/营收
经纬恒润	24.79 亿元	0.74 亿元	综合型汽车电子服务商	1326	3.52	14.2%
德赛西威	67.99 亿元	5.18 亿元	车载信息娱乐、自动驾驶系统	800	7.01	10.3%
华阳集团	33.74 亿元	1.80 亿元	车载信息娱乐、HUD、无线充电	582	2.86	8.5%
中科创达	26.28 亿元	4.50 亿元	智能操作系统产品及技术	183	4.03	15.3%
华力创通	6.45 亿元	0.29 亿元	半实物仿真系统	247	0.53	8.2%

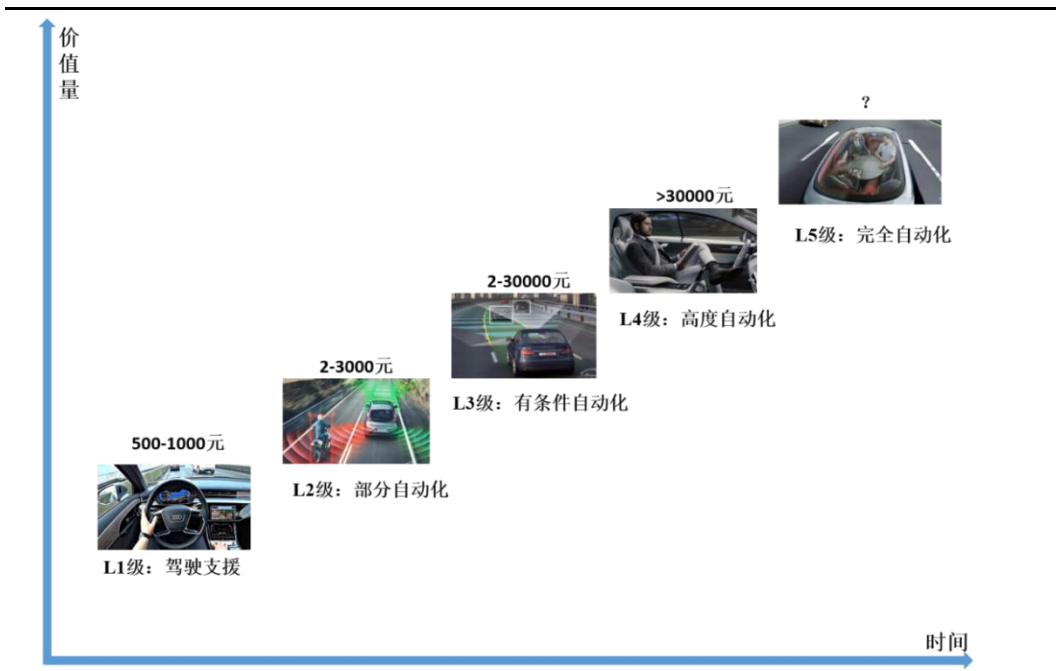
数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

2.2. ADAS 功能不断升级，推动价值量增长

2.2.1. 自动驾驶功能不断升级，渗透率有望快速提升。

自动驾驶功能不断升级，L2.5/L3 级别逐步普及。自动驾驶功能作为车身电子的一部分，自动驾驶感知层、决策层、执行层等领域技术快速发展为其发展奠定技术基础。根据工信部发布的《GB/T40429-2021》标准，将其划分为五个级别，分别为 L1：驾驶自动化；L2：辅助驾驶；L3：自动辅助驾驶；L4：自动驾驶；L5：无人驾驶。截至 2021 年，市场正处于 L2 级别向 L3 级别的导入期，市场主要的配置为 L2 级别自动驾驶，而 L2.5 甚至 L3 级别自动驾驶正在逐步普及过程中。

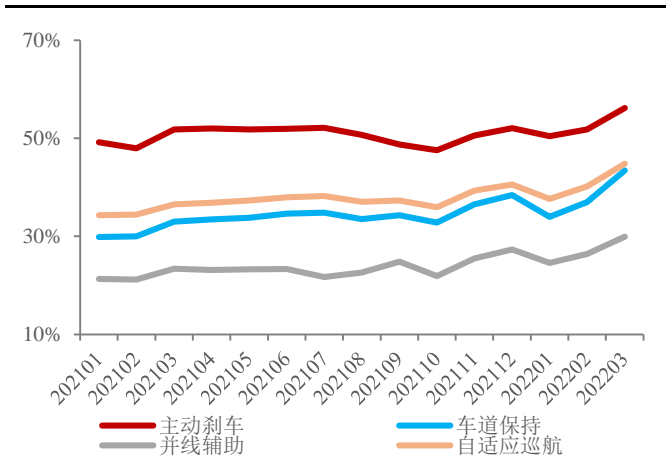
图21：自动驾驶功能分级



数据来源：工信部，汽车之家，东吴证券研究所绘制

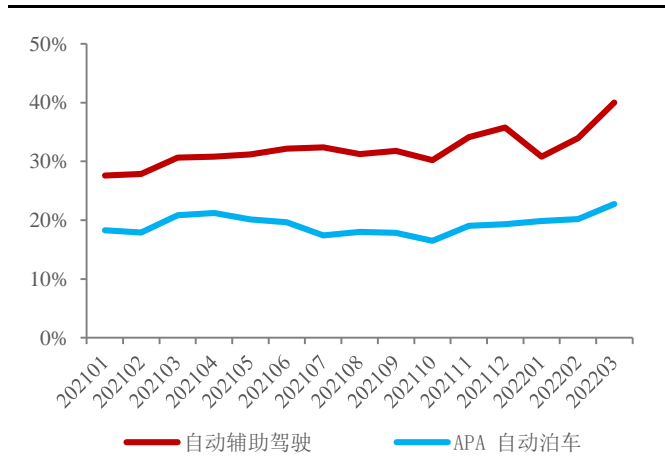
截至2022年3月，根据我们自建的ADAS功能渗透率数据库测算，全国乘用车市场L1级别ADAS功能中AEB渗透率最高达到56%，自适应巡航/车道保持/并线辅助功能的渗透率分别为45%/43%/30%。L2级别ADAS功能中行车功能自动辅助驾驶功能渗透率达到40%。

图22：L1级别ADAS功能渗透率变化



数据来源：汽车之家，东吴证券研究所测算

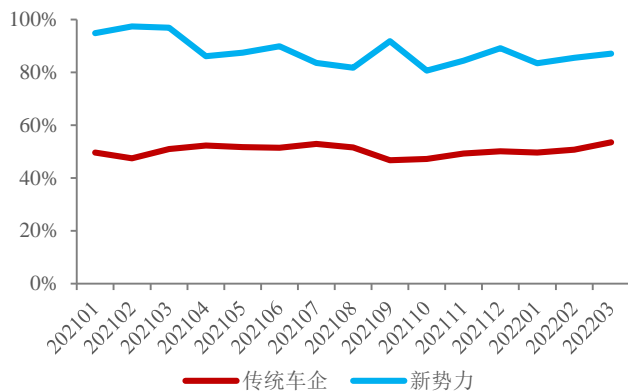
图23：L2级别ADAS功能渗透率变化



数据来源：汽车之家，东吴证券研究所测算

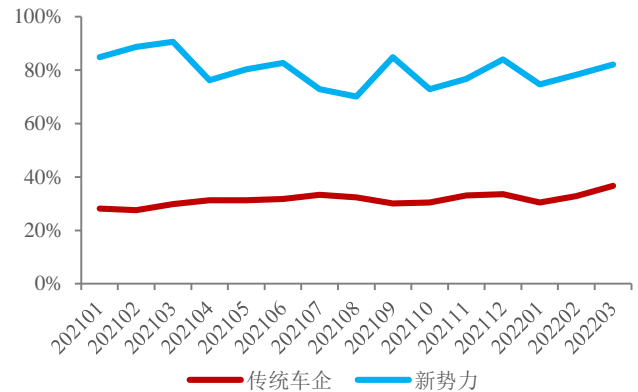
传统车企与新势力 ADAS 功能渗透率差距较大，有望快速提升。在 L1-L2 级别自动驾驶功能中，传统车企与新势力车企（蔚来、小鹏、理想、威马、哪吒）之间渗透率具备较大的差异，以 L1 级别 ADAS 功能 AEB 为例，截至 2022 年 3 月，根据我们自建的自动驾驶功能渗透率数据库测算，新势力车企渗透率达到 87%，传统车企为 53%。而 L2 级别的自动驾驶辅助功能新势力车企渗透率达到 82%，传统车企的渗透率仅为 37%。我们认为在市场竞争推动下，传统车企 L1-L2 级别 ADAS 功能渗透率将有望快速提升。

图24：传统车企&新势力 AEB 功能渗透率



数据来源：汽车之家，东吴证券研究所测算

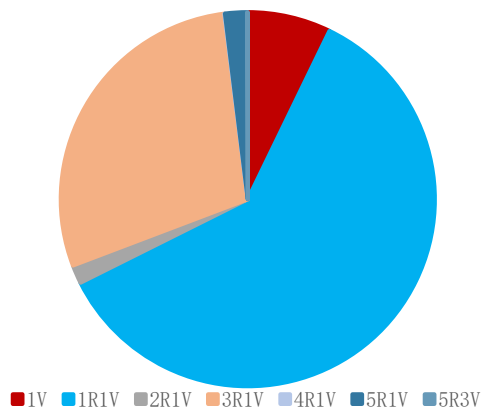
图25：传统车企&新势力自动辅助驾驶功能渗透率



数据来源：汽车之家，东吴证券研究所测算

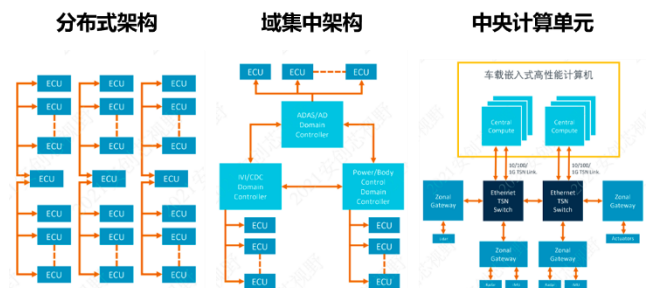
ADAS 架构随不断升级，多传感器方案逐步得到应用。根据佐思汽研测算，2020 年全国 L2 级别自动辅助驾驶功能的方案进行了梳理，主流的方案为 1R1V（1 前向毫米波雷达+1 摄像头）以及 1R3V（1 前向毫米波雷达+2 后角雷达+1 摄像头）两种，合计市场占比达到 89.3%，其中 1R1V 方案占比最大，达到 60.5%。随着自动驾驶功能的持续提升，多传感器方案开始逐渐得到应用，包括多摄像头、多毫米波雷达以及激光雷达等传感器的信号融合推动整车电子电器架构从过去的分布式架构开始向域集中架构变化。

图26：2020 年 L2 级别 ADAS 功能架构渗透率



数据来源：汽车之家，东吴证券研究所测算

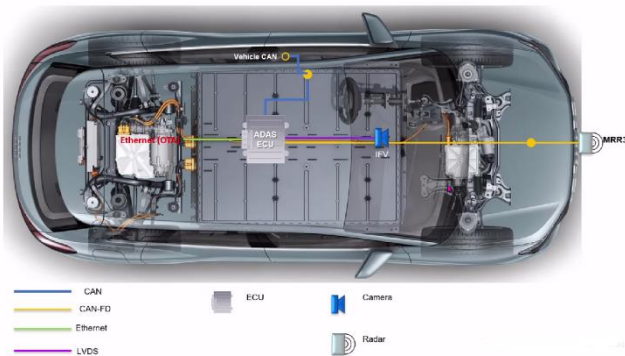
图27：整车电子电气功能升级



数据来源：汽车之家，东吴证券研究所测算

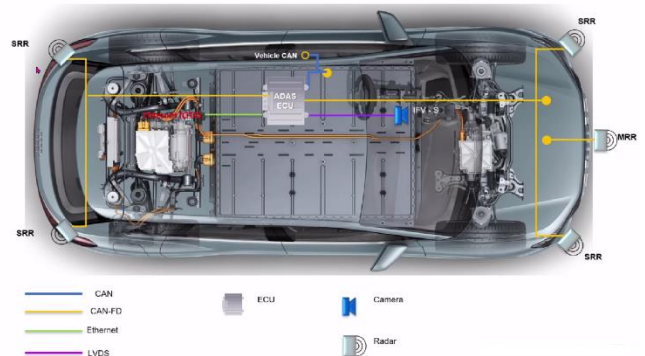
域集中架构支持传感方案升级，产品价值量得到提升。在域集中架构的算力+通信传输能力支持下，ADAS 技术方案开始逐步向多传感器融合方案升级，L2/L2.5 级别自动驾驶功能从过去的前向视觉+泊车系统独立工作，向行泊一体域控制器方案升级，同时 5R1V 传感方案逐渐得到越来越多的应用，整体产品价值量得到进一步提升。

图28: 1R1V 传感方案技术架构



数据来源: CSDN, 东吴证券研究所测算

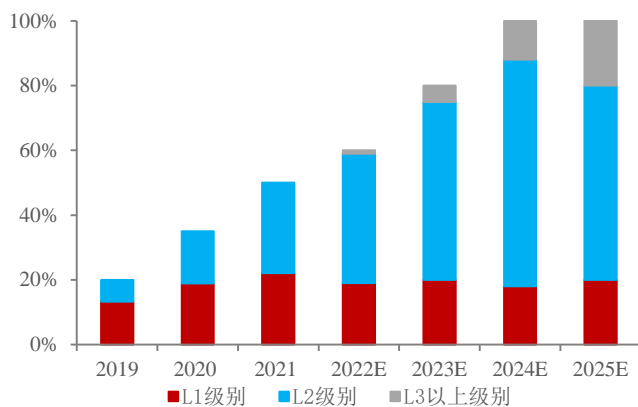
图29: 5R1V 传感方案技术架构



数据来源: CSDN, 东吴证券研究所测算

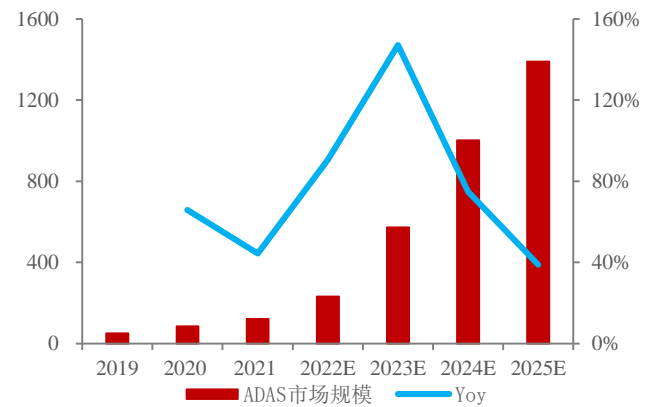
根据我们测算,随着自动驾驶功能渗透率不断增加并且功能持续升级,2025年全国ADAS市场规模有望达到1391亿元,2019-2025年CAGR达到73.8%,市场空间广阔。

图30: 各级别 ADAS 功能渗透率测算



数据来源: 汽车之家, 东吴证券研究所测算

图31: 国内 ADAS 市场规模测算/亿元



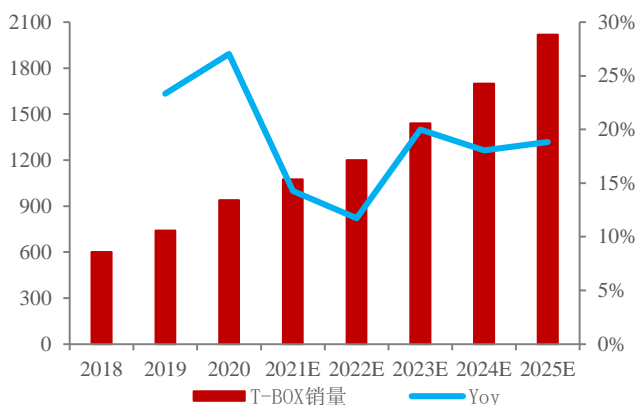
数据来源: 汽车之家, 东吴证券研究所测算

2.3. 汽车网联化不断推进, 为全面自动驾驶提供支持

随着车载信息系统终端的普及、移动互联网的兴起以及智能交通需求的增加,车载信息应用呈现迅猛发展的态势,基于移动互联网、物联网等应用的车联网预计将成为行业未来发展的重要趋势。Telematics Box 简称车载 T-Box,是由 OBD、MCU、GPRS、GPS 定位模块、蓝牙模块 2G/3G/4G/5G 通信模块、电源转换电路以及车载传感器等相关电子件组成的车辆信息与定位信息传输系统,可为用户提供行车数据、行驶信息、实时状态检测、远程控制以及安防服务等相关数据信息与功能,是车联网系统中的关键零部件之一。

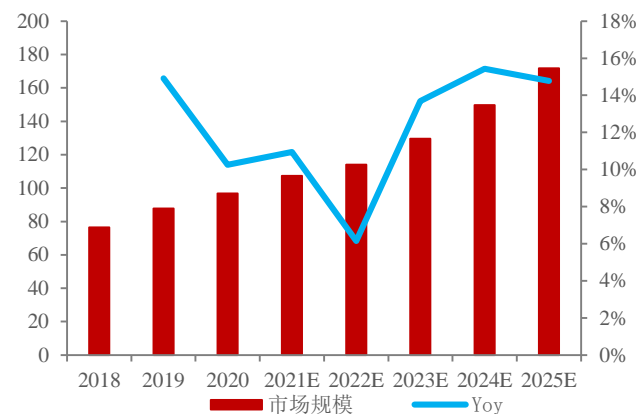
根据头豹研究院测算,国内乘用车市场 2021 年 T-BOX 装车量达到 1074 万套,随着网联系统的快速增长,2025 年有望达到 2020 万套,2021-2025 年 CAGR 为 17.1%。根据我们测算,2025 年全国 T-BOX 市场空间有望达到 171.7 亿元。

图32: 国内 T-BOX 产品销量测算/万套



数据来源: 头豹研究院, 东吴证券研究所测算

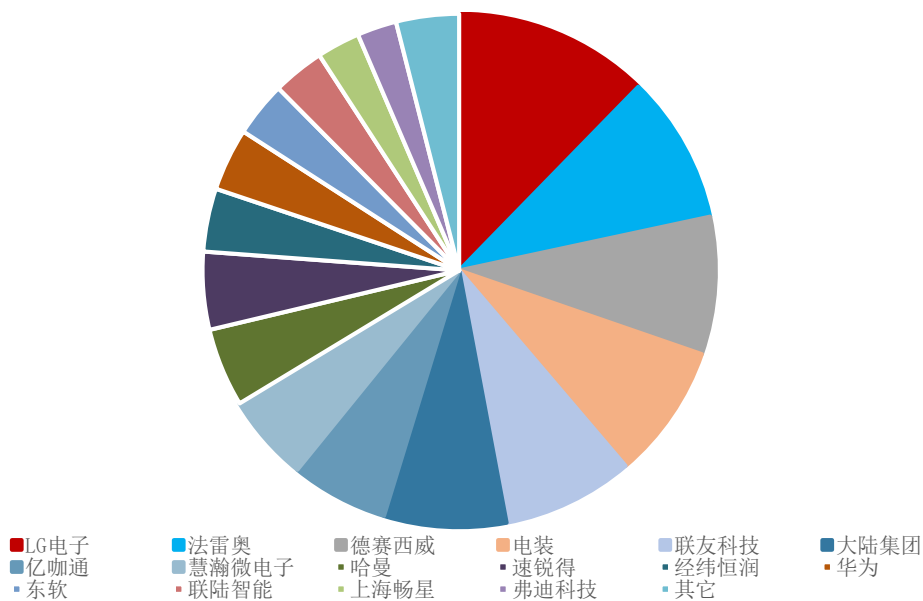
图33: 国内 T-BOX 市场空间测算/亿元



数据来源: 华经产业研究院, 东吴证券研究所测算

根据高工智能研究院的测算, 2020 年全国 T-BOX 出货量第一的企业为 LG, 排名前五的供应商合计占有市场份额约为 47%, 实现前装搭载的供应商总数超过 40 家, 行业整体竞争较为激烈。随着 T-BOX 渗透率的进一步提升, 以及 4G 向 5G 的技术升级, 部分企业已经开始进行 5G-T-BX 产品的量产导入, 率先抢占市场空间。

图34: 2020 年全国乘用车各企业 T-BOX 市占率



数据来源: 高工智能研究院, 佐思汽研, 东吴证券研究所绘制

3. 围绕汽车电子, 打造“三位一体”全套解决方案

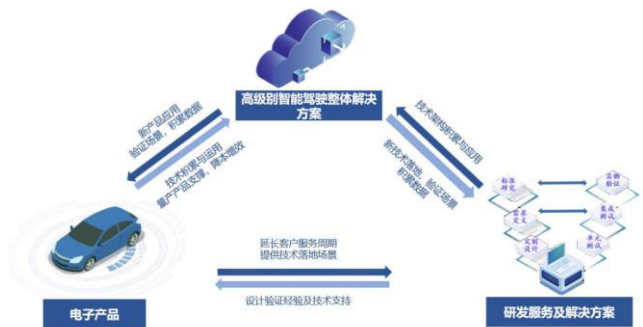
“三位一体”布局, 带来更高客户粘性。公司是目前国内少数能实现覆盖智能驾驶电子产品、研发服务及解决方案、高级别智能驾驶整体解决方案“三位一体”布局的企业之一。公司三类业务相互支持、协同发展, 多维度地服务于客户, 并为之建立长期业务关系。相对单纯电子产品配套或者技术服务而言, 公司与客户建立了广泛、深入的产业合作关系, 形成了更高的客户粘性。

图35: 公司产品应用场景及服务领域



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所测算

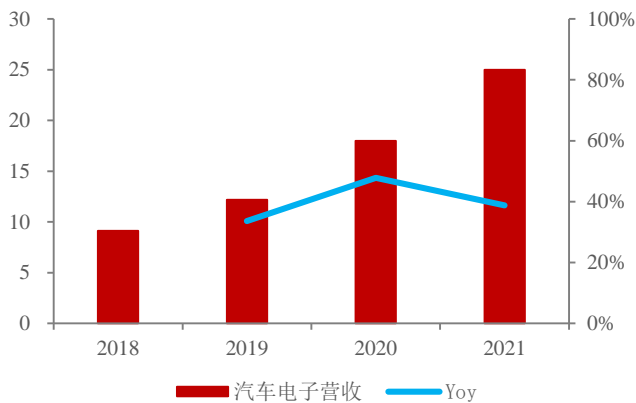
图36: 公司“三位一体”业务布局



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所测算

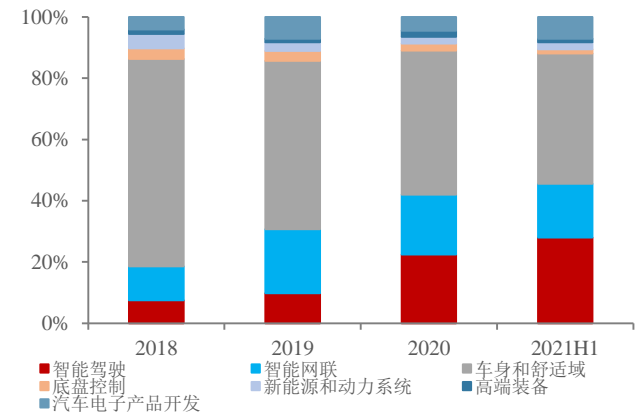
受益于“三位一体”战略布局, 公司汽车电子业务营收保持高速增长, 2021 年实现营收 24.98 亿元, 同比+38.8%, 其中智能驾驶业务占比不断增加, 截至 2021H1 占汽车电子营收比例为 27.9%。

图37: 汽车电子业务营收&增速/亿元



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所绘制

图38: 汽车电子各项业务营收占比

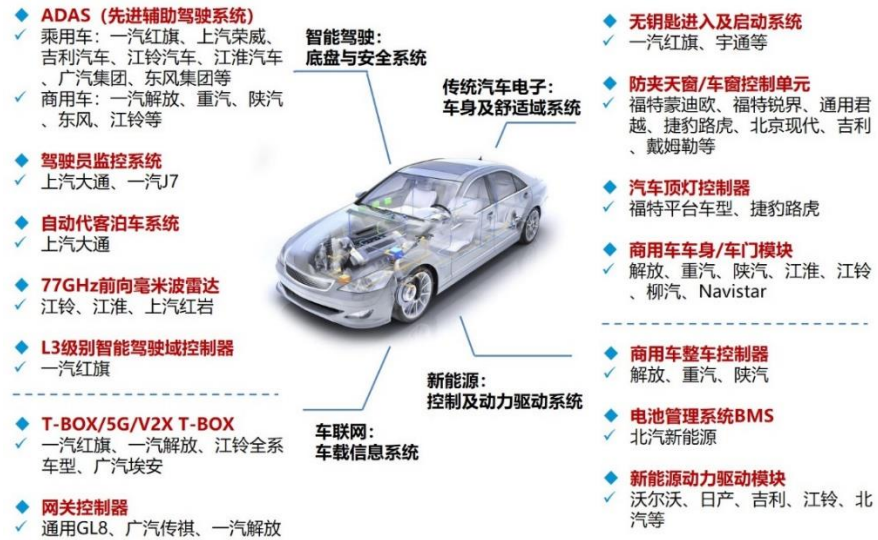


数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所测算

3.1. 汽车电子业务全面布局, 配套国内外知名整车客户

公司汽车电子产品提供前装电子配套产品, 长期供应国内外知名整车制造商和一级供应商, 按产品类型分类包括智能驾驶电子产品、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。

图39：公司汽车电子产品及配套客户



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所绘制

3.1.1. 消费者需求日益多元化，车身电子致力改善驾乘体验

随着消费者对汽车功能、舒适度、便捷性等方面需求日益多元化，公司的车身和舒适域业务围绕进一步改善和提升驾乘人员用车体验展开。主要产品包括防夹控制器、乘用车车身控制系统、智能座舱感知系统、无钥匙进入及启动系统、车身域控制器、商用车车门控制系统、顶灯控制器、电动后背门控制器、自适应前照灯系统控制器、车门域控制器、座椅控制器、氛围灯控制器、智能防眩目前照灯系统控制器等。

表5：公司车身及舒适域产品及客户梳理

产品	用途	客户
防夹控制器 (APCU)	天窗控制	英纳法、航恬冠佳、艾习司
车身控制系统 (BCM)	车身控制：车窗、后视镜、空调等	一汽集团
智能座舱感知系统 (SCSS)	驾驶员监控等	广汽集团
无钥匙进入及启动 (PEPS)	无钥匙进入、一键启动	一汽、东风、北汽集团
车身域控制器 (BDCU)	集成 BCM 及 PEPS 功能	一汽集团、华人运通
商用车车门控制系统 (DES)	车门开关，车窗控制功能	中国重汽、一汽集团
商用车车身控制系统 (BES)	驱动整车灯光、通讯等	一汽集团、江淮汽车
顶灯控制器 (OHC)	内饰灯及顶灯控制	安通林
电动后背门控制器 (PLGM)	电动尾门控制	一汽集团、奇瑞汽车
自适应前照灯系统控制器 (AFS)	大灯角度调节控制	一汽集团、长城控股、北汽集团
车门域控制器 (DDCU)	车门各类传感器控制	吉利汽车、华人运通
座椅控制器 (SCM)	座椅控制	佛吉亚、一汽集团、吉利
氛围灯控制器 (VALS)	氛围灯控制	广汽集团、吉利汽车
智能防眩目前照灯系统控制器 (ADB)	自适应远近光灯控制	长城控股、北汽集团

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

技术指标满足海内外标准，销量持续增长。公司的 APCU 产品与其他同行业公司技术指标比较，防夹控制器（APCU）各项性能指标能够满足国内及欧盟、美国等国家和地区的强制要求，达到国际知名厂商技术水平。截至 2021 年底，公司防夹控制器（APCU）产品已供货英纳法、艾习司等国际知名 Tier1 供应商，并已成功配套量产美国福特、通用、克莱斯勒、英国捷豹路虎、韩国现代起亚、法国雷诺、日产汽车等全球多个主机厂。2018 年-2021 年 H1，公司的 APCU 产品销量分别为 277.9/251.9/248.3/176.2 万套。

表6：APCU 产品关键参数对比

可比公司	APCU 产品技术指标						
技术指标	防夹力	工作温度	工作电压	静态电流	通信接口	电机驱动形式	电机热保护
法规要求	<100N (4-200mm 开口内)	不要求	不要求	不要求	不要求	不要求	不要求
经纬恒润	<100N (4mm 至 全开位置)	-40°C- 105°C	9.0V-16.0V	<100uA@13.5 V 25°C	CAN/LIN	PWM	具备
大陆集团	满足法规	未知	未知	未知	CAN/LIN	PWM	具备
精通自控	满足法规	-40°C-85°C	9.0V-16.0V	<100uA@13.5 V 25 °C	LIN	未知	未知

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

除 APCU 之外，截至 2021 年底，公司的商用车车门控制系统（DES）、已成功供应 NAVISTAR、DAF、解放、重汽、陕汽、江淮等国内外知名商用车整车厂。电动尾门控制器（PLGM）已供货 Hilex 日本、Edscha 等国际知名 Tier1，量产配套奇瑞、一汽红旗、广汽、长城、蔚来汽车、华人运通等国内主流主机厂，并量产配套马自达、本田、斯巴鲁等国际知名主机厂。

3.1.2. 智能驾驶功能具备不同等级解决方案，ADAS 系统完成四代技术迭代。

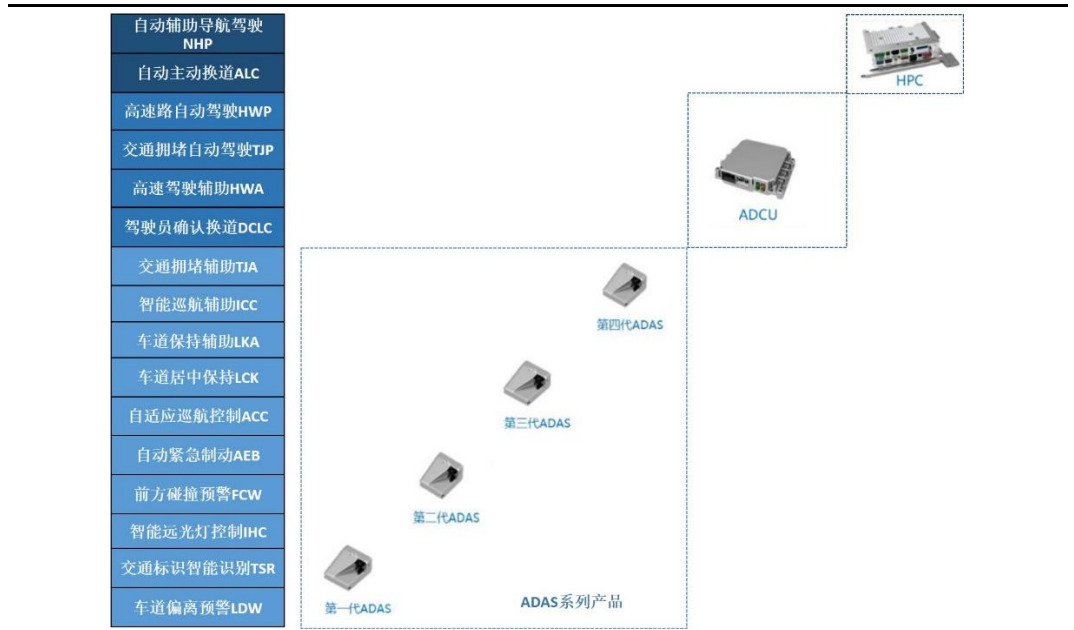
公司从 2010 年开始智能驾驶电子产品的研发工作，通过不断的技术研究和产品开发，已经形成针对不同等级智能驾驶功能需求的平台化的产品解决方案：

1) 2016 年自主研发的先进辅助驾驶系统（ADAS）成功为上汽荣威 RX5 车型进行量产配套，打破了国外公司在该领域的垄断。随着自动驾驶功能持续升级以及整车电子电气架构的升级，公司已经完成了四代先进辅助驾驶系统的迭代。

2) 智能驾驶域控制器（ADCU）能够实现高精度、高算力、低能耗的智能驾驶系统方案，提供充分的应用层软件运行资源，可实现在高速公路或城市快速路场景、交通拥堵场景的安全、精准、稳定的自动行驶，2020 年量产配套一汽红旗 E-HS9 车型。

3) 车载高性能计算平台（HPC）能够搭载发行人自研或客户定制的人工智能感知算法、路径规划和控制方案，实现在高速公路、城市道路、停车场等场景下安全、精准、稳定的自动行驶，已获得赢彻科技、宝能汽车等客户定点。

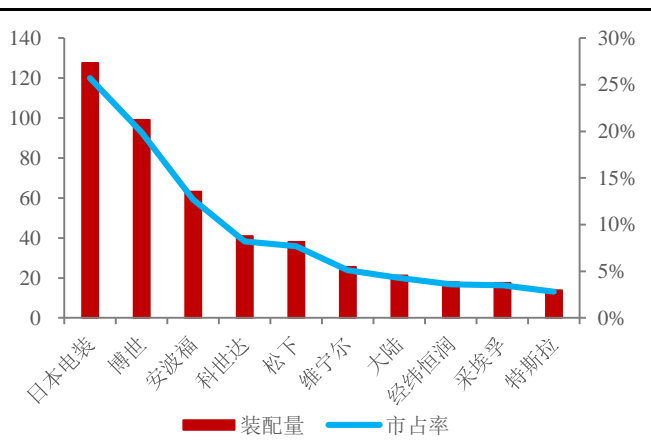
图40：公司先进辅助驾驶系统/域控制器/高性能计算平台产品布局



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所绘制

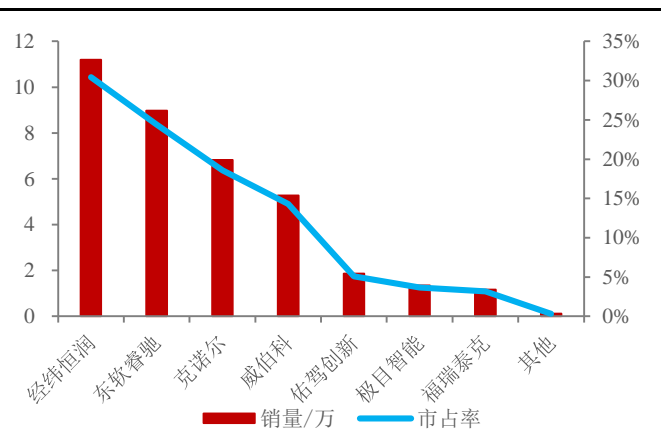
技术指标达到国际知名厂商水平，ADAS产品成功实现国产替代。根据 C-NCAP 官网公开数据披露，通过对 17 款搭载 ADAS 产品的车型 AEB CCR 指标和 AEB VRU_Ped 指标测试数据进行比较，公司 ADAS 产品性能指标已经达到国际知名厂商技术水平。根据佐思汽研的统计，2020 年，公司乘用车新车前视系统（即公司 ADAS 产品）装配量为 17.8 万辆，市场份额为 3.6%，为中国乘用车新车前视系统前十名供应商中唯一一家本土企业；根据高工智能汽车研究院的统计，2020 年 9-12 月国内重型牵引车（营运类）搭载 ADAS 预警产品新车上险量为 36.79 万辆，其中公司 ADAS 产品搭载量 11.2 万辆，市场份额占比达 30.44%，居市场首位。

图41：2020年全国乘用车前视系统装配量及市占率/万套



数据来源：佐思汽研，东吴证券研究所绘制

图42：2020年9-12月重型车预警产品搭载量及市占率/万套



数据来源：高工智能汽车，东吴证券研究所绘制

3.1.3. 智能网联受益于5G升级趋势，出货量持续提升

公司智能网联电子产品业务围绕汽车网联化技术趋势展开，主要包括远程通讯控制

器 (T-BOX) 和网关 (GW) 等。根据佐思汽研测算, 2020 年公司的 T-BOX 产品前装装配量达到 36.9 万套, 市场占有率达到 3.9%, 位居全部厂商第 10 位, 本土厂商第 5 位。

图43: 公司智能网联电子产品

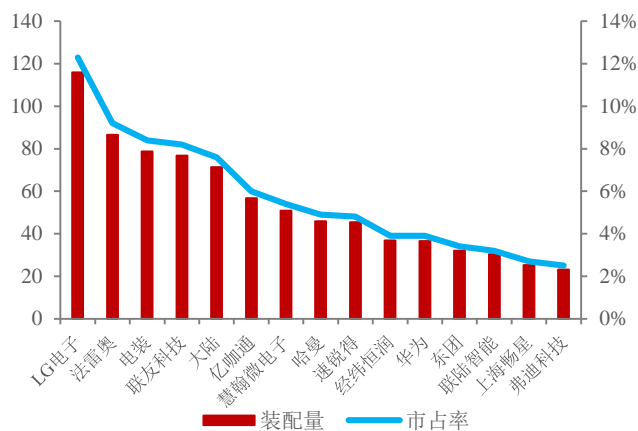


远程通讯控制器T-BOX

网关GW

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所绘制

图44: 2020 年全国乘用车 T-BOX 装配量统计

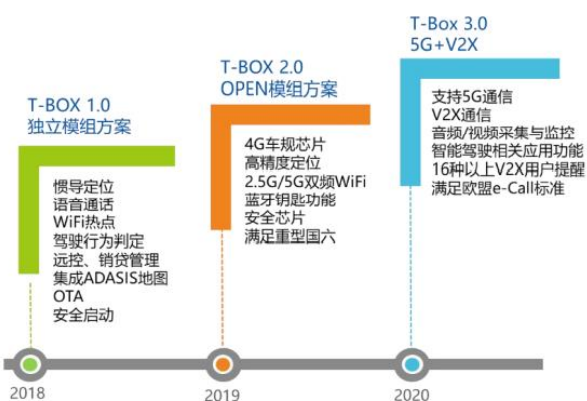


数据来源: 高工智能汽车, 东吴证券研究所绘制

1) **T-BOX 产品:** 2014 年首次量产, 形成了适配于华为、高通等主流通讯模组厂商的一系列产品。随着 5G 基础设施的建设以及相关通信技术的发展成熟, 公司已推出了基于 5G 和 V2X 技术的新一代 T-BOX 产品。截至 2021 年 H1, 公司 T-BOX 产品已配套了一汽解放 J6、一汽红旗 HS5/HS7、广汽埃安 S/V/LX、江铃福特领界等车型, 2018-2021H1 销量分别为 5.63/21.18/34.24/21.11 万套。

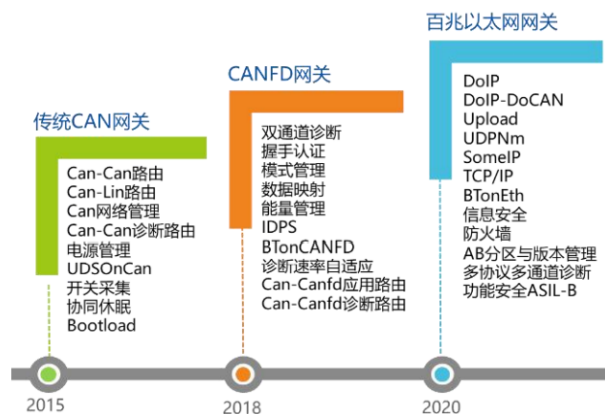
2) **网关产品:** 作为整车网络的数据交互中心, 可将 CAN、LIN、以太网等协议下的网络数据在不同网络中进行路由。由于独立网关的存在, 整车电子电气架构的设计可以持续优化。截至 2021H1, 公司的网关产品已配套上汽通用别克 GL8、奇瑞瑞虎 8、吉利缤越/缤瑞/帝豪/远景/远景 X3/几何 A、广汽传祺 GS4/GS8/GM8、小鹏 P7、一汽解放 J6/J7、重汽豪沃 T7 等车型。2018-2021H1 销量分别为 42.4/64.3/83.7/50.1 万套。

图45: 公司 T-BOX 产品发展情况



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

图46: 公司网关产品发展情况

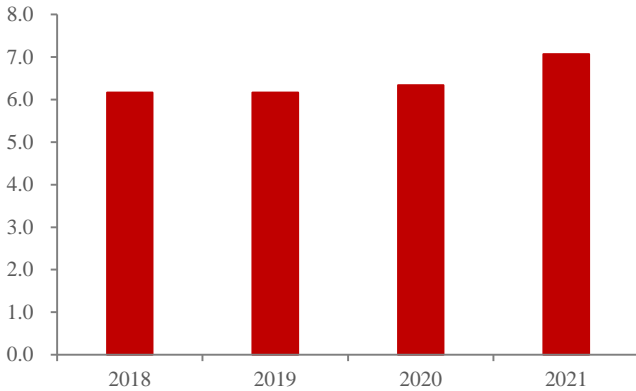


数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

3.2. 研发服务及解决方案业务涉及汽车电子+高端装备核心环节

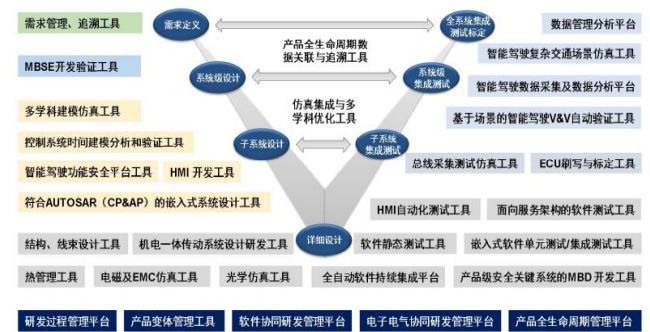
公司汽车电子研发板块主要包括开发咨询、仿真测试、以及流程优化、协同管理研发等服务，具体包括 11 项服务方案。这些服务涵盖了汽车研发所需的所有内容，整车电子电气架构咨询、SOA 服务设计等，触及整车系统研发最核心的环节。而仿真测试涉及电磁、光学、结构、流体、热力学等多物理场耦合建模，以及网络测试、智能驾驶测试等多个场景的实践，所涉技术难度高，触及整车研发较为核心的环节。

图47：研发服务及解决方案营收/亿元



数据来源：公司公告，东吴证券研究所绘制

图48：电子系统研发工具业务



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

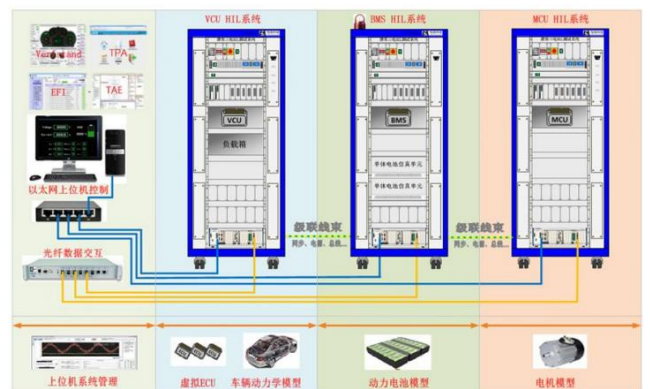
截至 2021 年底，公司提供的研发服务及解决方案包括两大类：汽车电子系统研发服务以及高端装备电子系统研发服务。其中，汽车电子系统研发服务包括：1) 整车电子电气架构咨询服务；2) 汽车网络开发服务；3) 汽车电子安全咨询服务；4) 汽车基础软件开发服务；5) 整车电子电气仿真测试解决方案；6) 汽车网络测试服务；7) 实车测试服务；8) 多学科建模仿真服务；9) 过程改进与流程优化服务；10) 协同研发管理服务；11) 电子系统研发工具业务等 11 项业务；高端装备电子系统研发服务包括：1) 航电系统解决方案；2) 控制系统解决方案；3) 机电系统解决方案；4) 信号处理解决方案；5) 列车电子系统解决方案等 5 项业务。

图49：基于 SOA 的架构开发关键技术



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图50：新能源三电系统仿真测试解决方案



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

公司成立之始已在航电、控制、机电、信号处理、列车电子等不同业务层面提供系统解决方案，其中全资子公司润科通用主要负责高端装备业务。在民机航电领域，公司研发的航电系统综合试验平台服务于中国商飞国产民用大飞机 C919 的航电系统集成试验，打破了国外供应商在此领域的垄断，为 C919 成功首飞提供有力保障。同时，公司也在 2013 年承担了国产民用水陆两栖大飞机 AG600 航电综合实验室建设项目，开发集成试验平台，协助主机单位顺利完成该机型型号研制并成功首飞。

3.3. 募投产能持续扩张，有力支持业务发展

2018-2021 年 H1，公司电子产品产能利用率分别为 67.27%、68.58%、85.33% 和 85.61%，逐年提升，主要系智能驾驶电子产品、智能网联电子产品等需求逐年增加，带动电子产品总体产销规模逐年增长。同时，公司的电子产品的综合均价呈增长趋势，2020 年增长较快主要的原因是产品均价较高的智能驾驶电子产品销售增长较多，同时车身和舒适域电子产品、智能驾驶电子产品和智能网联电子产品价格也不断提升。

表7：公司电子产品产能利用率及平均售价

产品品类	2018	2019	2020	2021H1
智能驾驶	65.6%	69.1%	108.8%	62.3%
智能网联	90.5%	99.1%	89.1%	73.1%
新能源和动力系统	37.5%	37.0%	44.2%	55.2%
车身和舒适域	68.3%	67.2%	86.1%	91.7%
底盘控制	75.2%	69.2%	50.0%	36.9%
高端装备	40.7%	52.6%	50.1%	18.6%
整体产能利用率	67.3%	68.6%	85.3%	85.6%
平均售价/元	119.34	149.78	203.01	208.95

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

本次公司 IPO 募投项目《南通汽车电子生产基地项目》，计划投入 22.6 亿元左右，设备投入费用约 14.7 亿元，较目前的 1242 万套产能有较大的提升，有效的支持公司后续的营收快速放量。

表8：现有产能及新增产能梳理

	2018	2019	2020	2021H1	南通基地募投
电子产品业务产能/万套	881.1	900.1	900.1	1242.1	/
电子产品业务营业收入/亿元	9.12	12.18	18.00	12.42	/
主要设备原值/亿元	0.71	1.15	1.35	1.78	14.72
单位产能占用主要设备比（元/套）	8.08	12.77	14.96	14.36	/

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资评级

1) ADAS 业务跟随行业快速增长，随着 L2/L3 级别自动驾驶功能渗透率快速提升，公司凭借自身在该领域领先的技术优势，营收高速增长；2) 车身及舒适域业务因为国

产化替代趋势持续增长，在自主品牌主机厂中配套价值量及市占率不断提升；3) 费用率不断下降，随着营收高速增长，管理费用率及销售费用率持续下降，2024 年分别为 5%/4.5%，研发保持高投入，2024 年研发费用率为 13.3%。

基于以上核心假设，我们预测公司 2022-2024 年营收为 43.50/56.58/76.30 亿元，同比分别为 +33.3%/+30.1%/+34.8%；归母净利润为 2.06/2.74/4.00 亿元，同比分别为 +40.6%/+33.1%/+46.4%，对应 EPS 为 1.71/2.28/3.34 元，对应 PE 为 51.99/39.06/26.69 倍。

表9：公司营收预测拆分

		2021A	2022E	2023E	2024E
总营收	营收/亿元	32.62	43.50	56.58	76.30
	Yoy	31.61%	33.35%	30.06%	34.85%
	综合毛利率	30.88%	29.72%	29.03%	27.98%
电子产品业务	营收/亿元	24.98	35.17	47.63	66.69
	Yoy	38.77%	40.78%	35.45%	40.01%
	毛利率	27.55%	27.53%	27.16%	26.38%
研发服务及解决方案	营收/亿元	7.07	7.64	8.25	8.91
	Yoy	48.40%	41.80%	19.90%	27.80%
	毛利率	42.01%	40.00%	40.00%	40.00%
高级别智能驾驶整体解决方案	营收/亿元	0.39	0.50	0.50	0.50
	Yoy	11.55%	8.00%	8.00%	8.00%
	毛利率	22.70%	22.00%	22.00%	22.00%
其它业务	营收/亿元	0.18	0.20	0.20	0.20
销售费用率		5.97%	5.50%	5.00%	4.50%
管理费用率		6.57%	6.30%	6.00%	5.00%
研发费用率		13.98%	13.30%	13.30%	13.30%
归母净利润		1.46	2.06	2.74	4.00
	Yoy		40.58%	33.11%	46.37%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

我们选取德赛西威、中科创达、华阳集团三家企业作为公司的可比公司，2022-2024 年平均 PE 为 43.5/30.4/22.1 倍。考虑到公司汽车电子领域具备全面布局，ADAS 业务市占率领先，有望借助电动智能化趋势实现高速增长，理应享受更高的估值溢价，我们看好公司的长期发展，首次覆盖，给与“买入”评级。

表10：可比公司估值（截至 2022.05.09）

公司代码	公司名称	市值/亿元	归母净利润/亿元			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
002920.SZ	德赛西威*	625	12.0	17.0	24.3	52.1	36.7	25.7
300496.SZ	中科创达	387	9.1	12.5	16.6	42.3	30.9	23.3
002906.SZ	华阳集团*	147	4.1	6.2	8.5	36.1	23.6	17.3
	平均值					43.5	30.4	22.1
688326.SH	经纬恒润*	107	2.1	2.7	4.0	51.9	39.0	26.7

数据来源：WIND，东吴证券研究所绘制（注：*为东吴证券覆盖，采用东吴证券预测数据，其余采用 wind 一致预期）

5. 风险提示

智能电动汽车行业发展不及预期。可能出现智能电动汽车行业技术发展较慢，或出现相关事故使发展停滞情况。

法律法规限制自动驾驶发展。道路测试、运行安全、驾驶规则、信息安全、责任划分等等都需要法律法规的支持。要想推动智能汽车行业发展，完善立法是核心要素之一。

芯片供应短缺超出预期。芯片短缺超出预期，会影响公司下游配套主机厂的产量供应，从而影响公司业绩。

经纬恒润三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3,367	6,861	7,249	8,502	营业总收入	3,262	4,350	5,658	7,630
货币资金及交易性金融资产	994	3,427	3,043	2,474	营业成本(含金融类)	2,255	3,058	4,016	5,495
经营性应收款项	937	1,644	1,863	2,750	税金及附加	16	26	34	46
存货	1,360	1,693	2,230	3,132	销售费用	195	239	283	343
合同资产	41	56	71	97	管理费用	214	274	339	381
其他流动资产	36	42	41	49	研发费用	456	579	753	1,015
非流动资产	1,138	2,265	3,250	4,117	财务费用	10	2	3	5
长期股权投资	9	9	9	9	加:其他收益	55	67	88	99
固定资产及使用权资产	452	1,217	2,044	2,836	投资净收益	-8	0	0	0
在建工程	173	517	655	710	公允价值变动	14	2	4	6
无形资产	271	291	311	331	减值损失	-46	-57	-77	-87
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	92	92	92	92	营业利润	131	185	246	362
其他非流动资产	140	139	139	139	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	4,505	9,127	10,499	12,619	利润总额	131	185	246	362
流动负债	2,684	3,626	4,706	6,400	减:所得税	-15	-20	-27	-38
短期借款及一年内到期的非流动负债	25	9	9	9	净利润	146	206	274	400
经营性应付款项	1,130	1,552	2,058	2,838	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	1,033	1,400	1,839	2,516	归属母公司净利润	146	206	274	400
其他流动负债	495	666	800	1,037	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.22	1.71	2.28	3.34
非流动负债	302	139	149	159	EBIT	175	175	234	349
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	280	295	499	732
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	30.88	29.72	29.03	27.98
租赁负债	45	55	65	75	归母净利率(%)	4.48	4.72	4.83	5.25
其他非流动负债	257	84	84	84	收入增长率(%)	31.61	33.35	30.06	34.85
负债合计	2,986	3,765	4,855	6,559	归母净利润增长率(%)	98.37	40.58	33.11	46.37
归属母公司股东权益	1,519	5,361	5,644	6,060					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	1,519	5,361	5,644	6,060					
负债和股东权益	4,505	9,127	10,499	12,619					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	310	234	863	677	每股净资产(元)	16.88	44.68	47.03	50.50
投资活动现金流	-63	-1,249	-1,251	-1,251	最新发行在外股份(百万股)	120	120	120	120
筹资活动现金流	-75	3,452	7	5	ROIC(%)	12.68	5.53	4.65	6.51
现金净增加额	161	2,431	-387	-575	ROE-摊薄(%)	9.62	3.83	4.85	6.61
折旧和摊销	104	120	266	383	资产负债率(%)	66.28	41.26	46.24	51.98
资本开支	-171	-1,249	-1,250	-1,250	P/E(现价&最新股本摊薄)	73.09	51.99	39.06	26.69
营运资本变动	-19	-301	128	-401	P/B(现价)	5.27	1.99	1.89	1.76

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>