

经纬恒润 (688326.SH) 买入 (首次评级)

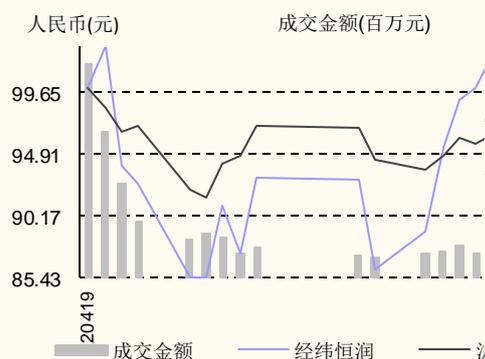
公司深度研究

市场价格 (人民币): 102.79 元

目标价格 (人民币): 150.00 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	1.20
已上市流通 A 股(亿股)	0.23
总市值(亿元)	123.35
年内股价最高最低(元)	103.20/85.43
沪深 300 指数	3989
上证指数	3084


汽车电子破局者，迎中国供应链崛起良机
公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,479	3,262	4,434	5,707	7,195
营业收入增长率	34.35%	31.61%	35.92%	28.71%	26.07%
归母净利润(百万元)	74	146	229	309	396
归母净利润增长率	-223.51%	98.37%	56.54%	34.84%	28.42%
摊薄每股收益(元)	0.819	1.624	1.907	2.571	3.302
每股经营性现金流净额	0.52	3.44	1.31	4.27	6.12
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.52%	9.62%	4.37%	5.70%	7.01%
P/E	0.00	0.00	44.91	33.30	25.93
P/S	0.00	0.00	1.96	1.90	1.82

来源: 公司招股说明书、国金证券研究所

投资逻辑

- **领先的电子系统科技服务商，智能化时代汽车电子破局者。**公司三位一体布局，业务覆盖电子产品、研发服务和高级别智能驾驶解决方案，主要客户包括一汽、上汽、广汽等国产主机厂、知名 Tier1 供应商和造车新势力。公司自研 ADAS 产品打破国际垄断，在中国乘用车市场占比 3.6%，自主品牌中占比 16.7%，是唯一进入前十的本土企业。公司车身电子产品覆盖范围广泛，在域融合趋势下具备先发优势。公司网关和 T-Box 产品路线清晰，完成向 5G-V2X 和百兆以太网升级，国内市场份额均位于 Top10。未来随着公司新定点车型放量及高性能计算平台量产，盈利能力有望进一步提升。
- **产品多-成本低-研发快，构建公司三大竞争优势。**智能化浪潮下，换车周期缩短、新产品迭代加快，产品覆盖、成本控制、研发效率成为供应链厂商核心竞争点。公司是国内少有具备域集成能力的综合汽车零部件厂商，五大域共有 35 款电子产品覆盖。与海外龙头 tier1 相比，公司依托本土化的资源、渠道、服务和工程师红利，具备较强的高性价比优势。2021 年电子产品和研发服务毛利率为 27.55%/42.01%，处于行业较高水平。高研发投入保持产品迭代，在研项目 18 个，2021 年研发费率 14% 位于行业前列。部分产品如 ADAS、毫米波雷达、车身控制器等技术水平国内外领先。此次 IPO 募资 36 亿元投入研发、扩充产能后，将进一步巩固公司核心优势。
- **智能网联时代汽车价值链向中国转移，公司迎来本土供应链崛起良机。**汽车智能化升级推动产业格局生变，国产汽车出海加速，自主品牌国内市占率有望从 21 年的 44% 提升至 2030 年的 60%，带来本土供应商换道超车机会。根据 Automotive news，2030 年全球前百名汽车零部件供应商营收将达到 9000 亿美元。公司有望凭借快速响应、柔性生产以及本土化成本和服务优势，乘国产替代和全球扩张东风，十年内规模达到百亿美元，跻身全球汽车 Tier1 龙头。

投资建议

- 预计公司 2022-2024 年营收 44.34/57.07/71.95 亿元，归母净利润 2.29/3.09/3.96 亿元，采取 PEG 估值法，给予目标价 150 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 汽车行业波动风险、技术发展不及预期、新客户拓展不达预期、原材料价格波动及供给风险、限售股解禁风险

罗露 分析师 SAC 执业编号: S1130520020003
luolu@gjzq.com.cn

金晶 联系人
jinjing@gjzq.com.cn

内容目录

一、公司是综合型电子系统科技服务商.....	5
1.1 公司测试发展起家到三位一体业务布局.....	5
1.2 多年运营积累稳定的供应链关系.....	6
1.3 注重研发，产研一体化.....	8
1.4 公司发展过程引入多家车企战投，2022年 IPO 募资扩充产能.....	9
二、智能网联时代，中国汽车供应链崛起.....	11
2.1 基础：国产汽车出海加速，自主品牌电动化转型全球领先.....	11
2.2 催化：智能化开启汽车行业变革下半场.....	13
2.3 智能化浪潮下产业生态重塑，Tier1 需重新定位破局.....	14
三、车身域产品是基础，智能驾驶、智能网联产品塑造新曲线.....	18
3.1 传统车身电子：产品覆盖范围广泛，车身舒适域电子产品等增速稳定..	18
3.2 智能驾驶电子：背靠 Mobileye，打造新的收入增长曲线.....	20
3.3 智能网联电子：T-Box 和网关产品市场份额均位居前十，市场渗透率提升+技术升级双轮驱动.....	24
3.4 研发服务与高级别智能驾驶解决方案.....	26
四、产品多-成本低-研发快，构建三大核心竞争力.....	28
4.1 公司产品覆盖范围广泛，是国内少有的具备域集成能力汽车零部件厂商.....	28
4.2 成本控制能力较强，毛利率水平处于行业领先.....	29
4.3 扩大研发投入保持产品迭代，研发支出占比高于同行.....	30
五、盈利预测与投资建议.....	32
5.1 业务成长及毛利预测.....	32
5.2 公司费用率、所得税税率及盈利预测.....	34
5.3 公司估值与投资建议.....	34
六、风险提示.....	35

图表目录

图表 1：公司发展历程.....	5
图表 2：公司业务布局.....	5
图表 3：公司主营业务收入及毛利率变化（万元）.....	6
图表 4：公司各主营业务毛利率.....	6
图表 5：公司向主要供应商采购占比.....	7
图表 6：公司原材料采购（万元）及电子元器件单价变动.....	7
图表 7：公司前五大客户及占比.....	7
图表 8：公司主要产品对应的下游客户.....	8
图表 9：公司费用支出及费用率变化情况.....	8
图表 10：部分在研项目.....	8

图表 11: 2018-2021H1 公司电子产品分产品产能利用率	9
图表 12: 2018-2021H1 公司电子产品分产品产销率	9
图表 13: 公司融资历程	10
图表 14: 募资用途 (万元)	10
图表 15: 汽车产业三次变革	11
图表 16: 中国与全球新能源汽车渗透率对比 (万辆)	12
图表 17: 2021 年世界主要国家汽车销量占比	12
图表 18: 自主品牌在汽车销量占比 (万辆)	12
图表 19: 自主品牌在新能源车销量占比 (万辆)	12
图表 20: 2021 全球新能源乘用车销量排名	13
图表 21: 国内乘用车出口销量分车型 (万辆)	13
图表 22: 全球自动驾驶等级分布	13
图表 23: 全球 L2 乘用车分地区销量占比	13
图表 24: 搭载网联功能的新车渗透率	14
图表 25: 中国智能网联汽车渗透率 (万辆)	14
图表 26: 汽车产业生态由“链”走向“网”	14
图表 27: 硬件前瞻预埋	15
图表 28: 价值量由硬件向软件传导	15
图表 29: 传统汽车与智能汽车迭代周期对比	16
图表 30: Tier1 供应商降本增效、扩大产品覆盖能力探讨	16
图表 31: 公司主营业务类型	18
图表 32: 公司电子产品及配套客户	18
图表 33: 汽车电子在整车中占比	19
图表 34: 汽车电子市场规模 (亿元)	19
图表 35: 车身舒适域电子产品销量及单价	19
图表 36: 底盘控制与动力系统电子产品销量及价格变化	19
图表 37: 公司 APCU 配套车型销量及价格	19
图表 38: 智能驾驶汽车分等级销量预测 (万辆)	20
图表 39: 中国乘用车前视系统装配量与装配率	21
图表 40: ADAS 市场两大路线	21
图表 41: 2021 1-11 月前向 ADAS 视觉感知供应商份额	22
图表 42: Mobileye 出货量 (百万颗)	22
图表 43: 公司智能驾驶电子产品路线图	22
图表 44: 公司智能驾驶产品方案及配套客户	23
图表 45: 公司智能驾驶电子产品配套车型销量及价格	23
图表 46: 国内 ADAS 市场份额	24
图表 47: 中国乘用车 T-Box 装配量 (万) 与装配率	24
图表 48: T-Box 产品发展情况	25
图表 49: 网关产品发展情况	25

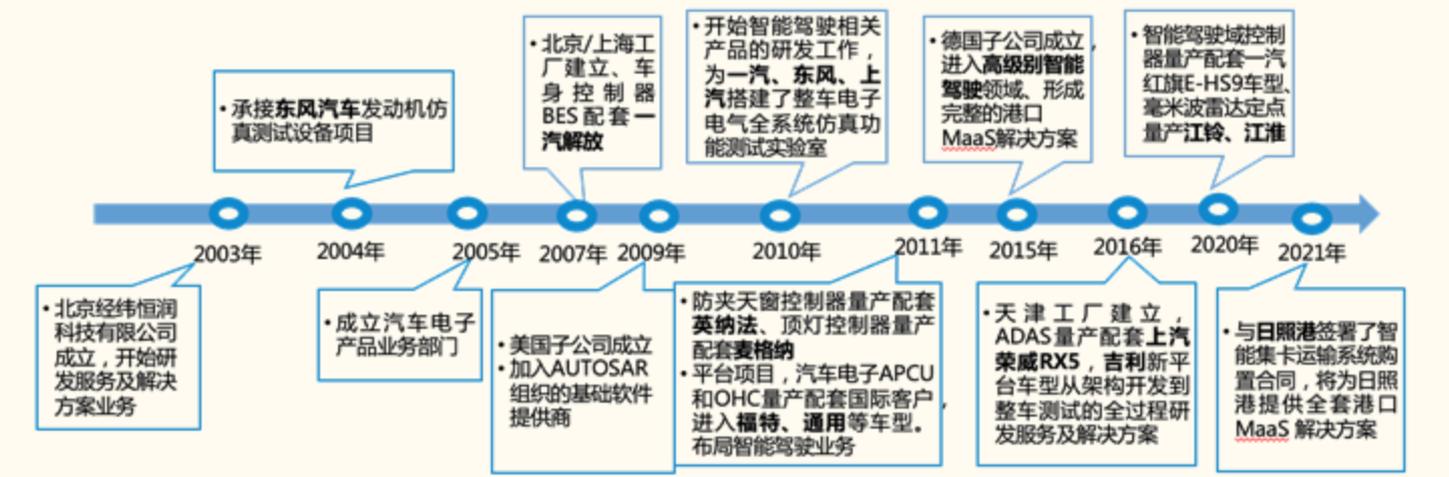
图表 50: 公司 T-BOX 产品配套车型销量及价格	25
图表 51: 公司网关产品配套车型销量 (万辆)	25
图表 52: 2020 年 T-Box 产品出货量及市场份额	26
图表 53: 2021 年网关搭载上险量及市场份额	26
图表 54: 公司基于 SOA 的架构开发	26
图表 55: 公司 MaaS 解决方案	27
图表 56: 公司产品覆盖对标	28
图表 57: 国内同行业可比公司主营业务情况	29
图表 58: 公司与汽车零部件海外龙头毛利率对比	29
图表 59: 公司电子产品毛利率与同行业对比	30
图表 60: 公司研发服务毛利率与同行业对比	30
图表 61: 公司研发费用率与国内外公司对比	30
图表 62: 电装公司发展历程梳理	31
图表 63: 公司 2022-2024 年营收预测 (百万元)	33
图表 64: 可比公司 PEG 估值	34

一、公司是综合型电子系统科技服务商

1.1 公司测试发展起家到三位一体业务布局

经纬恒润是综合型的电子系统科技服务商，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。业务覆盖电子系统研发、生产制造到运营服务的各个阶段。

图表 1：公司发展历程



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

公司业务布局覆盖范围广泛，软硬一体化构建核心竞争力。公司的电子产品、研发服务及解决方案、高级别智能驾驶整体解决方案业务形成“三位一体”的业务布局，在核心技术、应用场景、行业客户群等方面相互支持、协同发展。

图表 2：公司业务布局



来源：公司招股说明书，公司财报，国金证券研究所

在销售模式方面，公司采取直销模式，下游客户多为国内外整车制造商、知名汽车一级供应商、高端装备领域客户和交通运输领域客户等。在生产模式方面，

公司主要采取以销定产、计划生产的业务模式，生产环节主要由天津和南通两个生产基地完成。公司自有产能不足时，会将部分生产工序委托外协厂商，按照公司的设计和产品方案进行生产，外协的生产内容以 PCBA 贴片为主。

受益于汽车电动化、智能化进程发展，公司汽车电子产品业务收入实现快速增长，占主营收入超七成。公司作为本土领先的汽车电子系统供应商，拥有深厚的技术积累和丰富的产业配套经验，尤其是在车身控制解决方案的开发方面，具有强大的实力。公司顺应行业发展新趋势，在巩固原有竞争优势的基础上加速布局自动驾驶、ADAS 以及 5G-V2X，使之成为新的业务增长点。公司 2021 年实现营收 32.62 亿元，同比增长 31.61%。

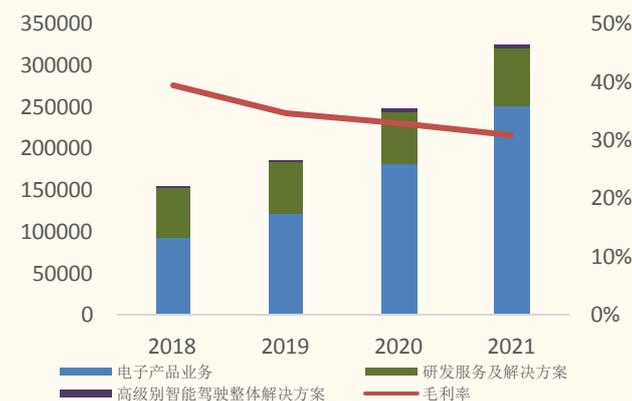
电子产品：公司第一大收入来源，2018-2021 年电子产品收入由 9.12 亿元增至 24.98 亿元，CAGR 为 39.9%，收入占比由 59.5% 提升至 76.6%。

研发服务：公司经营历史最悠久的业务，2018-2021 年收入稳定，均在 6.00 亿元以上，收入占比由 40.2% 下降至 21.7%。

高级别智能驾驶解决方案：2018-2021 年收入占比较低但增长快速，由 0.04 亿元增至 0.30 亿元，CAGR 达 95.7%。

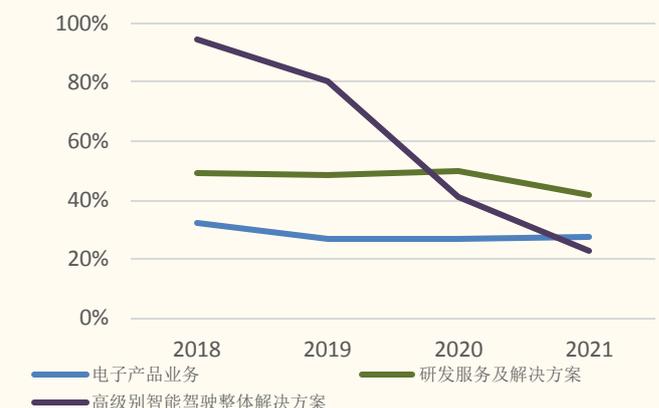
公司业务结构变化导致整体销售毛利率降低。2018 年至 2020 年，公司毛利率由 39% 下降至 32.8%，主要系汽车电子产品业务占比提高，且毛利率相较于研发服务和高级别智能驾驶解决方案业务较低。

图表 3：公司主营业务收入及毛利率变化（万元）



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 4：公司各主营业务毛利率



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

1.2 多年运营积累稳定的供应链关系

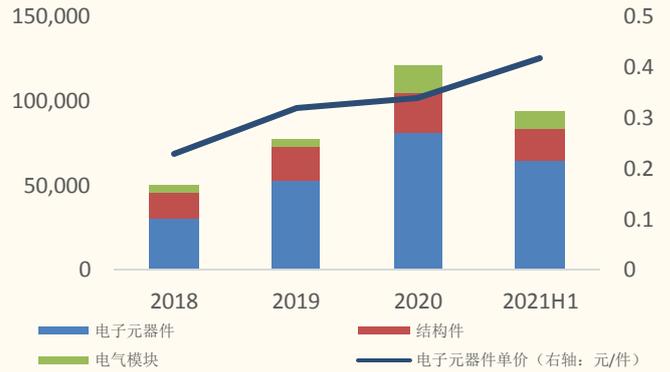
上游供应商为电子元器件厂商和代采公司，供应链关系稳定。公司 2018-2020 年公司前五大供应商占比为 32.4%/36.61%/36.56%，主要采购电子元器件、结构件和电气模块，其中电子元器件单价升高趋势显著，由 0.23 升高至 0.42 元/件。供应商方面，公司通过向晶川电子采购英飞凌半导体产品，包括 MCU、77GHz 雷达 MMIC、分立式功率 MOSFET 以及功率模块 (IGBT 和 SiC) 等，扩大在 ADAS、车联网、车身控制、门/窗控制和商用车应用等领域的优势，开发创新的系统解决方案；向 Mobileye 采购视觉感知芯片，研发 ADAS 和自动驾驶域控制器。

图表 5: 公司向主要供应商采购占比



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

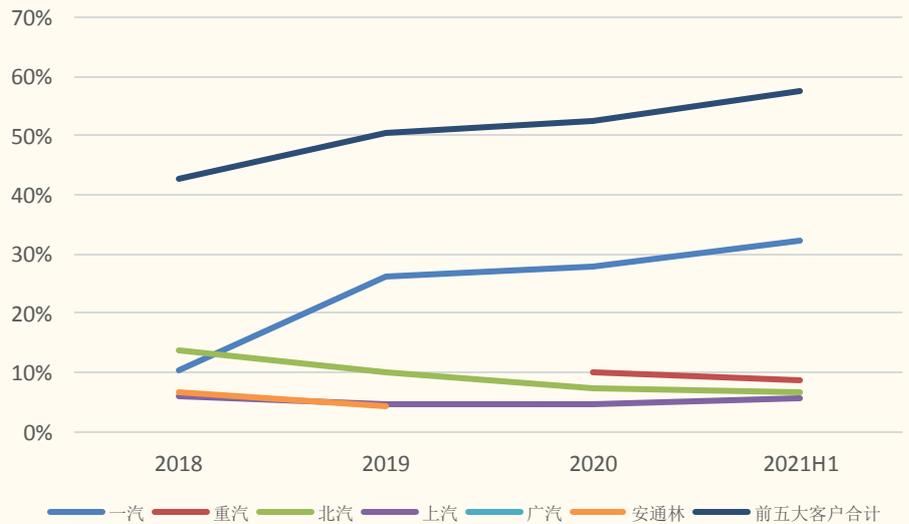
图表 6: 公司原材料采购(万元)及电子元器件单价变动



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

下游客户集中度较高, 主要对接车企和汽车零部件 tier1 厂商。2018-2021H1 年前五大客户销售占比分别为 42.63%/50.49%/52.57%/57.45%, 有向国内传统自主品牌集中的趋势。其中, 最大客户中国一汽 2020 年占比高达 27.83%, 2021H1 占比提升至 32.23%。公司主要客户包括一汽、重汽、上汽、广汽、吉利、Navistar 等国内外整车厂, 同时向英纳法、安通林和博格华纳等国际 Tier1 龙头供货, 加入国外 OEM 的全球化采购供应链。

图表 7: 公司前五大客户及占比



来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表 8: 公司主要产品对应的下游客户

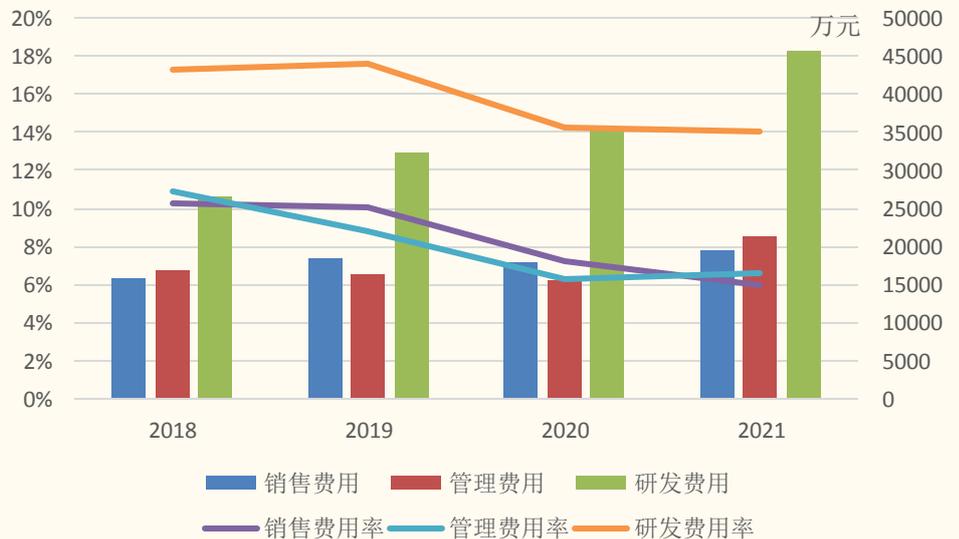


来源：公司招股说明书，国金证券研究所

1.3 注重研发，产研一体化

公司各项费用支出保持稳定增长态势，占营收比逐年降低。公司费用支出总金额呈现稳中略升的趋势，占当期营业收入的比重逐年降低，分别为 38.49%、36.83%和 28.41%。截至 2021 年 6 月，公司研发人员 1373 人，占比 44.94%。公司 2020 年和 2021 年研发费用的绝对金额较上一年分别增长了 8.49%和 29.45%。公司在智能驾驶、车身域控、整车电子电气测试和软件开发等项目持续保持高研发投入，部分子项目已结项并配套量产。

图表 9: 公司费用支出及费用率变化情况



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 10: 部分在研项目

项目名称	目标	与同行业技术水平比较	研发进展	研发投入	研发期间
------	----	------------	------	------	------

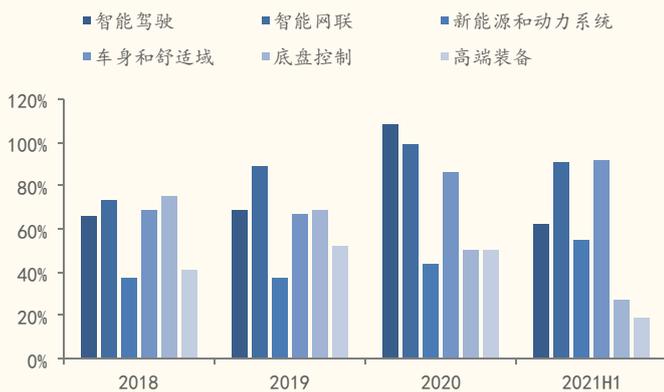
智能驾驶域控制器	开发能够实现 L3 及以下功能的智能驾驶域控制器，可同时接入多种传感器，实现车规级量产产品方案，在其设计运行条件内能够持续地执行全部动态驾驶任务	智能驾驶域控制产品具备丰富的接口和算力支持	研发中，部分子项目已完结	2.45 亿元	2018-2023
封闭场景高级别自动驾驶方案	研发可量产的高性能、高可靠、低成本的高级别智能驾驶解决方案，覆盖车端-场端-云端的完整系统，并实际应用于港口、机场等封闭场景	项目包含了车端-场端-云端的完整系统，装车产品拟采用车规级量产化设计，且可进行大批量生产	研发中，部分子项目已完结	2.2 亿元	2018-2023
先进驾驶员辅助系统	开发先进驾驶辅助系统 ADAS 产品，该产品利用安装于车上的各种传感器，收集车内外的环境数据，进行静、动态物体的辨识与追踪等技术处理	是高度集成化的车规级量产产品，部分子项目对应产品已实现了大规模量产，为 20 余家主机厂近 80 款车型实现了配套量产	研发中，部分子项目已完结	2 亿元	2018-2023
乘用车车身控制器	将车身的控制逻辑集中在车身控制器产品中，集成的功能包括车内外灯光、雨刮洗涤、智能进入以及启动、座椅、电动门和车窗、OTA 等，同时通过网络通信对外提供车身传感器和执行器接口	车身控制器产品集成度较高，并且具有较高的性价比，已获得国内多个 OEM 的认可	研发中，部分子项目已完结	1.2 亿元	2018-2023
4D 毫米波雷达	围绕下一代多片级联高性能毫米波雷达架构，融合 MIMO 阵列信号处理、雷达链路自校准、基于深度学习的目标识别等新技术，为实现 L3 平台毫米波雷达传感器奠定基础	4D 毫米波雷达拥有 48 个发射和 48 个物理接收通道，可虚拟出 2304 个通道，作用距离可达 300 米，水平和俯仰角分辨率分别可达 1° 和 2°。具有高角度分辨能力、类激光雷达的点云目标输出、强抗干扰等优势	研发中	1500 万元	2021-2023

来源：公司招股说明书，公司官网，国金证券研究所

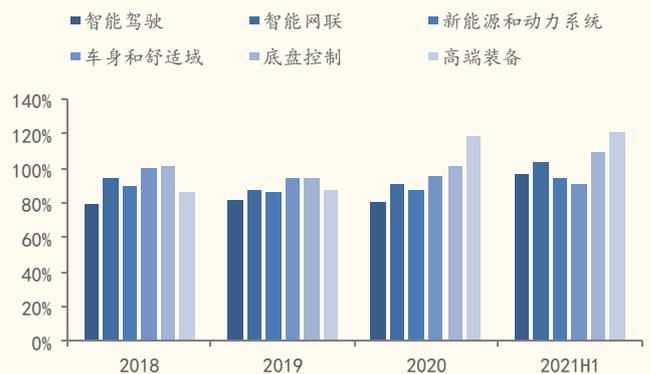
两大生产基地，各产品产销率均保持在 90%以上。公司拥有天津、南通两大生产基地，现有智能驾驶、智能网联、新能源和动力系统、车身和舒适域、底盘控制及高端装备电子产品产能分别为 48/76/26/447/24/0.05 万件，2021 年上半年各产品产销率均在 90%以上。

图表 11: 2018-2021H1 公司电子产品分产品产能利用率

图表 12: 2018-2021H1 公司电子产品分产品产销率



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

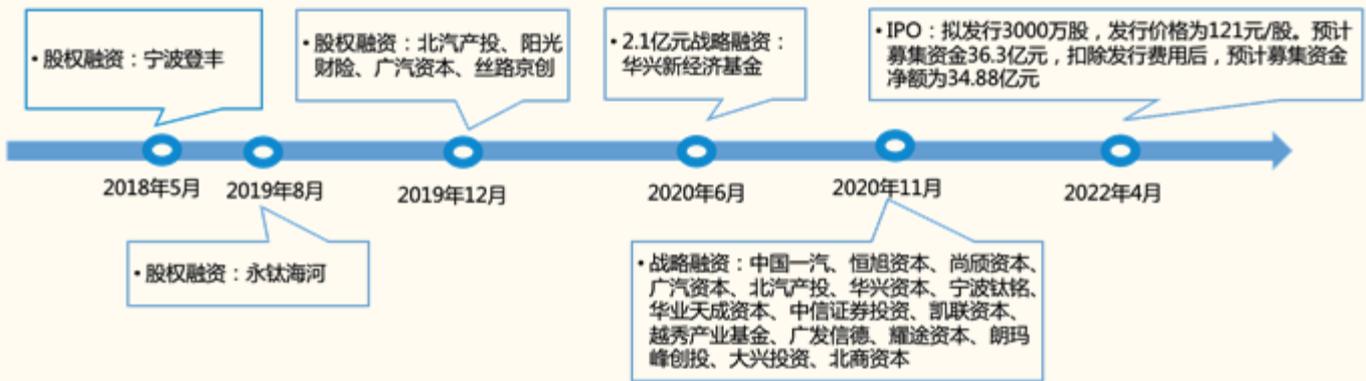


来源：公司招股说明书，国金证券研究所

1.4 公司发展过程引入多家车企战投，2022 年 IPO 募资扩充产能

公司 IPO 前经历多轮融资，受到一汽、上汽、广汽和北汽等产业投资方的支持。

图表 13: 公司融资历程



来源: wind, 天眼查, 国金证券研究所

公司 2022 年 IPO 上市, 募资 34.9 亿元用于扩充产能、提升研发实力。公司 IPO 发行 3000 万股, 发行价 121 元/股, 共募集资金 36.3 亿元, 扣除发行费用后, 募集资金净额 34.9 亿元, 比原计划少 15.1 亿元。按照公司招股说明书披露, 不足部分将通过银行贷款或自有资金等方式解决。募投项目为: 南通汽车电子生产基地建设、天津研发中心建设、数字化能力提升及补充流动资金。募投项目投产后将加强公司新产品研发与技术储备能力, 进一步提升公司自主创新研发能力, 提高公司在汽车电子领域相关配套产品的生产能力。

图表 14: 募资用途 (万元)

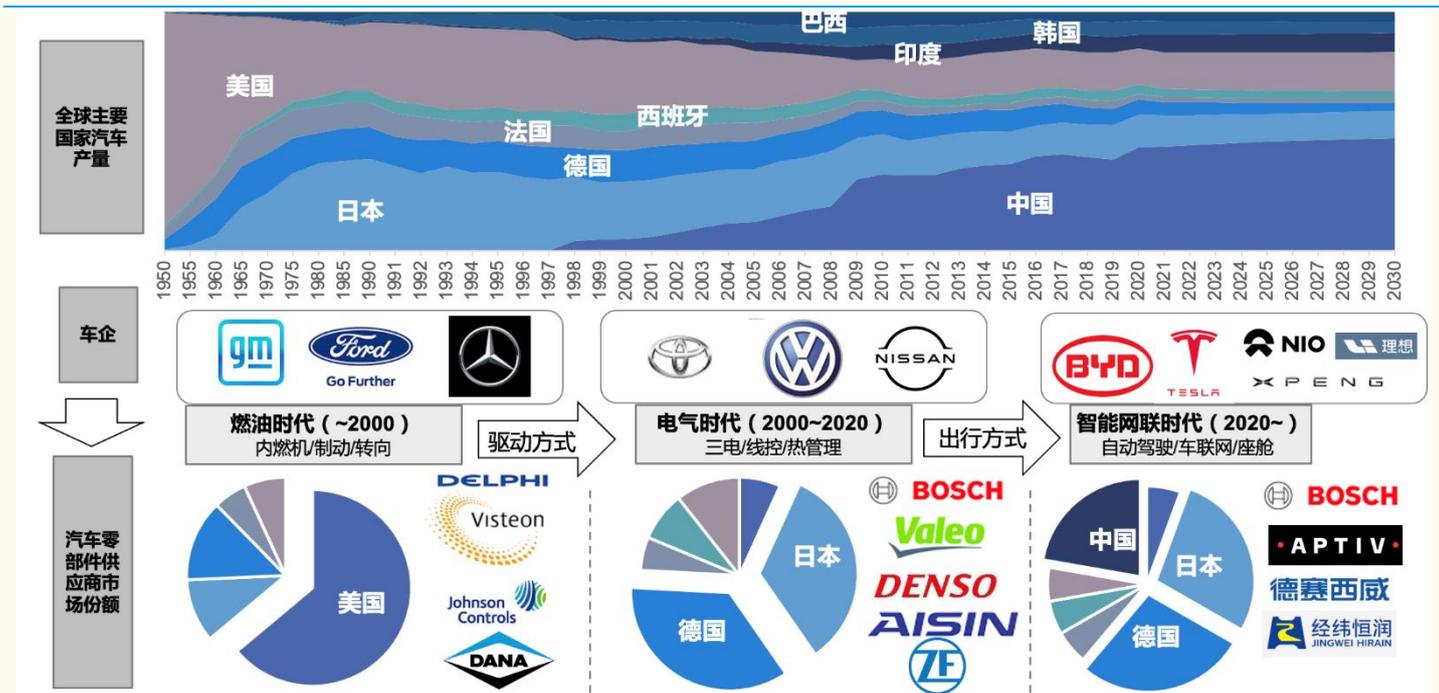
补充流动资金项目名称	项目投资金额	项目概述	建设周期
南通汽车电子生产基地项目	225,867.24	除使用部分公司现有生产车间外, 还拟新建现代化汽车电子制造生产车间, 购置智能驾驶电子产品、智能网联电子产品、车身和舒适域电子产品、底盘控制电子产品、新能源和动力系统电子产品等汽车电子产品生产设备, 提升公司在汽车电子领域相关配套产品的生产能力, 提升智能化及自动化水平。	2022-2025
天津研发中心建设项目	167,943.18	改善公司研发工作的软硬件环境, 全面提升自主创新能力, 加快新技术、新工艺、新产品的开发和应用, 促进研发高层次人才培养和引进, 提升公司人才储备, 应对行业挑战。	2022-2025
数字化能力提升项目	40,748.11	在公司原有信息化平台系统的基础上, 结合未来发展的需要, 对现有平台系统进行建设升级, 进而提升公司数字化能力。可实现公司业务数据的集中处理, 提升公司信息的全面性与准确性, 为公司经营流程的创新提供客观依据, 帮助管理层做出更准确的生产经营决策, 驱动公司流程创新与业务创新, 提高公司未来竞争力	2022-2024
补充流动资金	99,619.36	满足公司生产经营扩张的需求	

来源: 公司招股说明书, 公司财报, 国金证券研究所

二、智能网联时代，中国汽车供应链崛起

产业迭代升级推动市场格局转换，智能网联时代中国供应链有望“换道超车”。燃油时代，美国凭借强大的工业体系和领先的内燃机驱动、制动技术，牢牢掌握着整车产业链的话语权；电气时代，日本和欧洲企业及时向电动化领域布局，在核心领域三电和热管理方面占得领先优势；当前，电动化、网联化、智能化推动汽车产业正发生新一轮深刻变革，以经纬恒润、德赛西威为代表的中国本土零部件厂商积极布局，有望打破汽车供应链体系被海外龙头垄断的局面，实现“换道超车”。

图表 15：汽车产业三次变革



来源：OICA，国家统计局，Automotive news，公司官网，国金证券研究所

2.1 基础：国产汽车出海加速，自主品牌电动化转型全球领先

整车市场是基础，汽车产业自身变革是供应链市场格局转换核心推动力。整车的产销量更迭并不必然带来供应链市场格局转变。上世纪 80 年代，日本超越美国成为全球第一大汽车生产国，但整车供应商市场份额并未产生格局变化，仍以美国主要企业德尔福、伟世通、德纳等为主导，前十大企业中有六家美国企业上榜。

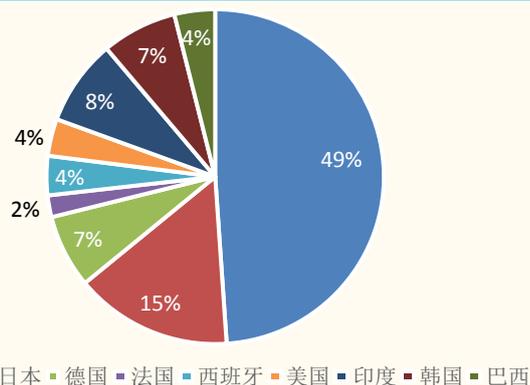
进入 21 世纪，随着日本和欧洲汽车占得电动化转型先机，美国汽车供应商市场份额逐渐萎缩，取而代之的是电装、采埃孚、爱信精机等日本欧洲企业。他们积极参与并购，扩展电动化、安全系统、传感器和软件方面的技术，转型为综合零部件厂商，并随着整车企业的全球扩张，市场份额不断提升。

图表 16: 中国与全球新能源汽车渗透率对比 (万辆)



来源: 中汽协, Market lines, 国金证券研究所

图表 17: 2021 年世界主要国家汽车销量占比



来源: 中汽协, OICA, 国金证券研究所

自 2009 年起, 中国一直是全球第一大汽车产销国, 2021 汽车销量达到 2100 万辆, 国产供应链崛起已具备市场基础。另一方面, 智能网联化开启汽车行业变革下半场, 新赛道洗牌是国产替代的核心催化剂。2021 年全球新能源车型累计销量近 650 万辆, 较去年同期增长 108%, 渗透率达到 8%。

国内汽车市场进入存量博弈阶段, 自主品牌和本土造车新势力崛起。我们认为, 未来国内整车市场销量总体将呈现波动下行态势, 车企之间进入存量博弈时代。从汽车品牌看, 蔚小理等本土造车新势力, 以及比亚迪、上汽、广汽等传统车企, 在智能网联、辅助驾驶等科技功能以及整车设计和品牌营销等方面都进步显著。

2021 年我国自主品牌乘用车销量为 825.31 万辆, 同比+19.9%, 渗透率达 44.4%。从客户结构来看, 18-40 岁车主是汽车消费市场的主力人群, 随着他们对自主品牌, 尤其是对自主品牌在电动化和智能化领域的认可, 我们预计, 未来自主品牌乘用车市场渗透率将继续提升, 预计 2030 年达到 60%, 在此背景下, 我们看好相关供应链企业的长期增长潜力。

图表 18: 自主品牌在汽车销量占比 (万辆)



来源: 乘联会, 国金证券研究所

图表 19: 自主品牌在新能源车销量占比 (万辆)



来源: 乘联会, 国金证券研究所

自主品牌加速“出海”, 未来有望成为汽车智能网联时代的全球重要力量。2021 年, 乘用车自主品牌市占率达到 44.4%, YoY 提升了 3.6PP, 份额提升主要依靠新能源汽车。纯电动汽车的中国品牌占有率为 81%, 插电式混合动力汽车的中国品牌占有率为 78%, 加权平均后提高了 6 个百分点。我国新能源汽车连续 7 年全球销量第一, 2021 年全球 20 大新能源汽车公司中, 包含中国 8 家, 欧洲地区 7 家, 美国 2 家以及韩国 2 家、日本 1 家公司。

2021 年国内汽车出口销量达到 201.5 万辆，同比增长 102.5%，其中上汽集团达到 59.8 万辆，自主品牌出海趋势已成。

图表 20: 2021 全球新能源乘用车销量排名

2021 年全球新能源乘用车分企业销量排名 TOP20 (单位: 辆)			
排名	企业	2021 年	2021 年份额占比
1	特斯拉	936,172	14.41%
2	比亚迪	593,878	9.14%
3	上汽通用五菱	456,123	7.02%
4	大众	367,249	5.65%
5	宝马	276,037	4.25%
6	奔驰	228,144	3.51%
7	上汽	226,963	3.49%
8	沃尔沃	189,115	2.91%
9	奥迪	171,371	2.64%
10	现代	159,343	2.45%
11	起亚	158,134	2.43%
12	长城	137,366	2.11%
13	雷诺	136,750	2.11%
14	广汽	125,384	1.93%
15	标致	125,263	1.93%
16	丰田	116,029	1.79%
17	福特	111,879	1.72%
18	奇瑞	99,109	1.53%
19	小鹏	98,698	1.52%
20	长安	97,911	1.51%
TOP20 合计		4,810,918	74.07%
其他		1,684,470	25.93%
全球总计		6,495,388	100.00%

来源: Cleantechica, 国金证券研究所

图表 21: 国内乘用车出口销量分车型 (万辆)



来源: 海关署, 中汽协, 国金证券研究所

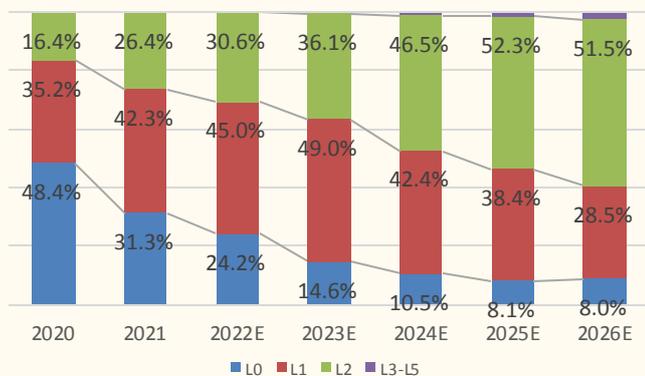
2.2 催化: 智能化开启汽车行业变革下半场

中国智能驾驶汽车销量占全球主导地位, 国产车型走在智能化最前沿。2021 年全球 L1 及 L1 以上的智能驾驶汽车渗透率达到 68.7%，预计到 2026 年将达到 92%，整车销量约为 8746.8 万辆。

由于各国对于 L3 级别车的政策法规出台时间不一, L3 及 L3 以上级别的乘用车发展前景存在不确定性, 未来五年 L2 级别乘用车将成为市场主力, 五年年复合增长率预计达到 22.9%。根据《智能网联汽车技术路线图 2.0》规划, 2025 年中国 L2/L3 自动驾驶汽车将占 50%，2030 年达到 70%，同时高级别自动驾驶汽车渗透率达到 20%。

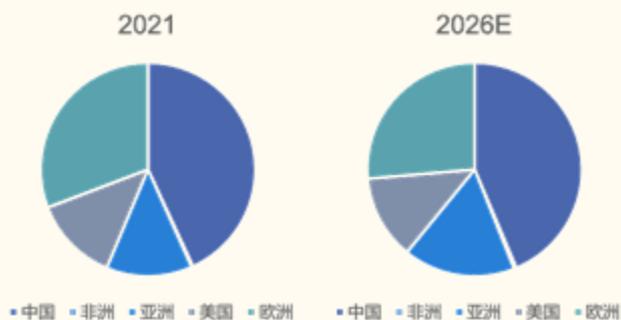
未来国产车型将成为智能汽车的“决斗场”，一方面 L2+级别乘用车中国占全球销量的 44%左右；另一方面，中国市场越来越多成为全球新技术、新产品的首发市场：Mobileye EyeQ5 在吉利极氪首发上车、NVIDIA Xavier 和 Orin 分别小鹏 P7 和蔚来 ET7 搭配量产、由座舱芯片转战智能驾驶芯片的高通 Snapdragon Ride 将于 2022 年配套长城量产。

图表 22: 全球自动驾驶等级分布



来源: ICV Tank, 国金证券研究所

图表 23: 全球 L2 乘用车分地区销量占比



来源: ICV Tank, 国金证券研究所

中国智能网联渗透率超全球平均水平, 呈现快速上升趋势。截至 2021 年底, 国内具有网联功能的新车渗透率为 48.8%，高于 45% 的全球平均水平, 预计

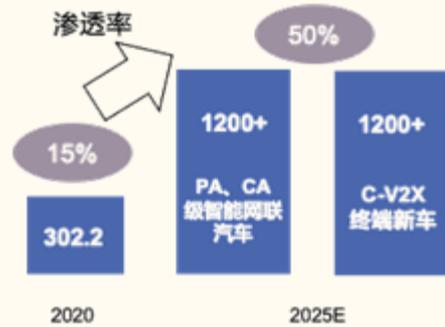
2025 年新车搭载率将达到 75%，装配量接近 2000 万辆。2020 年我国智能网联汽车销量为 302.2 万辆，渗透率保持在 15%左右。根据《智能网联汽车技术路线图 2.0》，2025 年我国 PA（部分自动驾驶）、CA（有条件自动驾驶）级智能网联汽车销量占比超过 50%、C-V2X 终端新车装配率达到 50%，对应新车销量超 1200 万辆。

图表 24：搭载网联功能的新车渗透率



来源：ICV Tank，国金证券研究所

图表 25：中国智能网联汽车渗透率（万辆）

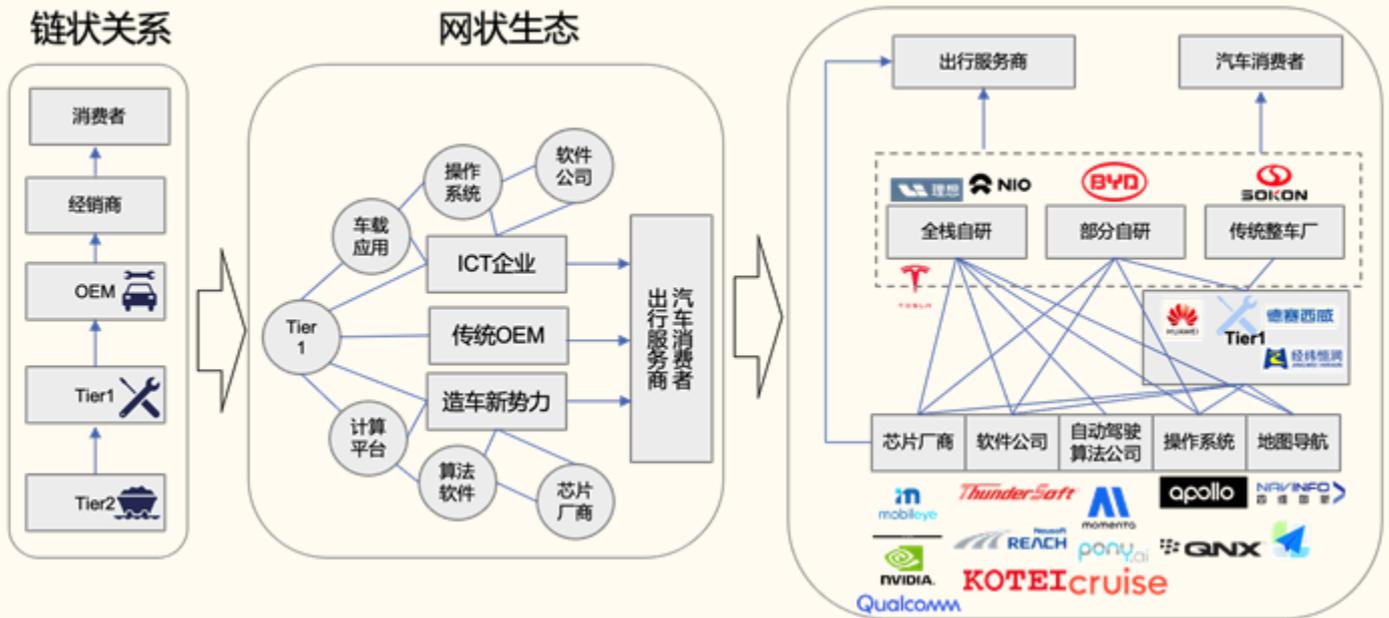


来源：《智能网联汽车技术路线图 2.0》，国金证券研究所

2.3 智能化浪潮下产业生态重塑，Tier1 需重新定位破局

汽车智能化下，传统汽车的产业生态和商业模式被重塑，供应关系由“链”走向“网”。智能化和网联化时代，软件定义汽车成为主流趋势，主机厂的核心竞争力从机械制造转向软件和算法。主机厂希望能掌握功能实现所需的软件、算法等 ICT 系统，为用户提供差异化服务。

图表 26：汽车产业生态由“链”走向“网”



来源：公司官网，国金证券研究所

在这个过程中，蔚小理等造车新势力在 L3 之前，通过集成走向核心能力的全栈自研，将软件、算法硬件集成于自身；传统车厂对于汽车的智能化部分积累相对不足，而打通自动驾驶、网联、底层架构、软件、算法以及相关硬件等全套产品逻辑需要较长的研发时间，往往采取投资并购+自研两条腿走路模式。

新型 ICT 企业利用自身技术优势切入智能汽车领域，通过为主机厂提供智能汽车增量部件、软件平台等方式与其进行开放合作，形成优势互补、多方合作的产业布局，原本处于 Tier2 的企业可能跃升至 Tier1。

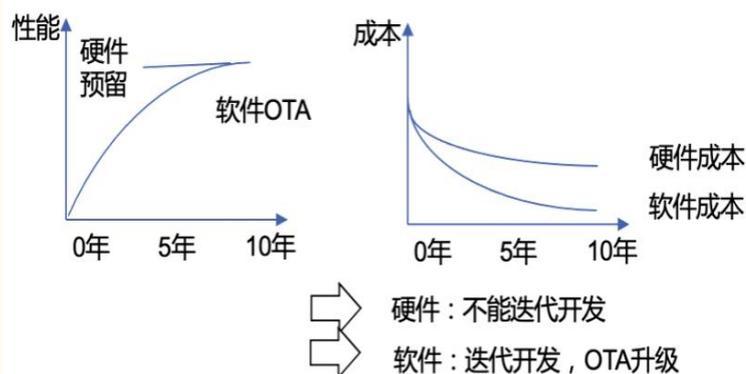
整体来看，主机厂根据自身资源禀赋和研发能力，选择自研+配套供应商的配置。汽车产业研发体系逐渐从封闭走向开放，供应关系从链状走向网状。

另一方面，汽车智能化带来商业模式改变。过去整车制造-经销商-客户的封闭商业模式被打破，越来越多的消费者直接向车企购买产品，同时以文远知行、AutoX 等为代表的 Robotaxi 企业开始出现，为用户提供自动驾驶出行服务。上游企业也纷纷向出行服务等下游场景扩展，如 Mobileye 提出自动驾驶移动即服务 (MaaS) 的定义，希望在 L3 之后向出行服务提供商角色转型。

软件将成为未来车企打造品牌差异化关键，硬件可插拔、软件可 OTA 升级是产品形态的发展方向。智能汽车的供应链正在从过去的封闭、定制化走向标准化，行业控制点从硬件制造生产转向软件与服务。硬件产品的生命周期与软件产品呈现不同的形态，硬件将伴随着车辆 10-15 年，软件产品则通过 ICT 技术支持远程 OTA，在整辆车的生命周期内，出现多轮新功能的迭代。

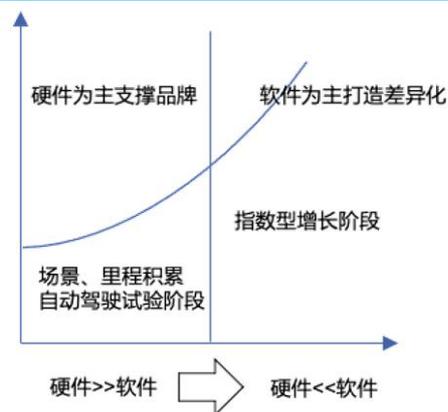
软硬件解耦将形成独立的产品路线图：硬件产品的通用、标准化；软件产品的多样化。硬件虽然不能迭代，但需要进行前瞻预埋，为软件升级迭代奠定基础。据麦肯锡，2020-2030 年汽车软件和 E/E 架构市场预计复合年增长 7%，从目前 2380 亿美元增长至 2030 年的 4690 亿美元。销售收入主要集中在硬件相关领域，但从年复合增长率来看，软件（包括应用软件，中间件及操作系统）占据了快速增长的通道，对应 2030 年市场规模 800 亿美元。

图表 27: 硬件前瞻预埋



来源：中汽研，国金证券研究所

图表 28: 价值量由硬件向软件传导



来源：中汽研，国金证券研究所

无论是硬件还是软件，对整车厂而言，都倾向于自研形成品牌区隔度的差异化产品和服务，而把标准化程度较高的通用产品交给供应商去做。从供应商角度看，供应商的核心竞争力将体现在产品覆盖范围、成本控制能力和产品迭代速度等维度。

产品覆盖能力：不论是软件还是硬件，目前汽车 ECU 分布相当分散，未来汽车整车架构走向跨域融合，需要将单一域内的功能集成于一个域控制器，这对供应商产品覆盖能力和集成能力有很大的要求。

成本控制能力：对于难以产生差异化服务的硬件和底层、中间层软件，未来会有着逐步标准化、通用化的趋势。与其他科技制造业类似，低成本大规模制造能力将成为供应商的核心壁垒。莱特定律指出，单个型号的汽车产量每累计增加一倍，成本价格就会下降 15%。

产品迭代速度：智能汽车迭代速度加快，整车厂对供应链的快速响应需求迫切。传统汽车一款车型的迭代周期在 5-10 年，而对于智能汽车而言，智能硬件、AI、算法等 ICT 部分遵循摩尔定律，车型迭代速度加快，且伴随大幅度的功能升级。从过往产品发布节奏看，蔚来、小鹏等造车新势力每 1-2 年可推出 1-2 款全新

车型，且中间伴随着版本的多次升级。传统车企向新势力看齐，迫切需要供应链能够同步提供硬件产品和系统的快速迭代和服务响应。

图表 29: 传统汽车与智能汽车迭代周期对比



来源：汽车之家，公司官网，国金证券研究所

Tier1 供应商在扩展产品范围的同时，还应注重标准化产品生产过程中的降本增效和快速迭代的统一。无论供应商和主机厂的合作模式如何，最终都是以硬件为载体，并以产品的形态给到主机厂，只是在分工上会有差别。这就要求Tier1在前期做系统需求设计的时候，能够结合客户的差异化需求，提供完整的平台化设计，并且能够在平台基础上可进行差异化定制的更新迭代，确保能提供一个最适合客户需求的设计方案，根据车厂需求提供相应的软硬件产品。分三个层次来看，以平台化的设计能力为基础、以通用的硬件产品为载体，最终提供满足定制化需求的软硬件服务。

图表 30: Tier1 供应商降本增效、扩大产品覆盖能力探讨



来源：国金证券研究所

三、车身域产品是基础，智能驾驶、智能网联产品塑造新曲线

公司智能汽车领域多方布局，形成多领域的一体化发展。车身域电子是基础、智能驾驶域和智能网联电子产品具备高成长性。

图表 31：公司主营业务类型

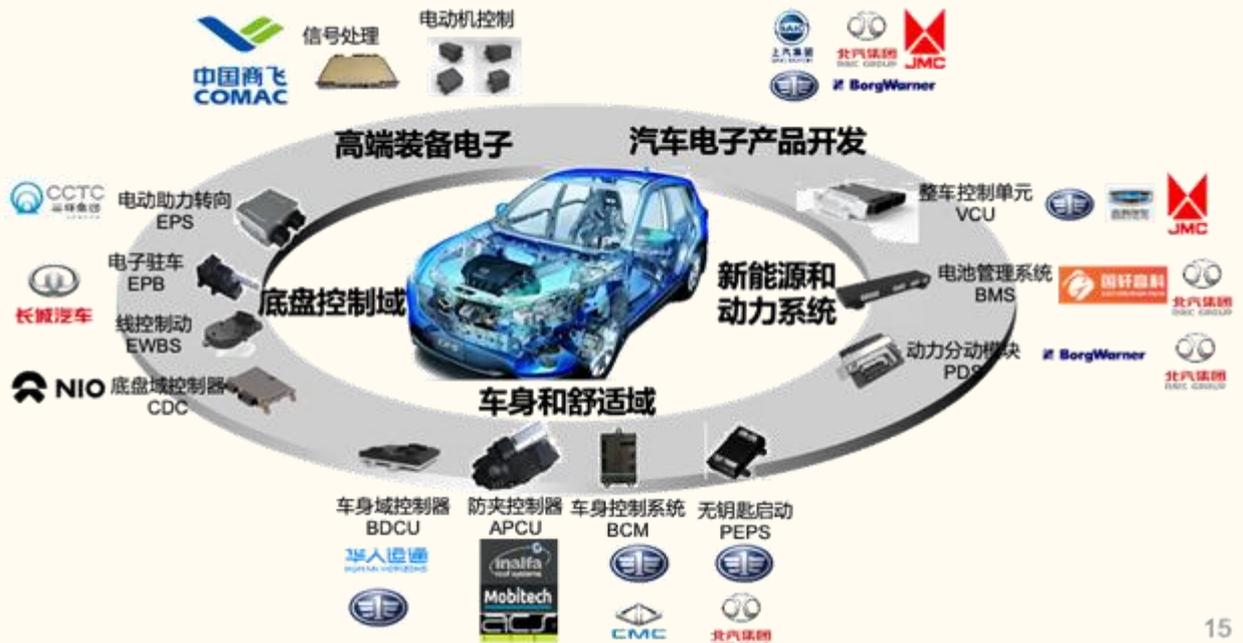


来源：公司招股说明书，国金证券研究所

3.1 传统车身电子：产品覆盖范围广泛，车身舒适域电子产品等增速稳定

公司传统电子产品主要包括：车身舒适域电子产品、底盘控制电子产品、新能源和动力系统电子产品、高端装备电子产品以及开发服务，2020 年分别实现营收 8.5/0.41/0.39/0.36/0.81 亿元。

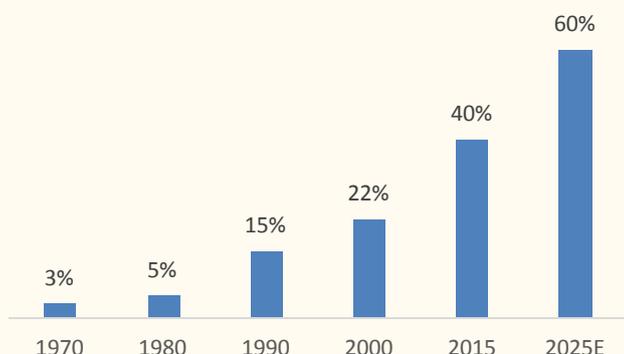
图表 32：公司电子产品及配套客户



来源：公司官网，国金证券研究所

随着汽车电子化水平提高、单车汽车电子成本提升，汽车电子市场规模迅速扩大。预计 2022 年，全球汽车电子市场规模将达到 20189 亿元，我国汽车电子市场规模将达到 8894 亿元。

图表 33: 汽车电子在整车中占比



来源: 赛迪智库, 国金证券研究所

图表 34: 汽车电子市场规模 (亿元)



来源: 中汽协《汽车电子研究报告》, 国金证券研究所

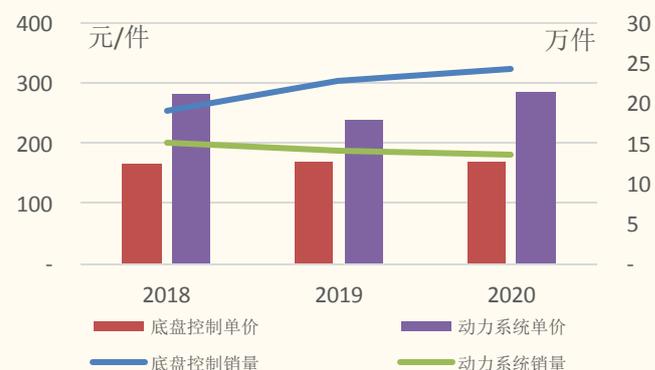
整车厂倾向于采购标准化产品，公司车身电子产品需求稳定，未来域融合集中、功能集成趋势下价格有望上升。顺应汽车电动化潮流，电子产品在单车价值量提高，公司车身舒适域、底盘控制、动力系统电子产品销量和价格波动中上升。对于差异化程度不高的汽车电子产品，整车厂会选择向上游 Tier1 批量采购，对于公司来说，该领域产品客户需求相对稳定。

图表 35: 车身舒适域电子产品销量及单价



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

图表 36: 底盘控制与动力系统电子产品销量及价格变化



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

配套车型: 与国际知名 tier1 厂商合作, 打入海外车厂全球采购供应链。公司 APCU 产品配套现代索兰托、吉利博越等车型, 并通过知名 Tier1 英纳法最终配套凯迪拉克 XT5、捷豹 F-PACE, 打入全球主机厂供应链。2020 年销量 248.2 万套, 2021H1 销量 176.29 万套。

图表 37: 公司 APCU 配套车型销量及价格

配套车型	价格	上市时间	2021 年销量 (万辆)
吉利博越	9.18-10.88 万	2016 年	22.49
凯迪拉克 XT5	33.27-45.27 万	2015 年	5.3
捷豹 F-PACE	45.8 万	2016 年	0.14
现代索兰托	22.28-37.06 万	2020 年	6.99

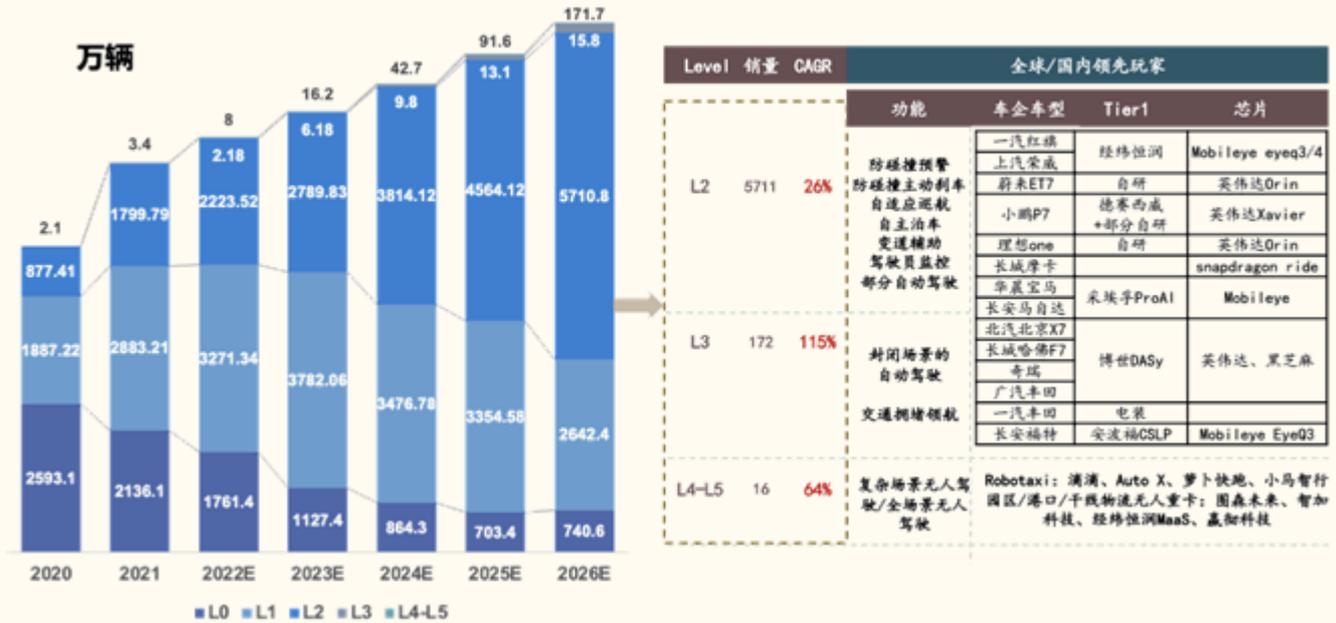
来源: 搜狐汽车, 国金证券研究所

3.2 智能驾驶电子：背靠 Mobileye，打造新的收入增长曲线

L3 级别以下智能化方式未产生质的改变，L2/3 进入加速渗透阶段。目前主流主机厂已实现 L2 级 ADAS 系统量产及功能深化，全球范围内 L3/4 级自动驾驶汽车已陆续合法上路，中国计划于 2025 年左右实现乘用车及客货车在特定场景的 L3/4 级自动驾驶。

未来五年是 L2/3 级别自动驾驶加速渗透阶段，距高级别自动驾驶系统规模量产仍有距离。根据 ICV Tank 预测，2026 年 L2 和 L3 级别乘用车销量将达到 5711 万辆和 172 万辆，五年 CAGR 26%/115%；L4 级别占比仍较少，只有约 16 万辆。

图表 38：智能驾驶汽车分等级销量预测（万辆）

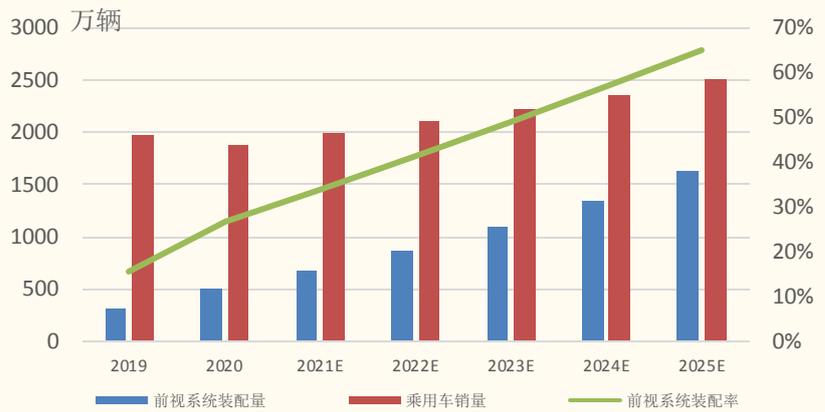


来源：ICV Tank，公司官网，国金证券研究所

乘用车前视系统装配率上升，预计 2025 年达到 65%。2020 年，中国乘用车新车 ADAS 系统 L1 装配率为 17.4%，同比增加 3.3 个百分点，L2 装配率 16.2%，同比增加 8.8 PP。2021 年，L2+ 已经成为各大主机厂竞争的发力点，小鹏、蔚来、长城、威马、广汽等相继推出高级别自动驾驶量产车型。而前视系统作为 ADAS 核心配置，装配量和装配率也将实现稳步增长。

根据佐思汽研，2020 年，中国乘用车新车前视系统（即公司 ADAS 产品）装配量为 498.6 万辆，同比增长 62.1%，前视系统装配率为 26.4%，较 2019 年全年上升 10.9 个百分点。随着前视系统算力提高以及功能的不断增加，预计到 2025 年，我国乘用车前视系统装配量将达到 1630.5 万辆，装配率将达到 65.0%。根据产业链调研，前视系统单价为 2000 元/套，对应市场规模约 326 亿元。

图表 39: 中国乘用车前视系统装配量与装配率



来源: 公司招股说明书, 佐思汽研, 国金证券研究所

ADAS 市场当前呈现 Mobileye (黑盒) & 英伟达 (白盒) 为代表的两大阵营:

Mobileye 路线 (黑盒) —— “芯片+视觉感知算法” 打包 (单颗 Mobileye EyeQ 系列芯片均价约 345 元=芯片约 120 元+视觉感知算法约 225 元), 代表供应商——①乘用车市场有采埃孚、安波福、经纬恒润; ②商用车市场有采埃孚、克诺尔、经纬恒润等。

算法自研路线 (白盒): 芯片+前向感知算法自研或与第三方算法公司合作, 代表供应商——①乘用车市场有博世、大陆、德赛西威、智驾科技; ②商用车市场有东软睿驰、福瑞泰克、清智科技。

图表 40: ADAS 市场两大路线

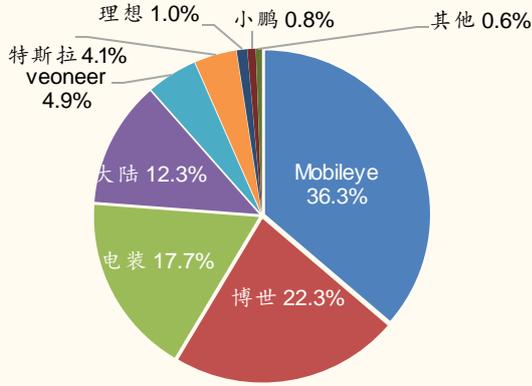


来源: 国金证券研究所

Mobileye 主打一体化黑盒子模式, 未来计划推出开放计算架构, 在 L3 以下仍会是市场主流芯片供应商。Mobileye 将芯片和算法融合形成整体解决方案, 主机厂可通过部署其产品快速拥有智能驾驶能力。2021 年 Mobileye 芯片出货量达到 2810 万颗, 赢得了超过 30 家汽车厂商的 41 款车型的新订单, 实现营收 14 亿美元, 同比增长 43%。根据高工智能汽车研究院数据显示, 2021 年 Mobileye 占据中国乘用车前视芯片市场份额 36.29%, 同时不断吸纳新的主机

厂、Tier 1 进入合作圈，如长城汽车、东风汽车、丰田汽车等。并与大众、福特、吉利等启动全面搭载计划，预计到 2025 年其市场份额将达 55%以上，我们认为 Mobileye 仍会是低级别自动驾驶市场的主导。

图表 41: 2021 1-11 月前向 ADAS 视觉感知供应商份额



图表 42: Mobileye 出货量 (百万颗)

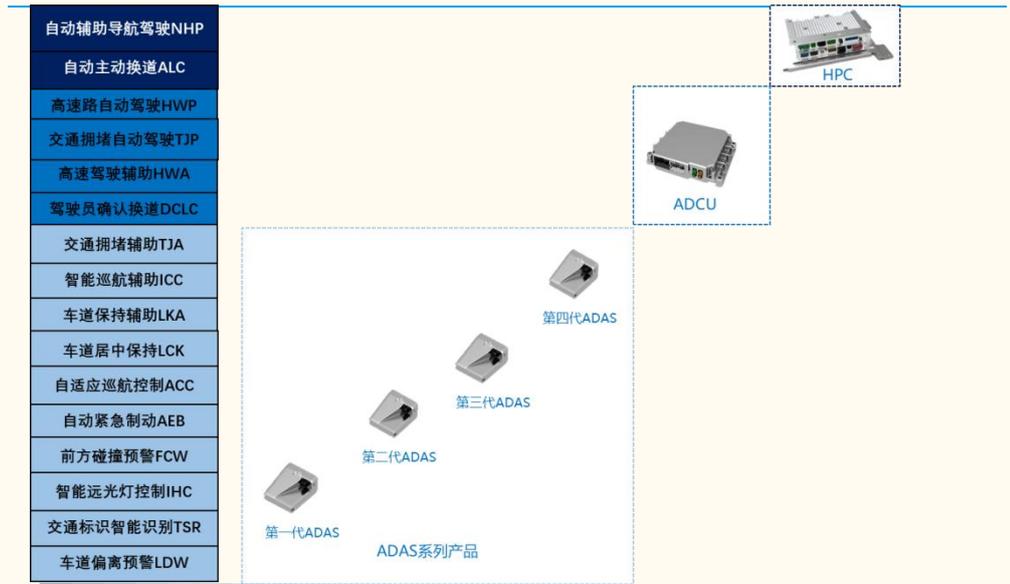


来源: 高工智能汽车, 国金证券研究所

来源: 公司官网, 国金证券研究所

从整车厂角度看，车企自动驾驶方案首先要综合参考需求和自研能力选择芯片厂商，再选择配套的域控制器供应商，公司作为 Mobileye 阵营重要供应商，市场份额有望随之升高。公司智能驾驶系统电子产品集成 Mobileye EyeQ4 芯片和英飞凌 AURIX 计算平台。公司 ADAS 含前视主动摄像头，整合 Mobileye、Infineon、Elektrobit 等产品，可为下游车企提供软硬件集成的解决方案。智能驾驶域控制器 ADCU 是公司设计研发的集成式高性能计算单元，可满足 L2、L3 级别的自动驾驶需求。在 ADCU 硬件平台基础上，公司可以提供自主研发的自动驾驶功能，或集成第三方研发的功能，为车企定制系统级自动驾驶解决方案。同时为迎合自研需求，公司正与更多开放型芯片企业建立合作关系，其中 2021 年 12 月公司与黑芝麻智能达成战略合作，未来公司可能会在新产品中采用华山系列芯片。

图表 43: 公司智能驾驶电子产品路线图



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

图表 44: 公司智能驾驶产品方案及配套客户

产品名称	芯片方案	配套客户
先进辅助驾驶系统 ADAS	Mobileye EyeQ4+英飞凌高算力 AURIX 平台	一汽、重汽、上汽、吉利、春风动力
智能驾驶域控制器 ADU	Mobileye EyeQ4+英飞凌高算力 AURIX 平台, 360° 毫米波雷达感知, 支持激光雷达、高精地图等以太网扩展升级	一汽红旗 EHS9
高性能计算平台 HPC	TI TDA4/Infineon TC397 芯片+Linux/RTOS 操作系统+AutoSAR 及自研应用框架 (AF)	定点赢彻科技和宝能汽车
自动泊车辅助系统 APA	TC297+TDA2 (APA) /TC397+TDA4 (AVP)	上汽大通、美团、宝能汽车、小马智行

来源: 公司官网, 国金证券研究所

公司智能驾驶产品打破国内市场被海外龙头垄断格局, 未来有望以高性价比优势抢占更多份额。2018 年-2020 年, 公司的 ADAS 产品销量分别是 6.75 万套、10.18 万套和 30.67 万套, 主要配套车型是上汽荣威 RX5、一汽红旗 H5/H7/H9/E-HS3/E-HS9、一汽解放 J6/J7 等; 自主研发的智能驾驶域控制器 (ADCU) 也在 2020 年量产配套一汽红旗 E-HS9 车型。

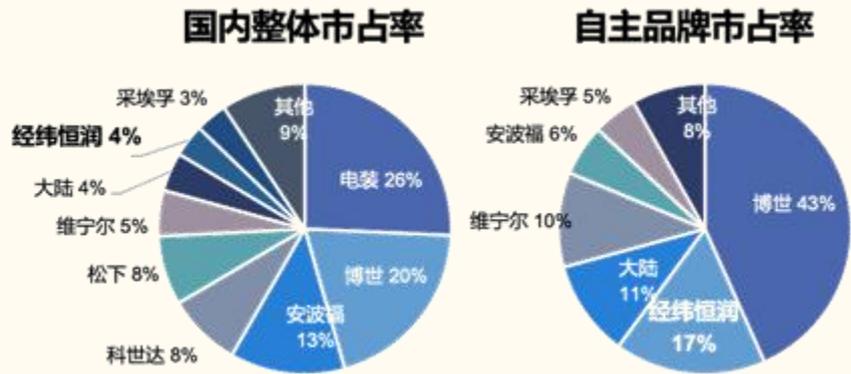
图表 45: 公司智能驾驶电子产品配套车型销量及价格

配套车型	价格	上市时间	2021 年销量 (万辆)
上汽荣威 RX5	9.33-13.98 万	2016 年	8.05
一汽红旗 H5	14.58-19.08 万	2018 年	8.38
一汽红旗 H7	25.28-28.88 万	2013 年	0.68
一汽红旗 HS5	18.38-24.98 万	2019 年	13.16
一汽红旗 HS7	27.58-46.33 万	2019 年	1.51
一汽红旗 E-HS3	22.58-26.58 万	2019 年	0.09
一汽红旗 E-HS9	50.98-77.98 万	2020 年	0.56
吉利博越	9.18-10.88 万	2016 年	22.49
吉利缤越	11.98-13.58 万	2018 年	14.44
吉利新帝豪	6.28-9.18 万	2014 年	18.35

来源: 盖世汽车, 搜狐汽车, 国金证券研究所

国内 Tier1 对中国复杂道路场景有更强的认知能力, 与传统外资 Tier1 相比, 有 30%-50% 的方案成本和竞标价格优势, 打入更多国内自主品牌市场。在 2020 年 ADAS 国内整体市场份额方面, 公司是唯一进入前十的本土企业, 市占率 3.6%; 在自主品牌中市占率达到 17%, 仅次于博世的 43%。高工智能汽车数据显示, 2021 年度中国市场 15 万元及以下新车上险量达到 1120.11 万辆, 占全部新车比重超 50%, 而 L0-L2 级 ADAS 的前装搭载率仅为 19.73%, 经纬恒润等本土 tier1 有望以高性价比优势加速国产替代进程。

图表 46: 国内 ADAS 市场份额

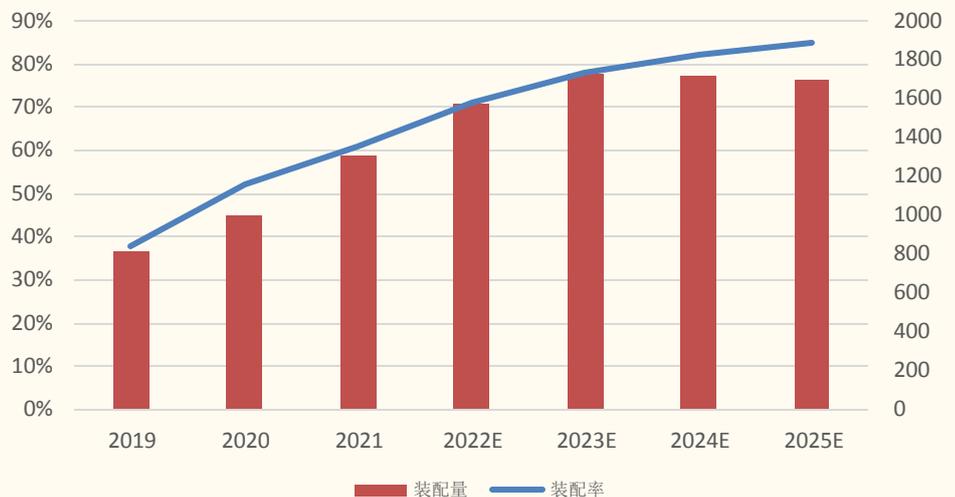


来源: 佐思汽研, 国金证券研究所

3.3 智能网联电子: T-Box 和网关产品市场份额均位居前十, 市场渗透率提升+技术升级双轮驱动

车联网行业渗透率快速提升, 行业规模迅速增长。国内车联网市场 2020 年达到 340 亿元, 并带动 T-Box 和网关市场需求持续增长。在 2020 年国内 T-Box 市场规模达到 100 亿元左右, 装配率约为 52%, 预计到 2025 年达到 80% 以上。汽车网关模块成为不同域之间数据传输、信息共享的桥梁, 根据 strategy analyst 数据显示, 预计 2027 年全球汽车网关渗透率将达到 100%, 市场规模达到 27 亿美元。

图表 47: 中国乘用车 T-Box 装配量 (万) 与装配率



来源: 中汽协, 佐思汽研, 国金证券研究所

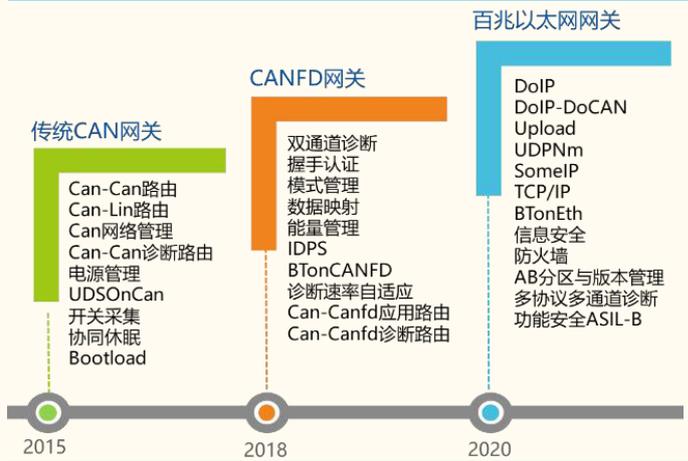
公司网联电子产品具有清晰的产品演进路线, 技术迭代能力行业领先。公司 T-Box 产品完成 4G 向 5G-V2X 升级, 为整车提供数据传输、远程控制、OTA 等功能; 网关产品完成由传统 CAN 向百兆以太网网关的升级, 为整车提供更低时延的数据交互。截至 2020 年末, 公司 T-BOX 产品已配套了一汽解放 J6、一汽红旗 HS5/HS7、广汽埃安 S/V/LX、江铃福特领界等车型。公司网关 (GW) 产品已配套上汽通用别克 GL8、奇瑞瑞虎 8、吉利缤越/缤瑞/帝豪/远景/远景 X3/几何 A、广汽传祺 GS4/GS8/GM8、小鹏 P7、一汽解放 J6/J7、重汽豪沃 T7 等车型。

图表 48: T-Box 产品发展情况



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

图表 49: 网关产品发展情况



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

图表 50: 公司 T-BOX 产品配套车型销量及价格

配套车型	价格	上市时间	2021 年销量 (万辆)
一汽红旗 HS5	18.38-24.98 万	2019 年	13.16
一汽红旗 HS7	27.58-46.33 万	2019 年	1.51
广汽埃安 LX	28.66-45.96 万	2019 年	0.1
江铃福特领界	10.98-16.48 万	2019 年	3.38

来源: 盖世汽车, 搜狐汽车, 国金证券研究所

图表 51: 公司网关产品配套车型销量 (万辆)

配套车型	价格	上市时间	2021 年销量 (万辆)
吉利新帝豪	6.28-9.18 万	2014 年	18.35
别克 GL8	23.29-32.99 万	2020 年	17
奇瑞瑞虎 8	9.58-16.89 万	2019 年	16.09
吉利缤瑞	7.98-10.98 万	2018 年	5.26
吉利缤越	11.98-13.58 万	2018 年	14.44
吉利远景 X3	4.99-6.89 万	2017 年	5.27
广汽传祺 GS8	14.38 万元	2016 年	1.58
广汽传祺 GS4	16.38-19.38 万	2015 年	9.52
广汽传祺 GM8	17.98-26.98 万	2017 年	6.5
小鹏 P7	23.99-42.99 万	2020 年	6.06

来源: 盖世汽车, 搜狐汽车, 国金证券研究所

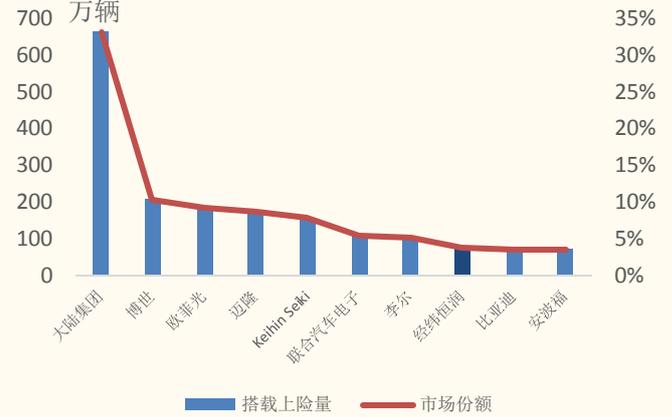
市场竞争仍是以海外龙头 tier1 为主, 本土厂商加速追赶。2018 年至 2020 年, 公司 T-BOX 产品销量分别为 5.63/21.18/34.24 万套; 网关 (GW) 产品销量分别为 42.42/64.26/83.66 万套。T-Box 和网关市场份额都较为集中, top10 供应商占据近 90% 市场份额。公司均位于前十名企业, 市占率分别为 3.9%/3.64%。2021 年搭载百兆以上网关乘用车新车 251.5 万辆, 前装搭配率仅为 12.33%, 预计未来搭配率将进一步上升, 公司在产品优势下, 市占率将逐步提升。

图表 52: 2020 年 T-Box 产品出货量及市场份额



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

图表 53: 2021 年网关搭载上险量及市场份额



来源: 高工智能汽车, 国金证券研究所

3.4 研发服务与高级别智能驾驶解决方案

公司面向服务的整车架构可以减少整车研发周期。应对智能电动化变革, 传统车企有较大的转型需求, 需要从固有的研发模式向软件系统和电气平台延伸。公司的整车电子电气架构开发服务: 面向部件、面向软件模块、面向服务的整车 EE 架构设计: 面向服务的整车架构既可以减少整车研发周期, 又可以在量产后为客户提供增值服务。公司已为包括北汽集团、华人运通、吉利、上汽集团、一汽集团、中国重汽等多家整车生产企业提供了整车电子电气架构开发咨询服务, 2021 年实现收入 7.07 亿元。

图表 54: 公司基于 SOA 的架构开发



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

公司高级别智能驾驶业务覆盖多个领域, 包括港口集卡、智能环卫、园区物流。2018 年至今, 公司先后在青岛港、唐山港和日照港开展港口 MaaS 业务, 主要进行集装箱和散货场景下的单车智能解决方案开发、智能车队运营管理解决方案开发以及车-云数据中心的建设。未来, 公司将持续推进 MaaS 解决方案的发展, 以适应封闭园区、干线物流和无人驾驶出租车等领域的需求。目前, 公司

在唐山港、日照港两个港口共投放十余台智能驾驶港口车开展运营，2019-2021 分别实现营收 814/3884/3930 万元。

图表 55: 公司 MaaS 解决方案



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

四、产品多-成本低-研发快，构建三大核心竞争力

4.1 公司产品覆盖范围广泛，是国内少有的具备域集成能力汽车零部件厂商

公司的国内竞争对手如德赛西威、华阳集团产品布局瞄准座舱、网联和智能驾驶，公司虽未布局座舱域，但在车身域、动力域、底盘域和智能驾驶域产品线齐整，且同时涉及系统研发服务和解决方案。未来整车架构向域集中和跨域融合演进趋势下，一个域控会集合不同控制器功能，目前域控制器项目以海外龙头博世、大陆、采埃孚为主，国内汽车电子厂商多而分散，具有综合能力的供应商较少。公司产品线全面，对各控制器开发功能熟悉，未来更易走向集成融合，与竞争对手相比具有先发优势。

图表 56：公司产品覆盖对标

		经纬恒润	德赛西威	华阳集团	博世	大陆	采埃孚
车身域	车身域控制器	✓			✓	✓	✓
	车门控制器	✓			✓	✓	✓
	车灯/顶灯控制器	✓			✓	✓	✓
	车窗控制器	✓			✓	✓	✓
	智能钥匙	✓			✓	✓	✓
动力域	动力域控制器				✓	✓	✓
	整车控制单元	✓			✓	✓	✓
	电机				✓	✓	✓
	BMS	✓			✓	✓	✓
座舱域	座舱域控制器		✓	✓	✓	✓	✓
	中控		✓	✓	✓	✓	✓
	车载显示屏		✓	✓	✓	✓	✓
	信息娱乐系统		✓	✓	✓	✓	✓
	液晶仪表		✓	✓	✓	✓	✓
	座舱感知系统	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	HUD	✓	✓	✓	✓	✓	✓
智能驾驶域	自动驾驶域控制器	✓	✓		✓	✓	✓
	高性能计算平台	✓	✓		✓	✓	✓
	ADAS	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	高清摄像头	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	毫米波雷达	✓	✓		✓	✓	✓
	驾驶员行为监控	✓	✓		✓	✓	✓
	自动泊车系统	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	高精定位	✓	✓		✓	✓	✓
底盘域	底盘域控制器	✓			✓	✓	✓
	线控制动	✓			✓	✓	✓
	线控转向				✓	✓	✓
	电动助力系统	✓			✓	✓	✓
	电子驻车系统	✓			✓	✓	✓
智能网联	T-Box	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	网关	✓	✓		✓		

来源：公司官网，国金证券研究所

图表 57：国内同行业可比公司主营业务情况

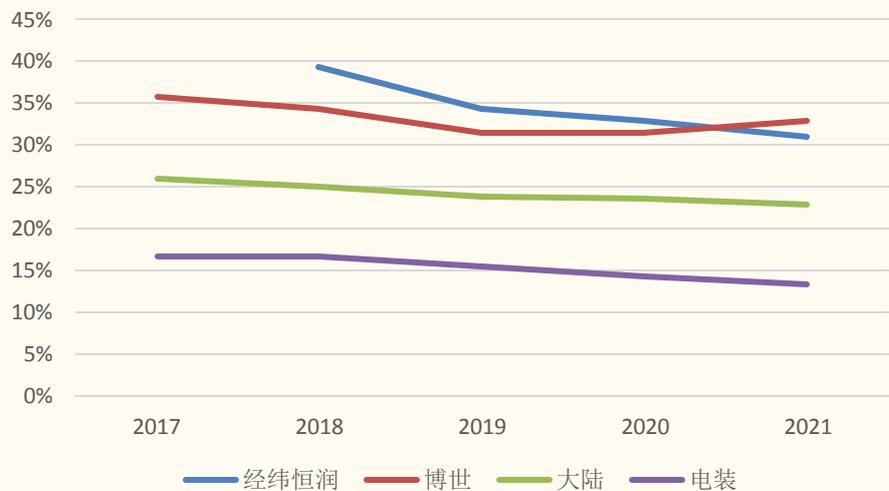
公司名称	主营业务	核心产品市场地位	主要客户
德赛西威	主要产品包括车载信息娱乐系统、驾驶信息显示系统、空调控制器、显示模组与系统、智能驾驶辅助系统等	2020 年，车载娱乐信息系统市占率全球第十，国内自主品牌第一；AVP 前装市场占有率 2.14%，排名第四	一汽大众、上汽大众、上汽通用、广汽丰田、东风日产、吉利、长城、小鹏等
华阳集团	主要包括汽车电子业务、精密压铸业务、精密电子部件业务、LED 照明业务等产品	2020 年，中控多媒体主机系统国内市场份额 5.07%排名第十；国内（自主+合资品牌）乘用车 HUD 的市场份额 2.4%，排名第七	长安福特、北京现代、长城、长安、广汽、北汽、百度、蔚来、威马等
中科创达	全球领先的智能平台技术提供商，致力于提供卓越的智能终端操作系统平台技术及解决方案，助力并加速智能手机、智能物联网、智能汽车等	操作系统为核心的全栈式软件服务，汽车业务覆盖 200 多家主机厂	广汽、上汽、一汽、通用汽车、理想等

来源：公司招股说明书，公司财报，国金证券研究所

4.2 成本控制能力较强，毛利率水平处于行业领先

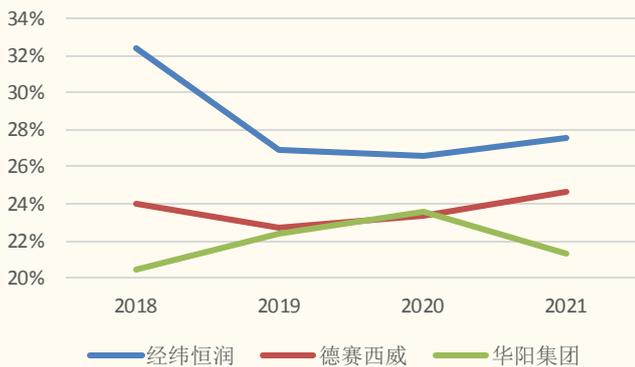
与海外龙头 tier1 相比，依托本土化的资源、渠道、服务和工程师红利，随着整车厂降本增效需求的增加，本土供应商的高性价比优势将逐步显现。公司营收规模较小，但毛利率水平较高，在行业中具有成本优势。我们认为，未来随着募投项目落地，产能及订单数量增加带来规模效应，公司有望继续保持较高毛利率水平。

图表 58：公司与汽车零部件海外龙头毛利率对比



来源：公司官网，公司财报，国金证券研究所

图表 59: 公司电子产品毛利率与同行业对比



来源: wind, 公司招股说明书, 国金证券研究所

图表 60: 公司研发服务毛利率与同行业对比

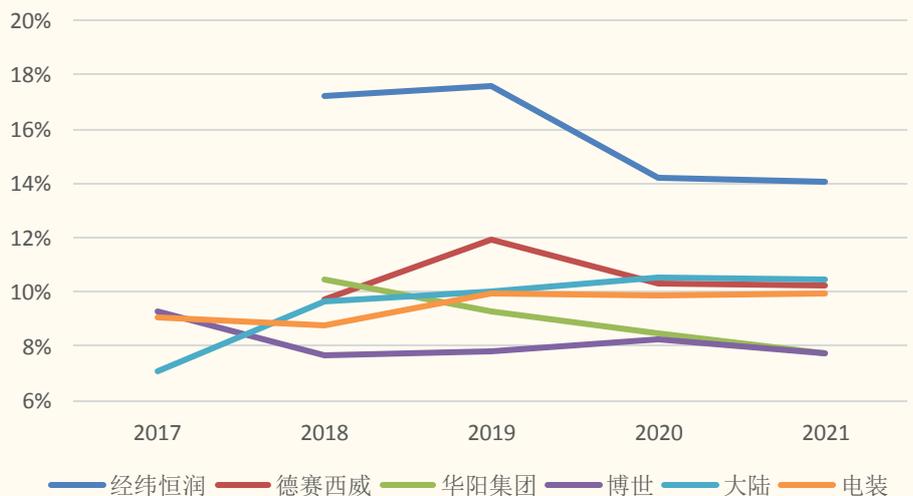


来源: wind, 公司招股说明书, 国金证券研究所

4.3 扩大研发投入保持产品迭代, 研发支出占比高于同行

公司持续扩大研发投入, 近两年研发费用率分别为 14.21%和 14.06%, 位于同行业可比公司前列。公司目前共有 18 个在研项目, 部分项目产品已量产, 持续研发投入保持产品迭代, 满足客户车型迭代需求。公司部分产品, 如 ADAS、毫米波雷达、防夹控制器、车身控制器和 T-Box 等, 技术水平处于国内外领先, 已完成国产替代。

图表 61: 公司研发费用率与国内外公司对比

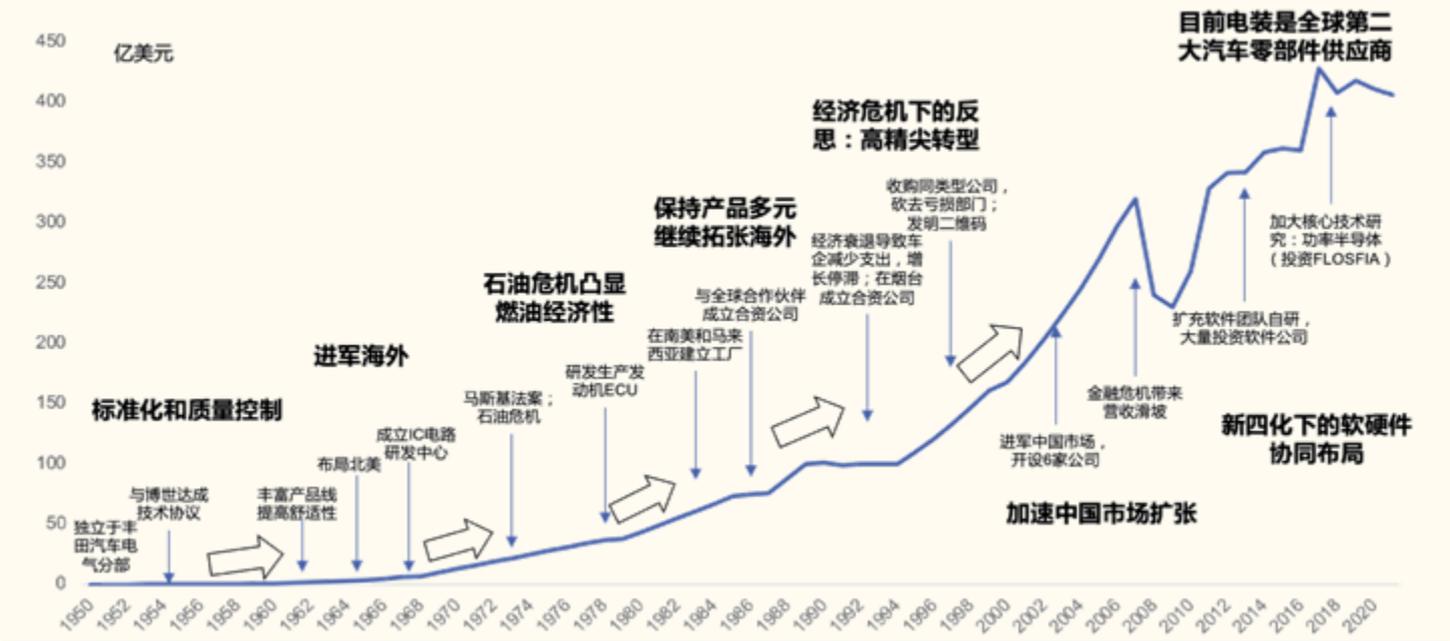


来源: wind, 公司财报, 国金证券研究所

公司背靠中国大市场, 伴随国产品牌全球化扩张, 十年复合增速有望达到 30%。公司目前营收规模 32 亿元, 与海外龙头博世、电装的 456/411 亿美元有较大的差距。我们参考电装崛起的路径可以发现, 电装营收规模从十亿到百亿美元仅用了 20 年的时间 (70-90 年代)。从最初的独立于丰田汽车电气分部, 到扩张海外市场, 一步步成为全球第二大零部件供应商, 电装依靠的是丰富的产品线和强大的研发实力, 并抓住了全球能源和经济危机下供应商产品和定位转型的机遇。

根据 Automotive news 数据, 2019/2020 年全球前百名汽车零部件供应商合计贡献营收分别为 8235/7453 亿美元, 预计 2030 年将达到 9000 亿美元。我们认为, 智能汽车迭代周期更快, 且公司产品覆盖广泛并深度绑定一汽、上汽等国产主机厂, 有望在十年内达到百亿美元规模。

图表 62: 电装公司发展历程梳理



来源: 汽车之家, S&P Capital IQ, Automotive news, 公司官网, 国金证券研究所

五、盈利预测与投资建议

5.1 业务成长及毛利预测

结合行业、竞争和公司自身禀赋等，我们分产品预测了公司细分领域营收：

1) 电子产品

- **车身和舒适域：**车身域电子产品 2019-2021H1 营收 6.7/8.5/5.3 亿元，占营收比 36.33%/34.28%/38.57%，2020 年同比增速 26.7%。我们认为，未来主机厂倾向于将标准化程度较高的车身控制产品交由供应商来做，公司有望凭借成本控制能力、工艺制造能力和稳定的供应链，占得更多市场份额。同时，公司是国内少有的具有综合集成能力的汽车零部件供应商，未来随着车身域控制器逐步替代分布式 ECU，域控制器产品由于集成度更高，产品均价有所上升，同时带动毛利率小幅上升。我们预计 22-24 年车身和舒适域电子产品营收分别为 14.2/18.4/23.8 亿元，同比增速 31.8%/29.6%/29.5%，预测毛利率为 29%/30%/31%。
- **智能驾驶：**智能驾驶电子产品 2019-2021H1 营收 1.2/4.0/3.5 亿元，占营收比 6.5%/16.3%/25.31%，2020 年同比增速 236.8%。我们认为，一方面国内 ADAS 装配率由 26.4%提升至 2025 年 65%，公司依靠 Mobileye 成熟的视觉感知方案，2025 年国内市占率有望上升至 10%。另一方面，公司产品目前以均价在 800-1200 元/套的 ADAS 为主，2020 年整体均价为 1310 元/套，未来随着部分单价 8000+元/套的 ADCU 和超万元/套的 HPC 量产，公司智能驾驶产品均价有望上升。整体来看，我们预计 22-24 年智能驾驶电子产品营收分别为 11.9/17.4/23.3 亿元，同比增速 81.7%/46.5%/33.6%，预测毛利率为 28%/29%/30%。
- **智能网联：**智能网联电子产品 2019-2021H1 营收 2.5/3.5/2.2 亿元，13.8%/14.2%/15.9%，2020 年同比增速 38.3%。我们认为，公司网关产品由传统 CAN 向百兆以太网升级，未来与各类域控制器融合，由独立网关向域网关再向区域网关发展，行业通讯速度升级+集成化趋势显现。T-Box 装配率加速渗透，预计到 2025 年达到 85%；公司产品完成 4G 向 5G-V2X 升级，我们预计公司智能网联电子产品有望实现量价齐升。我们预计 22-24 年智能网联电子产品营收分别为 5.4/6.6/8.2 亿元，同比增速 23.6%/23.6%/23.6%。毛利率方面，公司 2019 和 2020 年毛利率分别为 9.7%/15.8%，2019 年毛利率水平较低主要是源于单位成本上浮 71.51%，公司为抢占市场，售价仅上调 36.7%，2020 年单位成本降低 3 个百分点左右，售价小幅上升 3.9%，毛利率有所回升。我们预计，网联产品市场竞争激烈，整体毛利率不会有大的提升，但公司产品迭代能力领先，预计未来三年毛利率为 17%。
- **其他电子产品：**2020 年公司底盘控制、动力系统、高端装备和电子产品开发业务分别实现营收 0.41/0.39/0.36/0.81 亿元，公司与现有客户合作关系稳定，未来有望持续扩大客户范围，预计 22-24 年合计营收 3.92/4.27/4.68 亿元。其中，底盘控制和动力系统电子产品未来三年毛利率为 22%/25%；高端装备电子产品开发更为复杂，未来三年毛利率为 48%；电子产品开发偏向软件服务，毛利率水平较高，预计未来三年为 34.5%/37.8%/42.2%。

2) **研发服务及解决方案：**在未来传统车企客户向软件系统和电气平台转型需求拉动下，公司 22-24 年业务增速 14.6%/14.8%/15.8%，预计毛利率为 42%。

3) **高级别智能驾驶解决方案：**商用车在港口、园区物流落地化加速，随着公司投放更多港口车运营，预计公司 22-24 年业务增速为 24.7%/38.8%/25.0%，预计未来毛利率为 25%。

综上假设，我们预测公司 22-24 年营收 44.34/57.07/71.95 亿元，同比增速 35.9%/28.7%/26.1%，毛利率为 30.1%/30.5%/31.1%。

图表 63: 公司 2022-2024 年营收预测 (百万元)

	2019A	2020A	2021H1	2021A/E	2022E	2023E	2024E
总收入	1,845.0	2,478.8	1377.8	3,262.4	4,434.3	5,707.2	7,195.0
YoY	19.9%	34.4%		31.6%	35.9%	28.7%	26.1%
毛利率	34.4%	32.8%		30.9%	30.1%	30.5%	31.1%
电子产品业务							
营收	1,217.7	1,800.2	1242.1	2,498.1	3,514.3	4,537.8	5,831.7
YoY	33.6%	47.8%		38.8%	40.7%	29.1%	28.5%
车身和舒适域							
收入	669.3	847.7	528.5	1,075.2	1,417.5	1,837.5	2,378.9
YoY	8.5%	26.7%		26.8%	31.8%	29.6%	29.5%
毛利率	25.7%	28.6%	28.5%	28.7%	29.0%	30.0%	31.0%
销售量 (千件)	6,180.9	6,586.5	4276.6	8,400.0	10,500.0	13,125.0	16,406.3
均价 (元/件)	108.3	128.7	123.6	128.0	135.0	140.0	145.0
智能驾驶电子							
收入	119.7	403.0	346.9	654.0	1,188.0	1,740.0	2,325.0
YoY	75.4%	236.8%		62.3%	81.7%	46.5%	33.6%
毛利率	33.3%	25.6%	26.0%	26.0%	28.0%	29.0%	30.0%
销售量 (千件)	101.8	307.5	290.1	545.0	880.0	1,200.0	1,500.0
均价 (元/件)	1,175.7	1,310.7	1195.7	1,200.0	1,350.0	1,450.0	1,550.0
智能网联电子							
收入	254.6	352.0	218.2	434.8	537.5	664.3	821.1
YoY	151.9%	38.3%		23.5%	23.6%	23.6%	23.6%
毛利率	9.7%	15.8%	21.5%	16.0%	17.0%	17.0%	17.0%
销售量 (千件)	898.1	1,195.9	719.8	1,435.1	1,722.1	2,066.5	2,479.9
均价 (元/件)	283.5	294.4	303.1	303.0	312.1	321.5	331.1
底盘控制							
收入	39.0	41.4	16.6	46.3	75.0	86.4	102.0
YoY	22.1%	6.2%		11.8%	62.1%	15.2%	18.1%
毛利率	22.8%	20.7%	21.5%	22.0%	22.0%	21.0%	21.0%
新能源和动力系统							
收入	33.9	39.0	29.1	59.8	70.0	70.0	70.0
YoY	-20.9%	15.1%		53.3%	17.1%	0.0%	0.0%
毛利率	32.4%	28.6%	25.8%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
高端装备电子							
收入	14.4	36.1	13.7	52.0	56.0	63.0	70.0
YoY	5.8%	150.6%		44.2%	7.7%	12.5%	11.1%
毛利率	49.3%	48.3%	49.0%	50.0%	48.0%	48.0%	48.0%
汽车电子产品开发							
收入	86.9	80.9	89.0	176.0	191.3	208.0	226.0
YoY	134.1%	-6.9%		117.6%	8.7%	8.7%	8.7%
毛利率	74.0%	49.7%	43.7%	33.0%	34.5%	37.8%	42.2%
研发服务							
营收	616.4	633.9	128.2	707.1	810.0	930.0	1,077.0
YoY	0.0%	2.8%		11.5%	14.6%	14.8%	15.8%
毛利率	48.8%	49.8%	47.0%	42.0%	42.0%	42.0%	42.0%
高级别智能驾驶解决方案							

营收	8.1	38.8	-	39.3	49.0	68.0	85.0
YoY	103.7%	376.7%	-	1.2%	24.7%	38.8%	25.0%
毛利率	80.6%	41.0%	-	22.7%	25.0%	25.0%	25.0%

来源：公司招股说明书，wind，国金证券研究所（注：公司 2021 年仅公布电子产品、研发服务、高级别自动驾驶解决方案三大类收入，未公布电子产品各细分领域业务收入，此处参考公司招股说明书公布的 2021H1 经营情况对 2021 全年细分产品的销量、价格和收入进行预测）

5.2 公司费用率、所得税税率及盈利预测

公司 2019-2021 销售费用率和管理费用率分别为 10.01%/7.22%/5.97%和 10.64%/7.29%/6.57%，公司下游客户集中且客户多涉及整车厂，随着收入规模增长，需要更多人员参与到售前技术论证和方案设计，预计未来销售费用率和管理费用率保持 6%和 6.5%。公司 2019-2021 年研发费用率为 17.6%/14.2%/14%，公司重视技术迭代，IPO 募资后持续加大研发投入，保持产品技术领先，预计未来研发费用率维持在 14%。

公司及其部分子公司享有多项税收优惠政策导致 2021 年所得税税率为-11.8%。享有优惠政策包括高新技术企业所得税、小微企业所得税、增值税税收优惠以及研发费用税前加计扣除。其中，子公司润科通用、天津经纬和江苏涵润在 2021 年起享受研发费用按照实际发生额的 100%在税前加计扣除的政策，执行期限到 2023 年底。公司 2018-2020 年研发费用税前加计扣除分别为 2456/2961/3333 万元，占研发费用比 9.3%/9.1%/9.5%。我们预计未来政策将持续鼓励自主研发，政策执行期限会进一步延长。同时，对公司自行研发的软件产品税负超过 3%的部分实行即征即退政策。综上，我们假设公司适用税率为 15%、每年研发费用加计扣除占研发费用 9%，预计公司 22-24 年所得税税率为-8%。

基于上述假设，我们预测公司 2022-2024 年归母净利润 2.29/3.09/3.96 亿元，增速分别为 56.54%/34.84%/28.42%。

5.3 公司估值与投资建议

公司是中国汽车智能化龙头之一，自研能力强、技术壁垒深厚，各类控制器出货量行业领先，充分受益于汽车智能化加速和国产替代。我们选取同行业德赛西威、华阳集团、科博达、伯特利和中科创达作为可比公司进行估值。其中德赛西威、华阳集团主营智能驾驶、智能座舱和智能网联，对应公司智能驾驶、智能网联电子产品业务（2022 年合计占比 38.9%）；科博达、伯特利主营照明控制系统、电机控制系统、制动器和电子驻车系统，对应公司车身舒适域、底盘控制以及动力系统控制业务（2022 年合计占比 36.5%）；中科创达主营汽车软件和信息服务，对应公司电子产品开发、研发服务和解决方案（2022 年占比 23.7%）。

我们认为，目前以公司为代表的国内汽车 Tier1 供应商正处于抢占市场份额、实现国产替代的高速成长期，当前阶段追赶海外龙头企业需要付出更高的研发投入，短期盈利能力未能全面展现公司战略价值和成长性，因此我们采取 PEG 对公司进行估值。综合参照德赛西威、华阳集团、科博达、伯特利和中科创达的一致预测，2022 年行业可比公司平均 PE 为 40 倍、净利润增长率 40%，PEG 为 1.01。我们认为，公司作为汽车电子龙头，充分受益于汽车智能化和国产替代加速。同时，随着募投项目投入使用，产能将进一步释放。给予公司 1.4 倍 PEG，对应 22 年目标价 150 元/股，目标市值 180 亿元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 64：可比公司 PEG 估值

股票代码	股票名称	PE 2022E	归母净利润同比增长率			PEG		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
002920.SZ	德赛西威	56.92	40%	37%	29%	1.42	1.52	1.94
300496.SZ	中科创达	43.75	41%	37%	33%	1.06	1.19	1.33
002906.SZ	华阳集团	34.99	44%	35%	37%	0.79	0.99	0.94
603786.SH	科博达	29.62	45%	34%	21%	0.65	0.86	1.40
603596.SH	伯特利	35.52	31%	35%	30%	1.13	1.00	1.19

中位数						1.06	1.00	1.33
平均数						1.01	1.11	1.36
688326	经纬恒润	49.04	56%	32%	27%	0.88	1.53	1.82

来源：wind，国金证券研究所

六、风险提示

■ 汽车行业波动风险

全球经济和国内宏观经济的周期性波动、疫情灾害等突发经济扰动都会对我国汽车生产和消费带来影响。如果下游汽车消费市场未来出现大规模的不景气及停产减产情况，可能给公司的生产经营带来较大不利影响，公司将面临经营业绩下滑的风险。

■ 原材料价格波动及供给风险

车规级芯片是公司汽车电子产品生产的重要原材料如果全球范围内车规级芯片短缺进一步加剧，或由于距离、疫情、自然灾害、贸易摩擦等原因，导致包括芯片在内的原材料供应商生产、销售、配送受到影响，公司将可能面临相关原材料供应不足或价格波动的风险，对公司产品按时交付和毛利造成不利影响，进而影响公司未来经营业绩。

■ 技术发展不达预期

智能汽车行业发展步入快车道，技术迭代要求较高。公司相关电子产品研发生产面临技术迭代较快风险。公司相应产品和技术的研发具有投入大、周期长等特点，新产品和技术能否成功，受技术变迁、市场需求把握、市场推广情况和市场竞争状况等诸多因素影响，存在不确定性。如公司研发失败，或前期研发投入无法产业化实现相应效益，或不能实现持续创新，将使得公司的市场竞争力下降，给公司经营业绩带来不利影响。

■ 新客户拓展不达预期

公司前五大客户占比超五成，在一款车的生命周期内，整车厂对同一零部件会选择相对稳定的汽车电子厂商进行配套生产。若新客户拓展不达预期，且原有主要客户未来出现战略规划调整，造成订单大量转移，将对公司整体营收增长有不利影响。

■ 限售股解禁风险

公司 2022 年 10 月和 2023 年 4 月分别有 130.7/4726.8 万股解禁，存在限售股解禁风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
主营业务收入	1,845	2,479	3,262	4,434	5,707	7,195	货币资金	506	847	937	3,232	2,285	1,530	
增长率		34.3%	31.6%	35.9%	28.7%	26.1%	应收款项	710	1,150	908	1,440	1,853	2,336	
主营业务成本	-1,210	-1,667	-2,255	-3,100	-3,966	-4,959	存货	675	883	1,360	1,529	1,956	2,446	
%销售收入	65.6%	67.2%	69.1%	69.9%	69.5%	68.9%	其他流动资产	37	225	162	181	211	245	
毛利	635	812	1,007	1,334	1,741	2,236	流动资产	1,928	3,105	3,367	6,381	6,304	6,557	
%销售收入	34.4%	32.8%	30.9%	30.1%	30.5%	31.1%	%总资产	72.6%	79.6%	74.7%	74.9%	65.7%	60.4%	
营业税金及附加	-13	-14	-16	-22	-29	-36	长期投资	27	15	9	9	9	9	
%销售收入	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	237	271	502	1,387	2,410	3,303	
销售费用	-185	-179	-195	-266	-342	-432	%总资产	8.9%	6.9%	11.1%	16.3%	25.1%	30.4%	
%销售收入	10.0%	7.2%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	无形资产	386	394	363	470	571	669	
管理费用	-196	-181	-214	-288	-371	-468	非流动资产	727	796	1,138	2,144	3,292	4,307	
%销售收入	10.6%	7.3%	6.6%	6.5%	6.5%	6.5%	%总资产	27.4%	20.4%	25.3%	25.1%	34.3%	39.6%	
研发费用	-325	-352	-456	-621	-799	-1,007	资产总计	2,655	3,902	4,505	8,525	9,597	10,864	
%销售收入	17.6%	14.2%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	短期借款	226	168	25	0	0	0	
息税前利润 (EBIT)	-84	86	126	137	200	293	应付款项	619	877	1,139	1,419	1,816	2,271	
%销售收入	n.a	3.5%	3.9%	3.1%	3.5%	4.1%	其他流动负债	1,089	1,333	1,520	1,781	2,263	2,825	
财务费用	-7	-18	-10	28	39	27	流动负债	1,934	2,377	2,684	3,200	4,079	5,095	
%销售收入	0.4%	0.7%	0.3%	-0.6%	-0.7%	-0.4%	长期贷款	52	0	0	0	0	0	
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	82	188	302	92	100	113	
公允价值变动收益	1	1	14	0	0	0	负债	2,068	2,566	2,986	3,292	4,179	5,208	
投资收益	-2	-16	-8	-8	-8	-8	普通股股东权益	587	1,336	1,519	5,233	5,418	5,655	
%税前利润	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	其中：股本	83	90	90	120	120	120	
营业利润	-91	52	131	212	286	367	未分配利润	-99	155	287	425	610	847	
营业利润率	n.a	2.1%	4.0%	4.8%	5.0%	5.1%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0	
营业外收支	-1	0	0	0	0	0	负债股东权益合计	2,655	3,902	4,505	8,525	9,597	10,864	
税前利润	-92	52	131	212	286	367	比率分析		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
利润率	n.a	2.1%	4.0%	4.8%	5.0%	5.1%	每股指标							
所得税	32	21	15	17	23	29	每股收益		0.819	1.624	1.907	2.571	3.302	
所得税率	n.a	-40.9%	-11.8%	-8.0%	-8.0%	-8.0%	每股净资产		14.845	16.880	43.604	45.147	47.129	
净利润	-60	74	146	229	309	396	每股经营现金净流		0.516	3.441	1.308	4.269	6.116	
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股股利		0.000	0.000	0.000	0.763	1.029	1.321
归属于母公司的净利润	-60	74	146	229	309	396	回报率							
净利率	n.a	3.0%	4.5%	5.2%	5.4%	5.5%	净资产收益率		-10.17%	5.52%	9.62%	4.37%	5.70%	7.01%
							总资产收益率		-2.25%	1.89%	3.25%	2.68%	3.22%	3.65%
							投入资本收益率		-6.29%	8.03%	9.11%	2.83%	3.98%	5.60%
							增长率							
							主营业务收入增长率		19.91%	34.35%	31.61%	35.92%	28.71%	26.07%
							EBIT增长率		N/A	-202.24%	47.12%	8.83%	45.77%	46.74%
							净利润增长率		-387.20%	-223.51%	98.37%	56.54%	34.84%	28.42%
							总资产增长率		42.15%	46.94%	15.46%	89.25%	12.57%	13.20%
							资产管理能力							
							应收账款周转天数		95.7	95.4	77.4	80.0	80.0	80.0
							存货周转天数		188.3	170.5	181.5	180.0	180.0	180.0
							应付账款周转天数		142.8	152.4	147.0	150.0	150.0	150.0
							固定资产周转天数		46.0	35.9	36.7	75.6	120.2	153.4
							偿债能力							
							净负债/股东权益		-40.01%	-62.19%	-63.74%	-62.85%	-43.22%	-28.05%
							EBIT利息保障倍数		-11.4	4.7	13.1	-4.8	-5.1	-10.8
							资产负债率		77.90%	65.76%	66.28%	38.62%	43.55%	47.94%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	6	14	14	14	14
增持	0	1	2	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.07	1.13	1.13	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402