

经纬恒润(688326)
格局重塑，业务放量
——汽车智能化系列报告之二

深度报告

公司研究——计算机行业——

证券研究报告

报告导读

迎来三大格局重塑机遇，ADAS产品、高级智能驾驶业务等放量。

投资要点
□ “三位一体”业务布局，迎行业格局重塑机遇

(1) **业务“三位一体”布局**：电子产品（智能驾驶、智能网联、车身及舒适域等）、研发服务及解决方案、高级别智能驾驶整体解决方案。下游：包括汽车、高端装备、无人运输等领域。

(2) **迎行业格局重塑机遇**：国内汽车电子产业逐步突破海外技术经验壁垒，汽车电子电气架构变迁带来高算力需求、高级自动驾驶商业化在特定领域有望提速。

□ 智能驾驶、网联等汽车电子产品有望快速放量

(1) 汽车电子包含智能驾驶、智能网联、车身和舒适域、底盘控制、新能源和动力系统等多类产品，**智能驾驶产品占公司整体电子产品业务收入比例从2018年7.48%迅速提升至2020年的22.39%，发展潜力居于前列。**

(2) **量**：未来几年除了定速巡航以外，其余ADAS功能渗透率将快速提升；**价**：自动驾驶细分应用有的涉及功能安全，实现难度较大，单车价值稳步提升。

(3) **智能驾驶电子产品占公司电子产品比重 2022-2024年预计分别为30.60%/37.04%/45.52%。**

□ 高级别智能驾驶解决方案业务成长有望超预期

(1) V2X车路协同是车联网落地形式，C-V2X车路协同**路端设备**包括RSU路测设备、边缘计算单元等，**车端设备**包括OBU车载单元、高精度地图等。

(2) **市场规模**：2022-2024年车端市场规模将分别为166.9/432.9/670.1亿元。

(3) **竞争格局**：车端厂商主要包括均胜电子、德赛西威、华阳集团、中科创达等，路端厂商包括四维图新、千方科技、东软集团等。**随着公司在港口等场景标杆化案例落地，叠加与Mobileye合作，公司高级别智能驾驶解决方案业务成长有望超预期。**

□ 盈利预测及估值

公司迎来三大行业格局重塑机遇，ADAS产品、高级智能驾驶业务等放量。综合考虑今年短期疫情影响和公司的未来成长性，预计2022-2024年公司EPS为1.43、2.00、2.67元/股，同比增长17.65%、39.56%、33.35%。首次覆盖，予以“增持”评级。

□ 风险提示

短期疫情影响超出预期风险；芯片等上游原材料短缺风险；技术迭代及客户拓展不及预期；智能汽车渗透不及预期。

评级
增持

上次评级

首次评级

当前价格

¥105.66

分析师：田杰华

证书编号：S1230520110001

邮箱：tianjiehua@stocke.com.cn

分析师：蒋高振

证书编号：S1230520050002

邮箱：jianggaozhen@stocke.com.cn

分析师：邱世梁

证书编号：S1230520050001

邮箱：qiushiliang@stocke.com.cn

分析师：程兵

证书编号：S1230522020002

邮箱：chenbing@stocke.com.cn

联系人：魏宗

证书编号：S1480119080012

邮箱：weizong@stocke.com.cn

联系人：褚旭

邮箱：chuxu@stocke.com.cn

公司简介

公司是综合型的电子系统科技服务商，主营业务围绕电子系统展开，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。

相关报告

- 1 《汽车智能诊断领先企业》2021.04.22
- 2 《道通科技(688208.SH)：2021年半年报点评，2021H1营收同比增长75.80%，加大战略领域投入》2021.08.18
- 3 《德赛西威(002920.SZ)：汽车智能化系列报告之一，高端化、规模化成长》2022.05.06

财务摘要

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	3262.36	3974.23	5384.75	7075.19
(+/-)	31.61%	21.82%	35.49%	31.39%
净利润	146.19	172.00	240.04	320.10
(+/-)	98.37%	17.65%	39.56%	33.35%
每股收益(元)	1.22	1.43	2.00	2.67
P/E	80.87	68.74	49.25	36.93

正文目录

1. “三位一体”业务布局，迎来行业格局重塑机遇	5
1.1. 国内领先型综合电子系统科技服务商	5
1.2. 业务“三位一体”布局，应用场景广泛	5
1.3. 汽车电子产业迎来三大格局重塑机遇	6
2. 智能驾驶、网联等汽车电子产品有望快速放量	7
2.1. 汽车电子市场规模空间大、增速较快	7
2.2. 公司智能驾驶电子产品业务快速发展	9
2.3. 未来智能驾驶电子产品业务定量测算	10
3. 高级别智能驾驶解决方案业务成长有望超预期	14
3.1. 高级智能驾驶有望率先落地特定场景	14
3.2. 车路协同路端和车端预计迎来高增长	15
3.3. 公司标杆案例落地、成长有望超预期	17
4. 管理架构稳定，募投项目落地提升综合竞争力	19
4.1. 核心团队持股比例高，财务表现稳健	19
4.2. 募投项目将带来产能扩大、实力提升	22
5. 盈利预测与估值	22
5.1. 盈利预测	22
5.2. 估值分析	26
6. 风险提示	26

图表目录

图 1: 公司发展历程	5
图 2: 公司主营业务概况	5
图 3: 公司主营业务及细分产品	6
图 4: 汽车电子一级供应商全球市场规模占比	6
图 5: 汽车电子电气架构发展趋势图	7
图 6: 高级别自动驾驶商用化的主流应用场景	7
图 7: 乘用车汽车电子在整车中的成本占比趋势	8
图 8: 全球与中国汽车电子市场规模（亿元）	8
图 9: 汽车电子行业产业链	8
图 10: 汽车电子产品矩阵	8
图 11: 2018-2020 年公司各产品营收占比	9
图 12: 2018-2021 电子产品营收规模及增速	9
图 13: 2018-2020 电子产品细分业务占比趋势	9
图 14: 2018-2021H1 智能驾驶电子产品营收规模及增速	10

图 15: 2018-2020H1 智能驾驶电子产品销量及价格	10
图 16: ADAS、ADCU、HPC 产品可实现多种智能驾驶功能	10
图 17: 车路协同系统示意图	14
图 18: C-V2X 特点及优势	14
图 19: 2015-2025 年中国与全球车联网市场规模	15
图 20: 车企战略前后对比	16
图 21: 2020-2024 中国车路协同行业市场规模（亿元）	17
图 22: 2018-2025E 车路协同主要 IT 设备累计投资规模情况	17
图 23: 高级别智能驾驶整体解决方案业务营收规模及增速情况	17
图 24: 2018-2021 高级别智能驾驶整体解决方案业务营收占比趋势	17
图 25: MaaS 解决方案架构	18
图 26: 高级别自动驾驶商用化的主流应用场景	18
图 27: 公司股权架构	20
图 28: 2018-2021 公司净利润规模情况	20
图 29: 2018-2021H 公司整体毛利率情况	21
图 30: 2018-2020H1 主营业务毛利率情况	21
图 31: 2018-2021H 电子产品业务细分毛利率情况	21
图 32: 2018-2021H 各项费用率情况	21
表 1: ADAS 各功能前装市场渗透率	11
表 2: ADAS 各功能前装市场规模测算	12
表 3: 商用车市场规模测算	13
表 4: 公司 ADAS 营收规模预测	13
表 5: 智能网联汽车产业相关政策	15
表 6: 中国大陆于 2019 年 11 月 1 日开启 5G 商用	16
表 7: 车联网车端、路端市场代表厂商	19
表 8: 汽车电子各细分领域产销率情况	22
表 9: 公司主营业务盈利预测	24
表 10: 电子产品业务各类别盈利预测	25
表 11: 高级别自动驾驶解决方案盈利预测	25
表 12: 费用率预测	26
表 13: 可比公司估值	26
表附录: 三大报表预测值	27

1. “三位一体”业务布局，迎来行业格局重塑机遇

1.1. 国内领先型综合电子系统科技服务商

经纬恒润是综合型的电子系统科技服务商，主营业务围绕电子系统展开，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2003年在北京市成立，经过近20年的市场及技术积累，逐步确立了国内领先的汽车电子领域的领先地位。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.2. 业务“三位一体”布局，应用场景广泛

经纬恒润形成了电子产品、研发服务及解决方案、高级别智能驾驶整体解决方案业务“三位一体”的业务布局。公司主营业务涵盖电子产品、研发解决方案、高级别自动驾驶整体解决方案等。其中电子产品业务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、新能源和动力系统电子产品等；研发服务及解决方案业务包括汽车电子系统研发服务与高端装备电子系统研发服务，为不同行业客户的电子系统研发过程提供各类技术解决方案、工具开发和流程支撑服务；高级别智能驾驶业务领域，公司可提供从单车智能解决方案到车队运营管理解决方案的一体化服务。

图 2：公司主营业务概况



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

图 3：公司主营业务及细分产品



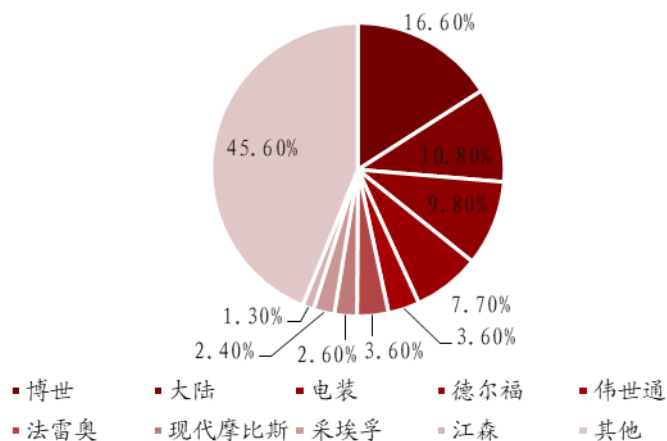
注：ADAS：先进辅助驾驶系统 ADCU：智能驾驶域控制器 HPC：车载高性能计算平台 RADAR：毫米波雷达
T-BOX：远程通讯控制器 GW：网关 PEPS：无钥匙进入及启动系统 OHC：顶灯控制器

资料来源：公司官网，招股说明书，浙商证券研究所

1.3. 汽车电子产业迎来三大格局重塑机遇

机遇一：本土优质汽车电子企业有望突破壁垒，进入国内外车厂供应链体系。长期以来，国际大型汽车电子企业凭借在技术积累、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，前六家国外汽车电子一级供应商占据全球汽车电子市场 52.1% 的份额。随着新能源汽车崛起，以及伴随整车厂商降本增效的需求和对于供应链安全、自主可控的考量，整车厂逐渐加强和本土汽车电子供应商企业的合作。

图 4：汽车电子一级供应商全球市场规模占比

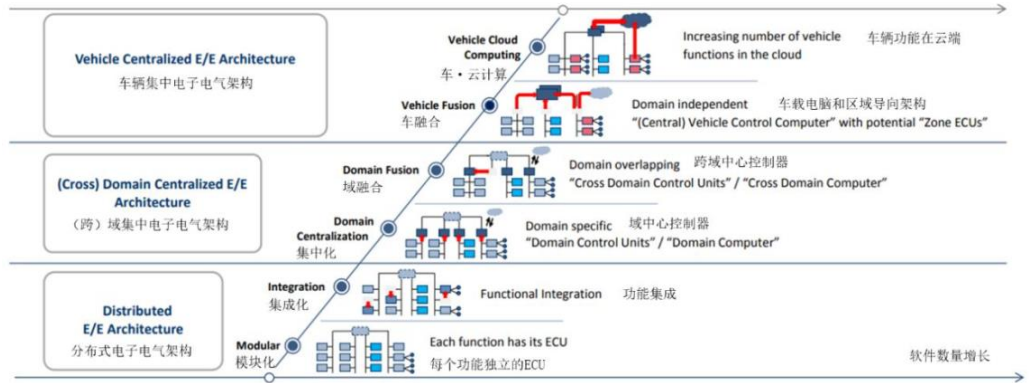


资料来源：赛迪智库，浙商证券研究所

机遇二：汽车电子电气架构由分布式向集中式演变，拥有车载计算平台能力的汽车电子厂商将获益。传统的分布式架构下，ECU 数量众多导致线束布置复杂、车重增加，整车成本比较高且不利于软件集成开发。汽车电子电气架构将向域集中电子电气架构转变，域控制器（DCU）通过集成多个 ECU 减少车辆线束，有利于降低整车成本和软件开发难度。未来，汽车电子电气架构将向车辆集中电子电气架构转变，

围绕更大区域内的计算平台来进行搭建。在此背景下，拥有车载计算平台能力，在集成域控制器设计研发等方面有较强先发优势与技术积累的厂商将获益。

图 5：汽车电子电气架构发展趋势图



资料来源：博世，浙商证券研究所

机遇三：高级别自动驾驶商业化进程在特定领域有望实现提速，预计将带动布局先进辅助驾驶系统（ADAS）的汽车电子企业成长。在明确的政策推动下，高级别自动驾驶的商业化推广有望率先服务于终端无人配送、港口、机场等封闭园区物流场景。以港口为例，该场景基于传统集装箱卡车（集卡），加装激光雷达、摄像头、毫米波雷达等硬件，利用自动驾驶技术，对港口运营实现无人化改造。

图 6：高级别自动驾驶商用化的主流应用场景



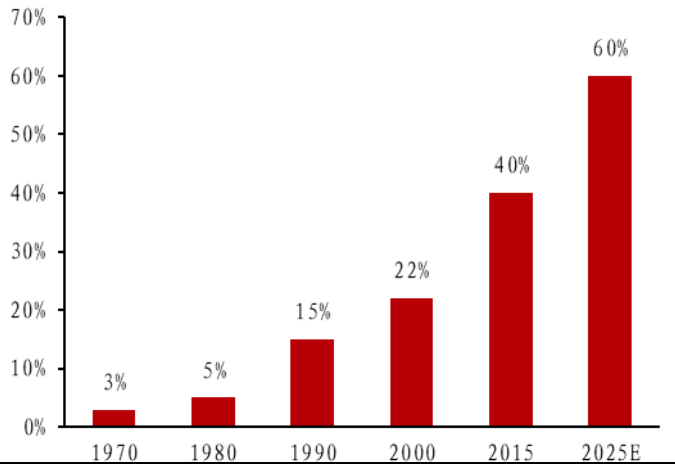
资料来源：亿欧智库，浙商证券研究所

2. 智能驾驶、网联等汽车电子产品有望快速放量

2.1. 汽车电子市场规模空间大、增速较快

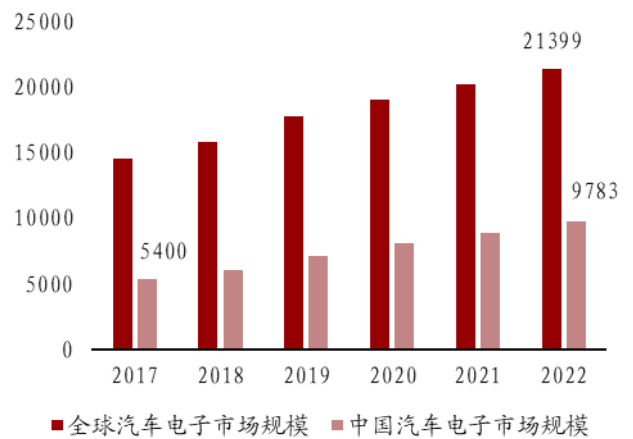
我国汽车市场的发展模式已经从体量高速增长长期转向结构转型升级期，汽车电子行业 2017-2022 市场规模复合增长率为 12.62%。根据赛迪智库资料显示，随着汽车电子单车成本增加，其在整车成本中占比也持续上升，乘用车汽车电子成本占比由上世纪 70 年代的 3% 增至 2015 年的 40% 左右，预计 2025 年将达到 60%。中国汽车工业协会数据显示，随着汽车电子化水平日益提高，汽车电子市场规模迅速攀升，预计到 2022 年，全球与我国汽车电子市场规模分别将达到 21399、9783 亿元，2017-2022 年复合增长率分别为 7.99%、12.62%。

图 7：乘用车汽车电子在整车中的成本占比趋势



资料来源：赛迪智库，浙商证券研究所

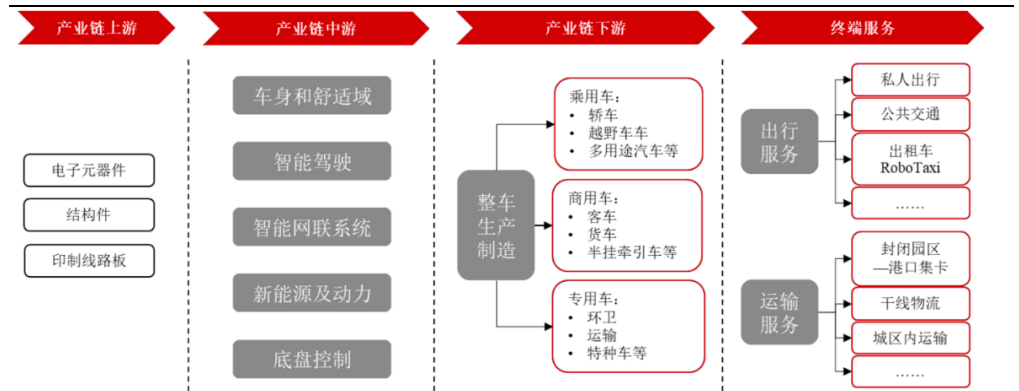
图 8：全球与中国汽车电子市场规模（亿元）



资料来源：中国汽车工业协会，浙商证券研究所

在智能化、网联化和电动化趋势，汽车电子化成为开发新车型、改进汽车性能的重要技术措施。汽车电子行业处于行业中游，主要针对上游的元器件进行整合，并进行模块化功能的研发、设计、生产与销售，针对某一功能或某一模块提供解决方案，例如智能驾驶系统、发动机控制系统、娱乐系统等。汽车电子化推动汽车由交通运输工具转变为智能移动空间，具备移动办公、移动家居、娱乐休闲、数字消费、公共服务等功能。

图 9：汽车电子行业产业链



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

图 10：汽车电子产品矩阵

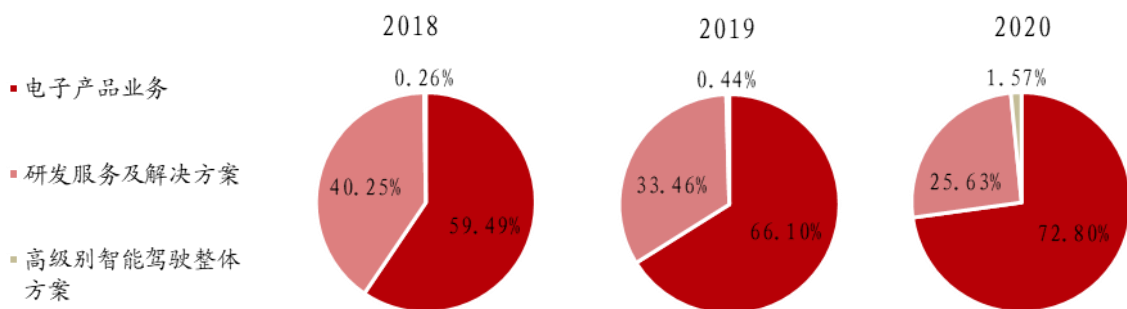


资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

2.2. 公司智能驾驶电子产品业务快速发展

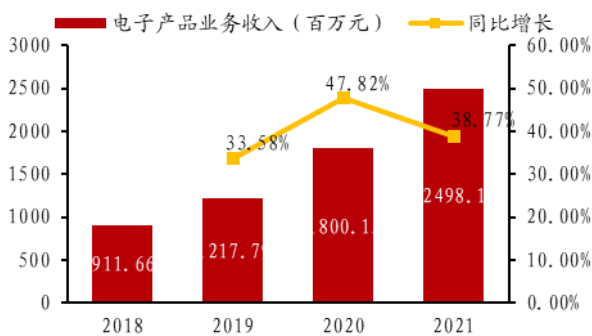
公司的电子产品业务营收高速增长，占主营业务收入比例逐年增加，其中智能驾驶电子产品迎来快速发展阶段。2021年公司电子产品业务营收24.98亿元，同比增长38.77%。从营收结构看，2020年汽车电子产品业务营收占总业务收入比例由2018年的54.49%增长至2020年的72.8%。公司电子产品业务中，车身和舒适域电子产品占比最大，但2018-2020年逐年降低，由2018年的67.67%下降到2020年的47.09%。智能驾驶电子产品营收规模快速发展，占整体电子产品业务收入比例由2018年的7.48%迅速提升至2020年的22.39%。

图 11：2018-2020 年公司各产品营收占比



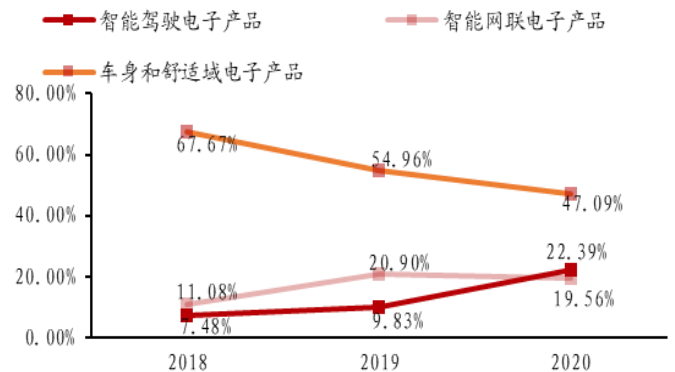
资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

图 12：2018-2021 电子产品营收规模及增速



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

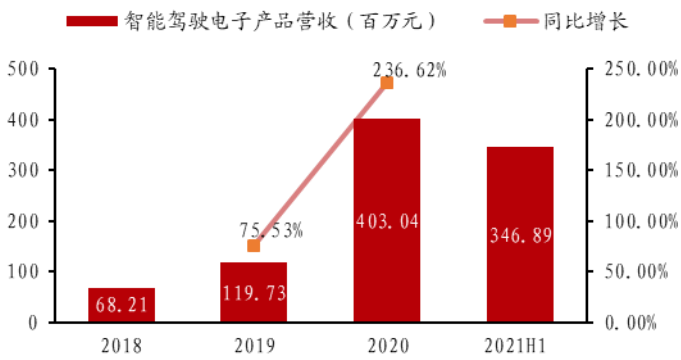
图 13：2018-2020 电子产品细分业务占比趋势



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

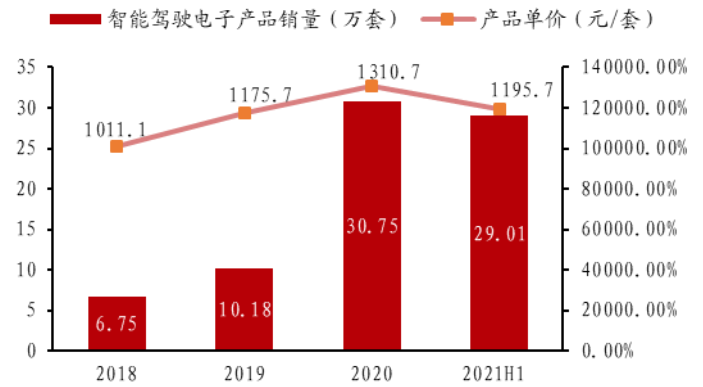
公司智能驾驶电子产品量价齐升，可实现多种智能驾驶功能。公司智能驾驶电子产品包含先进辅助驾驶系统(ADAS)、智能驾驶域控制器(ADCU)、车载高性能计算平台(HPC)，可实现从车道偏离预警到自动辅助导航的多种功能。2020年公司智能驾驶电子产品营收规模达到4.03亿元，同比增长236.62%。智能驾驶电子产品2020年销量为30.75万套，同比增长202.06%，其中先进辅助驾驶系统(ADAS)产品销量从2018年的6.75万套增长至2020年的30.67万套，是主要的产品类别。智能驾驶电子产品平均价格由2018年的1011.1元/套增长至2020年1310.7元/套。

图 14: 2018-2021H1 智能驾驶电子产品营收规模及增速



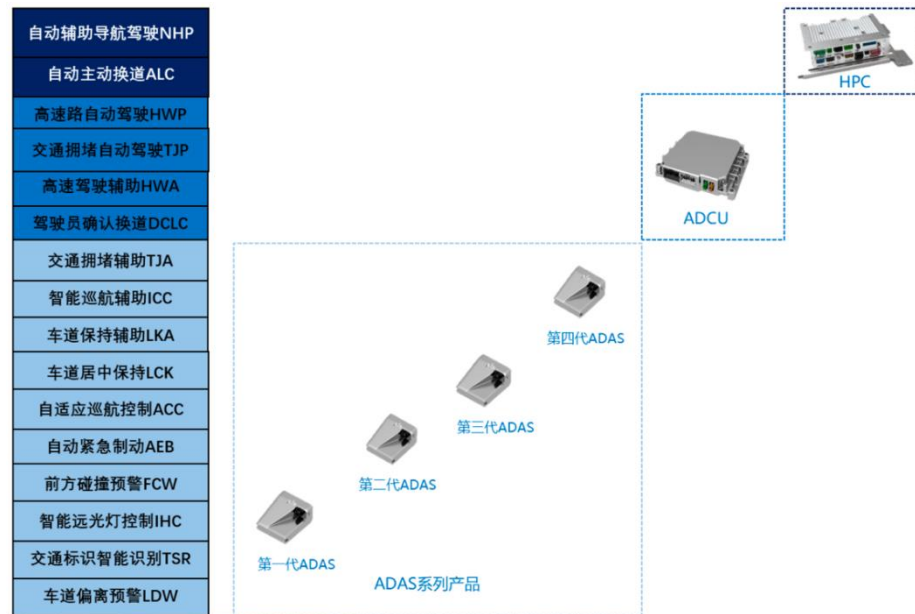
资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

图 15: 2018-2020H1 智能驾驶电子产品销量及价格



资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

图 16: ADAS、ADCU、HPC 产品可实现多种智能驾驶功能



资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

2.3. 未来智能驾驶电子产品业务定量测算

测算公司未来智能驾驶电子产品营收规模需要两个变量: 智能驾驶电子产品行业规模与公司该类产品的市占率。智能驾驶电子产品的规模将由下列公式决定, 即 $ADAS \text{ 行业规模} = \sum (\text{ADAS 各细分领域渗透率} \times \text{汽车数量} \times \text{ADAS 各细分领域价格})$ 。公司在该类产品的市占率一方面将考虑公司的历史数据, 另一方面将参考行业的竞争格局与公司的竞争优势。

(1) ADAS 各细分领域前装市场渗透率

按照自动驾驶等级 L1-L4 进行拆分, ADAS 各细分功能如下:

- L1: SVC 四周环视系统、BSD 盲点探测、LDW 车道偏离预警系统、TSR 道路交通标识识别、自适应远近光灯、倒车车侧预警;

- L2: AEB 主动刹车系统、ACC 自适应巡航系统、APA 自动泊车入位、LKA 车道保持辅助系统、CCS 定速巡航、DFM 疲劳驾驶提示;
- L3: TJA 交通拥堵辅助、HWA 高速公路辅助、RPA 远程泊车辅助;
- L4: TJP 交通拥堵领航（低速自动驾驶功能）、HWP 高速公路领航（高速自动驾驶功能）。

随着消费者对汽车功能安全需求不断提升、智能新技术成熟带动销量上升和成本下探，我们认为未来几年除了定速巡航以外，其余 ADAS 功能渗透率将加速提升，但增速逐渐放缓，而随着自适应巡航替换定速巡航，定速巡航渗透率将逐渐下降。此外，由于公司汽车电子产品面向前装市场，因此我们考虑的渗透率为前装市场的渗透率。

表 1：ADAS 各功能前装市场渗透率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
L1:						
SVC 四周环视系统	22.41%	30.27%	36.27%	40.27%	44.27%	47.27%
BSD 盲点探测	16.42%	18.49%	21.49%	23.49%	25.49%	26.49%
LDW 车道偏离预警系统	29.74%	37.03%	42.03%	46.03%	50.03%	51.03%
TSR 道路交通标识识别	10.90%	18.05%	23.05%	28.05%	31.05%	34.05%
自适应远近光灯	25.80%	30.80%	35.80%	39.80%	43.80%	47.80%
倒车车侧预警	16.60%	21.60%	26.60%	30.60%	34.60%	37.60%
L2:						
AEB 主动刹车系统	38.89%	44.71%	50.71%	56.71%	61.71%	66.71%
ACC 自适应巡航系统	28.84%	36.80%	45.80%	53.80%	62.80%	71.80%
APA 自动泊车入位	10.14%	12.17%	19.17%	27.17%	35.17%	44.17%
LKA 车道保持辅助系统	23.85%	32.28%	37.28%	42.28%	47.28%	52.28%
CCS 定速巡航	40.50%	33.00%	25.00%	19.00%	13.00%	5.00%
DFM 疲劳驾驶提示	21.66%	27.03%	33.03%	37.03%	41.03%	44.03%
L3:						
TJA 交通拥堵辅助	1.00%	5.00%	10.00%	15.00%	20.00%	27.00%
HWA 高速公路辅助	1.00%	5.00%	10.00%	15.00%	20.00%	27.00%
RPA 远程泊车辅助				1.00%	5.00%	10.00%
L4 及以上:						
TJP 低速自动驾驶功能				1.00%	5.00%	10.00%
HWP 高速自动驾驶功能				1.00%	5.00%	10.00%

资料来源：罗兰贝格，前瞻产业研究院，艾瑞咨询，汽车之家，太平洋汽车网，乘联会，浙商证券研究所

（2）ADAS 各细分领域价格

自动泊车入位、自适应巡航等涉及功能安全，实现难度较大，四周环视系统对硬件参数要求较为苛刻，功能成本更高，其中自动泊车入位正处于功能不断集成的过程，因此单车配套价值将逐年稳步提升。其余功能随着技术逐渐成熟，成本有望进一步下探。我们预计到 2025 年单车价值分别为四周环视系统 1184 元、自适应巡

航 1772 元、自动泊车入位 2431 元、L3 相关功能单价 6495 元、L4 相关功能 16200 元、其余功能均为 592 元。

(3) 智能驾驶产品行业规模 (乘用车)

预计 2025 年 ADAS 市场规模达 1779.21 亿元，2022-25 年 CAGR 为 47.18%。根据艾瑞咨询，预计 2025 年中国乘用车总销量将达到 2267 万辆 (本节将仅考虑乘用车，后面测算部分会加入商用车)，同比增长 1.98%。随着智能驾驶和车联网带动智能网联汽车行业景气度不断提升，预计中国乘用车辅助驾驶渗透率将从 2020 年的 32% 提升至 2025 年的 65%。根据汽车之家、艾瑞咨询等机构数据，2022 年 ADAS 主要功能市场规模达 558.02 亿元，随着 ADAS 各功能渗透率加速提升，2025 年市场规模将达到 1779.21 亿元，2022 年到 2025 年复合增长率达到 47.18%。

表 2: ADAS 各功能前装市场规模测算

	2022E	2023E	2024E	2025E
中国乘用车总销量 (万辆)	2095	2158	2223	2267
乘用车辅助驾驶渗透率	44.00%	51.00%	58.00%	65.00%
L1:				
SVC 四周环视系统	53.23	64.53	75.34	82.47
BSD 盲点探测	15.77	18.82	21.69	23.11
LDW 车道偏离预警系统	30.84	36.88	42.57	44.52
TSR 道路交通标识识别	16.91	22.47	26.42	29.70
自适应远近光灯	26.27	31.89	37.27	41.70
倒车车侧预警	19.52	24.52	29.44	32.80
L1 市场规模 (亿元)	162.53	199.11	232.75	254.3
L2:				
AEB 主动刹车系统	37.21	45.44	52.51	58.19
ACC 自适应巡航系统	79.62	109.42	146.56	187.48
APA 自动泊车入位	39.15	68.40	106.98	158.23
LKA 车道保持辅助系统	27.35	33.88	40.23	45.61
CCS 定速巡航	18.34	15.22	11.06	4.36
DFM 疲劳驾驶提示	24.24	29.67	34.92	38.41
L2 市场规模 (亿元)	225.92	302.03	392.26	492.28
L3:				
TJA 交通拥堵辅助	84.79	136.97	190.72	258.41
HWA 高速公路辅助	84.79	136.97	190.72	258.41
RPA 远程泊车辅助		84.79	136.97	86.41
L3 市场规模 (亿元)	169.57	283.08	429.12	602.95
L4 及以上:				
TJP 交通拥堵领航 (低速自动驾驶功能)		84.79	136.97	214.84
HWP 高速公路领航 (高速自动驾驶功能)		84.79	136.97	214.84
L4 及以上市场规模 (亿元)		44.02	233.37	429.69
ADAS 前装市场规模 (亿元)	558.02	828.24	1287.50	1779.21

资料来源: 汽车之家, 艾瑞咨询, 浙商证券研究所

（4）公司智能驾驶产品营收测算

市场规模：包含①乘用车前装市场规模与②商用车前装市场规模，其中①已在上文估计，②假设商用车智能驾驶产品单价与商用车相同，将（商用车数量/乘用车数量）作为权重，乘以乘用车市场规模得到商用车市场规模。

市占率：

①细分市场：2020年，公司乘用车新车前视系统（即公司 ADAS 产品）市场份额为 3.59%，2021 年达到 11.30%；2020 年 9 月至 12 月，国内重型牵引车（营运类）搭载公司 ADAS 产品新车上险量 11.2 万辆，市场份额达 30.44%，居市场首位。

②总体市场：经测算，2020 年 ADAS 前装市场（乘用车+商用车）市场规模为 283.98 亿元，公司 ADAS 营收为 4.03 亿，则公司在 ADAS 前装市场总体市占率为 1.42%。

根据上述条件判断，公司在商用车市占率比乘用车高，假定公司 2022 年在乘用车市占率为 1.07%，在商用车市占率为 2.24%，考虑到国产替代以及公司与 Mobileye 合作带来的赋能优势，2022-2024 年保持上升趋势。（根据高工智能汽车数据，Mobileye 占据 2021 年中国前向 ADAS 视觉感知市场 36.3% 份额。经纬恒润是 Mobileye 在国内合作的少数主流 Tier1。）

公司 ADAS 营收：公司乘用车 ADAS 营收=乘用车前装市场规模×市占率，公司商用车 ADAS 营收=商用车前装市场规模×市占率，然后公司整体 ADAS 营收将是乘用车和商用车的加总。

表 3：商用车市场规模测算

	2022E	2023E	2024E
中国乘用车总销量（万辆）	2095	2158	2223
中国商用车总销量（万辆）	591	634	680
商用车销量/乘用车销量	28.19%	29.37%	30.59%
乘用车前装市场规模（亿元）	558.02	828.24	1287.50
商用车前装市场规模（亿元）	157.32	243.23	393.84

资料来源：中国汽车工业协会，艾瑞咨询，佐思汽研，浙商证券研究所

表 4：公司 ADAS 营收规模预测

	2022E	2023E	2024E
乘用车前装市场规模（亿元）	558.02	828.24	1287.5
市占率	1.07%	1.17%	1.21%
①公司乘用车 ADAS 营收（亿元）	5.99	9.67	15.51
商用车前装市场规模（亿元）	157.32	243.23	393.84
市占率	2.24%	2.53%	2.60%
②公司商用车 ADAS 营收（亿元）	3.53	6.15	10.24
①+②公司 ADAS 营收（亿元）	9.52	15.83	25.75

资料来源：佐思汽研，浙商证券研究所

3. 高级别智能驾驶解决方案业务成长有望超预期

出行即服务 (Mobility as a Service) 是公司提供高级别智能驾驶解决方案业务的形式, 即以统一的信息服务平台来对外提供出行相关服务, 又称车联网。高级别智能驾驶解决方案业务包括单车智能解决方案、V2X 车路协同系统方案、智能车队运营管理解决方案、车-云数据中心解决方案。

3.1. 高级智能驾驶有望率先落地特定场景

V2X 车路协同系统方案是车联网两大体系之一。全球车联网标准主要分为两大体系: 一是欧美国家推崇的专用短程通信技术 (DSRC), 二是中国积极推动的基于蜂窝技术的 C-V2X (基于蜂窝技术)。V2X 技术是将车辆 (V) 与一切事物 (X) 相连接的新一代信息通信技术, 它将“人、车、路、云”等交通参与要素有机地联系在一起。车路协同系统是以路侧系统和车载系统为基础进行构建, 通过无线通讯设备实现车、路信息交互和共享的智能交通系统。

图 17: 车路协同系统示意图



资料来源: 头豹研究院, 浙商证券研究所

V2X 车路协同在成本、商业落地及安全方面有效弥补单车智能的缺陷。1) 成本方面: 车路协同系统能有效补充单车智能的信息盲点, 加速反应效率, 单车配备传感器数量和性能可相应降低, 将降低 30% 自动驾驶研发成本, 接管数下降 62%。2) 商业落地方面: 随着 5G 的发展、中国通讯行业的基础设施迎来建设浪潮以及政府政策指引, 车路协同技术演进路线愈发清晰。3) 安全方面: 通过车、路的传感器网络互联实现智能能力共享, 车路协同系统感知探测距离理论上可达无穷远, 且不存在死角, 同时综合考虑路上所有车辆的运动情况, 做全局最优决策结果, 保证驾驶安全性。

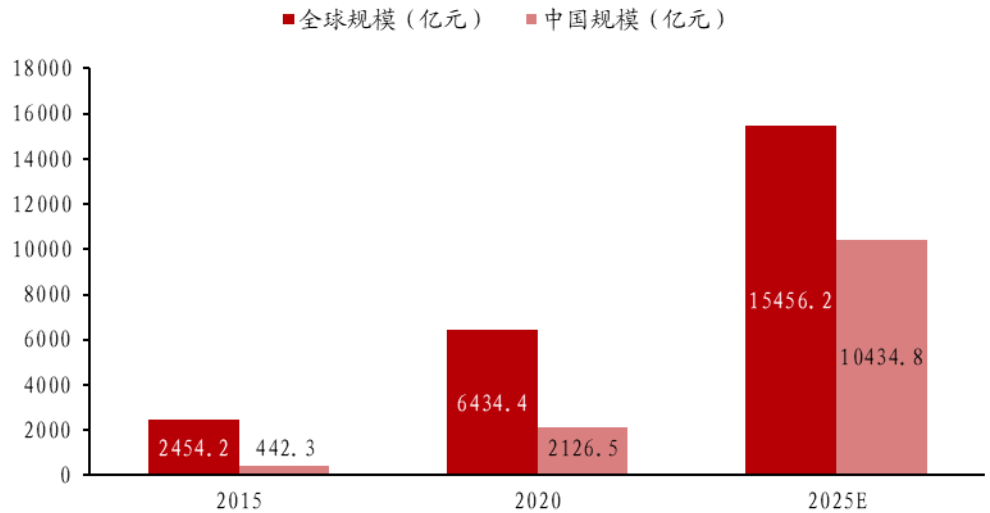
图 18: C-V2X 特点及优势



资料来源: 36 氪研究院, 浙商证券研究所

2020-2025年中国车联网市场规模 CAGR 预计将达到 37.46%。在明确的政策推动下，**高级别智能驾驶的商业化推广有望率先服务于终端无人配送、港口、机场等封闭园区物流场景**。2020年中国和全球车联网市场规模为 2126.5/6434.4 亿元，预计到 2025 年中国和全球市场规模为 10434.8/15456.2 亿元，CAGR 分别为 37.46%/19.16%。

图 19：2015-2025 年中国与全球车联网市场规模



资料来源：亿欧智库，浙商证券研究所

3.2. 车路协同路端和车端预计迎来高增长

国家出台政策大力支持智能网联汽车行业发展。国家工信部、交通运输部、公安部、国家标准化管理委员会等多部门制定智能网联汽车产业相关政策，对包括汽车电子在内的汽车零部件行业给予支持，加快相关基础设施建设，推动智能网联汽车发展。

表 5：智能网联汽车产业相关政策

出台时间	相关部门	政策名称
2019.7	交通运输部	《数字交通发展规划纲要》
2019.9	国务院办公厅	《交通强国建设纲要》
2019.12	交通运输部	《推进综合交通运输大数据发展行动纲要（2020-2025 年）》
2020.2	发改委、工信部等	《智能汽车创新发展战略》
2020.4	工信部	《2020 年智能网联汽车标准化工作要点》
2020.7	交通运输部	《国家车联网产业标准体系建设指南（智能交通相关）》
2020.11	国务院办公厅	《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》
2020.12	交通部	《关于促进道路交通自动驾驶技术发展和应用的指导意见》
2021.3	工信部、交通运输部、国家标准委	《国家车联网产业标准体系建设指南（智能交通相关）》
2021.6	工信部	《车联网（智能网联汽车）网络安全标准体系建设指南》（征求意见稿）
2021.7	工信部、公安部、交通运输部	《智能网联汽车道路测试与示范应用管理规范（试行）》
2021.8	工信部、公安部、交通运输部	《关于加强智能网联汽车生产企业及产品准入管理的意见》

资料来源：公司招股说明书，中国通信院，浙商证券研究所

5G 商用加速车联网落地。5G 的高传输速度、高传输容量和高可靠性能满足车联网发展的需求。我国已于 2019 年 11 月 1 日授权移动、电信、联通三大运营商，正式开启 5G 商用步伐。此外，5G 的 R16 标准已于 2020 年 7 月冻结，标志着 5G 网络实现了“能用”到“好用”的过度。

表 6：中国大陆于 2019 年 11 月 1 日开启 5G 商用

市场	运营商	5G 商用 时间	5G 频段			组网模式
			低频段	中频段	高频段	
中国	China Mobile	2019 年 11 月 1 日		2.6Ghz, 4.9Ghz		NSA
中国	China Telecom	2019 年 11 月 1 日		3.5Ghz		NSA
中国	China Unicom	2019 年 11 月 1 日		3.5Ghz		NSA

资料来源：PCB 融媒体，浙商证券研究所

车企战略方面，布局车联网产业已经成为趋势。传统汽车厂商与互联网企业、科技企业强强联合，构建互联网汽车生态体系，汽车从单纯的代步工具转为“移动智能生活空间”。

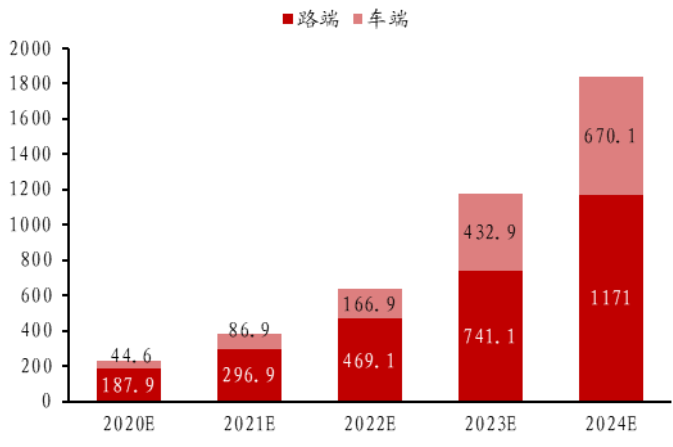
图 20：车企战略前后对比



资料来源：亿欧智库，浙商证券研究所

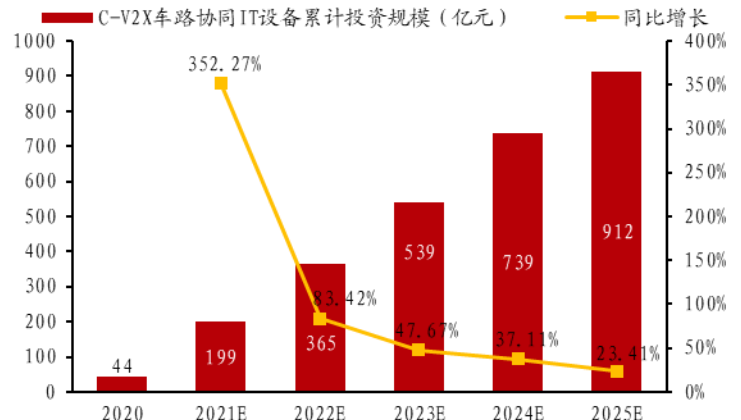
在国家利好政策和 5G 商用的驱动下，2020-2024 年中国 V2X 车路协同路端和车端预计都将呈现高速增长。C-V2X 车路协同路端设备包括 RSU 路测设备、边缘计算单元等，车端设备包括 OBU 车载单元、高精度地图等。2020-2024 年路端市场规模 CAGR 预计将为 58%，车端将为 96.88%。预计到 2025 年，我国车路协同主要 IT 设备累计投资规模将达到 912 亿元，2020-2025 年复合增速预计将达到 83.36%。

图 21：2020-2024 中国车路协同行业市场规模（亿元）



资料来源：头豹研究院，浙商证券研究所

图 22：2018-2025E 车路协同主要 IT 设备累计投资规模情况

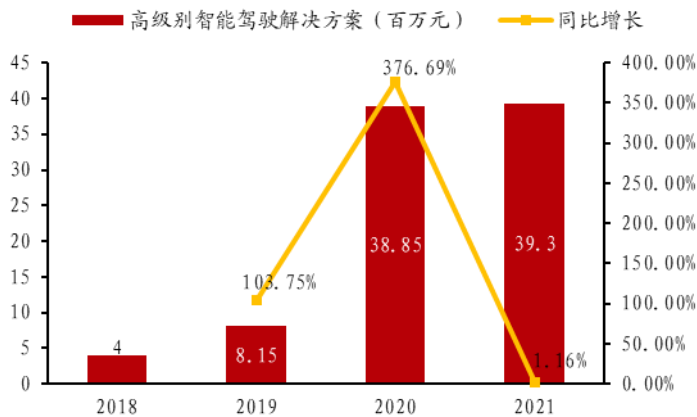


资料来源：前瞻产业研究院，浙商证券研究所

3.3. 公司标杆案例落地、成长有望超预期

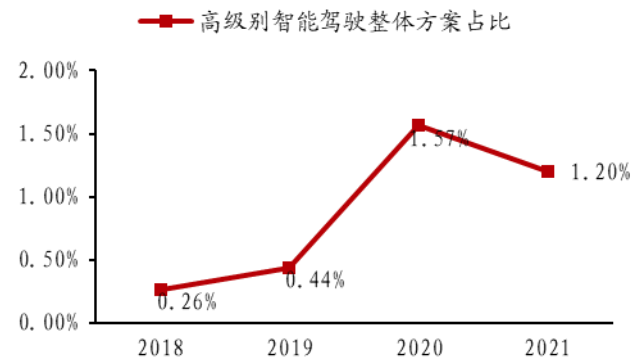
公司高级别智能驾驶整体解决方案虽然目前占比较小，但近年来增长迅速。2021 年公司高级别智能驾驶解决方案业务营收规模约 0.39 亿元，2018-2021 年复合增长率为 114.18%，占主营业务整体收入由 2018 年的 0.26% 增长至 2021 年的 1.20%。

图 23：高级别智能驾驶整体解决方案业务营收规模及增速情况



资料来源：公司招股说明书，公司公告，浙商证券研究所

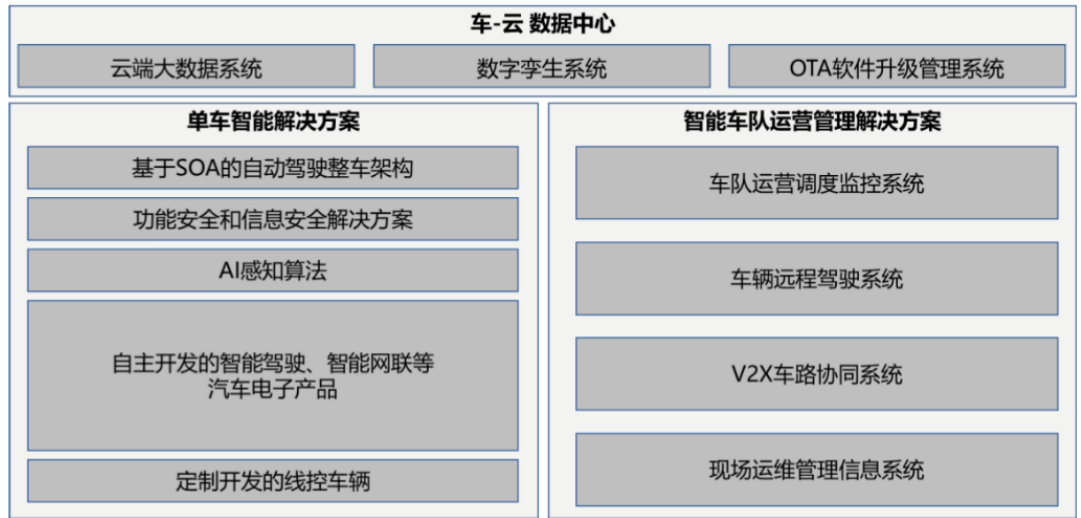
图 24：2018-2021 高级别智能驾驶整体解决方案业务营收占比



资料来源：公司招股说明书，wind，浙商证券研究所

公司高级别智能驾驶业务方面坚持出行即服务发展战略（MaaS），不断拓展下游应用领域，未来有望持续增长。目前公司高级别智能驾驶业务已与多家整车厂合作，在唐山港、日照港两个港口共投放二十余台智能驾驶港口车开展运营，公司 MaaS 战略不断积累包括港口、无人驾驶和车-云数据中心等应用场景的实践经验。根据艾瑞咨询，2021 年港口自动驾驶市场规模约 2 亿元，到 2025 年有望达到 22 亿元，实现 10 倍左右的规模增长。未来随着 MaaS 的推进，封闭园区、干线物流和无人驾驶出租车等领域的需求扩大，公司高级别智能驾驶解决方案业务有望持续增长。

图 25：MaaS 解决方案架构



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

图 26：高级别自动驾驶商用化的主流应用场景



资料来源：亿欧智库，浙商证券研究所

随着公司在港口等场景标杆化案例落地，且作为 Mobileye 合作的少数国内主流 Tier1，公司高级别智能驾驶解决方案业务成长有望超预期。车联网车端厂商主要包括均胜电子、德赛西威、华阳集团、中科创达等，路端厂商包括四维图新、千方科技、东软集团等。从业务看来，公司与整车厂合作较多主要参与车端竞争。随着公司在港口等场景标杆化案例落地，并逐步复制推广，且作为 Mobileye 合作的少数国内主流 Tier1，与 Mobileye 增能，公司高级别智能驾驶解决方案业务成长有望超预期。

表 7：车联网车端、路端市场代表厂商

公司名称	最新主营收入 (亿元)	占比	相关业务概况
车端：			
均胜电子	456.7	53.72%	主要产品包括智能驾舱、智能车联（高级车联网功能、V2X 和 5G 联网、汽车网络安全、软件无线升级）、软件增值服务、智能驾驶等。
德赛西威	95.69	11.26%	主营业务为汽车电子产品的研发设计、生产和销售，聚焦智能座舱、智能驾驶和智能网联服务三大领域。
华阳集团	44.88	5.28%	公司积极探索创新的商业模式和数据开放模式，以及车路协同系统和管理、保险、金融、出行、能源等行业的深度融合。
中科创达	41.27	4.85%	中科创达立足智能终端操作系统，围绕操作系统核心技术，聚焦人工智能关键技术，为智能手机、智能物联网、智能网联汽车、智能行业等领域的客户提供智能操作系统产品、技术及解决方案。
路端：			
四维图新	21.48	2.53%	通过 OEM 项目、智能网联终端接入、第三方合作等多种方式，加速拓展以车辆为中心的数据生态建设。公司在商用车和乘用车方面业务。
千方科技	102.78	12.09%	指挥路网业务承接城际交通智能化升级建设基于，积极打造业内领先的云控平台、视频上云等多项指挥交通云服务。
东软集团	87.35	10.27%	重点发展医疗健康及社会保障、智能汽车互联、智慧城市、企业互联等领域，在云计算、大数据、物联网、人工智能（AI）、区块链等新技术的应用持续取得进展。
合计营收（亿元）	850.15		

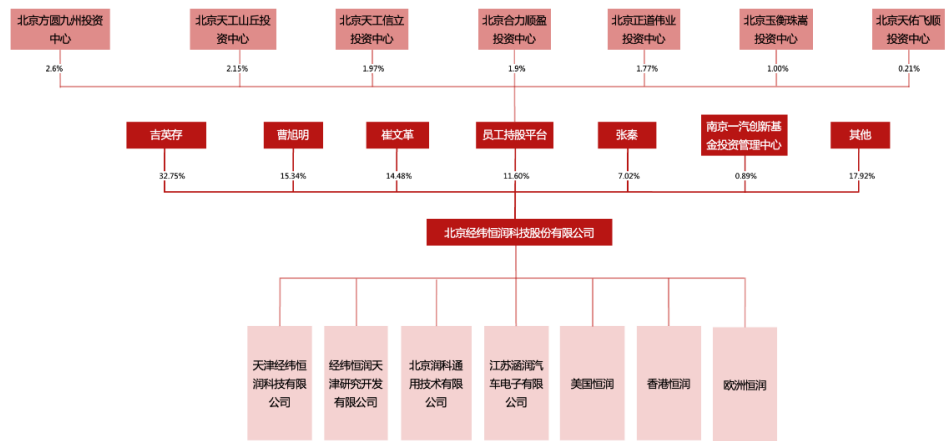
资料来源：各公司公告，公司招股说明书，头豹研究院，浙商证券研究所

4. 管理架构稳定，募投项目落地提升综合竞争力

4.1. 核心团队持股比例高，财务表现稳健

公司股权架构稳定，核心管理团队持股比例高。公司实际控制人是吉英存，同时为公司董事长，持有公司 32.75% 的股份，曹旭明和崔文戈分别持 15.34% 和 14.48% 的股份，分别担任公司董事、监事会主席。公司通过员工持股平台方圆九州、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控制公司 11.61% 的股份。本次股票发行前，公司实际控制人吉英存直接持有的公司表决权比例 54.36%。公司核心管理团队持股比例高，以及公司通过持股平台对核心技术人员进行股权激励，有利于保障核心团队稳定，激发员工的积极性和创造性。

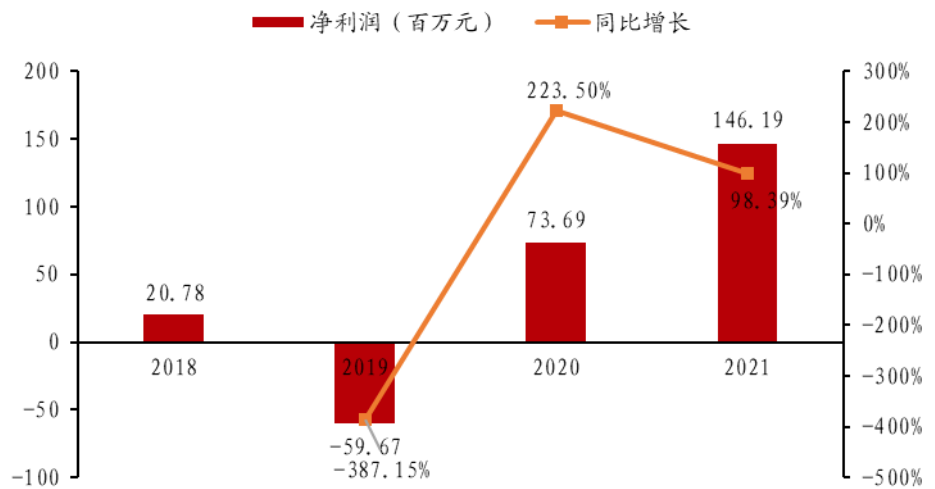
图 27：公司股权架构



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司整体经营稳健，2021年净利润实现快速增长。2019年由于汽车行业景气度下降以及公司进行资产减值和信用减值，公司净利润大幅下降。随着汽车行业复苏以及公司运营管理情况改善，2020年和2021大幅上升，2021年公司净利润1.46亿元，同比增长98.39%。

图 28：2018-2021 公司净利润规模情况

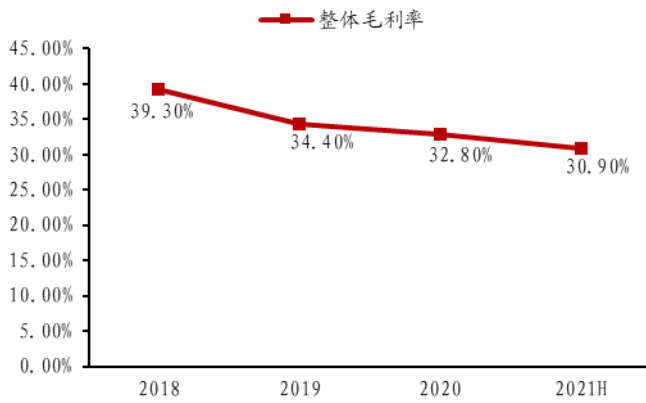


资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

公司整体毛利率受智能驾驶电子产品业务快速扩张影响有所下滑。近年来由于公司智能驾驶电子产品业务快速扩张、汽车行业整车价格持续降低、上游芯片等核心零部件价格上涨，公司整体毛利率有所下降，由2018年的39.3%下降至2021年的30.9%。

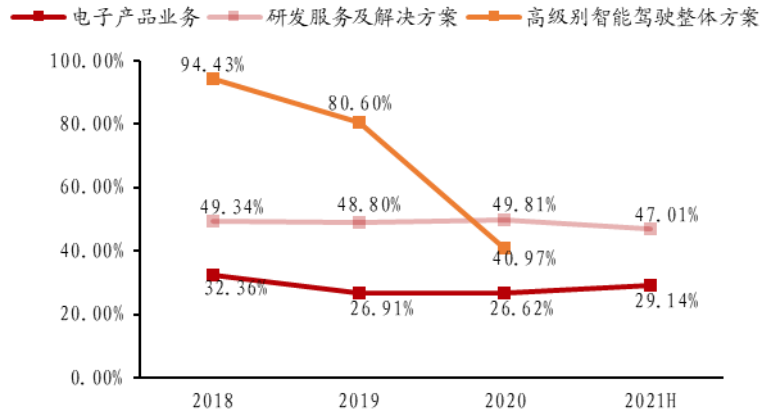
分业务来看：1) 汽车电子产品开发服务的毛利率波动较大，2018年由于ADAS相关产品开发相关成本投入较多，毛利率较低；2019年通过复用前期研发成果降低相关成本，毛利率回升；2020年由于毛利率较高的ADAS相关收入占比降低，同时其他毛利率稍低方向的开发服务形成较多收入，故整体毛利率降低。2) 公司研发服务及解决方案业务的毛利率整体较高且较为稳定。3) 高级别智能驾驶整体解决方案随着业务扩展需要交付越来越多的实体硬件产品，毛利率下降较多。

图 29: 2018-2021H 公司整体毛利率情况



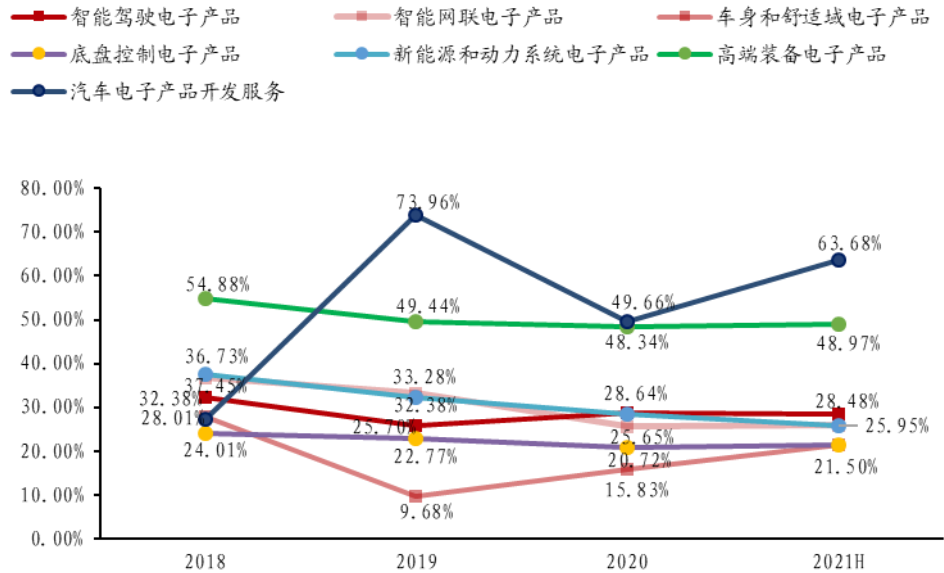
资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

图 30: 2018-2020H1 主营业务毛利率情况



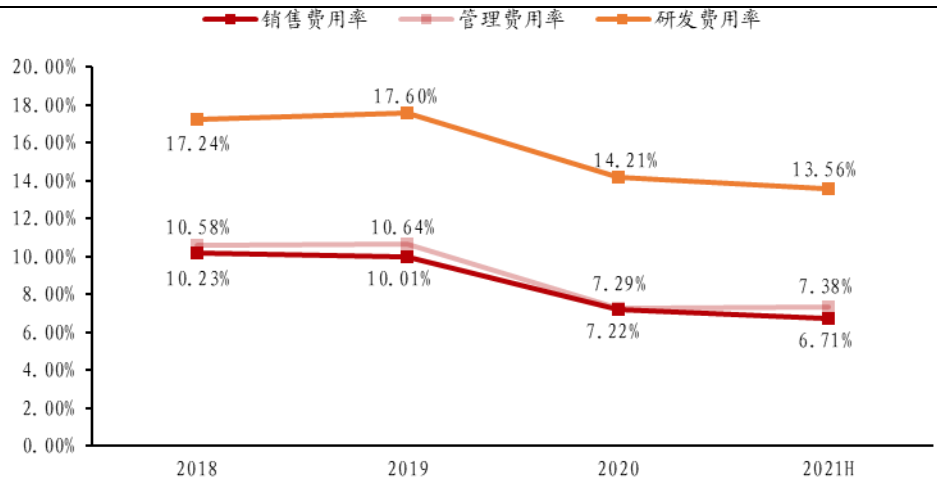
资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

图 31: 2018-2021H 电子产品业务细分毛利率情况



资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

图 32: 2018-2021H 各项费用率情况



资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

公司近年来持续进行精益化管理变革，整体费用率有所下降。销售费用率和管理费用率均有明显改善，得益于公司精细化管理，销售收入增加，营业收入快速增加，降本增效效果显著。公司研发收入费用率居于高位，公司作为研发驱动的高科技企业，研发人员多，研发投入大，有利于核心技术积累，增强核心竞争力。

4.2. 募投项目将带来产能扩大、实力提升

公司募集 13.26 亿元投资经纬恒润南通汽车电子生产基地项目。该项目包括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，以提升公司在汽车电子领域相关配套产品的生产能力。

如果解决产能瓶颈，仅 2021 年上半年将节省外协费用达 4784 万元。2021 年上半年，智能驾驶、智能网联、车身和舒适域电子产品的产销率分别为 97.05%、104.61%、104.36%，其中智能网联、车身和舒适域均超过 100%，意味着自身产量不足。扩大产能后有望将外协产量转变为自产产量，收回外协加工费，预计节省费用 4784 万元。

表 8：汽车电子各细分领域产销率情况

	智能驾驶	智能网联	车身和舒适域
2021H 自产产量	298935	688060	4097840
2021H 销量	290121	719768	4276586
产销率	97.05%	104.61%	104.36%

资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

南通项目建成后，公司产能将扩大 3 倍。截至 2020 年末，经纬恒润的汽车电子产品总产能为 900 万套，南通项目建成后产能将扩张近 3 倍，根据环评文件显示，该项目投产后预计可实现年产汽车电子配套产品 2500 万套的产能。

此外，公司拟使用募集资金 2.54 亿元，对现有平台进行建设升级。公司拟在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，从而提升公司数字化能力。具体表现为：1) 通过云平台与中台系统的建设，打通公司从研发、生产到销售、服务的全经营流程，实现海量数据收集与处理，全面提升公司的数字化水平；2) 该项目的落地将实现公司海量数据的集中处理，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。

5. 盈利预测与估值

5.1. 盈利预测

公司是国内领先综合型电子系统商，公司充分受益于汽车的智能化、网联化，近年来业务规模持续提升。

公司智能驾驶、网联等汽车电子产品预计快速放量，高级别智能驾驶解决方案业务成长有望超预期。

综合考虑疫情等短期因素和公司未来长期成长性，我们预计公司 2022-2024 年收入分别为 39.74 亿元、53.85 亿元、70.75 亿元，同比增长 21.82%、35.49%、31.39%；归母净利润分别为 1.72 亿元、2.40 亿元、3.20 亿元，同比增长 17.65%、39.56%、33.35%。

盈利预测关键假设：

如下对于公司各块业务的预测/测算，同时结合公司长期成长性和 2022 年短期疫情影响（包含了结合业务的区域结构、疫情影响的区域、影响时长等），予以综合测算估计。

1) 电子产品

汽车电子包含智能驾驶、智能网联、车身和舒适域三类主要产品。其中，智能驾驶电子产品营收规模快速发展，占整体电子产品业务营收比例由 2018 年的 7.48% 迅速提升至 2020 年的 22.39%。先进辅助驾驶系统(ADAS)销量占智能驾驶电子产品比例高达 99.7%，占据绝对比重。

首先，我们测算以 ADAS 产品为主的智能驾驶电子产品的规模。计算公式为 ADAS 前装市场规模=∑（ADAS 各细分领域渗透率×汽车数量×ADAS 各细分领域价格），前文已分别计算出乘用车、商用车 ADAS 市场规模，并分别得出两类市场市占率，最终得到公司 ADAS 营收 2022-2024 年预计分别为 9.52/15.83/25.75 亿元（具体测算请参见本文 2.3 章节）。

经综合测算，预计 2022-2024 年智能驾驶占整个公司电子产品比重预计分别为 30.60%/37.04%/45.52%。

其次，公司在车身和舒适域及智能网联电子产品具有先发规模优势，预期将持续增长。随着 5G 基础设施的建设、相关通信技术的发展成熟以及消费者需求日益多元化，汽车由传统代步工具转变为移动生活空间，极大地增加了对智能网联、车身和舒适域汽车电子的需求，智能网联电子丰富了音视频监控、高精度定位、行车智能提醒等应用功能，车身和舒适域电子产品极大满足了消费者对汽车功能、舒适度、便捷性等方面需求。公司在这两块产品上面有较多的技术和客户积累，预计将持续增长。

营业收入预测及其他关键假设：

预计公司 2022-2024 年电子产品业务营收分别达 31.12/42.73/56.58 亿元，同比分别增长达 24.56%/37.33%/32.40%。

预计随着规模效应逐渐显现，产品结构优化，电子产品业务的毛利率将有所上升，预计 2022-2024 年毛利率分别为 28.55%、29.55%、30.55%。

2) 高级别智能驾驶整体解决方案（MaaS）

高级别智能驾驶整体解决方案市场空间：V2X 车路协同是高级别智能驾驶解决方案的具体落地形式，C-V2X 车路协同路端设备包括 RSU 路测设备、边缘计算单元等，车端设备包括 OBU 车载单元、高精度地图等。2022-2024 年车端市场规模将为 166.9/432.9/670.1 亿元。公司主要参与车端的业务。

竞争格局：车联网车端厂商主要包括均胜电子、德赛西威、华阳集团、中科创达等，路端厂商包括四维图新、千方科技、东软集团等。随着公司在港口等场景标杆化案例落地，并逐步复制推广，且作为 Mobileye 合作的少数国内主流 Tier1，公司高级别智能驾驶整体解决方案业务成长有望超预期。

出行即服务（MaaS）营收推导过程如下，具体数据如表 11：

- ① 计算 MaaS 市占率。车联网车端市场规模为 2020 年、2021 年分别为 44.6 亿元，86.9 亿元，我们得到公司 2020 年、2021 年市占率分别为 0.87%、0.45%。
- ② 推导未来 MaaS 市占率。综合考虑公司竞争力、在唐山港、日照港两个港口已经开展实际运营、“自动化集装箱码头无人集卡关键技术研究与应用”获奖等因素，公司该业务市占率将有所提升，预计 2022-2024 年市占率分别为 0.53%、0.66%、0.80%。
- ③ 计算未来公司 MaaS 营收。2022-2024 年车联网车端市场规模分别为 166.9/432.9/670.1 亿元，由此可得公司 2022-2024 年 MaaS 营收。

营业收入预测及其他关键假设：

预计公司高级别智能驾驶整体解决方案业务 2022-2024 年营收分别达 88.13/284.01/533.35 百万元，同比分别增长达 124.26%/222.25%/87.79%。

随着该业务标杆案例落地，商业化推广有望进一步加速，带来产品规模效应，2022-2024 年毛利率预计分别为 24.70%/26.70%/28.70%。

3) 研发服务及解决方案

汽车软件重要性凸显，预计此块业务保持稳健。我们预计 2022-2024 年该业务收入增长率为 7%、7%、7%，毛利率为 41%、40%、39%。

表 9：公司主营业务盈利预测

	2021	2022E	2023E	2024E
电子产品业务				
收入（百万元）	2498.10	3111.63	4273.32	5657.76
YoY		24.56%	37.33%	32.40%
毛利率	27.55%	28.55%	29.55%	30.55%
研发服务及解决方案业务				
收入（百万元）	707.05	756.54	809.50	866.17
YoY		7.00%	7.00%	7.00%
毛利率	42.01%	41%	40%	39%
高级别智能驾驶整体方案业务				
收入（百万元）	39.30	88.13	284.01	533.35
YoY		124.26%	222.25%	87.79%
毛利率	22.70%	24.70%	26.70%	28.70%

资料来源：浙商证券研究所

表 10：电子产品业务各类别盈利预测

	2022E	2023E	2024E
车身和舒适域电子产品			
收入（百万元）	1267.69	1557.87	1747.73
YoY		22.89%	12.19%
毛利率	28.55%	29.55%	30.55%
智能驾驶电子产品			
收入（百万元）	952.07	1582.76	2575.42
YoY		66.24%	62.72%
毛利率	28.90%	30.40%	30.80%
智能网联电子产品			
收入（百万元）	587.33	753.27	899.95
YoY		28.25%	19.47%
毛利率	20.22%	20.76%	20.94%
其他电子产品			
收入（百万元）	304.53	379.41	434.66
YoY		24.59%	14.56%
毛利率	43.52%	43.46%	48.96%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 11：高级别自动驾驶解决方案盈利预测

①计算 MaaS 市占率				
	2018	2019	2020	2021
公司 MaaS 收入（万元）	400	814.87	3884.52	3930.09
车端市场规模（亿元）			44.60	86.90
市占率			0.87%	0.45%
②假设未来 MaaS 市占率				
	2021	2022E	2023E	2024E
市占率	0.45%	0.53%	0.66%	0.80%
③计算未来公司 MaaS 营收				
	2021	2022E	2023E	2024E
车端市场规模（亿元）	86.9	166.9	432.9	670.1
公司 MaaS 营收	39.30	88.13	284.01	533.35

资料来源：Wind，浙商证券研究所

综合考虑全球供应链、疫情以及汽车智能化新产业进展，并结合公司业务发展节奏，对销售费用率、管理费用率和研发费用率作如下预测：

销售费用率预计 2022-2024 年分别为 5.50%，5.20%，5.10%。

管理费用率预计 2022-2024 年分别为 6.27%，6.07%，6.07%。

研发费用率预计 2022-2024 年分别为 13.98%，13.98%，13.98%。

表 12：费用率预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	7.22%	5.97%	5.50%	5.20%	5.10%
管理费用率	7.29%	6.57%	6.27%	6.07%	6.07%
研发费用率	14.21%	13.98%	13.98%	13.98%	13.98%

资料来源：WIND，浙商证券研究所

5.2. 估值分析

我们选择德赛西威、中科创达、华阳集团作为可比公司，根据一致预期，2022-2024 年 PE 估值的平均值为 48.61、35.46、26.58 倍，2022-2024 年归母净利润 CAGR 的平均值为 35.11%。

公司迎来三大行业格局重塑机遇，ADAS 产品、高级智能驾驶业务等放量。综合考虑到目前短期疫情影响和公司的未来成长性，预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 1.43、2.00、2.67 亿元，2022 年 5 月 27 日股价对应 PE 分别为 68.74、49.25、36.93 倍。首次覆盖，予以“增持”评级。

表 13：可比公司估值

代码	股票名称	EPS			PE			归母净利润 CAGR
		2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022-2024
002900.SZ	德赛西威	2.10	2.90	3.80	57.94	42.04	32.09	34.52%
300496.SZ	中科创达	2.15	2.95	3.93	48.42	35.27	26.50	35.20%
002906.SZ	华阳集团	0.91	1.23	1.69	39.47	29.07	21.15	36.28%
	平均值	1.72	2.36	3.14	48.61	35.46	26.58	35.11%
688326.SH	经纬恒润	1.43	2.00	2.67	68.74	49.25	36.93	36.64%

资料来源：WIND，浙商证券研究所 注：股价为 2022 年 5 月 27 日收盘价，除经纬恒润为本报告盈利预测外，其他公司净利润增速和 PE 均为 Wind 一致预期

6. 风险提示

短期疫情影响超出预期风险。近期上海等地疫情影响，若影响程度超出预期，则会给公司业务增长确定性带来一定影响。

芯片等上游原材料短缺风险。作为公司产品的重要原材料，芯片整体以及结构性不足一方面将会阻碍公司产品销售和产品迭代，另一当面会提升公司成本降低毛利率。

技术迭代及客户拓展不及预期。公司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。客户开拓的周期、成效受到行业环境、客户规划、市场竞争等多重因素的影响，同样存在不确定性。

智能汽车渗透不及预期。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智能汽车生产和消费带来影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E	单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	3367	4024	4780	5895	营业收入	3262	3974	5385	7075
现金	937	892	849	850	营业成本	2255	2749	3714	4849
交易性金融资产	57	72	93	74	营业税金及附加	16	24	30	38
应收账款	804	1339	1524	1916	营业费用	195	219	280	361
其它应收款	18	32	37	48	管理费用	214	249	327	429
预付账款	47	53	75	97	研发费用	456	556	753	989
存货	1360	1549	2100	2799	财务费用	10	(2)	8	13
其他	144	89	102	112	资产减值损失	46	56	75	99
非流动资产	1138	1197	1363	1567	公允价值变动损益	14	14	14	14
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	(8)	(8)	(8)	(8)
长期投资	9	17	13	13	其他经营收益	55	51	49	35
固定资产	328	428	503	593	营业利润	131	181	253	337
无形资产	271	342	364	396	营业外收支	(0)	(0)	(0)	(0)
在建工程	173	162	182	210	利润总额	131	181	253	337
其他	356	248	301	355	所得税	(15)	9	13	17
资产总计	4505	5221	6143	7462	净利润	146	172	240	320
流动负债	2684	3309	3955	4941	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	6	133	247	345	归属母公司净利润	146	172	240	320
应付款项	1130	1395	1892	2454	EBITDA	197	238	326	424
预收账款	0	566	256	448	EPS (最新摊薄)	1.22	1.43	2.00	2.67
其他	1547	1215	1560	1694	主要财务比率				
非流动负债	302	191	227	240		2021	2022E	2023E	2024E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	302	191	227	240	营业收入	31.61%	21.82%	35.49%	31.39%
负债合计	2986	3500	4182	5181	营业利润	152.37%	38.37%	39.49%	33.31%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	98.37%	17.65%	39.56%	33.35%
归属母公司股东权益	1519	1721	1961	2281	获利能力				
负债和股东权益	4505	5221	6143	7462	毛利率	30.88%	30.84%	31.03%	31.47%
					净利率	4.48%	4.33%	4.46%	4.52%
					ROE	10.24%	10.62%	13.04%	15.09%
					ROIC	8.23%	8.71%	10.63%	12.13%
					偿债能力				
					资产负债率	66.28%	67.03%	68.07%	69.43%
					净负债比率	0.85%	3.99%	6.11%	6.88%
					流动比率	1.25	1.22	1.21	1.19
					速动比率	0.75	0.75	0.68	0.63
					营运能力				
					总资产周转率	0.78	0.82	0.95	1.04
					应收帐款周转率	4.71	4.77	4.95	5.27
					应付帐款周转率	2.48	2.39	2.45	2.44
					每股指标(元)				
					每股收益	1.22	1.43	2.00	2.67
					每股经营现金	2.59	0.54	0.57	1.12
					每股净资产	16.88	14.34	16.34	19.01
					估值比率				
					P/E	80.87	68.74	49.25	36.93
					P/B	5.84	6.87	6.03	5.18
					EV/EBITDA	--	46.33	34.19	26.63

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>