

Q2业绩实现高增，域控制器落地加速

投资要点

- **事件:** 公司发布2022年半年度业绩报告, 实现营业收入16.7亿元, 同比增长21.2%; 实现归母净利润1.0亿元, 同比增长266.3%; 实现扣非归母净利润3472.9万元, 同比增长60.9%。单Q2来看, 实现营业收入9.6亿元, 同比增长48.1%; 实现归母净利润1.3亿元, 同比和环比均扭亏为盈。
- **电子产品业务营收韧性足, 研发服务及解决方案业绩亮眼。** 2022H1公司电子产品/研发服务及解决方案/高级别智能驾驶整体解决方案分别实现营收12.9亿元/3.7亿元/51.9万元, 分别占总营收比为77.5%/22.3%/0.03%。2022H1电子产品/研发服务及解决方案分别同比增长4.2%/190.5%, 电子产品业务受整车市场销量下降、疫情、芯片短缺等因素影响, 收入规模与去年同期基本持平; 研发服务及解决方案业务涉及的相关项目验收数量有所增加, 上半年实现高速增长。
- **费用端稳中有降, 盈利能力持续向好。** 1) **费用端来看,** 2022H1, 公司销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为5.6%(-1.14pp)、8.0%(0.63pp)、-2.3%(-2.79pp), 财务费用率大幅下降主要系汇率变动导致的汇兑损益变动和IPO募集资金利息收入变动的影响。整体来看, 期间费用率同比下降3.30pp至11.2%, 费用端表现稳中有降。2) **利润端来看,** 整体盈利能力持续向好。公司上半年实现毛利率29.3%, 同比下降1.68pp; 二季度毛利率同比和环比均实现大幅增长, 主要系芯片补差和高毛利产品增速提升。上半年公司实现归母净利润1.0亿元, 同比增长266.3%, 主要系营业收入增加毛利上升、投资的上下游产业链企业新一轮融资估值变化导致。
- **汽车电子新品落地进程加速, 获多家车企定点订单。** 1) **智能驾驶:** 面向L2.5及以下的第二代行泊一体域控制器ADCU II将在合众等汽车品牌实现量产; 并且公司积极研发基于国产或国外更高算力芯片方案的新一代智能驾驶域控产品, 雷达产品和组合导航模块等陆续实现量产交付。2) **智能网联:** 启动针对R16和R17标准技术升级预研, 预计2024年发布T-BOX 4.0产品; 千兆以太网网关产品平台目前正处于装车试制阶段。3) **智能座舱:** 公司新成立智能座舱事业部, AR HUD现已获得吉利等客户定点, 预计明年实现量产。4) **车身和舒适域:** 软件采用AUTOSAR Classic架构, 产品现已获得广汽等客户定点, 预计将于明年陆续量产; 5) **底盘控制:** 新一代产品Powerpack已进入部分客户的供应链体系。底盘域控制器已在蔚来实现量产并陆续获得其他客户定点。6) **新能源和动力系统:** 获得STELLANTIS定点的VCU II覆盖十余款车型, 成功实现海外市场的开拓, 同时在下一代混动业务中取得突破并已获得项目定点合同。汽车电子产品持续迭代, 新客户和新市场拓展顺利, 长期确定性和成长性均值得期待。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2022-2024年EPS分别为1.94元、2.90元、3.81元, 归母净利润复合增速达到46.2%。公司平台化和全栈产品业务布局在国内具有稀缺性, 产品和其他可比公司相比具有较大优势; 并且新产品和定点和新订单签订进度较好, 业绩释放具有一定确定性。2022-2024年对应动态PE分别为110倍、74倍、56倍, 首次覆盖, 给予“持有”评级。
- **风险提示:** 上游芯片价格波动; 汽车智能化进展不及预期; 下游需求不及预期; 行业竞争加剧; 疫情反复等风险。

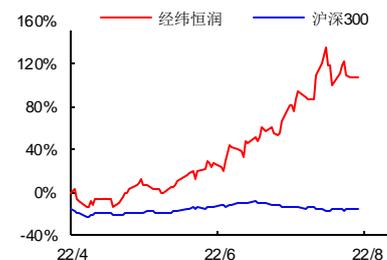
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3262.36	4327.22	5670.81	7308.08
增长率	31.61%	32.64%	31.05%	28.87%
归属母公司净利润(百万元)	146.19	233.00	347.69	456.66
增长率	98.37%	59.38%	49.22%	31.34%
每股收益EPS(元)	1.22	1.94	2.90	3.81
净资产收益率ROE	9.62%	4.45%	6.22%	7.56%
PE	175	110	74	56
PB	16.87	4.89	4.59	4.24

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王湘杰
执业证号: S1250521120002
电话: 0755-26671517
邮箱: wxj@swsc.com.cn
联系人: 邓文鑫
电话: 15123996370
邮箱: dwx@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

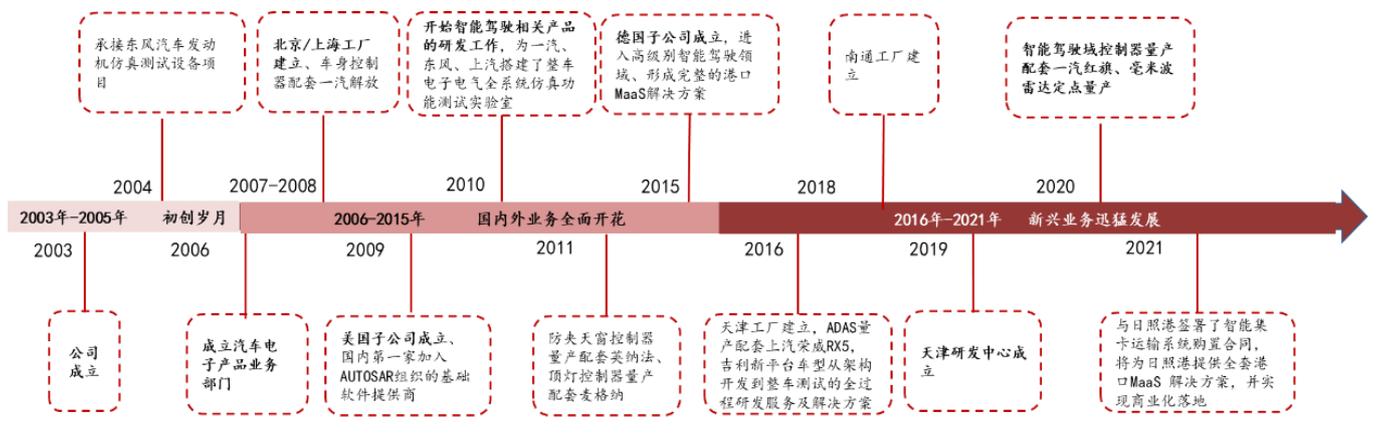
总股本(亿股)	1.20
流通A股(亿股)	0.23
52周内股价区间(元)	80.50-251.00
总市值(亿元)	261.34
总资产(亿元)	82.65
每股净资产(元)	42.82

相关研究

1 汽车电子全栈全域平台化企业，积极探索高级别智能驾驶

经纬恒润成立于 2003 年，专注于为汽车、无人运输等领域客户提供电子产品、研发服务和高级别智能驾驶整体解决方案。公司起步于电子系统研发服务及解决方案业务，多年来积极拓展，坚持平台化发展战略，逐步步入高级别智能驾驶业务领域，探索出 MaaS（出行即服务）的商业化解决方案，确定国内汽车电子领域的领先地位。通过多年业务积累，公司汽车领域核心客户群包括一汽集团、中国中汽、上汽集团、广汽集团、纳威斯达等国内外整车制造商以及英纳法、安通林、博格华纳等国际知名汽车一级供应商；同时获得了中国商飞、中国中车等高端装备领域客户和日照港等无人运输领域客户。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，西南证券整理

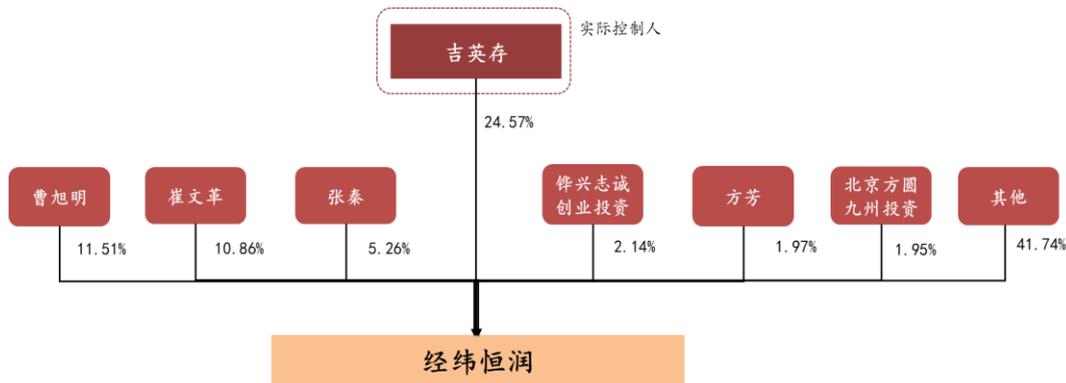
图 2：公司国内外主要客户



资料来源：招股说明书，西南证券整理

股权结构清晰稳定，核心管理团队兼具技术背景。公司实际控制人兼董事长为吉英存先生，持有公司 24.57% 的股份，通过特别表决权制度合计控制公司 44.34% 的表决权。吉英存曾任职于航天 5 院 501 所、北京实索科技公司，具备 20 余年电子系统领域的行业经验。第二三大股东曹旭明和崔文革分别持 11.51% 和 10.86% 的股份，分别担任公司董事、监事会主席，二人均具有丰富航空航天背景，管理层强大的技术背景将带领公司技术实现持续突破。

图 3：公司主要股东持股比例（截至 2022 年 6 月 30 日）



资料来源：Wind，西南证券整理

七大员工持股平台绑定核心研发和技术员工利益。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% 的股权。除作为控股股东、实际控制人吉英存外，共有 143 名员工参与员工持股计划，其中研发和技术人员占比超 70%，员工持股平台有效绑定核心研发和技术人员，保证产品迭代的持续性和经营状况的稳定性。

表 1：七大员工持股平台人员分布情况

序号	专业类别	人数	比例
1	研发人员	83	58.04%
2	管理和职能人员	30	20.98%
3	技术人员	18	12.59%
4	销售人员	12	8.39%
	总计	143	100%

数据来源：资料来源：公司公告，西南证券整理

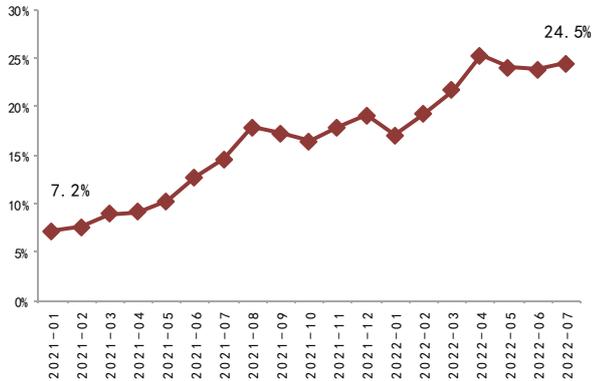
汽车智能化和网联化政策频发，驱动行业高景气发展。政策围绕战略规划和标准制定展开，全方位推动智能网联汽车稳定高速发展。1) 战略规划：2020 年 2 月，发改委、科技部、工业和信息化部等 11 个部门联合发布《智能汽车创新发展战略》，提出到 2025 年，实现有条件自动驾驶的智能汽车达到规模化生产，实现高度自动驾驶的智能汽车在特定环境下市场化应用；2) 标准制定：2020 年 4 月工业和信息化部发布《2020 年智能网联汽车标准化工作要点》，提出完成智能网联汽车标准体系阶段性建设目标，推进智能网联汽车产品管理和应用示范标准研制，加快推进智能网联汽车各类关键标准出台，深化智能网联汽车国际标准法规交流与合作。

表 2：2015 年以来我国智能网联汽车相关政策

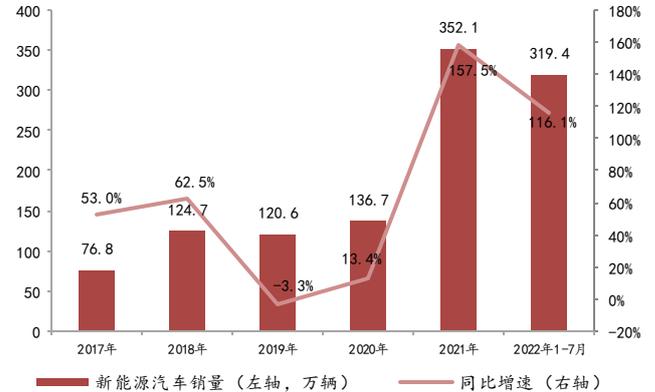
时间	部门	政策	主要内容
2015 年 5 月	国务院	《中国制造 2025》	加快汽车等行业生产设备的 智能化改造 , 统筹布局 and 推动智能交通工具等产品研发和产业化
2017 年 4 月	发改委、科技部、工业和信息化部联合发布	《汽车产业中长期发展规划》	加大技术研发支持, 协调制定相关标准法规, 推动宽带网络基础设施建设和多产业共建 智能网联汽车大数据交互平台 , 加快网络信息安全和车辆行驶安全保障体系建设
2017 年 12 月	工业和信息化部、国家标准化管理委员会联合发布	《国家车联网产业标准体系建设指南（智能网联汽车）》	确立我国发展智能网联汽车将“ 以汽车为重点和以智能化为主、兼顾网联化 ”的总体思路, 建立智能网联汽车标准体系, 并逐步形成统一、协调的体系架构
2018 年 12 月	工业和信息化部、公安部、交通运输部联合发布	《智能网联汽车自动驾驶功能测试规程（试行）》	提出 突破关键技术 , 推动产业化发展; 完善标准体系, 推动测试验证与示范应用; 合作共建, 推动 完善车联网产业基础设施 ; 发展综合应用, 推动提升市场渗透率; 技管结合, 推动完善安全保障体系
2019 年 9 月	中共中央、国务院	《交通强国建设纲要》	提出加强智能网联汽车（智能汽车、自动驾驶、车路协同）研发, 形成自主可控完整的产业链
2020 年 2 月	发改委、科技部、工业和信息化部等 11 个部门联合发布	《智能汽车创新发展战略》	到 2025 年, 实现有条件自动驾驶的智能汽车达到规模化生产, 实现高度自动驾驶的智能汽车在特定环境下市场化应用
2020 年 4 月	工业和信息化部	《2020 年智能网联汽车标准化工作要点》	完成智能网联汽车标准体系阶段性建设目标, 推进智能网联汽车产品管理和应用示范标准研制, 加快推进智能网联汽车各类关键标准出台
2020 年 11 月	国务院	《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》	2025 年, 新能源汽车新车销量占比将达到 20%, 高度自动驾驶汽车实现限定区域和特定场景商业化应用
2021 年 2 月	中共中央、国务院	《国家综合立体交通网规划纲要》	加强智能化载运工具和关键专用设备研发, 推进智能网联汽车（智能汽车、自动驾驶、车路协同）、智能化通用航空器应用
2021 年 8 月	交通运输部等	《关于科技创新驱动加快建设交通强国的意见》	开发新一代智能交通系统, 促进自动驾驶、智能航运等加快应用
2021 年 9 月	工信部等八部门	《物联网新型基础设施建设三年行动计划（2021-2023 年）》	打造 车联网（智能网联汽车）协同服务综合监测平台 , 加快智慧停车管理、自动驾驶等应用场景建设, 推动城市交通基础设施、交通载运工具、环境网联化和协同化发展

资料来源：公司公告，西南证券整理

新能源汽车渗透率持续提升，汽车智能网联化空间广阔。2021 年以来我国新能源车渗透率持续走高，已由 2021 年 1 月的 7.2% 提升至 2022 年 7 月的 20.4%。在汽车电动化趋势日渐明确的背景下，电动汽车智能化程度将成为未来智能电动汽车赛道优胜劣汰的重要标准。随着新能源汽车销量持续增长，渗透率不断提高，汽车智能网联化的增长空间将被打开。

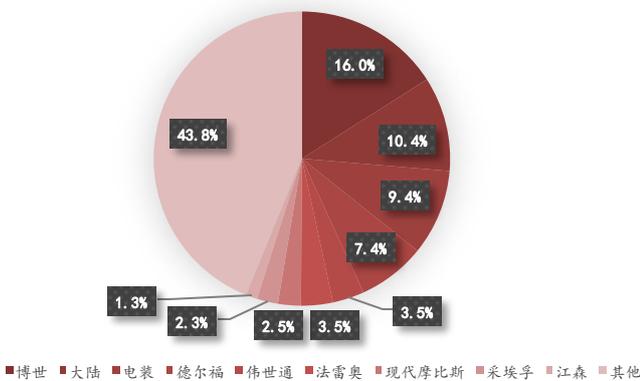
图 4：国内新能源汽车渗透率


数据来源：Wind, 中汽协, 西南证券整理

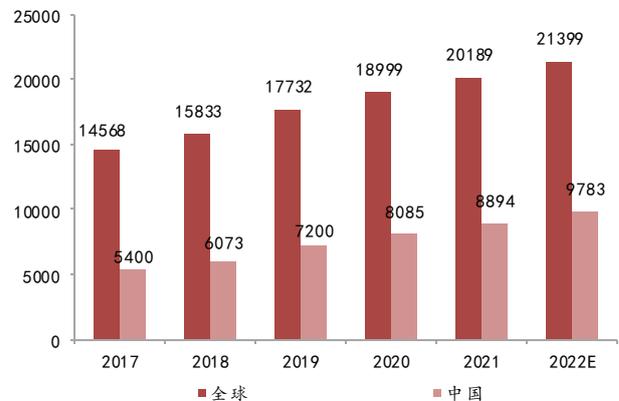
图 5：2017 年-2022 年 7 月国内新能源汽车销量和增速


数据来源：Wind, 西南证券整理

本土企业加速国产替代，汽车电子渗透率和市场规模持续提升。国内汽车市场已由体量高速增长期转向结构转型升级期，汽车电子重要性逐渐凸显，行业整体呈现高速增长的态势。根据赛迪智库，2021 年我国汽车电子市场规模达 8894 亿元。国内头部汽车电子厂商逐渐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。整车厂商基于降本增效和自主可控等因素考量，逐渐向本土汽车电子厂商迁移；叠加汽车电子逐渐向中低端车型渗透趋势，汽车电子国产替代进程加速。

图 6：2020 年汽车电子一级供应商全球市场份额


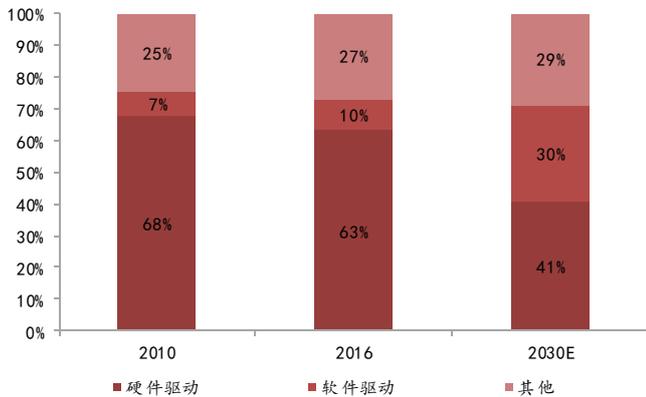
数据来源：招股说明书, 西南证券整理

图 7：全球与中国汽车电子市场规模 (亿元)


数据来源：招股说明书, 西南证券整理

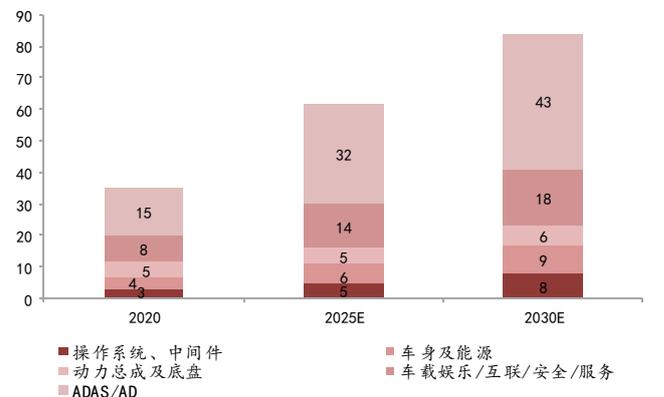
汽车电子软件 SOA 转型，软件价值在整车中占比提升。汽车电子软件从依赖于硬件提供单一功能架构转变为面向服务架构 (SOA)，硬件实现高度集中化、标准化，在此基础上软件可实现与硬件解耦，各种新兴软件技术得以在汽车中应用，“软件定义汽车”时代即将来临。随着人工智能、5G 通信、车联网等新兴技术的介入，软件在汽车整车内容结构中的比重将逐步提高，汽车将逐步从传统的交通工具演变为高度智能网联化的移动终端。

图 8：全球汽车软硬件产品内容结构占比



数据来源：McKinsey analysis, 西南证券整理

图 9：分类别全球汽车软件市场规模 (十亿美元)



数据来源：McKinsey analysis, 西南证券整理

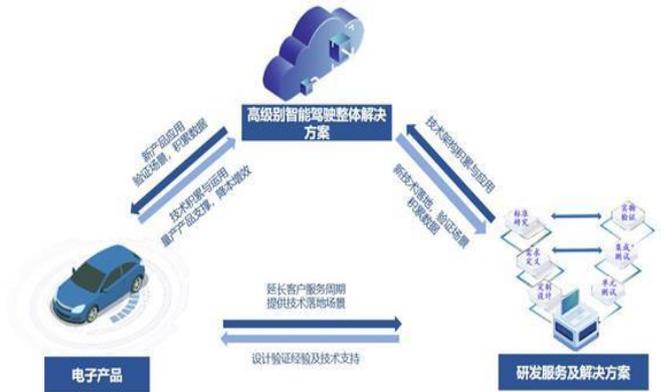
“三位一体”业务布局，全域全栈布局汽车电子供应商。公司电子产品业务、研发服务及解决方案业务和高级别智能驾驶整体解决方案业务形成“三位一体”业务布局，在核心技术、应用场景、行业客户群等方面相互支持、协同发展。公司业务覆盖电子系统研发、生产制造到运营服务的各个阶段。

图 10：公司业务覆盖领域



数据来源：招股说明书, 西南证券整理

图 11：“三位一体”业务布局



数据来源：招股说明书, 西南证券整理

表 3：公司全栈全域全局产品体系

业务领域	主要客户和应用场景	目前公司主要产品
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	1) 智能驾驶 (ADAS、ADCU、HPC、RADAR、CAM、LMU、DMS、APA)； 2) 智能网联 (T-Box、GM)； 3) 车身和舒适域 (APCU、BCM、SCSS、PEPS、BCDU、DES、BES、OHC、PLGM、AFS、DDCU、SCM、VALS、ADB)； 4) 底盘控制 (EPS、EPB、EWBS、CDC)； 5) 新能源和动力系统 (VCU、BMS、PDS)； 6) 高端装备 (伺服控制组件、信号处理、通用高压直流电动机控制器、电动机机构控制器)； 7) 汽车电子产品开发服务
研发服务及解决方案	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、	1) 汽车电子研发服务 (整车电子电气架构咨询服务、汽车网络开发服务、汽车电子安全咨询服务、汽车基础软件开发服务、整车电子电气仿真测试解决方案、汽车网络测试服务、

业务领域	主要客户和应用场景	目前公司主要产品
	工具开发和流程支撑服务。	实车测试服务、多学科建模仿真服务、过程改进与流程优化服务、协同研发管理服务电子系统研发工具业务 2) 高端装备电子系统研发服务 (航电系统解决方案、控制系统解决方案、机电系统解决方案、信号处理解决方案、列车电子系统解决方案)
高级别智能驾驶解决方案	已与多家整车厂合作, 产品、服务覆盖多个场景, 包括港口智能集卡、智能环卫车、智能园区物流车、智能接驳车等。	1) 单车智能解决方案 2) 智能车队运营管理解决方案 3) 车-云数据中心解决方案

资料来源: 公司公告, 西南证券整理

(1) 电子产品业务: 公司电子产品业务包括汽车电子产品、高端装备电子产品和汽车电子产品开发服务, 核心优势的产品包括 ADAS、ADCU、HPC、T-Box 和网关产品: **1) ADAS:** 公司自主研发的先进辅助驾驶系统 (ADAS) 于 2016 年成功为上汽荣威 RX5 车型进行量产配套, 打破了国外公司在该领域的垄断; **2) ADCU:** 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, 满足高级自动驾驶功能不断优化升级的需求; **3) HPC:** 能够搭载公司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; **4) T-Box:** 新一代 T-BOX 在传统车联网功能的基础上, 丰富了音视频监控、高精度定位、行车智能提醒等应用功能, 并将持续拓展更多智能网联领域新应用, 提升驾驶安全和交通效率, 增强用户驾车体验; **5) 网关:** 网关 (GW) 产品具有平台化特点, 网关软件基于 AUTOSAR 架构开发, 整车厂可以通过该产品提高整车拓扑结构的可扩展性和整车的信息安全。

图 12: ADAS、ADCU、HPC 产品可实现多种智能驾驶功能



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

图 13: T-Box 和网关产品升级迭代情况



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

表 4: 电子产品定点和客户情况

细分业务	主要产品	量产定点情况	主要客户
智能驾驶	先进辅助驾驶系统 (ADAS)	配套量产	一汽集团、中国重汽、上汽集团、吉利、春风动力
	智能驾驶域控制器 (ADCU)	配套量产	一汽集团
	车载高性能计算平台 (HPC)	定点	赢彻科技、宝能汽车

细分业务	主要产品	量产定点情况	主要客户
	毫米波雷达 (RADAR)	已定点	江铃汽车、江淮汽车
	车载摄像头 (CAM)	配套量产	广汽集团、一汽集团、华人运通
	高精定位模块 (LMU)	配套量产	长城控股、广汽集团、一汽集团
	驾驶员监控系统 (DMS)	配套量产	华人运通
	自动泊车辅助系统控制器 (APA)	已定点	上汽集团
智能网联	远程通讯控制器 (T-BOX)	配套量产	一汽集团、江铃汽车、广汽集团
	网关 (GW)	配套量产	上汽集团、吉利、奇瑞、广汽集团、小鹏汽车
车身和舒适域	防夹控制器 (APCU)	配套量产	英纳法、毓恬冠佳、艾司司
	乘用车车身控制系统 (BCM)	配套量产	一汽集团、中华汽车
	智能座舱感知系统 (SCSS)	配套量产	广汽集团
	无钥匙进入及启动系统 (PEPS)	配套量产	一汽集团、东风集团、北汽集团
	车身域控制器 (BDCU)	配套量产	一汽集团、华人运通
	商用车车门控制系统 (DES)	配套量产	中国重汽、一汽集团、纳威司达
	商用车车身控制系统 (BES)	配套量产	一汽集团、江淮汽车
	顶灯控制器 (OHC)	配套量产	安通林
	电动后背门控制器 (PLGM)	配套量产	HI-LEX、一汽集团、奇瑞汽车
	自适应前照灯系统控制器 (AFS)	配套量产	一汽集团、长城控股、北汽集团
	车门域控制器 (DDCU)	配套量产	吉利、华人运通
	座椅控制器 (SCM)	配套量产	佛吉亚、一汽集团、吉利
	氛围灯控制器 (VALS)	配套量产	广汽集团、吉利
	智能防眩目前照灯系统控制器 (ADB)	配套量产	长城控股、北汽集团
底盘控制	电动助力转向控制器 (EPS)	配套量产	三环集团、Multimatic Technical Centre
	电子驻车系统 (EPB)	配套量产	长城控股
	线控制动系统 (EWBS)	已定点	长城控股
	底盘域控制器 (CDC)	已定点	蔚来汽车
新能源和动力系统	整车控制单元 (VCU)	配套量产	一汽集团、江铃汽车、吉利
	电池管理系统 (BMS)	配套量产	北汽集团、国轩高科、孚能科技
	动力分动模块 (PDS)	配套量产	博格华纳、伊顿工业、北汽集团
高端装备	伺服控制组件	配套量产	客户 A
	信号处理系列产品	配套量产	客户 E
	通用高压直流电动机控制器系列产品	配套量产	客户 A
	电动机构控制器	已定点	客户 A
汽车电子产品开发服务			一汽集团、上汽集团、北汽集团、江铃汽车、博格华纳

资料来源：招股说明书，西南证券整理

(2) 研发服务及解决方案：公司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。**1) 汽车电子研发服务：**提供贯穿整车电子电器系统开发的多种解决方案和多项服务业务，全面赋能客户的研发过程和研发体系。公司整车电子电气仿真测试解决方案已实现高度自主化并具有较强的市场竞争力；IO 硬件板卡、车辆动力学模型、自动化测试软件等均已实现自主研发；自动化测试软件 INTEWORK-EAS 系列产品新获得 AUTOSAR OS 的 ISO26262 ASILD 认证，软件成功适配英伟达 Orin 系列和芯驰 E3 系列。**2) 高端装备领域：**在航电系统、控制系统、机电系统、信号处理和列车电子系统业务，公司具有从设计到验证的全生命周期的工具开发、平台建设、系统集成及定制化的全栈服务实施能力。

图 14：基于 SOA 的架构开发关键技术



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 15：航电系统解决方案



数据来源：公司公告，西南证券整理

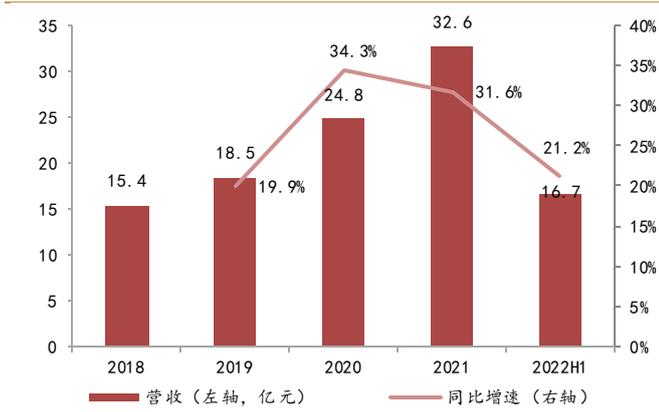
(3) 高级别智能驾驶解决方案：公司于 2015 年进入高级别智能驾驶业务领域，开发出单车智能解决方案、智能车队运营管理解决方案和车-云数据中心解决方案，来实现高级别智能驾驶系统出行即服务 (MaaS) 解决方案的商业化运营。

图 16：公司高级别智能驾驶 MaaS 解决方案

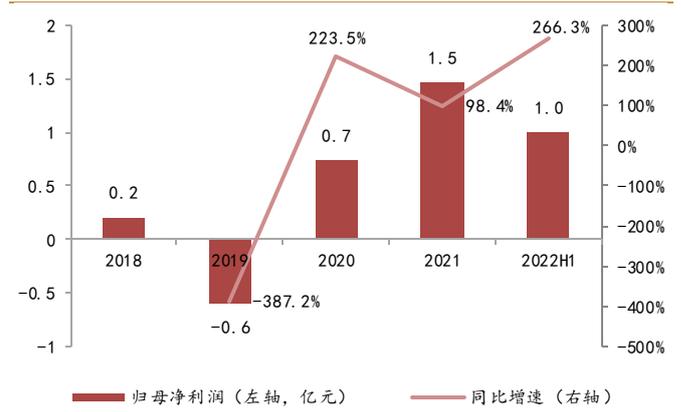


资料来源：招股说明书，西南证券整理

营收稳步增长，净利润实现高增。2018-2021 年，公司营收与归母净利润均呈快速增长态势，CAGR 分别为 28.5%/91.6%。2022H1 公司实现营业收入 16.7 亿元，同比增长 21.2%；实现归母净利润 1.0 亿元，同比增长 266.3%；实现扣非归母净利润 3472.9 万元，同比增长 60.9%。受疫情、整车市场销量下降和芯片短缺因素影响，公司收入规模依旧实现稳健增长，营收极具韧性。单 Q2 来看，实现营业收入 9.6 亿元，同比增长 48.1%；实现归母净利润 1.3 亿元，同环比均扭亏为盈。

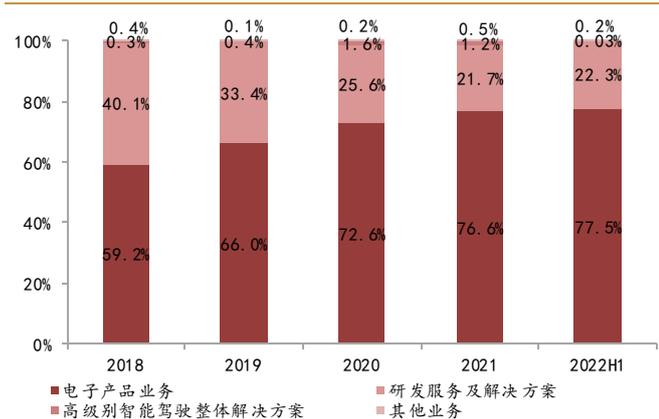
图 17：公司 2018-2022H1 营业收入及增速情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

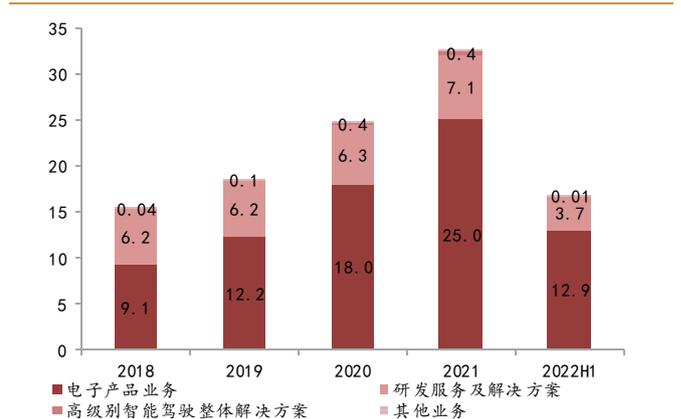
图 18：公司 2018-2022H1 归母净利润及增速情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

电子产品业务营收韧性足，研发服务及解决方案业绩亮眼。2022H1，公司电子产品/研发服务及解决方案/高级别智能驾驶整体解决方案分别实现营收 12.9 亿元/3.7 亿元/51.9 万元，分别占总营收比为 77.5%/22.3%/0.03%。2022H1 电子产品/研发服务及解决方案分别同比增长 4.2%/190.5%，上半年电子产品业务受整车市场销量下降、疫情和芯片短缺等因素影响，收入规模与去年同期基本持平；研发服务及解决方案业务涉及的相关项目验收数量有所增加，实现高速增长。

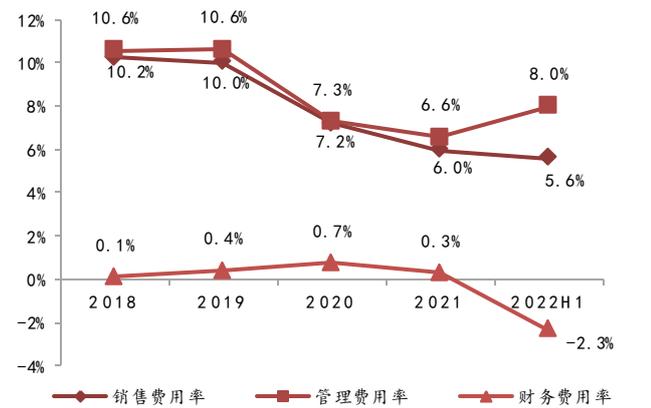
图 19：公司 2018-2022H1 分业务收入结构


数据来源：公司公告，西南证券整理

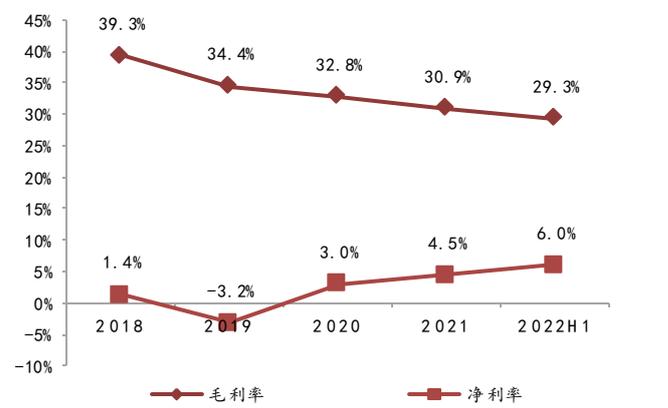
图 20：公司 2018-2022H1 分业务收入情况 (亿元)


数据来源：公司公告，西南证券整理

费用端稳中有降，盈利能力持续向好。1) 费用端来看，2022H1，公司销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 5.6% (-1.14pp)、8.0% (0.63pp)、-2.3% (-2.79pp)，期间费用率同比下降 3.30pp 至 11.2%，财务费用率大幅下降主要系汇率变动导致的汇兑损益变动和 IPO 募集资金利息收入变动的的影响，整体来看，费用端表现稳中有降。2) 利润端来看，整体盈利能力持续向好。公司上半年实现毛利率 29.3%，同比下降 1.68pp；二季度毛利率同比和环比均实现大幅增长，主要系芯片补差和高毛利产品增速提升。上半年公司实现归母净利润 1.0 亿元，同比增长 266.3%，主要系营业收入增加毛利上升、投资的上下游产业链企业新一轮融资估值变化导致。

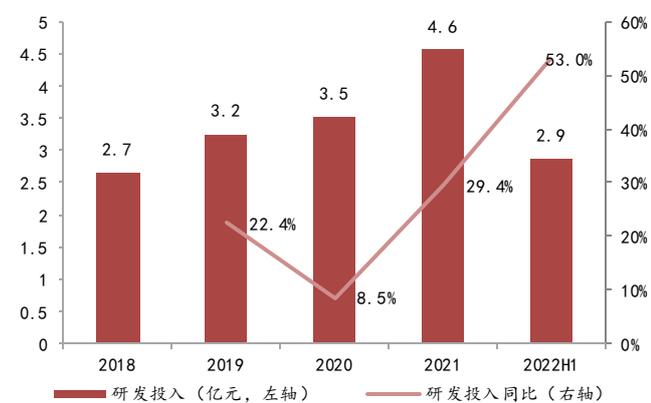
图 21：公司 2018-2022H1 费用率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

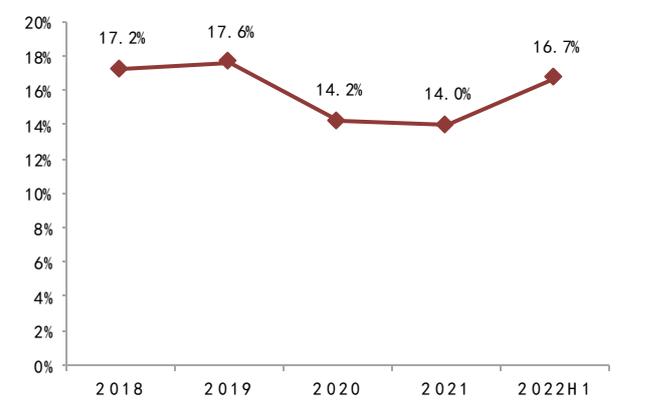
图 22：公司 2018-2022H1 毛利率、净利率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

持续加大研发投入，产品前瞻性布局奠定优势。公司持续保持高研发投入，以满足产品前瞻性布局、产品更新迭代、技术创新储备及研发人员储备等战略发展需要，进一步加强先进技术产业化落地能力。2022H1 公司研发投入为 2.9 亿元，同比增长 53.0%，其中资本化金额为 682.0 万元；研发费用率为 16.7%，同比增长 3.15pp。截至报告期末，公司研发人员数量为 1871 人，同比增长 36.3%。目前公司正处于研发投入期，未来将充分受益于汽车智能化和网联化趋势带来的良好机遇。

图 23：公司 2018-2022H1 研发支出情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 24：公司 2018-2022H1 研发费用率


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

1) 电子产品业务：汽车电子是公司的传统优势业务，公司具有全栈全域产品布局，随着汽车智能化和网联化加速，该业务有望保持高速增长，我们预计 2022-2024 年该业务项目订单增速为 35%/33%/30%，毛利率分别为 28%/28.5%/28.5%。

2) 研发服务及解决方案业务：在软件定义汽车的趋势逐渐明显的情况下，凭借多年技术、服务和客户积累沉淀下的共性能力，该业务条线有望实现较高增长，毛利率提升可期，我们预计 2022-2024 年的软件技术服务业务订单增速分别为 25%/24%/24%，毛利率分别为 45%/45%/46%。

3) 高级别智能驾驶解决方案业务：随着公司进一步扩充并完善高级别智能驾驶解决方案的构成要素，完整的 L4 智能驾驶全要素解决方案即将形成，带来的港口和无人车队等增量订单需求可期。我们预计 2022-2024 年的高级别智能驾驶解决方案业务订单数量增长率分别为 35%/35%/40%；公司在研发高级别智能驾驶解决方案过程中大量使用了公司的汽车电子产品，业务协同效应使得该业务毛利率有所提升，预计 2022-2024 年分别为 30%/32%/33%。

4) 伴随公司各项业务毛利率持续提升，费用端管控效果可持续，各项费用率保持下降趋势。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 5：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
电子产品业务	收入	2498.1	3372.4	4485.3	5830.9
	增速	38.8%	35.0%	33.0%	30.0%
	毛利率	27.6%	28.0%	28.5%	28.5%
研发服务及解决方案业务	收入	707.1	883.8	1095.9	1359.0
	增速	11.5%	25.0%	24.0%	24.0%
	毛利率	42.0%	45.0%	45.0%	46.0%
高级别智能驾驶解决方案业务	收入	39.3	53.1	71.6	100.3
	增速	1.2%	35.0%	35.0%	40.0%
	毛利率	22.7%	30.0%	32.0%	33.0%
其他业务	收入	17.9	17.9	17.9	17.9
	增速	203.2%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	72.4%	35.0%	35.0%	35.0%
合计	收入	3262.4	4327.2	5670.8	7308.1
	增速	31.6%	32.6%	31.0%	28.9%
	毛利率	30.9%	31.5%	31.8%	31.8%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

综合考虑业务范围，选取德赛西威、四维图新和中科创达作为可比公司进行估值比较。

表 6：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
300496.SZ	德赛西威	891	162.45	1.50	2.21	3.17	4.27	94	73	51	38
002405.SZ	四维图新	321	13.49	0.05	0.14	0.24	0.37	309	96	56	36
002405.SZ	中科创达	538	125.13	1.52	2.19	3.16	4.28	91	57	40	29
平均值								92	75	49	34
301221.SZ	经纬恒润	256	213.60	1.22	1.94	2.90	3.81	175	110	74	56

数据来源：Wind，西南证券整理

从 PE 角度看，2023 年行业平均 PE 为 49 倍，公司 PE 为 74 倍，高于行业平均水平。公司平台化和全栈产品业务布局在国内具有稀缺性，产品和其他可比公司相比具有较大优势；并且新产品和定点和新订单签订进度较好，业绩释放具有一定确定性。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 2.33 亿元 (+59.4%)、3.48 亿元 (+49.2%)、4.57 亿元 (+31.3%)，EPS 分别为 1.94 元、2.90 元、3.81 元，对应动态 PE 分别为 110 倍、74 倍、56 倍。首次覆盖，给予“持有”评级。

3 风险提示

上游芯片价格波动；汽车智能化进展不及预期；下游需求不及预期；行业竞争加剧；疫情反复等风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3262.36	4327.22	5670.81	7308.08	净利润	146.19	233.00	347.69	456.66
营业成本	2255.08	2963.03	3870.13	4981.79	折旧与摊销	80.35	83.87	83.87	83.87
营业税金及附加	15.91	23.97	30.34	38.98	财务费用	9.64	-8.65	-11.34	-14.62
销售费用	194.88	238.00	300.55	380.02	资产减值损失	-40.32	0.00	0.00	0.00
管理费用	214.44	913.04	1193.70	1534.70	经营营运资本变动	225.02	-1322.69	-283.29	-348.35
财务费用	9.64	-8.65	-11.34	-14.62	其他	-111.15	-7.27	-6.36	-9.91
资产减值损失	-40.32	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	309.73	-1021.75	130.56	167.65
投资收益	-7.96	0.00	0.00	0.00	资本支出	-506.23	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	13.84	7.27	8.36	8.91	其他	443.05	7.27	8.36	8.91
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-63.17	7.27	8.36	8.91
营业利润	131.08	205.10	295.78	396.12	短期借款	-161.57	-6.01	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.33	-0.18	-0.14	-0.18	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	130.75	204.92	295.64	395.94	股权融资	37.39	3488.02	0.00	0.00
所得税	-15.43	-28.07	-52.04	-60.72	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	146.19	233.00	347.69	456.66	其他	49.24	-11.06	11.34	14.62
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-74.94	3470.95	11.34	14.62
归属母公司股东净利润	146.19	233.00	347.69	456.66	现金流量净额	161.27	2456.47	150.26	191.17
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	937.05	3393.52	3543.78	3734.95	成长能力				
应收和预付款项	869.02	1396.86	1780.78	2257.84	销售收入增长率	31.61%	32.64%	31.05%	28.87%
存货	1359.91	1786.83	2331.85	3003.22	营业利润增长率	152.37%	56.47%	44.21%	33.92%
其他流动资产	200.98	79.98	87.23	96.07	净利润增长率	98.37%	59.38%	49.22%	31.34%
长期股权投资	8.90	8.90	8.90	8.90	EBITDA 增长率	64.55%	26.80%	31.39%	26.35%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	501.60	455.32	409.04	362.76	毛利率	30.88%	31.53%	31.75%	31.83%
无形资产和开发支出	271.26	242.89	214.53	186.16	三费率	12.84%	26.40%	26.15%	26.00%
其他非流动资产	356.00	346.79	337.57	328.35	净利率	4.48%	5.38%	6.13%	6.25%
资产总计	4504.72	7711.09	8713.67	9978.25	ROE	9.62%	4.45%	6.22%	7.56%
短期借款	6.01	0.00	0.00	0.00	ROA	3.25%	3.02%	3.99%	4.58%
应付和预收款项	1435.46	1920.21	2498.83	3213.29	ROIC	25.66%	17.43%	15.71%	17.47%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	6.78%	6.48%	6.49%	6.37%
其他负债	1544.04	550.97	627.23	720.69	营运能力				
负债合计	2985.51	2471.18	3126.06	3933.98	总资产周转率	0.78	0.71	0.69	0.78
股本	90.00	120.00	120.00	120.00	固定资产周转率	11.41	14.18	21.91	34.39
资本公积	1121.34	4579.35	4579.35	4579.35	应收账款周转率	4.71	5.12	4.70	4.79
留存收益	307.57	540.56	888.25	1344.91	存货周转率	2.01	1.88	1.88	1.87
归属母公司股东权益	1519.21	5239.92	5587.61	6044.26	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	84.28%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1519.21	5239.92	5587.61	6044.26	资产负债率	66.28%	32.05%	35.88%	39.43%
负债和股东权益合计	4504.72	7711.09	8713.67	9978.25	带息债务/总负债	0.20%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.25	3.07	2.74	2.50
					速动比率	0.75	2.25	1.92	1.68
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	1.22	1.94	2.90	3.81
					每股净资产	12.66	43.67	46.56	50.37
					每股经营现金	2.59	-8.51	1.09	1.40
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

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

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人/销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn