

# 中科达 (300496.SZ)

## 智能操作系统领导者

### 买入(首次评级)

当前价格: 125.13 元  
 目标价格: 172.8 元

#### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	426/333
总市值/流通市值(百万元)	53,278/41,693
每股净资产(元)	12.71
资产负债率(%)	26.51
一年内最高/最低(元)	161.32/78.1

#### 一年内股价相对走势



#### 团队成员

分析师 钱劲宇  
 执业证书编号: S0210522050004  
 邮箱: QJY3773@hfzq.com.cn

#### 投资要点:

➤ **中科达具有全球领先的智能操作系统技术。**公司成立于2008年,成立初始公司聚焦智能终端产业,并致力于研发Android/Linux核心技术;2013年起,公司正式开展智能网联汽车业务,并将业务领域从手机扩大到智能车载、无人机、VR、机器人和IP Camera等行业;2020年起,公司深耕智能软件、智能网联汽车、智能物联网业务三大产业链,并持续扩大其市占率。

➤ **智能手机终端和智能网联汽车是公司发展的两大核心产业。**中科达从研发智能手机中间件作为创立的开端。随后与多家芯片公司达成合作,并共同研发出QRD(Qualcomm Reference Design)运用于智能手机OS操作系统。随后公司进军智能网联汽车行业,研发出多种智能网联汽车产品和提供技术解决方案。其中,智能座舱市场潜力巨大,根据ICV Tank预计2022年全球智能化座舱行业规模有望达到461亿美元。

➤ **智能物联网为公司战略业务,未来发展之重。**中科达开创先河提出“一横两纵”的战略方针,通过物联网、人工智能以及云计算等先进技术的融合创新,为客户提供从芯片层、驱动层、操作系统层、算法层到应用层的一站式解决方案。随着全球物联网市场规模的不断扩大,公司智能物联网业务的营业收入飞速增长,业绩未来可期。

➤ **盈利预测:**我们预计公司2022-2024年营业收入复合增速为38.6%,归母净利润复合增速为37.8%。使用相对估值法,2022年可比公司平均PE为73倍。考虑到公司在智能操作系统上的龙头地位,综合给予公司80倍PE,目标价172.8元,首次覆盖给予“买入”评级。

➤ **风险提示:**可能存在下游市场不确定性较高的风险:应收账款发生坏账的风险。

#### 相关报告

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,628	4,127	5,899	8,177	10,992
增长率(%)	44%	57%	43%	39%	34%
净利润(百万元)	443	647	919	1,270	1,693
增长率(%)	87%	46%	42%	38%	33%
EPS(元/股)	1.04	1.52	2.16	2.98	3.98
市盈率(P/E)	120	82	58	42	31
市净率(P/B)	12	10	10	8	7

数据来源:公司公告、华福证券研究所

## 投资要件

### 关键变量

**变量:** 智能终端、智能汽车、智能物联网的各个设备、场景走向“融合智能”的大趋势，公司通过 OS 技术和组织能力在三大领域中融会贯通，渗透率逐步提高，收入迎来高速增长。预计 2022 年智能软件业务营收增速可达 14%；智能网联汽车营收增速可达 48%；智能物联网业务营收增速可达 75%。毛利率保持长期稳定。

### 我们区别于市场的观点

市场认为物联网毛利率低，长尾市场较难做；我们认为，公司通过芯片能较高感知物联网细分领域景气度，通过叠加软件 sku，毛利率会上升。

### 股价上涨的催化因素

智能物联网业务拓展超预期、智能软件和智能网联汽车业务渗透超预期。

### 估值和目标价格

我们预计公司 2022-2024 年营业收入复合增速为 38.6%，归母净利润复合增速为 37.8%。选取德赛西威、四维图新、虹软科技、华阳集团为可比公司，2022 年可比公司平均 PE 为 73 倍。考虑到公司在智能软件、智能座舱软件行业已是龙头，物联网是创新布局的第三增长曲线。三大场景走向逐步融合，逐渐打通。我们预计智能物联网作为第三增长曲线，2022 年该部分营收将达 22 亿元。因此综合给予公司 80 倍 PE，目标价 172.8 元，首次覆盖给予“买入”评级。

### 风险提示

**下游市场不确定性较高的风险:** 智能物联网仍在导入期，存在热点分散的情况，不确定性较大。可能存在客户拓展进度和订单数量不及预期的风险

**应收账款发生坏账的风险:** 应收账款绝对金额及占总资产的相对比重仍然较高，有出现应收账款无法收回的风险。

## 正文目录

一、	中科创达：全球领先的智能操作系统产品和技术提供.....	5
1.1	具备核心技术的软件公司.....	5
1.2	智能操作系统为核心，创新技术发展.....	6
1.3	公司财务表现向好，未来可期.....	8
二、	行业分析.....	9
2.1	公司手机业务增速稳健.....	9
2.2	车是第二增长曲线.....	11
2.3	物联网是未来，千亿市场空间.....	13
三、	盈利预测与估值.....	14
3.1	盈利预测.....	14
3.2	相对估值.....	15
四、	风险提示.....	15

## 图表目录

图表 1: 公司业务版图 .....	5
图表 2: 公司发展历程 .....	5
图表 3: 公司股权结构 .....	6
图表 4: 核心人员从业经历 .....	6
图表 5: 公司产品体系 .....	7
图表 6: 公司分产品营收 (单位: 亿元) .....	7
图表 7: 公司分产品营收增速 (单位: %) .....	7
图表 8: 2019-2022Q1 公司营业收入及增速 .....	8
图表 9: 2019-2022Q1 公司归母净利润及增速 .....	8
图表 10: 2019-2021 按产品分类营收结构 .....	8
图表 11: 2019-2021 按产品分类毛利率 (单位: %) .....	8
图表 12: 2019-2021 公司毛利率和净利率 .....	9
图表 13: 2019-2022Q1 公司期间费用率 (单位: %) .....	9
图表 14: 2019-2021 公司员工教育水平结构 .....	9
图表 15: 2019-2021 公司研发人员数量及占比 .....	9
图表 16: 手机行业产业链 .....	10
图表 17: 2020-24 年中国 5G 手机销量情况及预测 .....	11
图表 18: 2020-24 年全球 5G 手机销量情况及预测 .....	11
图表 19: 2016-2022 年中国智能网联汽车产业规模预测趋势图 .....	11
图表 20: 智能网联汽车产品和解决方案 .....	12
图表 21: 公司合作伙伴 .....	12
图表 22: 2015-2025 年全球物联网设备连接数量及预测情况 (单位: 亿个) .....	13
图表 23: 2015-2025 年中国物联网市场规模及增长趋势 (单位: 十亿元) .....	14
图表 24: 分业务收入预测 .....	15
图表 25: 可比公司估值表 .....	15
图表 26: 财务预测摘要 .....	16

## 一、 中科创达：全球领先的智能操作系统产品和技术提供

### 1.1 具备核心技术的软件公司

致力于研究开发操作系统技术，其研发技术全球领先。公司深耕智能终端、智能物联网、智能网联汽车三大板块。根据公司 2021 年年报披露，在公司的业务版图中，智能软件、智能物联网和智能汽车分别占别 39.5%、30.8%和 29.7%。

图表 1：公司业务版图



数据来源：公司官网，21 年报，华福证券研究所

**智能终端为第一发展阶段。**自 2008 年创立以来，公司致力于研发 Android/Linux 核心技术并凭借智能手机的良好发展趋势以及对操作系统核心技术的深钻及积累，在 2012 年以后进入快速发展阶段。

**智能网联汽车为第二发展阶段。**公司自 2013 年正式进入智能汽车业务领域，并于 2015 年成功登陆创业板同时为实施 2.0 转型升级奠定基础。公司主营业务领域从智能手机扩大到智能车载，无人机，VR，机器人和 IP Camera 为主的智能硬件。

**智能物联网为第三发展阶段。**2021 年公司继续以物联网操作系统为核心，以 SoM 产品、智能视觉、智能语言、FOTA 等技术为切入点，融合 AI、5G、云等技术，强化公司产品及智能平台技术，其核心技术在市场中竞争优势显著。

图表 2：公司发展历程

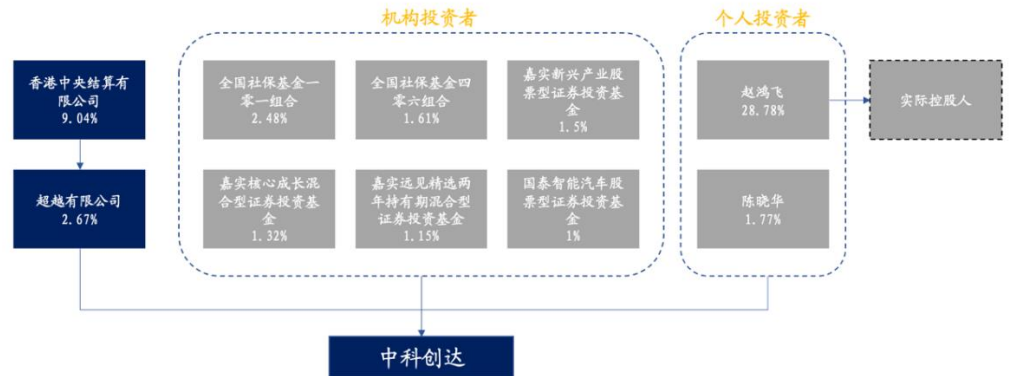


数据来源：公司官网，华福证券研究所

**股权结构稳定，激励计划调动员工积极性。**公司控股股东及实际控制人为赵鸿飞，持

有公司 28.78% 的股份。公司于 2021 年实施限制性股票激励计划，此次股权激励拟授予限制性股票不超过 203.38 万股（占总股本 0.48%），激励对象共计 240 人，涵盖高管、中层、核心技术人员。

图表 3：公司股权结构



数据来源：wind，华福证券研究所

**核心团队稳定，从业经验丰富。**公司核心团队均为行业老将，从业经验丰富，能更好的把握行业动向与产品迭代更新。

图表 4：核心人员从业经历

姓名	学历	职位	从业经历
赵鸿飞	北京理工大学硕士	董事长	2006 年 9 月-2008 年 2 月，担任北京北大青鸟商用信息系统有限公司海外事业部副总经理；2008 年 3 月至今，担任中科创达董事长、总经理。
邹鹏程	清华大学本科	副董事长，董事	2012 年 9 月-2022 年 3 月任公司副总经理，2008 年 12 月-2011 年 9 月历任本公司产品市场部总监，战略产品部总监，2011 年 9 月-2012 年 9 月任公司高级副总裁
康一	美国伊利诺伊大学香槟分校理学博士	董事	自 2020 年 1 月至今于公司任职
王焕欣	吉林财经大学本科	董事	自 2018 年 11 月至今于公司任职

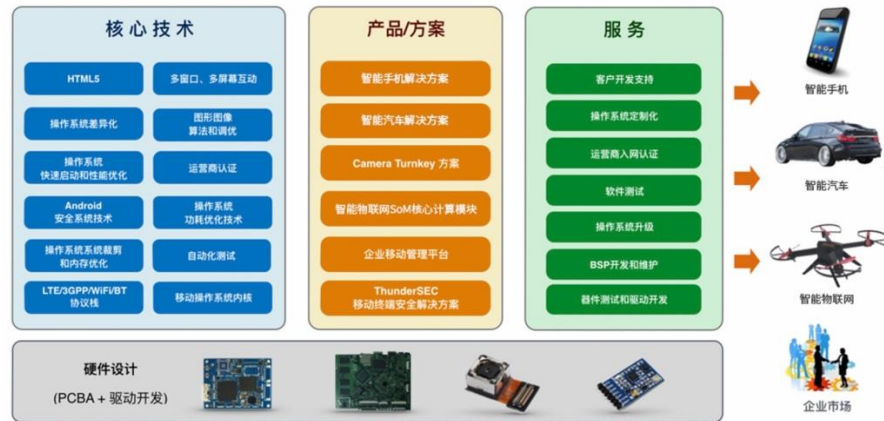
数据来源：公司年报，华福证券研究所

## 1.2 智能操作系统为核心，创新技术发展

公司深耕智能软件业务、智能网联汽车业务、智能物联网业务三大产业链。公司坚持“技术为本，生态为王，坚定全球化”的战略核心，以智能操作系统技术为核心，不断在智能软件业务、智能网联汽车业务和智能物联网三大领域进行技术革新。公司为产业界提供“IP+服务+解决方案”的一体式的软件产品及解决方案。其中，智能软件业务系统支持范围广泛，如 Android、Linux、鸿蒙、Windows 等。同时伴随着 5G 技术的发展，对公司智能软件业务的革新开辟新的局面。在智能网联汽车业务中，公司基于 SOA 架构的融合座舱平台，研制出智能泊车的 AVM（全景环视系统）、APA

(自动泊车系统)界面以及3D图形渲染技术,为客户打造出沉浸式泊车画面。自动驾驶创新技术支持从AVM、APA、RPA、HPA到AVP的全链产品、技术及解决方案。公司还自研了SOA智能软件平台,促进汽车行业的发展。公司在智能物联网领域中,构建以IoTOS为核心的端(终端),边(边缘计算),云(云服务)分布式OS的一体化及解决方案。

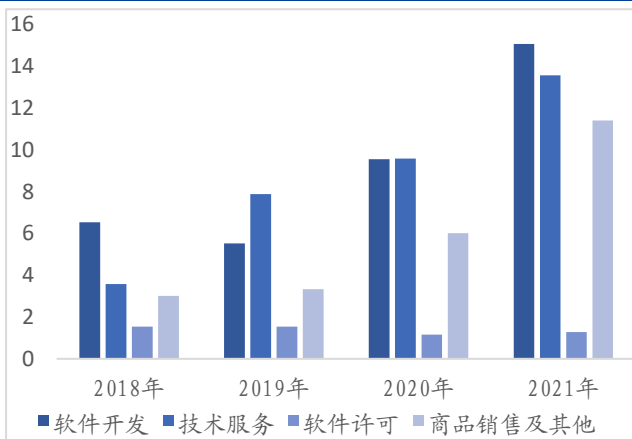
图表 5: 公司产品体系



数据来源: 公司官网, 华福证券研究所

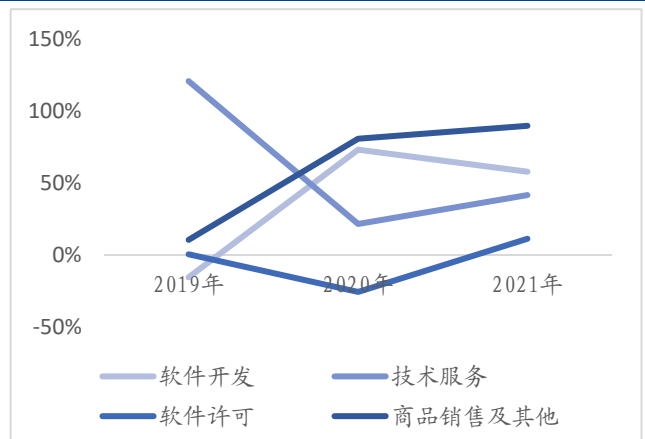
公司各项收入显著增加。分行业看,2021年公司智能软件收入16.3亿元,增速40%。智能网联汽车收入12.2亿元,增速59%。智能物联网收入12.7亿元,增速83%。分产品看,2021年公司软件开发提供了15.1亿元的收入,增速为57.7%;技术服务提供了13.5亿元的收入,增速为41.5%;软件许可提供了1.3亿元的收入,增速为11.3%;商品销售及其他提供了11.4亿元的收入,增速为89.5%。软件开发是公司21年的主要收入来源。各项产品业务营收逐年高速增长,公司产品业务逐年扩大规模。

图表 6: 公司分产品营收 (单位: 亿元)



数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

图表 7: 公司分产品营收增速 (单位: %)

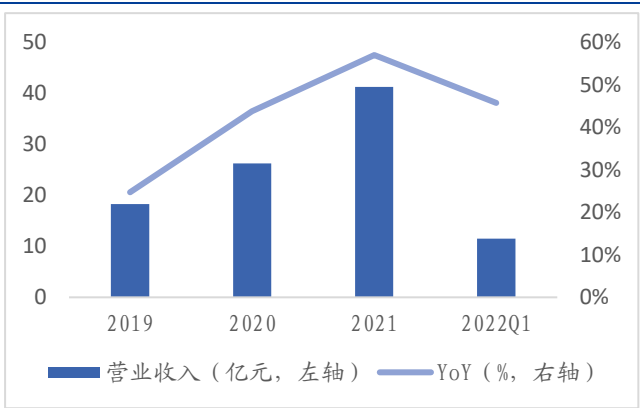


数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

### 1.3 公司财务表现向好，未来可期

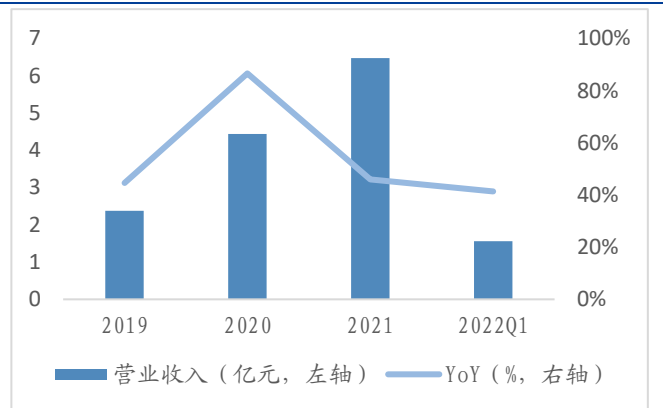
**公司营业收入高速增长，归母净利润稳步提升。**近年来，公司营业收入稳步增长，2020/2021年的营业收入分别为26.3/41.3亿元，同比增长43.9%/57.0%。2022年第一季度较上年同期增长45.81%。利润端看，2020/2021年，公司实现归母净利润4.4/6.5亿元，同比增长86.6%/46.0%。2021年，公司加大研发投入以及建设新型组织体系，加大投入管理费用，造成公司净利润增速下降。但随着公司研发和管理过程的推进，研发和管理成果将逐步兑现，公司未来业绩可期。

图表 8：2019-2022Q1 公司营业收入及增速



数据来源：Wind，华福证券研究所

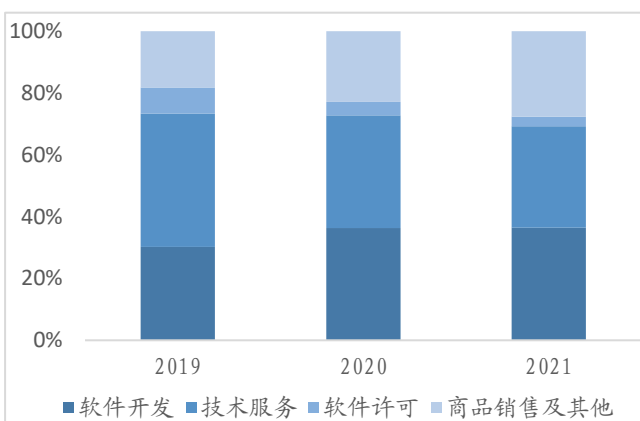
图表 9：2019-2022Q1 公司归母净利润及增速



数据来源：Wind，华福证券研究所

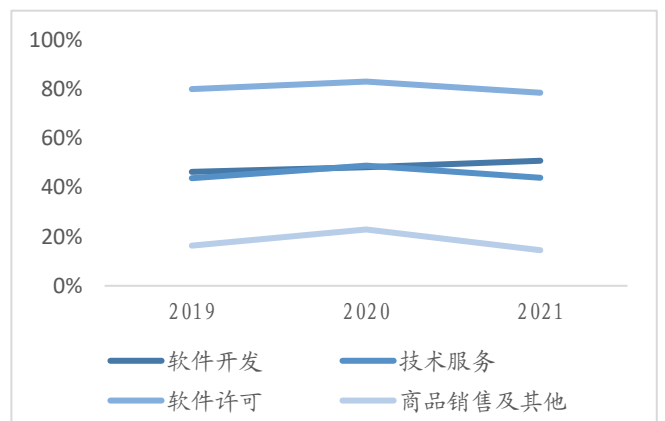
**软件开发和技术服务为公司的两大核心业务。**2019-2021年，软件开发和商品销售的占比逐渐增加，反映了公司在新行业新赛道中逐步拓展。公司2021年软件开发、技术服务、软件许可和商品销售的毛利率分别为50.9%/43.9%/78.6%/14.5%。其中软件许可的毛利率较高，因其复用率高。2019-2021年公司产品毛利率总体来看走势相对稳定。随着公司在新行业中的深耕，毛利率有望稳中求提升。

图表 10：2019-2021 按产品分类营收结构



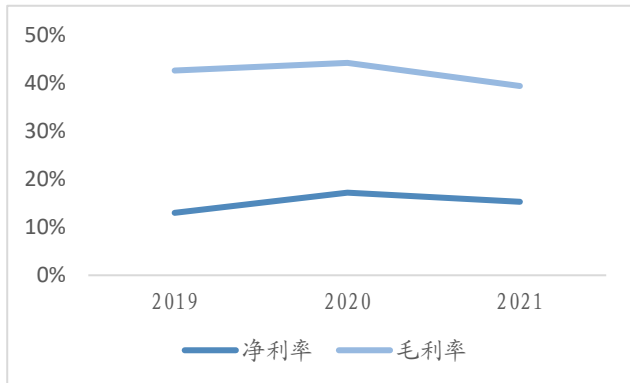
数据来源：公司年报，华福证券研究所

图表 11：2019-2021 按产品分类毛利率 (单位：%)

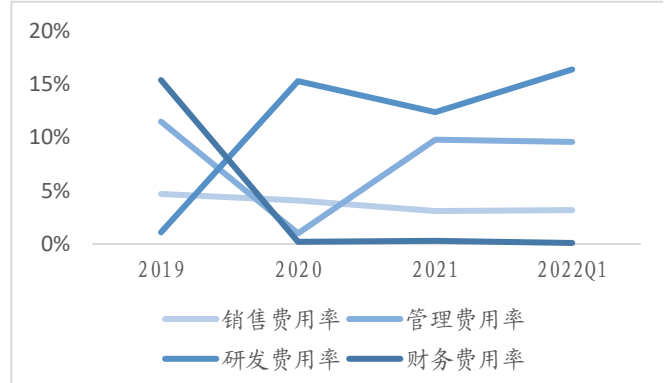


数据来源：公司年报，华福证券研究所

毛利率走势较为平缓，公司研发费用率飞速增长。2019-2021年，公司毛利率分别为42.6%/44.2%/39.4%；公司净利率分别为13.0%/17.2%/15.3%。短期内，公司研发费用上涨是净利润下降的部分原因，但随着公司在研发中加大投入，未来业绩可期。公司近年来销售费用稳定，研发费用快速增长，公司注重产品的研发迭代，未来业绩可期。

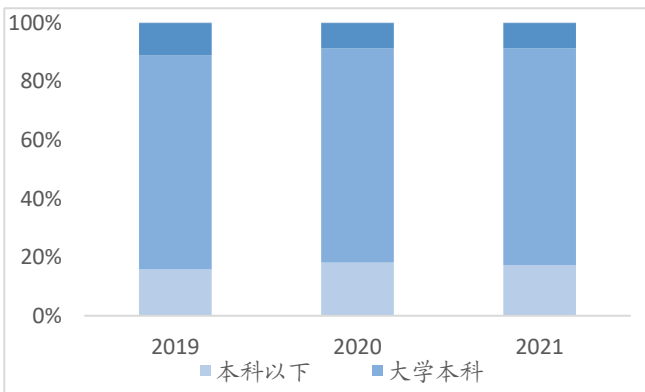
**图表 12：2019-2021 公司毛利率和净利率**


数据来源：公司年报，华福证券研究所

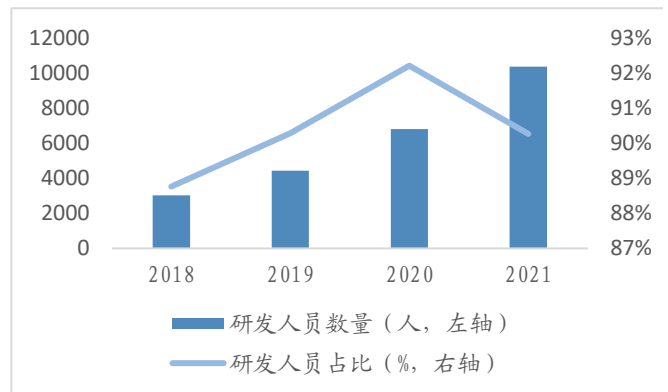
**图表 13：2019-2022Q1 公司期间费用率(单位：%)**


数据来源：公司年报，华福证券研究所

注重人才培养，公司研发人员比重大。2019年至今，公司员工总数增长飞快，公司规模不断扩大。高学历人才占公司员工总数比重较大，其中本科以上稳定在80%以上。同时，公司推出限制性股票激励计划，推动人才与企业共同成长。从员工结构来看，公司近年来研发人员数量不断增长，2020/2021年研发人员数量分别为6800/10350人，占员工比例分别为92.2%/90.3%。研发人员比重大，公司注重产品更新迭代与人才培养，为产品更新迭代打下坚实人才基础。

**图表 14：2019-2021 公司员工教育水平结构**


数据来源：公司年报，华福证券研究所

**图表 15：2019-2021 公司研发人员数量及占比**


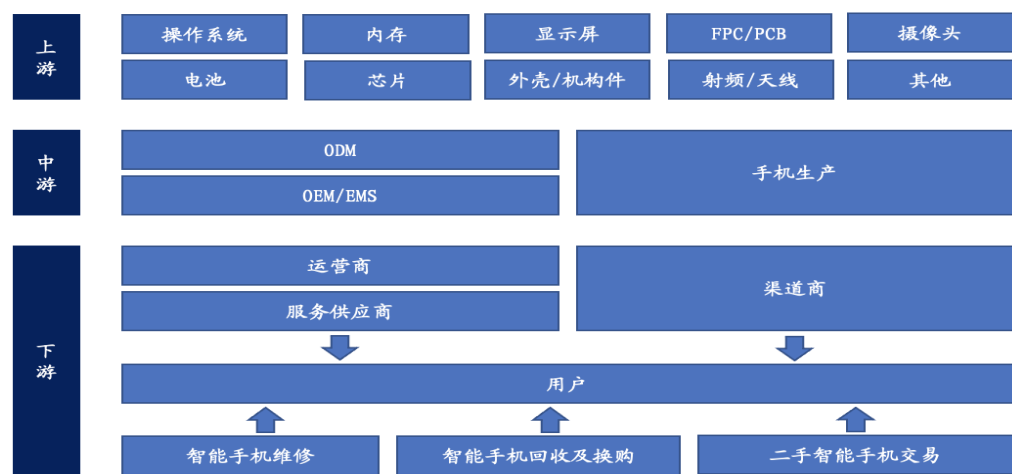
数据来源：公司年报，华福证券研究所

## 二、 行业分析

### 2.1 公司手机业务增速稳健

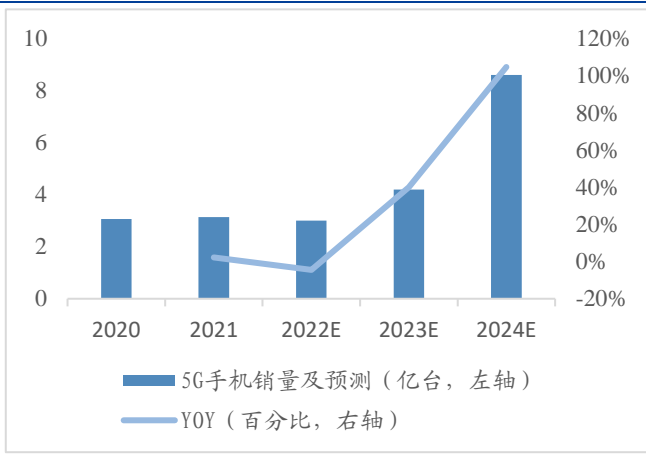
**领先的智能手机终端企业技术供应商，链接产业链上下游。**公司从研发智能手机操作系统中间件作为公司创立的开端，始终贯通以操作系统及中间技术为核心。凭借着 2008 年到 2013 年智能手机飞速发展的时代，公司不断革新系统技术，为终端厂商提供技术升级服务及解决方案，不断提高公司在手机业务领域内的龙头地位。自公司创建以来，与多家芯片公司达成合作。例如，与高达联合开发 QRD（Qualcomm Reference Design）运用于手机 OS 智能操作系统。如今，公司已发展成为 QRD 产品的全球供应商。同时，公司全球化进展顺利，率先打入以日本为代表的海外市场。公司凭借出色的专业研发技术，获得索尼、夏普、三星、华为、TCL 等多家知名企业的信赖与支持。手机行业产业链分为上、中、下游，其中上游包括显示屏、芯片等硬件设施；中游包括 ODM、OEM/EMS 等手机生产制造商；下游包括运营商、渠道商、客户等。

**图表 16：手机行业产业链**

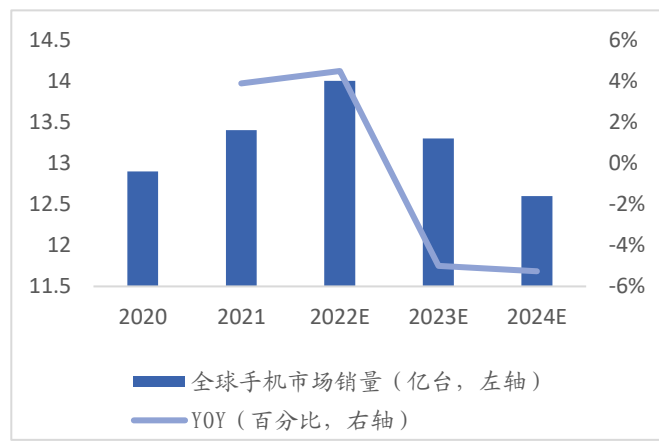


数据来源：前瞻产业研究院，华福证券研究所

**“芯片+全栈”，公司智能化版图不断拓展。**从智能手机延展的商业场景也在快速发展。比如手机和物联网、和智能汽车的互联互通等。由于公司在物联网、智能汽车领域都有布局，从而形成了很好的业务协同。智能手机从单纯的手机通讯功能，扩展到连通用户多样需求，多样场景和交互的功能，进而再延伸到智能场景的多样化体验中。随着手机行业的快速发展，前瞻产业研究院与国际电子商情预测中国智能手机市场销量在 2024 年达到 8.6 亿台，全球智能手机销量可达 12.6 亿台。

**图表 17：2020-24 年中国 5G 手机销量情况及预测**


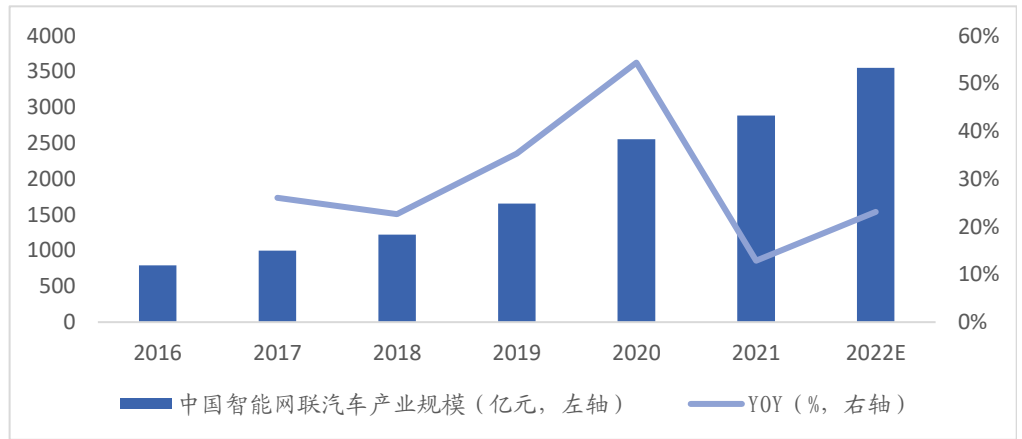
数据来源：国际电子商情，华福证券研究所

**图表 18：2020-24 年全球 5G 手机销量情况及预测**


数据来源：前瞻产业研究院，华福证券研究所

## 2.2 车是第二增长曲线

智能座舱市场潜力巨大，预计未来破千亿。随着智能化技术的提升，人们对汽车的定义不仅仅是交通工具，更是日常生活的第三空间。ICV Tank 预计到 2022 年，全球智能化座舱行业规模有望达到 461 亿美元，中国智能化座舱行业规模有望达到 1030 亿元，发展潜力巨大。

**图表 19：2016-2022 年中国智能网联汽车产业规模预测趋势图**


数据来源：中商产业研究院，华福证券研究所

智能座舱作为汽车的大脑，公司已全面布局。公司在智能座舱方面，打造了基于 SOA 架构的融合座舱平台，实现全新四屏方案。基于一站式智能座舱 HMI 工具链 Kanzi One 打造的融合智能泊车的 AVM（全景环视系统）、APA（自动泊车系统）界面，领跑全球的 3D 图形渲染技术。公司智能网联汽车产品丰富，例如 E-Cockpit 智能互联驾驶舱、KANZI—智能网联汽车 HMI 专业设计工具、DMS 安全驾驶方案等。同时，公司对于智能网联汽车设计出四种方案，包括车用芯片应用客户支持方案、车辆总线解决方案、信息娱乐系统安全解决方案和智能网联汽车 FOTA 解决方案。

**图表 20：智能网联汽车产品和解决方案**

<b>产品</b>	<b>E-Cockpit 智能互联驾驶舱4.5</b>	一芯多屏多系统，支持最新SoC/集成Kanzi最新技术/多屏互动互联/车内外视觉AI
	<b>KANZI—智能网联汽车HMI专业设计工具</b>	加快入市，推动创新/降低成本，提高生产力/可扩展，易集成/提升各大汽车品牌实力
	<b>KANZI Hybrid智能混合仪表</b>	2D/2.5D高级图形动效/同一UI素材同时应用于全液晶+混合仪表车型/丰富可扩展的标准化接口/快速高效的实现产品落地/通过系统调优降低硬件成本
	<b>TSRunner 自动化测试台架</b>	应用在基于安卓车载信息娱乐系统测试的自动化工具/增加测试覆盖类型，提高测试效率
	<b>DMS安全驾驶方案</b>	疲劳驾驶报警/长时间不目视前方报警/接打电话、抽烟、喝水报警/驾驶员不在驾驶位报警/设备遮挡报警
	<b>Surround View车载全景环视</b>	地面平整度估算/自适应拼接/图像映射修正/亮度、色彩均衡/算法自适应芯片算力/CPU、GPU功耗低
	<b>MRVS电子后视镜</b>	车载电子后视镜：高清、高帧率、宽动态、全天候的摄像头图像实时处理解决方案
	<b>信息娱乐系统软件平台</b>	Android 信息娱乐系统平台
	<b>Linux信息娱乐系统平台</b>	支持QML语言设计UI/内置安全引擎，支持系统安全启动/完善的Audio通路设计/内置audio DSP，支持双mic beam forming
	<b>Automotive Development Platform</b>	Thundercomm ADP Cool/Qualcomm ADP Air
<b>解决方案</b>	<b>车用芯片应用客户支持方案</b>	为客户解决高通车载芯片平台的软、硬件开发项目中遇到的问题
	<b>车辆总线解决方案</b>	AUTOSAR架构的CAN bus stack基于FIFO buffer的高速Driver/根据客户需求定制标准组件/满足国标规范
	<b>信息娱乐系统安全解决方案</b>	数据安全/升级安全/连接安全/固件保护/Trust Zone/Intellectual Property保护
	<b>智能网联汽车FOTA解决方案</b>	支持汽车以及各种智能物联网终端/标准效率安全

数据来源：公司官网，华福证券研究所

公司智能网联汽车板块合作伙伴众多，目前全球采用中科创达智能驾驶舱产品和解决方案的公司超过 100 家。下游市场方面，公司的大客户体量都在增加，头部客户的市场份额不断增长。整个智能汽车发展趋势，随着时间的推移，汽车客户的集中度会越来越高，市场也在不断向头部厂商集中。大客户在中科创达营收中的快速增长，也意味着公司在汽车产业网中占据更为有利的位置。

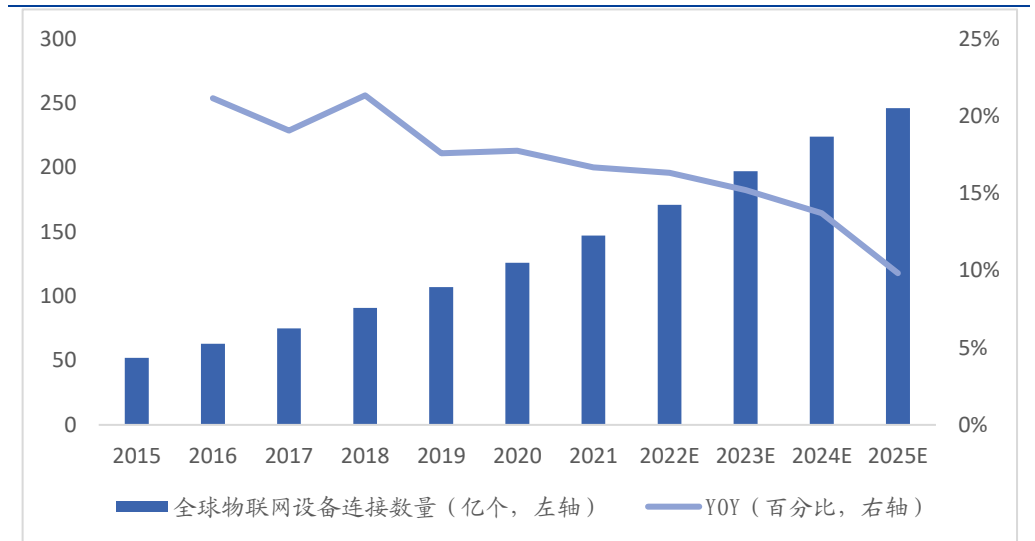
**图表 21：公司合作伙伴**


数据来源：公司官网，华福证券研究所

### 2.3 物联网是未来，千亿市场空间

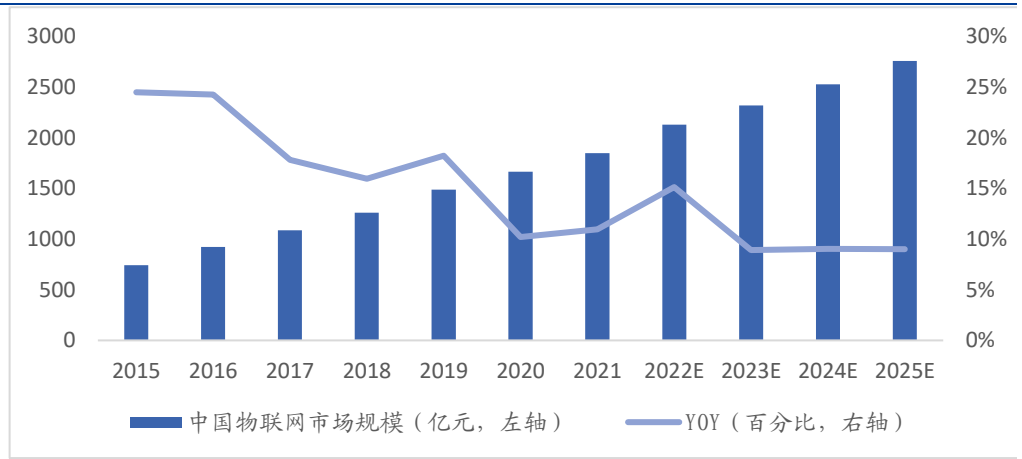
**物联网领域发展空间巨大，未来市场规模持续增长。**公司在智能物联网领域，通过物联网、人工智能以及云计算等先进技术的融合创新，为客户提供从芯片层、驱动层、操作系统层、算法层到应用层的一站式解决方案。公司物联网核心产品有 SoM 核心计算板块中的无人机、智能相机、VR 虚拟现实以及机器人；同时，公司还推出面向智能硬件产品的开放平台：TurboX 智能大脑平台。在物联网业务中，公司开创先河提出一横两纵战略：一横代表物联网 OS，等同于物联网整体的基础设施；两个纵轴为：智能硬件/智能模组，其中包含公司的软件和相关计算模块；智能行业，包括边缘计算和垂直行业方案。横轴和纵轴的垂直搭配，构建出多维度 and 多样化的产品矩阵和产品布局。随着物联网市场规模的扩大，全球物联网设备连接数量也在稳步增长。

**图表 22：2015-2025 年全球物联网设备连接数量及预测情况（单位：亿个）**



数据来源：前瞻产业研究院，华福证券研究所

**从终端走向端-边-云一体，为全球客户提供从模组到整机的智能产品和解决方案。**公司为提升智能终端设备的本地实时环境感知、人机交互和决策控制方面的能力，加速智能产品从原型到量产的过程，构建以 IoTOS 为核心的端(终端)，边(边缘计算)，云(云服务)分布式 OS 的一体化和全场景解决方案。近年来，国家多项政策支持大力发展物联网行业，积极推动信息技术产品的研发与创新。诸如《“十四五”软件和信息技术服务业发展规划》、《中国通信院物联网白皮书(2020年)》等为物联网产业的发展提供政策支持及路径指导。大力推进物联网的广泛应用，物联网在未来的发展不可小觑。华经产业研究院预计未来2025年中国物联网市场规模将达到27582亿元。

**图表 23：2015-2025 年中国物联网市场规模及增长趋势（单位：十亿元）**


数据来源：华经产业研究院，华福证券研究所

### 三、 盈利预测与估值

#### 3.1 盈利预测

公司以智能软件、智能网联汽车、智能物联网做业务发展的三驾马车，在三个赛道深耕细作。以平台技术为壁垒，整合行业生态，未来有望在“万物互联+人工智能+5G”以及“软件定义汽车”的趋势下，形成 3 大增长曲线，迎来高速增长。

**智能软件业务：**智能手机行业呈现集中度增高的趋势。智能终端的迭代仍在产生对智能软件业务的需求。随着 5G 智能手机渗透率的提升，我们预计公司 2022-2024 智能软件业务收入增速将保持平稳上升，分别为 14%/12%/9%。

**智能网联汽车业务：**随着“软件定义汽车”的趋势，智能汽车的架构走向集中，软件迭代升级需求大大增加。公司作为智能座舱操作系统的头部公司，形成了完整的智能驾驶舱生态平台。所以预计公司的智能网联产品将保持快速增长。我们预计公司 2022-2024 智能网联汽车业务收入增速分别为 48.2%/37.2%/30.1%。

**智能物联网业务：**通过提供端-边-云一体的全场景解决方案，公司在智能物联网方向已打下云端业务爆发增长的基础。随着各个细分赛道行业高速增长的趋势，和与头部客户深度连结的合作关系，公司有望迎来智能物联网业务的高速增长期。我们预计公司 2022-2024 智能物联网业务收入增速分别为 75%/62%/52.1%。

**费用端**由于公司还需要对产品的迭代创新进行研发人员和销售人员的储备，业务需要进行进一步的扩张。因此，我们预计公司研发费用增速在 2022-2024 年，分别为 39%/39%/32%；销售费用增速分别为 47%/34%/21%，增速逐渐放缓。

**图表 24：分业务收入预测**

单位百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
智能软件	收入	1630.9	1859.2	2082.3	2269.7
	YoY	40%	14%	12%	9%
智能网联汽车	收入	1224.0	1814.0	2488.8	3237.9
	YoY	59%	48%	37%	30%
智能物联网	收入	1271.8	2225.7	3605.6	5484.0
	YoY	83%	75%	62%	52%
合计	收入	4127	5899	8177	10992
	YoY	57%	43%	39%	34%

数据来源：公司年报，华福证券研究所整理

### 3.2 相对估值

我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 59.0/81.8/109.9 亿元。归母净利润分别为 9.2/12.7/16.9 亿元，同比增长 42%/38.1%/33.3%。我们选取德赛西威、四维图新、虹软科技、华阳集团为可比公司，2022 年平均 PE 为 73 倍。考虑到公司在智能软件、智能座舱软件行业已是龙头，物联网是创新布局的第三增长曲线。三大场景走向逐步融合，逐渐打通。综合给予公司 80 倍 PE，目标价 172.8 元，首次覆盖给予“买入”评级。

**图表 25：可比公司估值表**

证券代码	证券简称	股价	市值 (亿元)	净利润 (亿元)				PE (倍)			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
002920	德赛西威	162.5	902.0	8.3	12.1	17.0	22.7	108.3	74.7	53.1	39.8
002405	四维图新	13.5	321.4	1.2	3.3	5.7	8.6	262.5	96.4	56.7	37.4
688088	虹软科技	28.5	115.7	1.4	1.7	2.4	3.4	82.2	68.5	47.9	33.7
2906	华阳集团	48.4	230.4	3.0	4.3	5.9	8.0	77.0	53.9	38.8	28.8
平均值								132.5	73.4	49.1	34.9

数据来源：wind，华福证券研究所

注：股价为 2022/8/29 收盘价，可比公司使用 Wind 一致预期

### 四、风险提示

**下游市场不确定性较高的风险：**智能物联网仍在导入期，存在热点分散的情况，不确定性较大。可能存在客户拓展进度和订单数量不及预期的风险

**应收账款发生坏账的风险：**应收账款绝对金额及占总资产的相对比重仍然较高，有出现应收账款无法收回的风险。



## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区滨江大道 5129 号陆家嘴滨江中心 N1 幢

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn