

## 深耕汽车电子产业，拥抱智能驾驶时代

### ——经纬恒润(688326.SH)首次覆盖报告

## 增持|首次推荐

#### 报告要点：

● **致力于成为国际一流综合型的电子系统科技服务商，成长空间广阔**  
公司成立于2003年，是目前国内少数能实现覆盖智能驾驶电子产品、研发服务及解决方案、高级别智能驾驶整体解决方案的企业之一。公司部分核心产品及服务打破国外垄断，技术水平及市场地位在国内供应商中处于领先地位。公司坚持“专业聚焦”、“技术领先”和“平台化发展”的战略，助力公司成为国际一流综合型电子系统科技服务商。2018-2021年，公司营业收入CAGR达28.5%。2021年，营业收入为32.62亿元，同比增长31.61%，扣非归母净利润为1.11亿元，同比增长87.83%，毛利率为30.88%。

● **全球汽车产业向智能化、网联化和电动化方向发展，市场潜力巨大**  
2020年2月，国家发展改革委、科技部、工信部等十一部委联合发布《智能汽车创新发展战略》，到2025年，中国标准智能汽车的技术创新、产业生态、技术设施、法规标准、产品监管和网络安全体系基本形成。随着我国汽车行业电动化和智能化程度的提升，行业迎来更广阔的成长空间。根据中国汽车工业协会的数据，2022年，全球汽车电子规模将达到21399亿元，同比增长6%，中国汽车电子市场规模将达到9783亿元，同比增长10%。

● **“三位一体”协同发展，获得多家全球知名整车厂和Tier1客户认可**  
1) **产品端**：公司深耕汽车电子行业，覆盖智能驾驶、智能网联、车身和舒适域、底盘控制、新能源和动力系统等，自主研发的ADAS产品成功打破海外垄断实现国产替代。2) **客户端**：公司依靠高质量的产品及服务获得多家全球知名整车厂和Tier1客户认可，树立了良好的品牌形象。3) **研发优势**：公司坚持研发驱动的内生发展战略，不断扩大研发团队并利用核心技术对产品和服务进行改进和提升，2018-2021年研发费用CAGR达19.8%。

● **盈利预测与投资建议**  
公司致力于成为国际一流综合型电子系统科技服务商、智能网联汽车全栈式解决方案供应商和高级别智能驾驶MaaS解决方案领导者。预测公司2022-2024年营业收入为42.09、55.85、72.04亿元，归母净利润为2.27、3.23、4.26亿元。公司在研发等方面投入较多，净利润率偏低，适用PS估值法。上市以来，公司PS TTM主要运行在3-8倍之间，给予2022年7倍的目标PS，对应的目标价为245.51元。首次推荐，给予“增持”评级。

● **风险提示**  
新冠肺炎疫情反复风险；应收账款坏账风险；大客户集中度较高风险；新客户新业务开拓不利风险；汽车行业波动风险；技术与产品迭代风险。

#### 附表：盈利预测

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2478.75	3262.36	4208.70	5584.61	7203.78
收入同比(%)	34.35	31.61	29.01	32.69	28.99
归母净利润(百万元)	73.69	146.19	227.31	323.42	426.41
归母净利润同比(%)	223.51	98.37	55.49	42.28	31.84
ROE(%)	5.52	9.62	4.38	5.86	7.17
每股收益(元)	0.61	1.22	1.89	2.70	3.55
市盈率(P/E)	309.40	155.97	100.31	70.50	53.47

资料来源：Wind，国元证券研究所

当前价/目标价：190.01元/245.51元

目标期限：6个月

#### 基本数据

52周最高/最低价(元)：236.00 / 85.43

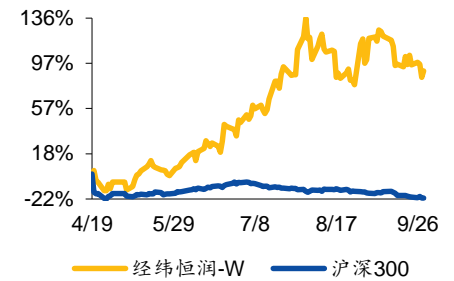
A股流通股(百万股)：23.37

A股总股本(百万股)：120.00

流通市值(百万元)：4439.86

总市值(百万元)：22801.20

#### 过去一年股价走势



资料来源：Wind

#### 相关研究报告

#### 报告作者

分析师 耿军军  
执业证书编号 S0020519070002  
电话 021-51097188-1856  
邮箱 gengjunjun@gyzq.com.cn

联系人 刘乐  
邮箱 liule@gyzq.com.cn

联系人 常雨婷  
邮箱 changyuting@gyzq.com.cn

## 目 录

1. 公司介绍：专业聚焦汽车电子，打造国际一流厂商	4
1.1 历史沿革：深耕汽车电子行业，三位一体协同布局	4
1.2 财务分析：主营业务快速增长，净利润率稳步上升	5
1.3 股权架构：实控人表决权较高，员工持股护航成长	7
1.4 募投项目：围绕主营业务开展，助力业务持续扩张	8
1.5 员工持股：凝聚企业核心员工，充分调动工作热情	9
2. 行业分析：汽车产业创新发展，国产替代有望加速	10
2.1 行业全景：多重政策促进发展，汽车电子空间广阔	10
2.2 行业趋势：智能网联逐步普及，渗透率将持续提升	12
2.3 竞争格局：突破国际技术壁垒，本土厂商加速发展	14
3. 竞争力分析：研发打造竞争优势，客户开拓成效显著	16
3.1 产品领先：电子产品广泛布局，顺应智能发展趋势	16
3.2 优质客户：客户群体结构优质，全球客户广泛认可	21
3.3 技术优势：研发团队实力强劲，已授权专利超千项	23
4. 盈利预测与投资建议	25
5. 风险提示	28

## 图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司三位一体的业务布局	5
图 3：公司主营业务收入及增速（单位：亿元）	5
图 4：公司归母净利润及增速（单位：亿元）	5
图 5：2021 年公司主营业务收入构成	6
图 6：公司主营业务毛利率及净利率情况	6
图 7：分业务毛利率情况	6
图 8：公司主要费用率概况	7
图 9：公司主要财务指标概况	7
图 10：公司股权结构图（截至 2022 年 6 月 30 日）	8
图 11：汽车电子行业产业链结构图	10
图 12：2017-2021 年中国汽车销量情况（单位：万辆）	12
图 13：全球和中国汽车电子市场规模（单位：亿元）	12
图 14：2019-2025 年中国乘用车前视系统装配量和装配率	13
图 15：汽车电子行业产品矩阵	13
图 16：1970-2025 年乘用车汽车电子成本占比	14
图 17：汽车电子一级供应商全球市场规模占比(2020.4)	14
图 18：中国乘用车新车前视系统十大供应商市占率(2020)	14
图 19：公司主营业务概况	16

图 20: 国内主要 ADAS Tier1 厂商产品布局 .....	17
图 21: 公司 ADAS、ADCU、HPC 产品可实现多种智能驾驶功能 .....	18
图 22: 2020 年国内自主品牌乘用车前视系统供应商市占率 .....	18
图 23: 公司智能网联电子产品 .....	19
图 24: 公司 T-BOX 产品发展情况 .....	20
图 25: 公司网关产品发展情况 .....	20
图 26: 2020 年 T-BOX 产品装配量情况 (单位: 万辆) .....	20
图 27: 2022 年 1-4 月中国商用车 T-BOX 供应商市占率 .....	21
图 28: 公司主要客户概况 .....	22
图 29: 2021 年前 5 大客户销售金额和占主营收入比例 (单位: 亿元) .....	22
图 30: 2020 年和 2021 年公司员工数量 (单位: 人) .....	23
图 31: 2018-2021 年研发费用及占比 (单位: 亿元) .....	23
图 32: 经纬恒润上市以来 PS-Band .....	27
表 1: 募投项目情况 .....	8
表 2: 对股权激励会计处理进行追溯调整后的具体摊销过程情况 .....	9
表 3: 汽车电子行业相关政策梳理 .....	11
表 4: 公司部分获奖情况 .....	24
表 5: 公司收入拆分 (单位: 百万元) .....	26
表 6: 可比公司估值情况 .....	26

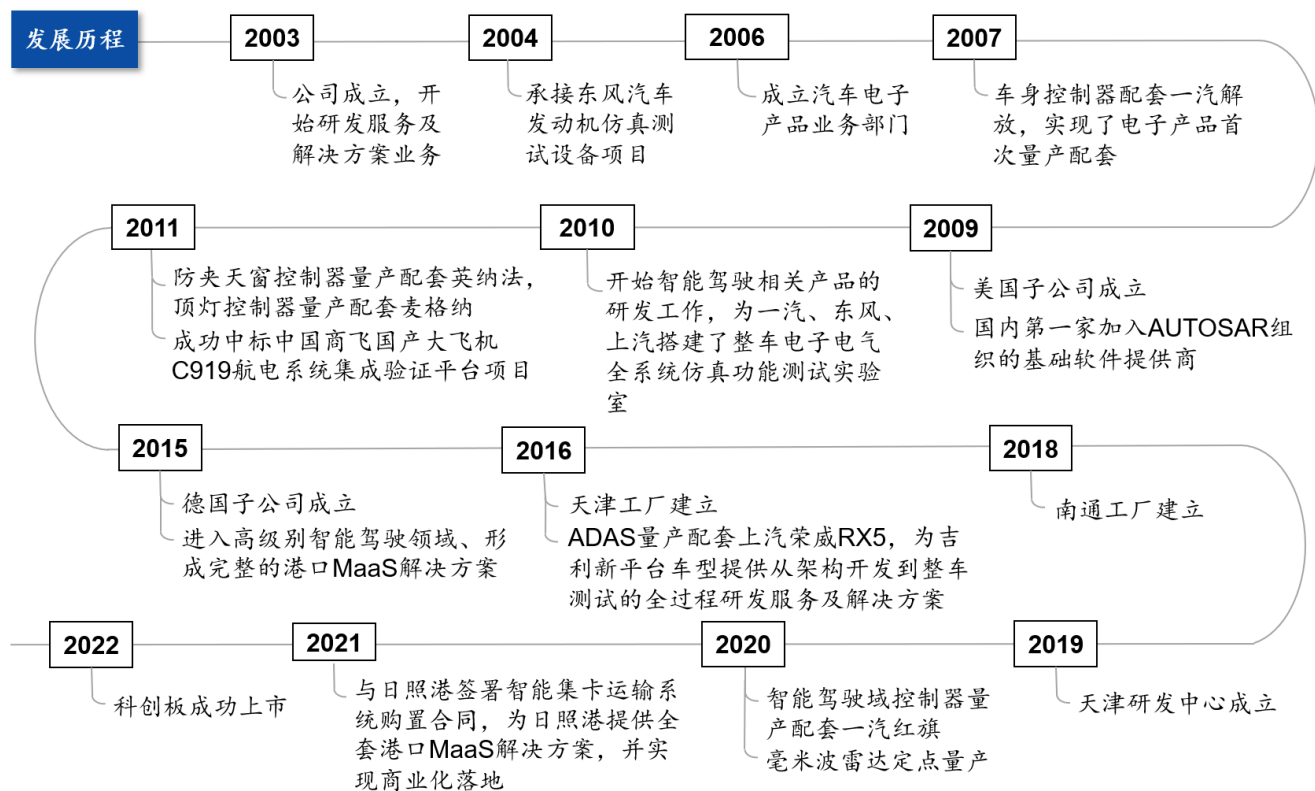
## 1. 公司介绍：专业聚焦汽车电子，打造国际一流厂商

### 1.1 历史沿革：深耕汽车电子行业，三位一体协同布局

北京经纬恒润科技股份有限公司成立于2003年，于2022年4月在上海证券交易所科创板成功上市。公司专注于为汽车、无人运输等领域的客户提供电子产品、研发服务和高级别智能驾驶整体解决方案。公司总部位于北京，并在天津、南通建立了现代化的生产工厂，形成了完善的研发、生产、营销、服务体系。本着“价值创新、服务客户”的理念，公司坚持“专业聚焦”、“技术领先”和“平台化发展”的战略，致力于成为国际一流综合型的电子系统科技服务商、智能网联汽车全栈式解决方案供应商和高级别智能驾驶 MaaS 解决方案领导者。

2016年，公司自主研发的先进辅助驾驶系统(ADAS)量产配套上汽荣威RX5车型，打破了国外零部件公司在该领域的垄断地位。截至2022年6月30日，公司员工总人数为3983人，相比2021年底增加413人，其中，研发人员和技术人员共3010人，占员工总人数的76%。

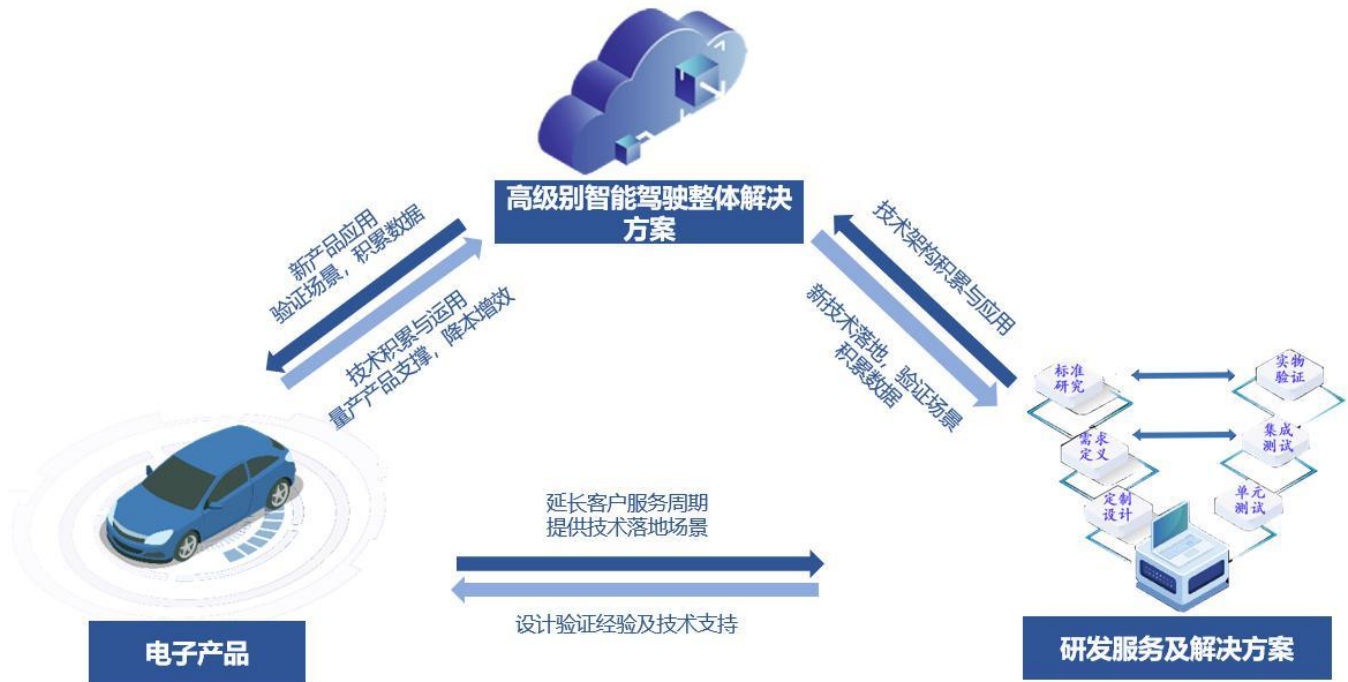
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司招股说明书，公司公告，国元证券研究所

通过长期的业务积累，公司形成了以包括一汽集团、中国重汽、上汽集团、广汽集团、纳威斯塔等国内外整车制造商和英纳法、安通林、博格华纳等国际知名汽车一级供应商为核心的汽车领域客户群，同时也获得了中国商飞、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 2：公司三位一体的业务布局

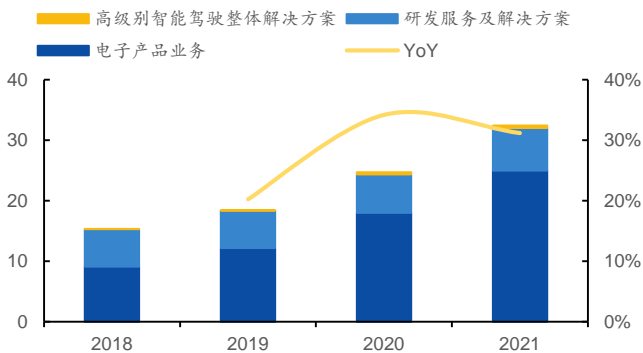


资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

## 1.2 财务分析：主营业务快速增长，净利润率稳步上升

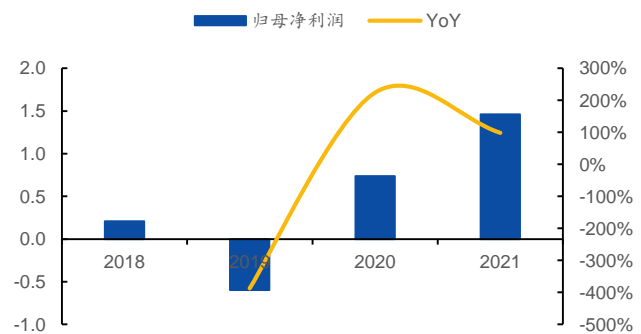
目前，公司的主营业务收入来源于电子产品业务、研发服务与解决方案业务及高级别智能驾驶整体解决方案业务。2018-2021 年，公司主营业务分别实现收入 15.32、18.42、24.73、32.44 亿元，归母净利润分别为 0.21、-0.60、0.74、1.46 亿元，受益于国内汽车电子行业的快速发展，公司主营业务收入增长迅速。归母净利润在 2019 年经历亏损，2020 年扭亏为盈，2021 年实现 1.46 亿元，盈利能力显著提升。

图 3：公司主营业务收入及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告，Choice，国元证券研究所

图 4：公司归母净利润及增速（单位：亿元）

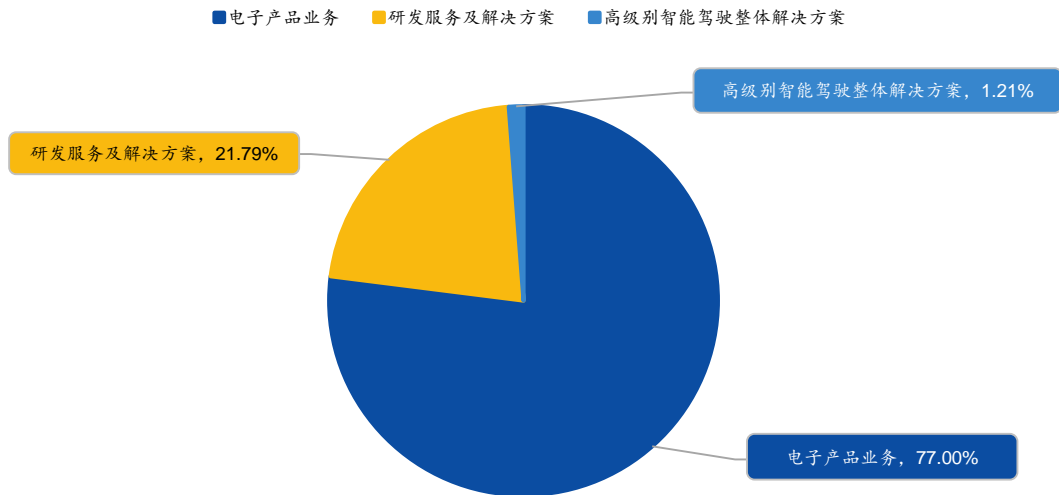


资料来源：Choice，国元证券研究所

2018-2021 年，电子产品业务占主营业务收入的比例分别为 59.49%、66.10%、72.80%、77.00%，收入占比的快速提升主要受益于国内汽车电子行业的快速发展导致的产品需求强劲和客户对于公司技术领先的认可引起的销售增长。研发服务及解

决方案主要为不同行业客户提供贯穿电子电气系统开发的多种解决方案与服务业务，近四年收入稳中有升。高级别智能驾驶整体解决方案占主营业务收入比例较低但增长较快，2019-2021 年增速分别为 103.72%、376.71%、1.17%，有望成为公司未来新的业绩增长点。

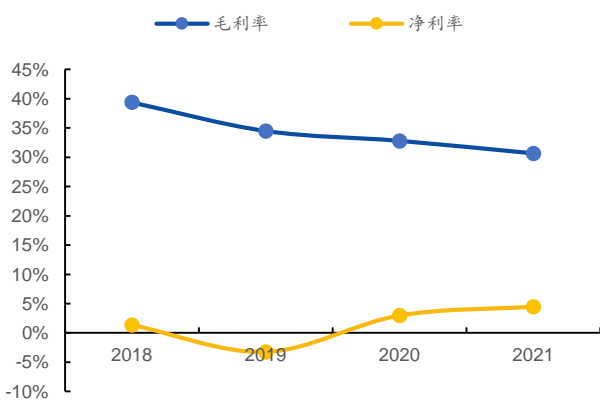
图 5：2021 年公司主营业务收入构成



资料来源：Choice，国元证券研究所

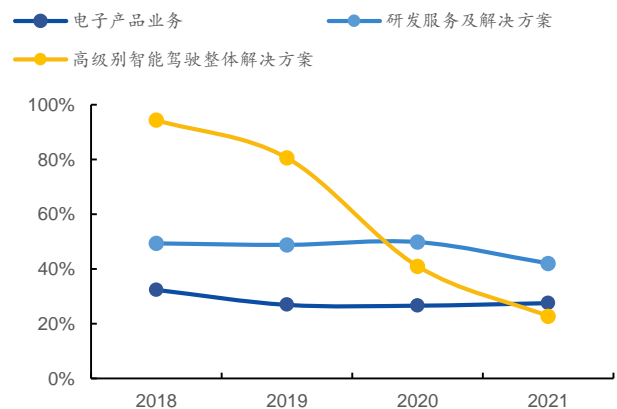
2018-2021 年，公司主营业务毛利率分别为 39.36%、34.47%、32.79%、30.65%，呈逐步下降趋势，主要系业务结构存在变化以及各类业务毛利率自身差异所致。分业务来看，研发服务及解决方案业务的毛利率整体较高且稳定，主营业务毛利率的下降主要受电子产品业务和高级别智能驾驶整体解决方案业务的影响。其中，电子产品业务毛利率的下降主要由于收入占比较高的几个产品的毛利率下降以及行业内全类别电子产品整体毛利率降低导致；高级别智能驾驶整体解决方案业务的毛利率下降主要是因为该业务交付中实体硬件产品占比提升。

图 6：公司主营业务毛利率及净利率情况



资料来源：Choice，公司招股说明书，国元证券研究所

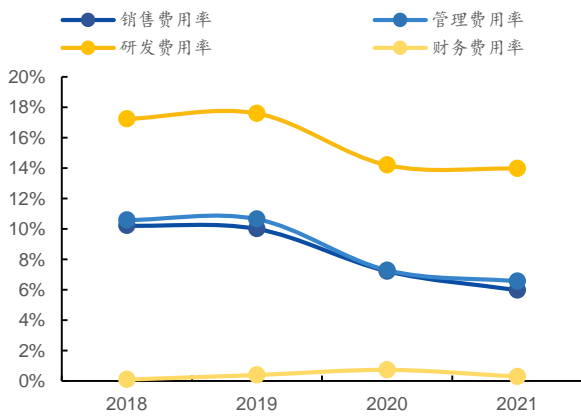
图 7：分业务毛利率情况



资料来源：Choice，国元证券研究所

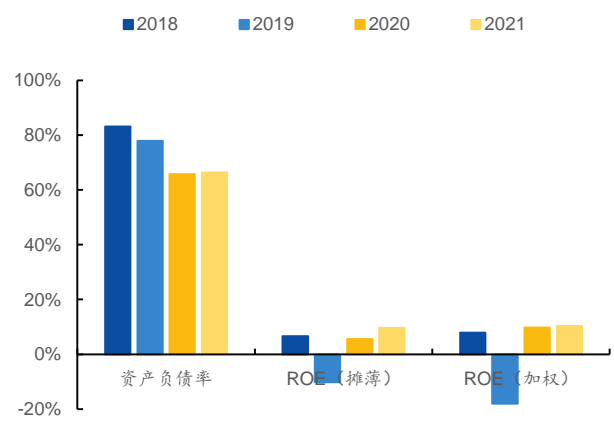
公司期间费用率较为稳定且呈逐年下降趋势，2021 年净利率提升至 4.48%。2018-2021 年，公司销售费用分别为 1.57、1.85、1.79、1.95 亿元，占营业收入的比例分别为 10.23%、10.01%、7.22%、5.97%，主要以职工薪酬费用和售后服务费为主，保持稳定增长。其中，2020 年销售费用的降低主要因受疫情影响减少出差，业务招待费和差旅费有所降低，且 2020 年起运杂储存费因会计准则而不计入销售费用所导致。公司管理费用率呈逐年下降趋势，2018-2021 年的管理费用分别为 1.63、1.96、1.81、2.14 亿元，占营业收入的比例分别为 10.58%、10.64%、7.29%、6.57%。2018 年和 2019 年公司管理费用率较高主要系股份支付费用和厂房搬迁的离职补偿等大额支出因素。公司研发费用率成逐年下降趋势主要系公司营业收入快速增长所致，实际上公司研发费用一直保持稳定增长的态势，2018-2021 年研发费用分别为 2.65、3.25、3.52、4.56 亿元，占营业收入的比例分别为 17.24%、17.60%、14.21%、13.98%。公司研发费用占比较高，考虑到公司属于研发驱动型高科技企业，符合企业特征。

图 8：公司主要费用率概况



资料来源：Choice，国元证券研究所

图 9：公司主要财务指标概况



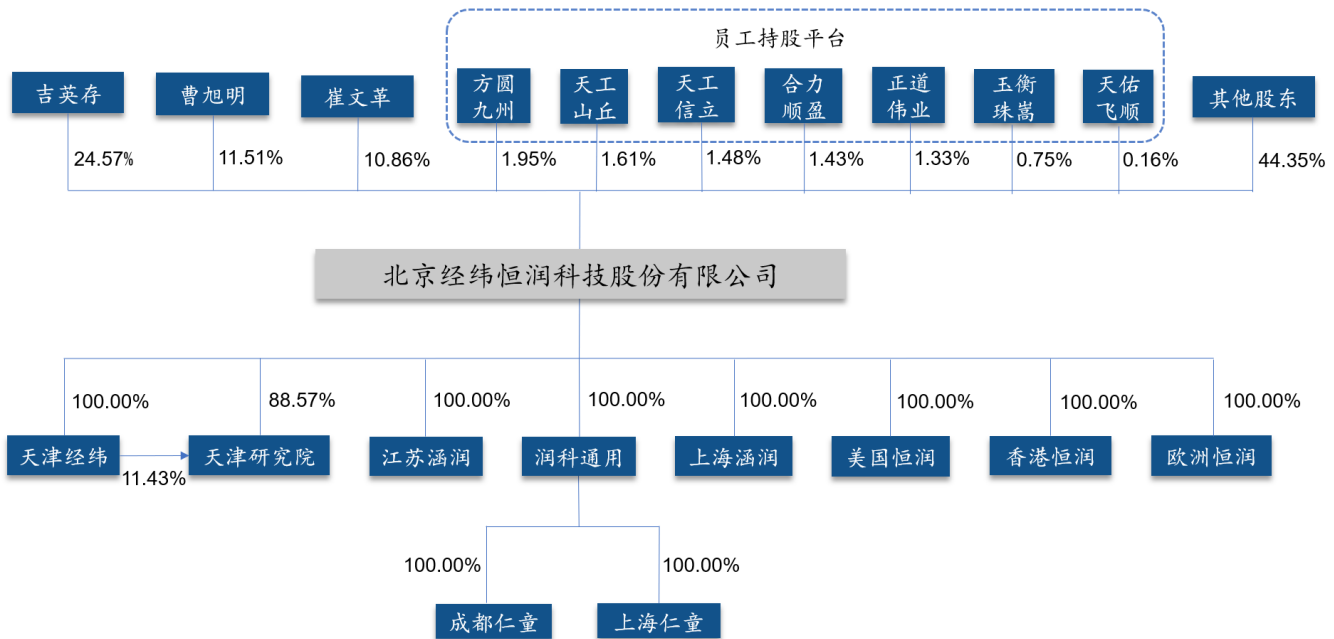
资料来源：Choice，国元证券研究所

### 1.3 股权架构：实控人表决权较高，员工持股护航成长

2022 年 6 月 30 日，公司实际控制人吉英存先生直接持有普通股份 2095.31 万股，直接持有特别表决权股份 852.63 万股，合计持有的表决权数量为 7211.10 万股，表决权比例为 44.34%。

吉英存先生，中国国籍，1965 年出生，无境外永久居留权，北京航空航天大学自动控制专业，博士研究生学历。1994 年 4 月至 1996 年 6 月，任北京空间飞行器总体设计部工程师。1996 年 7 月至 1998 年 3 月，任北京奥索科技公司上海办公室经理。1998 年 4 月至 2016 年 8 月，历任北京九州恒润科技有限公司总经理、执行董事。2003 年 9 月至 2005 年 4 月，任恒润有限总经理。2005 年 4 月至 2020 年 9 月，任恒润有限执行董事、总经理。2020 年 10 月至今，任经纬恒润董事长、总经理。

图 10：公司股权结构图（截至 2022 年 6 月 30 日）



资料来源：公司公告，公司招股说明书，国元证券研究所

#### 1.4 募投项目：围绕主营业务开展，助力业务持续扩张

公司在科创板上市共募集资金 36.30 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额为 34.88 亿元。募集资金投资项目主要围绕科技创新开展，具体包括：

- 基础技术与产品的预研，突破和掌握汽车电子系统相关产品的关键技术，加强公司新产品研发技术储备的需求，提升公司研发能力；
- 利用公司核心技术进行新产品研发，购置先进软硬件设备、引进高层次人才，攻克行业前沿领域的关键技术，保障公司技术和产品的不断迭代，迭代升级先进辅助驾驶系统(ADAS)、防夹控制器(APCU)、远程通讯控制器(T-BOX)、商用车车身控制系统(BES)等创新型电子产品，提升公司自主创新能力；
- 构建公司信息化系统和云平台的开发、升级，全面提升公司数字化能力，提升公司推动科技创新的综合运营能力。

表 1：募投项目情况

序号	项目名称	项目投资金额 (万元)	拟投入募集资金 (万元)
1	经纬恒润南通汽车电子生产基地项目	225867.24	132624.61
2	经纬恒润天津研发中心建设项目	167943.18	91197.62
3	经纬恒润数字化能力提升项目	40748.11	25360.14
4	补充流动资金	99619.36	99619.36
	合计	534177.89	348801.74

资料来源：公司招股说明书，公司公告，国元证券研究所



本次发行实际募集资金不能满足募集资金投资项目建设资金需求时，由公司董事会根据募集资金投资项目的重要性和紧迫性，在符合相关法律法规规定的前提下，安排募集资金的具体使用，不足部分通过自筹或银行贷款方式解决。

### 1.5 员工持股：凝聚企业核心员工，充分调动工作热情

根据公司招股说明书，公司对核心技术人员和研发人员采取结合组织绩效和个人绩效的绩效管理机制，定期对薪酬体系与薪资水平进行市场化调整并给予核心技术人员股权激励，保持公司对先进人才的持续吸引。

公司实施员工持股计划，有利于增强员工对公司的认同感，调动员工的工作积极性，提升公司的凝聚力，从而稳定核心人员和提升公司的经营状况。

**表 2：对股权激励会计处理进行追溯调整后的具体摊销过程情况**

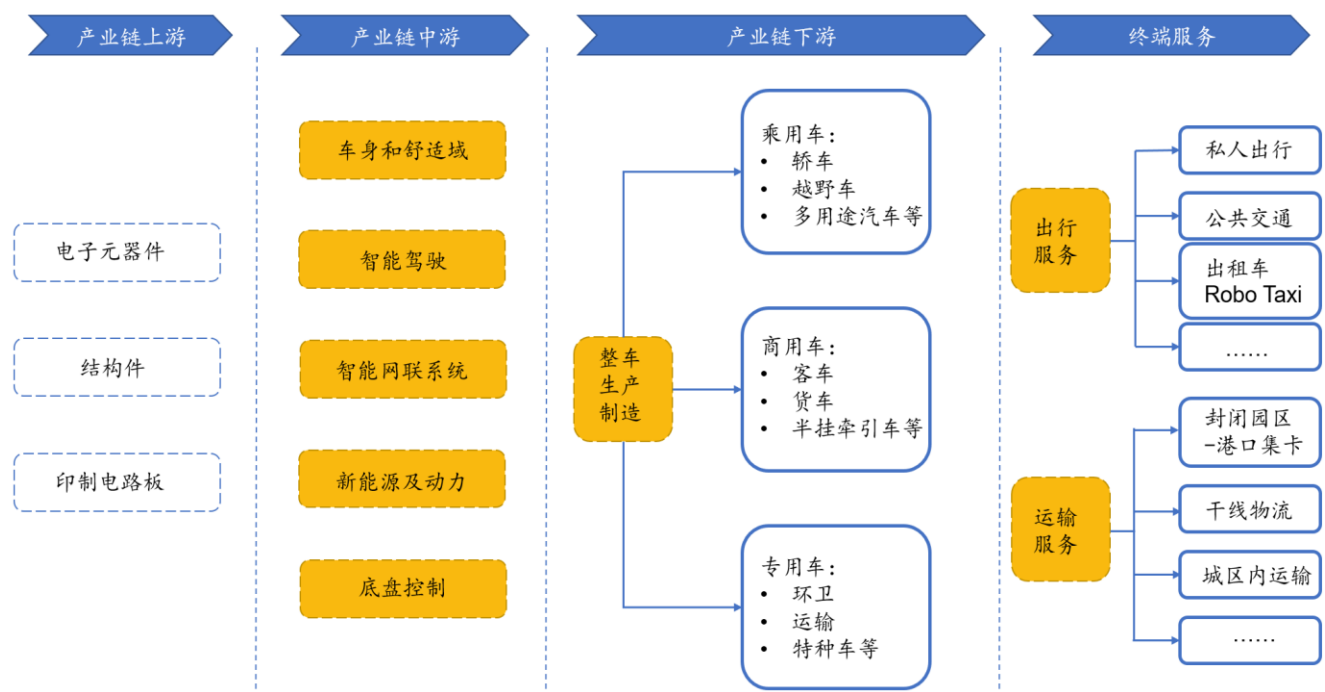
年度	摊销费用
2017 年	14534.37 万元
2018 年	3679.87 万元
2019 年	3355.99 万元
2020 年	3218.19 万元
2021 年	4006.90 万元
2022 年	4283.83 万元
2023 年	4283.83 万元
2024 年	4283.83 万元
2025 年 6 月	2141.92 万元
合计	43788.73 万元

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

## 2. 行业分析：汽车产业创新发展，国产替代有望加速

根据中国汽车工业协会的数据，2022 年全球汽车电子市场规模将达到 21399 亿元，同比增长 6%，我国汽车电子市场规模将达到 9783 亿元，同比增长 10%。随着汽车产业的创新发展与产业政策的扶持，汽车电子在整车中的成本占比越来越高，渗透率与市场规模不断提升。近年来，受疫情和贸易摩擦等因素的影响，汽车产业作为离散型制造行业，其供应链安全的重要性日益增加。新形势下，供应链国产替代有望加速。一方面，相较于国外企业，国内供应商价格更低、技术支持更到位、交付周期更可控。另一方面，国内整车企业通过组建联盟，与 ICT 企业深入合作，突破关键共性技术，开展前瞻研究布局，以期增强话语权。汽车电子供应链国产替代加速为本土汽车零部件供应商带来了可观的市场空间。

图 11：汽车电子行业产业链结构图



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

从上游供给来看，全球半导体产业加速整合，行业集中度不断提升，电子元器件是半导体的重要组成部分，更是组成汽车电子的重要部分。汽车电子行业处于产业链的中游，上游行业主要是为电子元器件、结构件和印制电路板等。汽车电子元器件主要包括电阻、电感、电容、IC、晶振、磁材料等；结构件主要包括压铸件、注塑件、接插件、密封件等。处于中游的汽车电子行业主要是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。产业链下游行业是整车制造业，最终在出行和运输服务等行业实现产品应用。

### 2.1 行业全景：多重政策促进发展，汽车电子空间广阔

目前，我国汽车工业加速创新，政府及相关部门陆续出台了一系列政策及规范性文件，涉及智能制造、传统汽车领域产业升级、数据安全、港口智能化系统建设等，为汽车

电子相关产业的发展提供了良好的政策环境和强有力的政策支持。在汽车电子产品种类增多、复杂度提升、更新速度加快以及质量要求趋严的综合背景下，从汽车电子产品的设计开发、汽车电子产品的系统集成，到汽车电子系统的检测与验证，全流程的汽车电子技术服务需求不断增加，汽车电子行业迎来广阔的市场机遇。

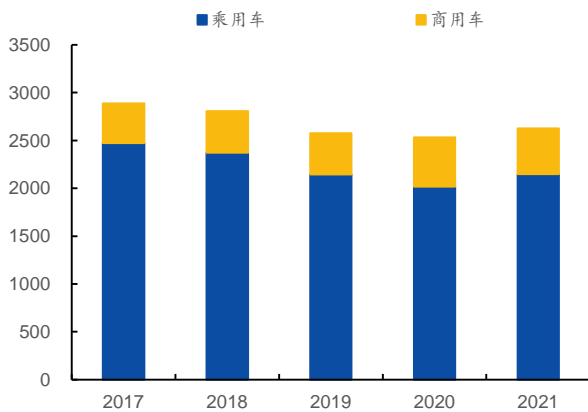
**表 3：汽车电子行业相关政策梳理**

时间	政策名称	颁布单位	政策内容
2022.02	《车联网网络安全和数据安全标准体系建设指南》	工信部	聚焦车联网终端与设施网络安全、网联通信安全、数据安全、应用服务安全、安全保障与支撑等重点领域，着力增加基础通用、共性技术、试验方法、典型应用等产业急需标准的有效供给，覆盖车联网网络安全，数据安全的关键领域和关键环节。到 2023 年底，初步网联通信安全、数据安全、应用服务安全、安全保障与支撑等标准，完成 50 项以上急需标准的研制。
2021.09	《关于加强车联网网络安全和数据安全工作的通知》	工信部	相关企业应落实安全主体责任，建立网络安全和数据安全管理制度。按照车联网网络安全和数据安全相关标准要求，加强汽车、网络、平台、数据等安全保护，监测、防范、及时处置网络安全风险和威胁，确保数据处于有效保护和合法利用状态，保障车联网安全稳定运行。
2021.08	《关于科技创新驱动加快建设交通强国的意见》	交通部、科技部	攻克交通运输关键核心技术，重点突破交通装备动力、感知、控制等核心零部件共性关键技术，提升专业软件自主可控能力；促进新一代信息技术与交通运输融合发展，推动大数据、卫星通信、高分遥感卫星等技术与交通运输深度融合，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；加快新一代轨道交通、新能源与智能网联汽车、高技术船舶、航空装备、现代物流装备等自主研发及产业化。
2021.04	《智能网联汽车生产企业及产品准入管理指南（试行）》（征求意见稿）	工信部	具备有条件自动驾驶、高度自动驾驶功能的智能网联汽车生产企业应加强安全保障能力，强化数据安全、网络安全、产品在线升级以及智能网联产品管理，智能网联汽车产品应满足数据安全、网络安全、软件升级等方面的功能与规范要求。
2020.11	《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》	国务院	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。
2019.11	《关于建设世界一流港口的指导意见》	交通部、国家发展改革委、财政部等	到 2025 年，部分沿海集装箱枢纽港初步形成全面感知、泛在互联、港车协同的智能化系统。到 2035 年，集装箱枢纽港基本建成智能化系统。
2018.12	《车联网（智能网联汽车）产业发展行动计划》	工信部	以网络通信技术、电子信息技术和汽车制造技术融合发展为主线，充分发挥我国网络通信产业的技术优势、电子信息产业的市场优势和汽车产业的规模优势，推动优化政策环境，加强跨行业合作，突破关键技术，夯实产业基础，形成深度融合、创新活跃、安全可信、竞争力强的车联网产业新生态。
2017.12	《国家车联网产业标准体系建设指南（智能网联汽车）》	工信部、国家标准委	车联网产业是汽车、电子、信息通信、道路交通运输等行业深度融合的新型产业，是全球创新热点和未来发展制高点；促进智能网联汽车技术和产业发展，实现工业化和信息化的高度融合，以满足研发、测试、示范、运行等需求，推动汽车技术创新发展和产业转型升级，带动电子、信息、通信等相关产业协调发展。
2015.05	《中国制造 2025》	国务院	继续支持电动汽车、燃料电池汽车发展，掌握汽车低碳化、信息化、智能化核心技术，提升动力电池、驱动电机、高效内燃机、先进变速器、轻量化材料、智能控制等核心技术的工程化和产业化能力，形成从关键零部件到整车的完整工业体系和创新体系，推动自主品牌节能与新能源汽车同国际先进水平接轨。

资料来源：中商产业研究院，艾瑞咨询，公司招股说明书，国元证券研究所

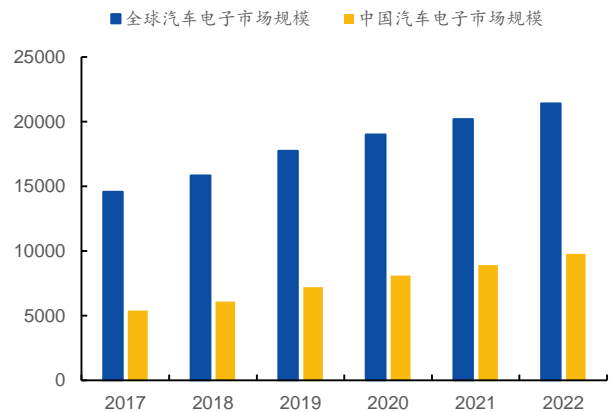
汽车电子市场规模不断扩大，渗透率加速提升。汽车电子作为汽车产业中重要的支柱，在政策驱动、技术引领、环保助推以及消费牵引的共同作用下，行业整体呈快速增长趋势。根据中国汽车工业协会的数据，2021年全年国内汽车销量达到2627.5万辆，其中乘用车2148.2万辆，商用车479.3万辆。2018年后受全球经济下行及2020年疫情影响，市场规模有所收缩，整体呈平稳发展态势，并从体量高速增长转向结构性升级。

图 12：2017-2021 年中国汽车销量情况（单位：万辆）



资料来源：中国汽车工业协会，艾瑞咨询，国元证券研究所

图 13：全球和中国汽车电子市场规模（单位：亿元）



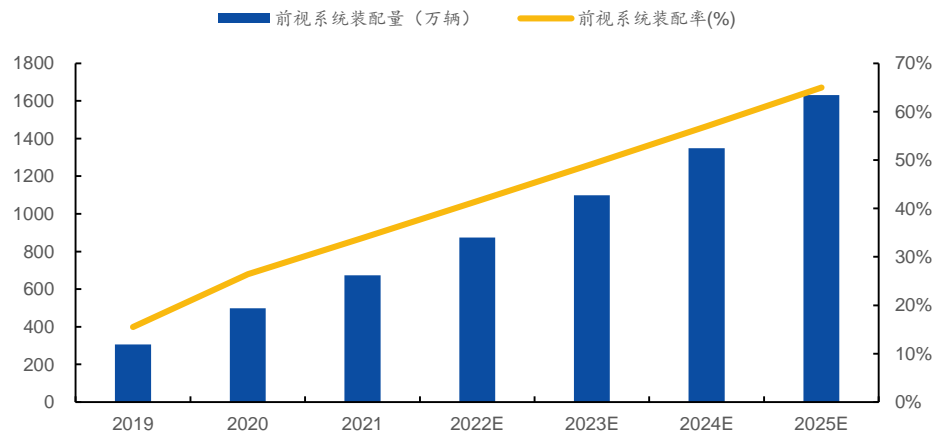
资料来源：中国汽车工业协会，公司招股说明书，国元证券研究所

## 2.2 行业趋势：智能网联逐步普及，渗透率将持续提升

近年来，汽车电子化已经成为在智能化、网联化和电动化趋势下开发新车型、改进汽车性能的重要技术措施，推动汽车由单纯的交通运输工具逐渐转变为智能移动空间，兼有移动办公、移动家居、娱乐休闲、数字消费、公共服务等功能，消费者对智能化汽车产品的需求量显著增加。因此，进一步提升汽车性能、丰富汽车功能、便捷汽车使用已经是汽车产业发展的重要潮流和趋势，包括传感器、算法软件、控制平台等在内的汽车电子相关产品的需求也有望快速增长。

根据佐思汽研的数据，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%，前视系统装配量装配率为26.4%，较2019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%。

图 14：2019-2025 年中国乘用车前视系统装配量和装配率



资料来源：佐思汽研，公司招股说明书，国元证券研究所

技术升级推动汽车行业向智能化和自动化的方向发展。整车性能的提升有赖于不断革新的汽车电子技术。近年来汽车电子技术快速发展，汽车电子产品种类逐渐增多和复杂度不断提升，使得汽车电子系统化及模块化的趋势日益明显。

图 15：汽车电子行业产品矩阵

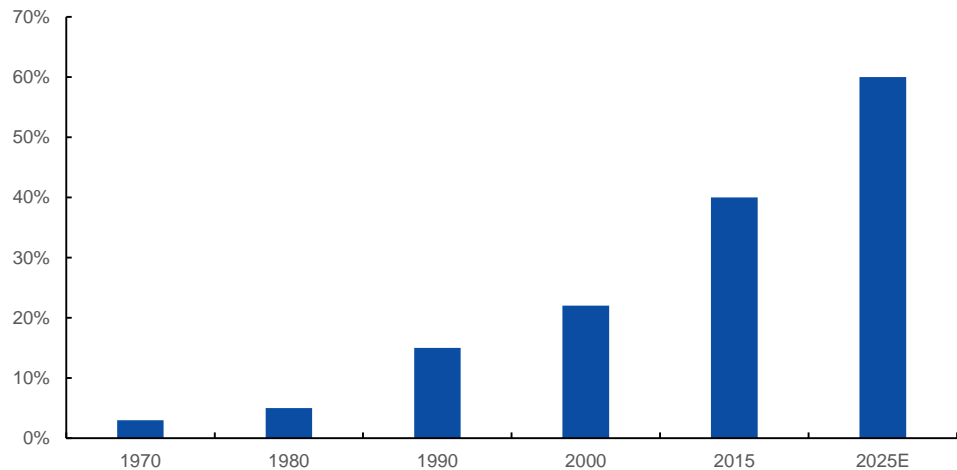


资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

随着车载信息系统终端的普及、移动互联网的兴起以及智能交通需求的增加，车载信息应用呈现迅猛发展的态势，基于移动互联网、物联网等应用的车联网预计将成为行业未来发展的重要趋势。

智能网联时代，单车汽车电子成本占比不断提升。仅从单车汽车电子价值量来看，根据赛迪智库的数据，1990年乘用车汽车电子成本占比15%，2000年达到20%，2010年占比35%，2015年达到40%，预测2025年将达60%。2018年12月25日，工业和信息化部印发《车联网（智能网联汽车）产业发展行动计划》，提出：2020年车联网用户渗透率达到30%以上，新车驾驶辅助系统(L2)搭载率达到30%以上，联网车载信息服务终端的新车装配率达到60%以上的行动目标。未来汽车电动化、智能化势必将会得到更进一步的发展。

图 16：1970-2025 年乘用车汽车电子成本占比

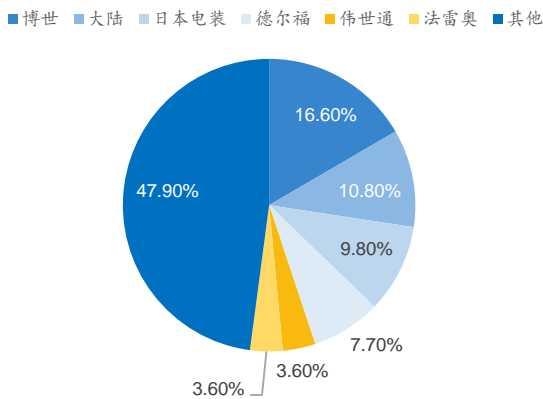


资料来源：赛迪智库，公司招股说明书，国元证券研究所

### 2.3 竞争格局：突破国际技术壁垒，本土厂商加速发展

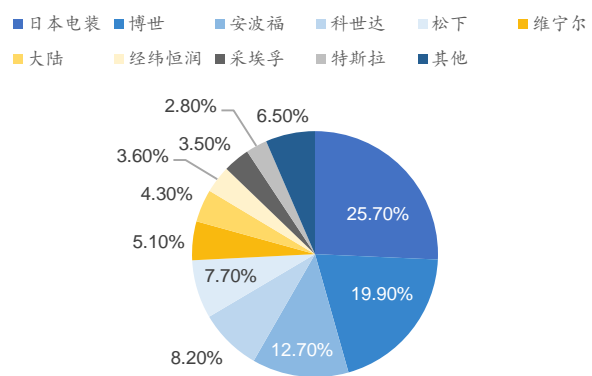
长期以来，我国汽车电子市场基本上被国际大型汽车电子企业所占据，随着本土技术的逐步成熟，国内龙头企业有望实现国产替代。根据赛迪智库《2030 中国汽车电子产业发展前景分析》的数据（2020年4月），博世、大陆、日本电装、德尔福、伟世通、法雷奥六家企业凭借在技术积累、经验等方面的优势，在全球汽车电子市场份额中占有率高达52.1%，位居领先地位。

图 17：汽车电子一级供应商全球市场规模占比(2020.4)



资料来源：赛迪智库，公司招股说明书，国元证券研究所

图 18：中国乘用车新车前视系统十大供应商市占率(2020)



资料来源：佐思汽研，公司招股说明书，国元证券研究所

根据公司招股说明书及各公司官网，全球汽车电子市场主要企业概况：

- **博世**：博世在汽车电子方面主要进行车身电子、制动控制和发动机管理等系统的开发以及半导体、传感器和控制单元的生产。
- **大陆**：大陆集团主要生产销售汽车安全电子、电子制动系统、制动助力器、车载智能通信系统、汽车仪器仪表和供油系统等汽车零部件。
- **安波福**：为全球汽车和商用车市场提供电气、电子和主动安全技术解决方案，提供端到端的智能移动解决方案、主动安全和自动驾驶技术。
- **日本电装**：在环境保护、发动机管理、车身电子产品、驾驶控制与安全、信息和通讯等领域是全球主要整车企业的重要供应商，主要产品包括空调系统、动力传动系统、安全座舱系统、汽车维修用零部件及配件等。
- **采埃孚**：全球汽车行业的合作伙伴和零配件供应商，专业提供传输、转向、底盘系统等汽车零配件。
- **克诺尔**：主要从事铁路及商用车辆制动系统的制造，其中商用车系统分部为卡车、公共汽车、拖车和农业机械提供制动系统。

近年来，在国家政策的引导下，本土汽车电子产业技术逐渐成熟，一些优质的头部汽车电子企业逐步突破国际汽车电子厂商的技术壁垒，进入国内外汽车电子产业供应链，逐渐实现国产替代。一方面，整车厂商降本增效的需求倒逼其选择与优质的本土汽车电子供应商企业进行合作；另一方面，基于供应链安全、自主可控程度等考量因素，整车厂也逐渐加强本土汽车电子供应体系建设，推动供应链安全管理的进程。此外，汽车电子呈现持续向中低端车型渗透的行业特点，传统高端车型配备的电子设备逐步向中低端车型普及，对加速汽车电子产品进口替代进程起到促进作用。

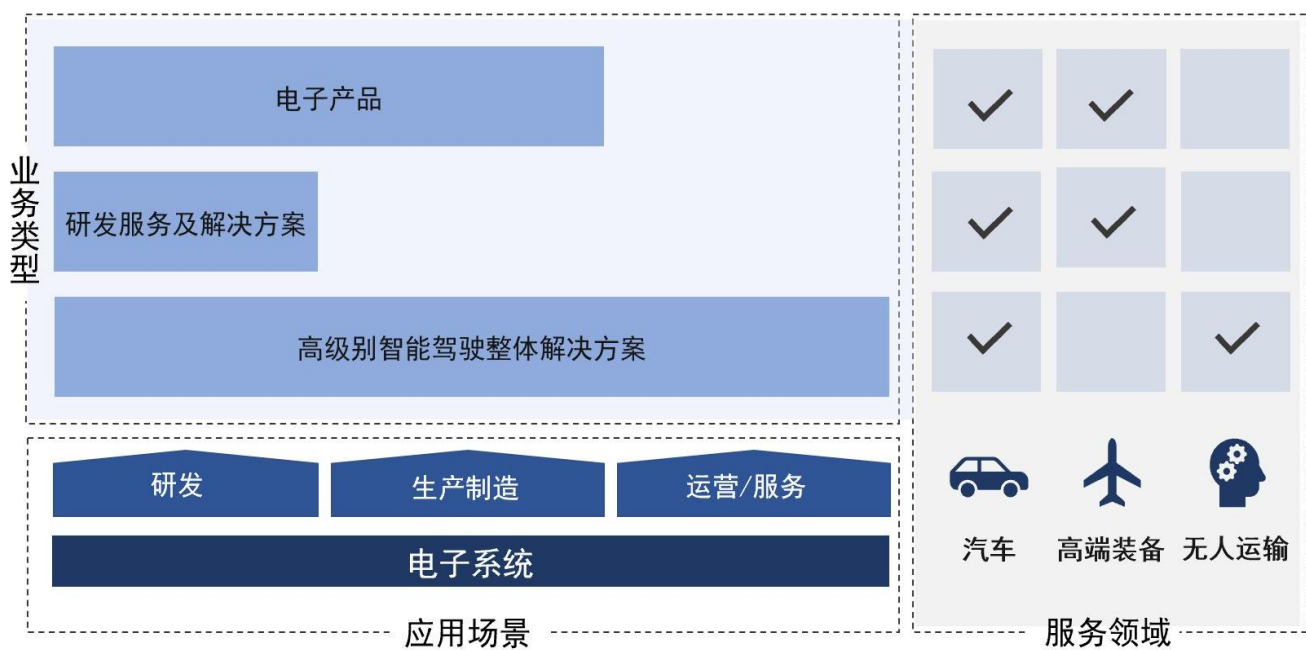
以乘用车 ADAS 厂商为例，2016 年公司自主研发的 ADAS 控制器量产配套，打破了国外零部件公司在该领域的垄断。根据佐思汽研《2021 年汽车视觉产业报告-国内篇》，2020 年海外零部件巨头占据了我国前视乘用车新车 ADAS 系统超过 90% 以上的份额，公司是前十名供应商中唯一的一家本土企业，位列第八。随着行业不断发展，公司等头部企业的技术和布局日益完善，汽车电子产业的国产替代有望进一步提速。

### 3. 竞争力分析：研发打造竞争优势，客户开拓成效显著

#### 3.1 产品领先：电子产品广泛布局，顺应智能发展趋势

目前，公司的主营业务包括：电子产品业务、研发服务及解决方案、高级别智能驾驶整体解决方案。其中，汽车电子产品提供前装电子配套产品，长期供应国内外知名整车制造商和一级供应商，按产品类型分类包括智能驾驶电子产品、智能网联电子产品、车身和舒适域电子产品、底盘控制电子产品、新能源和动力系统电子产品。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，为汽车、航空、轨道交通等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等服务。高级别智能驾驶整体解决方案是公司于 2015 年开创的新业务领域，为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，公司开发了单车智能解决方案、智能车队运营管理解决方案和车-云数据中心解决方案。

图 19：公司主营业务概况



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

公司智能驾驶电子产品业务围绕汽车智能化展开，主要包括先进辅助驾驶系统(ADAS)、智能驾驶域控制器(ADCU)、车载高性能计算平台(HPC)、毫米波雷达(RADAR)、车载摄像头(CAM)、高精定位模块(LMU)、驾驶员监控系统(DMS)和自动泊车辅助系统控制器(APA)等。公司在 2010 年开始智能驾驶电子产品的研发工作，通过不断的技术研究和产品开发，已经形成针对不同等级智能驾驶功能需求的平台化的产品解决方案。



**图 20：国内主要 ADAS Tier1 厂商产品布局**

Tier 1		经纬恒润	德赛西威	东软睿驰	华为	百度	阿里	腾讯
感知层	视觉							
	前视-单目	√	√	√				
	前视-多目			√	√			
	环视	研发中	√	√	√			
	后视	研发中		√				
	内视	√	√	√				
	超声波		√					
	毫米波	√	√		√			
	激光雷达	√			√			
	高精定位模块	√		√				
决策层	芯片				√		√	
	域控制器	√	√	√				
	计算平台	√	√	√	√	√		
执行层	线控底盘系统	√						
解决方案	泊车方案	√	√	√		√		
	驾驶方案			√	√	√		√
自动驾驶服务	云服务			√	√	√	√	√
	仿真服务					√	√	√
	高精地图				√	√	√	√

资料来源：佐思汽研，国元证券研究所

公司自主研发的 ADAS 产品于 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。根据 C-NCAP(China-New Car Assessment Program) 车型测试数据，公司 ADAS 产品已实现国产替代，达到国际知名厂商技术水平。自 2016 年以来，公司已完成四代先进辅助驾驶系统的迭代，不仅实现了基本的辅助驾驶功能，而且充分考虑了中国驾驶员的驾驶行为和中国的道路工况，更适应中国人的驾驶习惯。目前，先进辅助驾驶系统(ADAS)产品已经配套了上汽荣威 RX5 车型、一汽红旗 H5/H7/H9/HS5/HS7/E-HS3/E-HS9、吉利博越 Pro/新缤越/帝豪、一汽解放 J6/J7、重汽豪沃 T7 等车型。2018-2021 上半年，公司 ADAS 产品销量分别为 6.75、10.18、30.67、27.23 万套。

图 21：公司 ADAS、ADCU、HPC 产品可实现多种智能驾驶功能

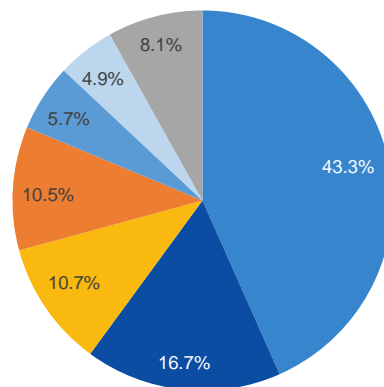


资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

从行业发展空间来看，公司 ADAS 产品在未来有望实现快速增长。根据佐思汽研的数据，2020 年，公司在国内自主品牌乘用车市场的前视系统（即公司 ADAS 产品）市场份额占比 16.7%，位居市场第二。

图 22：2020 年国内自主品牌乘用车前视系统供应商市占率

■ 博世 ■ 经纬恒润 ■ 大陆 ■ 维宁尔 ■ 安波福 ■ 采埃孚 ■ 其他



资料来源：佐思汽研，公司招股说明书，国元证券研究所

根据高工智能汽车研究院的数据，2022年1-6月中国市场（不含进出口）乘用车新车整体ADAS(L0-L2)搭载率已经接近50%(46.80%)；其中L2级ADAS前装搭载率已达26.64%（同比增加约11个百分点），在行车ADAS供应商份额方面，2022年1-6月中国本土Tier1供应商份额合计占比达到8.89%，同比增加近3个百分点，随着下半年更多本土方案实现前装上车，这个数字还将快速上升。

公司智能网联电子产品业务围绕汽车网联化技术趋势展开，主要包括远程通讯控制器(T-BOX)和网关(GW)等。T-BOX产品能够为整车提供数据传输、故障监控、远程控制（开闭锁、空调控制、发动机启动）、热点共享、语音、数字钥匙、空中下载等服务。公司T-BOX于2014年首次量产，形成了适配于华为、高通等主流通讯模组厂商的一系列产品。随着5G基础设施的建设和相关通信技术的发展成熟，公司已推出了基于5G和V2X技术的新一代T-BOX产品。该产品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。截至2021年6月30日，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。根据公司招股说明书的数据，2018-2021上半年公司T-BOX产品销量分别为5.63、21.18、34.24、21.11万套。

**图 23：公司智能网联电子产品**



**远程通讯控制器T-BOX**

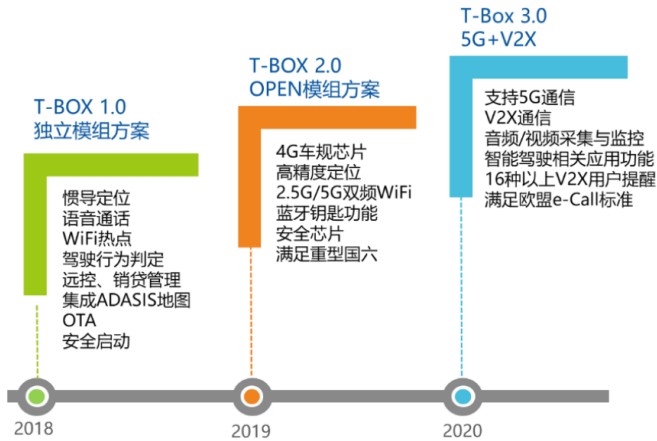


**网关GW**

资料来源：公司官网，公司招股说明书，国元证券研究所

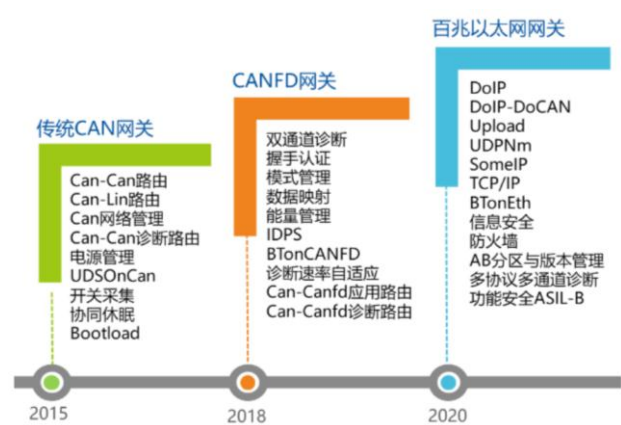
公司网关(GW)产品作为整车网络的数据交互中心，可将CAN、LIN、以太网等协议下的网络数据在不同网络中进行路由。由于独立网关的存在，整车电子电气架构的设计可以持续优化。公司网关(GW)产品具有平台化特点，可以根据客户在网络拓扑结构、网络管理策略等方面的定制化要求灵活配置；网关软件基于AUTOSAR架构开发，结合了信息安全相关功能。整车厂可以通过该产品提高整车拓扑结构的可扩展性和整车的信息安全。公司网关(GW)产品已配套上汽通用别克GL8、奇瑞瑞虎8、吉利缤越/缤瑞/帝豪/远景/远景X3/几何A、广汽传祺GS4/GS8/GM8、小鹏P7、一汽解放J6/J7、重汽豪沃T7等车型。根据公司招股说明书的数据，2018-2021上半年公司网关(GW)产品销量分别为42.42、64.26、83.66、50.11万套。

图 24：公司 T-BOX 产品发展情况



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

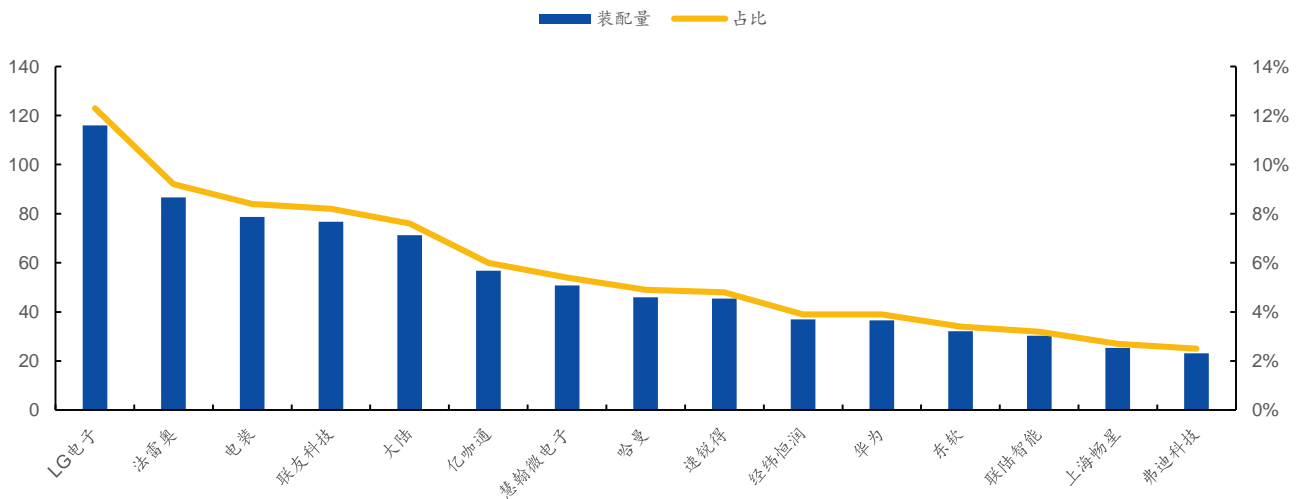
图 25：公司网关产品发展情况



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

根据佐思汽研的数据，2020年，公司T-BOX产品装配量达到36.9万辆，市场占有率达到3.9%，位居全球供应商第10位，本土厂商第5位。

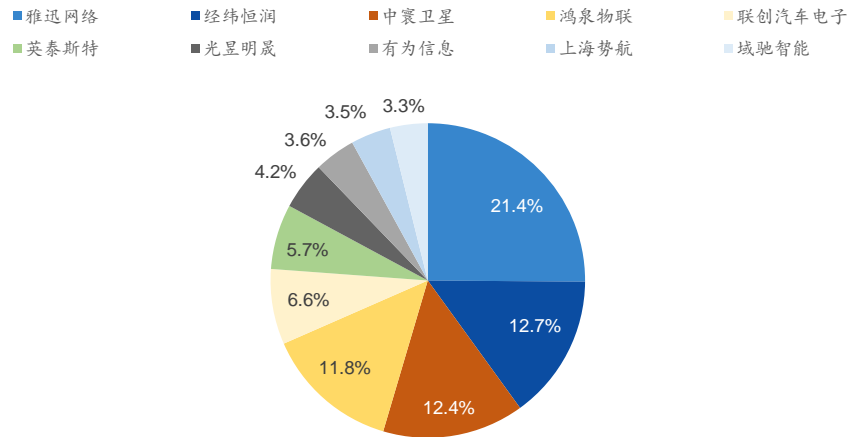
图 26：2020年 T-BOX 产品装配量情况（单位：万辆）



资料来源：佐思汽研，公司招股说明书，国元证券研究所

T-BOX 主要用于车与车联网服务平台之间的通信，是前装车联网的核心硬件。根据佐思汽研的数据，2021年中国乘用车T-BOX前装装配量为1294万辆，同比增长31%；装配率达60%，较上年增加约10个百分点。预计2025年中国乘用车T-BOX前装装配率将达83.5%，装配量超过2000万辆。2021年中国商用车T-BOX装配率为45.9%，比上年同期增加20.3个百分点；市场规模为12.6亿元。预计2025年中国商用车T-BOX装配率可达90%，市场规模将超过22亿元。2022年1-4月，公司在中国商用车T-BOX前十大供应商位居第二，份额为12.7%。

图 27：2022 年 1-4 月中国商用车 T-BOX 供应商市占率



资料来源：佐思汽研，国元证券研究所

目前，公司 5G T-BOX 采用 AP+NAD+MCU 架构，提供高通、MTK 多平台支持，呈现独立式、智能天线式、多通信模组集成式等多种形态。功能接口包 5G SA/NSA、C-V2X、CAN/CAN FD、千兆以太网、双频 GNSS、WiFi6、蓝牙 5.2、USB 等，现已经量产于东风岚图等车型；还可集成 TPMS、ETC、换电控制、蓝牙钥匙（可扩展 UWB）等专项行业业务，同时面向智驾域提供厘米级高精度定位、场端/车端 AVP、万兆以太网高速通道等服务。未来，基于智能网联功能的进一步开发、新能源市场需求增长、主管部门监管要求、以及主机厂自身整车 OTA 需要等因素驱动，车联网将进一步得到普及，T-BOX 装配量及装配率将持续保持上升。

### 3.2 优质客户：客户群体结构优质，全球客户广泛认可

公司在汽车电子领域深耕多年，由于公司的产品及服务质量可靠、性能优异、反应敏捷，具有较强的市场竞争力，获得了多家全球知名整车厂和 Tier1 客户的认可。结合“三位一体”业务布局，公司在为现有客户提供多维度产品服务的同时，积极开拓新客户，从而实现业务的持续增长。公司直接供货的整车厂客户包括一汽集团、中国重汽、上汽集团、广汽集团等国内整车厂，以及通用汽车、纳威斯达、达夫卡车等国外整车厂。此外，公司向英纳法、安通林、HI-LEX、博格华纳、伊顿工业等国际 Tier1 客户供货，产品应用于通用汽车、福特集团、捷豹路虎等整车企业知名车型。公司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。

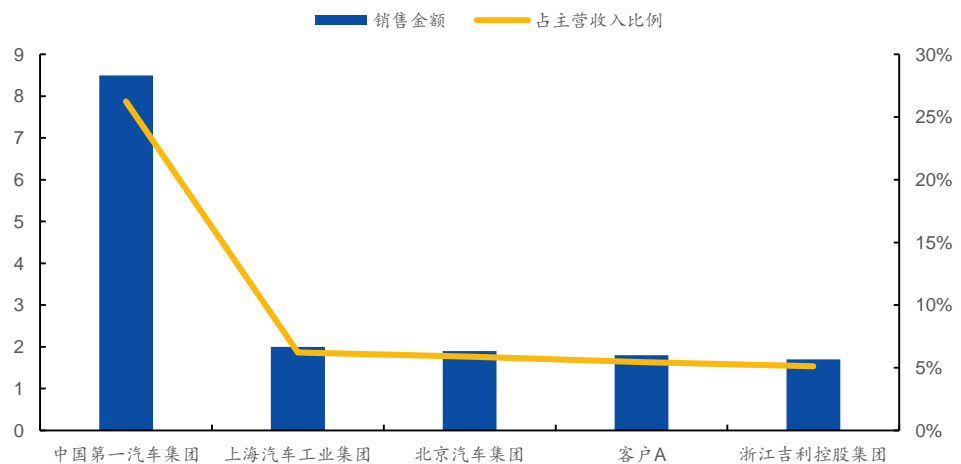
图 28：公司主要客户概况



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

2018-2021 年，公司前五大客户销售金额合计占当期营业收入的比例分别为 42.62%、50.48%、52.56%和 48.63%。公司与国内整车企业合作持续深化，已成为国内整车企业技术和产品升级的可靠战略伙伴，由此有效保障公司在行业内的竞争优势，并为公司不断扩大产品应用范围、持续提升市场份额提供有力支撑。

图 29：2021 年前 5 大客户销售金额和占主营收入比例（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

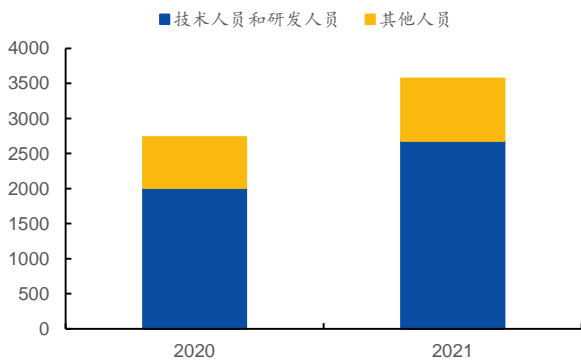
国际 Tier1 大多提供标准化的产品，且主要研发部门部署在海外，配合国内客户进行定制开发或后期改动的成本较高。相比之下，公司与本土整车厂保持高效沟通，凭借

对本土化的道路工况深刻的理解，提供更精准、及时的本地服务支持。在与客户的长期合作过程中，公司以客户需求为导向，搭建灵活高效的客户响应体系，为客户提供全方位的服务，获得了客户的广泛认可。在业内，公司树立了良好的品牌形象和声誉，从而有效促进公司进一步的客户开拓。

### 3.3 技术优势：研发团队实力强劲，已授权专利超千项

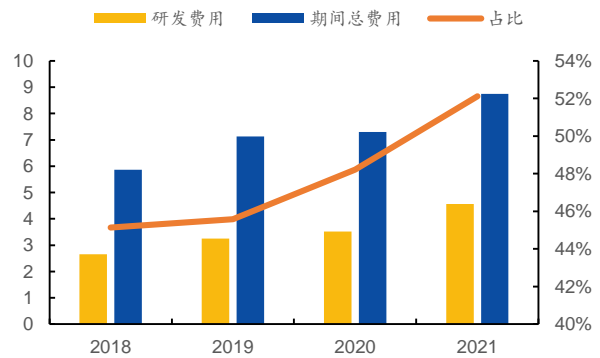
2021 年底，公司在职工总数达到 3570 人，相较于 2020 年底的 2734 人增加了 836 人，增幅达 30.58%，其中研发人员和技术人员合计增加 669 人，占新增人数的 80%以上。同时公司连续两年保持技术人员和研发人员均超过总员工人数的 70%。公司员工专业覆盖电子工程、车辆工程、自动化、计算机、精密仪器、微电子、系统工程、软件工程等，主要毕业于清华大学、北京航空航天大学、北京理工大学、北京科技大学、吉林大学等知名院校。公司十分重视研发工作，研发投入逐年增长，2021 年的研发费用达 4.56 亿元，同比增长 29.45%。

图 30：2020 年和 2021 年公司员工数量（单位：人）



资料来源：公司招股说明书，Choice，国元证券研究所

图 31：2018-2021 年研发费用及占比（单位：亿元）



资料来源：Choice，国元证券研究所

截至 2022 年 6 月 30 日，公司累计获得 182 项软件著作权，累计获得 1630 项专利，其中，发明专利 751 项。通过长期自主技术研发和产业实践经验积累，公司将掌握的技术成果与所处的电子系统产业深度融合，商业化形成了先进辅助驾驶系统 (ADAS)、远程通讯控制器 (T-BOX)、防夹控制器 (APCU) 等电子产品，整车电子电气架构咨询服务、整车电子电气仿真测试解决方案等多种研发服务及解决方案，以及港口 MaaS 解决方案为代表的高级别智能驾驶整体解决方案，得到了国内外行业客群的广泛认可。

公司曾承担科技部“电动汽车智能辅助驾驶关键技术研究与应用”项目、科技部“智能驾驶域控制器技术开发与应用研究”项目、北京市科学技术委员会“高精度智能电动汽车转向系统工程化开发与应用”项目等多个国家级、省部级重大科研项目。并且公司还参编道路车辆功能安全相关国家标准 4 项，推动行业标准建立。公司荣获“2020 年度中国汽车工业科学技术奖科技进步一等奖”、“2020 年度中国汽车工业科学技术奖技术发明一等奖”、“中国港口协会 2020 年度科技进步二等奖”和中国专利优秀奖等荣誉。

**表 4：公司部分获奖情况**

获奖时间	获奖名称	颁发单位	项目名称
2020.11	中国港口协会 2020 年度科技进步二等奖	中国港口协会	自动化集装箱码头无人集卡关键技术研究与应用
2020.10	2020 年度中国汽车工业科学技术奖科技进步一等奖	中国汽车工程学会	新一代低碳化、低污染、高安全、高品质商用车技术创新及产业化
2020.10	2020 年度中国汽车工业科学技术奖技术发明一等奖	中国汽车工程学会	路车智能融合感知与协同控制关键技术及应用
2017.12	中国专利优秀奖	国家知识产权局	电机及其绕组温度的检出方法和装置、热保护方法和装置

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所



## 4. 盈利预测与投资建议

### 核心假设：

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。目前，公司业务包括：电子产品业务、研发服务及解决方案、高级别智能驾驶整体解决方案、其他业务。我们按照这四个维度预测公司未来的收入和毛利率情况。

- 1. 电子产品业务：**公司的电子产品业务以汽车电子产品为主，紧密围绕汽车的智能化、网联化、电动化和服务化趋势，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。公司的电子产品业务可以具体细分为车身和舒适域电子产品、智能驾驶电子产品、智能网联电子产品、底盘控制电子产品、新能源和动力系统电子产品、高端装备电子产品和汽车电子产品开发服务。2020-2021年，该业务收入增速分别为47.82%、38.77%，未来三年收入有望保持较快的增长态势，预测收入增速分别为30.07%、35.48%、31.26%。毛利率方面，2020-2021年分别为26.62%、27.55%，预测未来三年将保持在2021年的水平，维持在27-28%的区间。
- 2. 研发服务及解决方案：**公司研发服务及解决方案业务主要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。2020-2021年，该业务收入增速分别为2.82%、11.55%，未来三年有望保持稳健的增长态势，预测收入增速分别为25.32%、23.08%、20.47%。毛利率方面，2020-2021年分别为49.81%、42.01%，预测未来三年将保持在2021年的水平，维持在42-43%的区间。
- 3. 高级别智能驾驶整体解决方案：**公司针对特定场景为客户提供有条件自动驾驶及以上级别的智能驾驶解决方案，包含了单车智能解决方案、智能车队运营管理解决方案和车-云数据中心解决方案等，实现了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。2020-2021年，该业务收入增速分别为376.71%、1.17%，未来三年收入有望保持较快的增长态势，预测收入增速分别为35.42%、30.73%、25.68%。毛利率方面，2020-2021年分别为40.97%、22.70%，未来三年有望逐步提升，预测毛利率分别为25.65%、27.44%、29.26%。
- 4. 其他业务：**该业务在公司收入中占比很小。2020-2021年，该业务收入增速分别为122.01%、203.22%，未来三年有望保持平稳的增长态势，预测收入增速分别为12.37%、10.94%、8.76%。毛利率方面，2020-2021年分别为18.44%、72.42%，预测未来三年将保持在2021年的水平，维持在72-73%的区间。

**表 5：公司收入拆分（单位：百万元）**

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>电子产品业务</b>					
收入	1800.15	2498.10	3249.28	4402.12	5778.23
增长率	47.82%	38.77%	30.07%	35.48%	31.26%
毛利率	26.62%	27.55%	27.64%	27.73%	27.82%
<b>研发服务及解决方案</b>					
收入	633.85	707.05	886.08	1090.59	1313.83
增长率	2.82%	11.55%	25.32%	23.08%	20.47%
毛利率	49.81%	42.01%	42.13%	42.18%	42.27%
<b>高级别智能驾驶整体解决方案</b>					
收入	38.85	39.30	53.22	69.58	87.44
增长率	376.71%	1.17%	35.42%	30.73%	25.68%
毛利率	40.97%	22.70%	25.65%	27.44%	29.26%
<b>其他业务</b>					
收入	5.91	17.91	20.12	22.33	24.28
增长率	122.01%	203.22%	12.37%	10.94%	8.76%
毛利率	18.44%	72.42%	72.44%	72.47%	72.49%
<b>合计</b>					
收入	2478.75	3262.36	4208.70	5584.61	7203.78
增长率	34.35%	31.61%	29.01%	32.69%	28.99%
毛利率	32.75%	30.88%	30.88%	30.73%	30.63%

资料来源：Wind，国元证券研究所

**可比公司估值：**

在国内上市公司中，中科创达、德赛西威、华阳集团也从事汽车电子与智能驾驶相关的软硬件业务，与公司主营业务相近，因此我们选择这三家公司为可比公司。从 PS 估值水平的角度来看，公司的估值水平低于可比公司的平均水平。

**表 6：可比公司估值情况**

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	营业收入 (亿元)				PS			
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
300496.SZ	中科创达	110.90	505.77	41.27	59.05	81.36	109.40	12.26	8.57	6.22	4.62
002920.SZ	德赛西威	146.29	812.31	95.69	133.88	180.21	231.00	8.49	6.07	4.51	3.52
002906.SZ	华阳集团	42.53	202.35	44.88	59.44	76.70	97.23	4.51	3.40	2.64	2.08
<b>平均</b>		-	-	-	-	-	-	<b>8.42</b>	<b>6.01</b>	<b>4.45</b>	<b>3.41</b>
688326.SH	经纬恒润	190.01	228.01	32.62	42.09	55.85	72.04	6.99	5.42	4.08	3.17

资料来源：Wind，国元证券研究所

注：可比公司均采用 Wind 一致预期，收盘价的日期为 2022 年 9 月 29 日

**投资建议：**

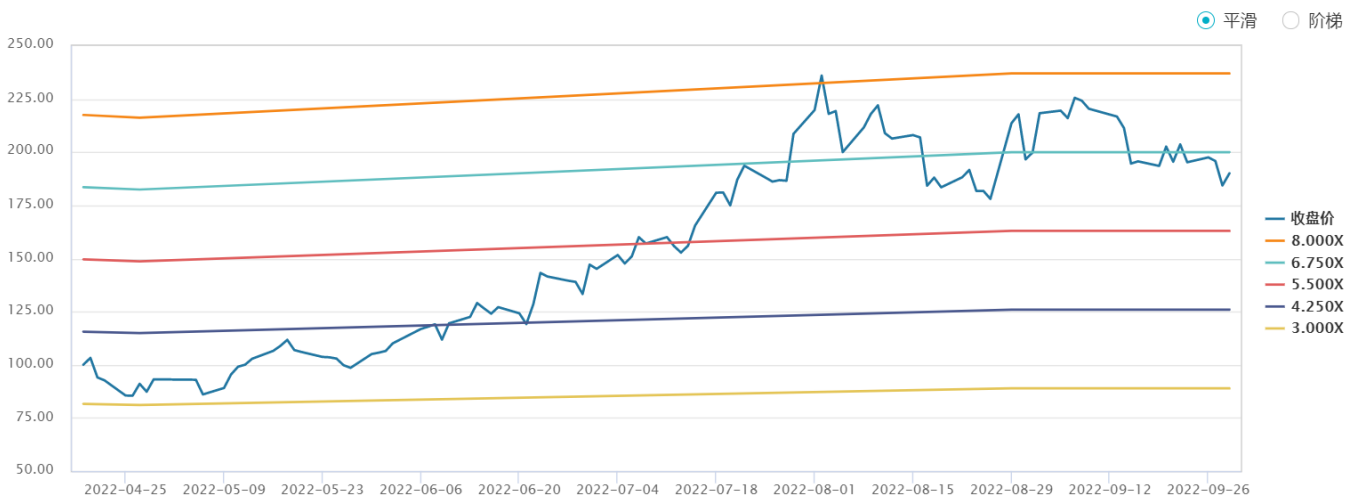
公司是目前国内少数能实现覆盖智能驾驶电子产品、研发服务及解决方案、高级别智能驾驶整体解决方案的企业之一。公司部分核心产品及服务打破国外垄断，

技术水平及市场地位在国内供应商中处于领先地位。公司通过技术创新，持续提升产品及服务的先进性，增强公司技术竞争力，对保障我国智能汽车、高端装备、无人运输等领域持续自主研发、强技术、补短板具有重要的意义。

目前，全球新一轮科技革命和产业变革加速演进，人工智能、5G 等新一代信息技术驱动全球汽车产业向智能化、网联化和电动化发展方向转型升级。在此背景下，我国汽车工业已经迎来快速发展的历史机遇。政府相关部门出台了一系列涉及智能制造、传统汽车领域产业升级的有关政策，为公司所在的汽车电子相关产业的发展提供了良好的政策环境和强有力的政策支持，公司主营业务发展迎来广阔的市场机遇。

预测公司 2022-2024 年营业收入为 42.09、55.85、72.04 亿元，归母净利润为 2.27、3.23、4.26 亿元，EPS 为 1.89、2.70、3.55 元/股，对应 PE 为 100.31、70.50、53.47 倍。近年来，公司在研发、销售等方面投入较多，净利润率偏低，适用 PS 估值法。上市以来，公司 PS TTM 主要运行在 3-8 倍之间，目前 PS 为 6.4 倍，给予公司 2022 年 7 倍的目标 PS，对应的目标价为 245.51 元。首次推荐，给予“增持”评级。

图 32：经纬恒润上市以来 PS-Band



资料来源：Wind，国元证券研究所

## 5. 风险提示

- 新冠肺炎疫情反复风险：**目前，新冠肺炎疫情在国内已经得到有效的控制，但如果部分地区发生反复，可能会对公司的业务发展产生一定影响；
- 应收账款坏账风险：**2018-2021年，公司的应收账款净额分别为4.32、5.35、7.61、6.24亿元，占公司营业收入的比例分别为28.08%、29.01%、30.70%、19.12%，其中，账龄在一年以内的应收账款占总余额的比例分别为94.27%、91.64%、91.68%、92.42%。随着公司经营规模的扩大，在信用政策不发生改变的情况下，应收账款余额仍会保持较大金额且进一步增加。如果欠款客户出现重大经营风险、发生无力支付款项的情况，公司可能面临应收账款无法回收而给公司造成损失的情形；
- 大客户集中度较高风险：**公司与一汽集团、北汽集团、中国重汽、上汽集团、广汽集团、安通林等国内外知名大型整车厂或一级供应商存在业务关系。2018-2021年，公司前五大客户销售金额合计占当期营业收入的比例分别为42.62%、50.48%、52.56%、48.63%，客户集中度较高，同时，公司来自一汽集团的营业收入占当期营业收入比例分别为10.23%、26.30%、27.83%、26.09%。一般情况下，整车厂在一款车的生命周期内，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，如果未来公司的主要客户出现战略方向或布局规划调整、经营业绩波动、订单大量转移等情况，将对公司的业绩产生不利影响；
- 新客户新业务开拓不利风险：**公司在巩固现有客户合作的同时，各业务领域也积极拓展新客户，但市场开拓的周期、成效受到行业环境、客户规划、市场竞争等多重因素的影响。若公司客户拓展工作进展低于预期或者客户拓展失败，将对公司未来经营业绩产生不利影响；
- 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；
- 技术与产品迭代风险：**公司主要产品及服务具有涉及技术面广、技术更新迭代速度快的特点。这种特点要求公司在硬件产品、核心软件和系统平台搭建方面保持敏锐的市场洞察力并持续进行研发投入，不断调整优化相关产品和服务的性能和功能，才能够在核心技术、产品和服务等方面保持市场竞争力。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。

## 财务预测表

资产负债表						单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E						
<b>流动资产</b>	3105.20	3366.95	7601.96	8618.62	9772.38						
现金	846.84	937.05	4592.90	4759.88	4964.39						
应收账款	760.87	623.61	787.87	1037.06	1319.01						
其他应收款	17.38	18.08	22.73	29.60	37.46						
预付账款	34.50	46.56	59.63	78.92	101.45						
存货	882.64	1359.91	1692.15	2185.23	2724.88						
其他流动资产	562.97	381.75	446.69	527.93	625.18						
<b>非流动资产</b>	796.48	1137.77	1105.63	1074.48	1059.60						
长期投资	14.57	8.90	9.86	10.23	11.37						
固定资产	243.51	328.21	394.06	415.15	422.23						
无形资产	259.12	271.26	279.03	288.26	299.21						
其他非流动资产	279.28	529.39	422.68	360.84	326.79						
<b>资产总计</b>	3901.68	4504.72	8707.59	9693.10	10831.98						
<b>流动负债</b>	2377.38	2683.66	3191.58	3836.75	4531.07						
短期借款	167.58	6.01	0.00	0.00	0.00						
应付账款	809.40	1007.01	1232.53	1558.28	1935.55						
其他流动负债	1400.40	1670.64	1959.05	2278.47	2595.52						
<b>非流动负债</b>	188.27	301.85	320.95	337.80	355.87						
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
其他非流动负债	188.27	301.85	320.95	337.80	355.87						
<b>负债合计</b>	2565.65	2985.51	3512.53	4174.55	4886.94						
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
股本	90.00	90.00	120.00	120.00	120.00						
资本公积	1083.95	1121.34	4539.84	4539.84	4539.84						
留存收益	161.38	307.57	534.88	858.30	1284.71						
<b>归属母公司股东权益</b>	1336.03	1519.21	5195.07	5518.56	5945.03						
<b>负债和股东权益</b>	3901.68	4504.72	8707.59	9693.10	10831.98						

现金流量表						单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E						
<b>经营活动现金流</b>	46.48	310.73	264.32	207.64	270.50						
净利润	73.69	146.19	227.31	323.42	426.41						
折旧摊销	64.34	80.35	84.16	96.35	106.49						
财务费用	18.07	9.64	-26.56	-45.79	-47.65						
投资损失	15.69	7.96	8.12	8.29	8.46						
营运资金变动	-168.34	-19.19	-240.17	-401.73	-442.58						
其他经营现金流	43.03	85.78	211.46	227.11	219.38						
<b>投资活动现金流</b>	-213.31	-63.17	-74.42	-85.04	-111.72						
资本支出	67.26	171.75	10.42	15.49	27.63						
长期投资	144.00	-109.38	0.96	0.37	1.14						
其他投资现金流	-2.05	-0.80	-63.05	-69.18	-82.95						
<b>筹资活动现金流</b>	549.04	-74.94	3465.95	44.38	45.73						
短期借款	-58.70	-161.57	-6.01	0.00	0.00						
长期借款	-51.93	0.00	0.00	0.00	0.00						
普通股增加	6.90	0.00	30.00	0.00	0.00						
资本公积增加	521.72	37.39	3418.50	0.00	0.00						
其他筹资现金流	131.05	49.24	23.45	44.38	45.73						
<b>现金净增加额</b>	368.16	161.27	3655.85	166.99	204.51						

利润表						单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E						
<b>营业收入</b>	2478.75	3262.36	4208.70	5584.61	7203.78						
营业成本	1666.87	2255.08	2908.97	3868.61	4997.56						
营业税金及附加	14.21	15.91	18.94	23.46	28.09						
营业费用	178.99	194.88	222.22	289.28	366.67						
管理费用	180.75	214.44	264.31	345.69	437.99						
研发费用	352.28	456.02	583.70	741.30	934.04						
财务费用	18.07	9.64	-26.56	-45.79	-47.65						
资产减值损失	-21.10	-40.32	-42.38	-45.29	-48.02						
公允价值变动收益	0.69	13.84	10.26	8.75	6.83						
投资净收益	-15.69	-7.96	-8.12	-8.29	-8.46						
<b>营业利润</b>	51.94	131.08	238.26	347.84	464.26						
营业外收入	1.36	1.19	1.38	1.42	1.48						
营业外支出	1.00	1.52	1.57	1.61	1.65						
<b>利润总额</b>	52.30	130.75	238.07	347.65	464.09						
所得税	-21.40	-15.43	10.76	24.23	37.68						
<b>净利润</b>	73.69	146.19	227.31	323.42	426.41						
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
<b>归属母公司净利润</b>	73.69	146.19	227.31	323.42	426.41						
EBITDA	134.35	221.07	295.86	398.40	523.10						
EPS (元)	0.82	1.62	1.89	2.70	3.55						

主要财务比率											
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E						
<b>成长能力</b>											
营业收入(%)	34.35	31.61	29.01	32.69	28.99						
营业利润(%)	157.04	152.37	81.77	45.99	33.47						
归属母公司净利润(%)	223.51	98.37	55.49	42.28	31.84						
<b>获利能力</b>											
毛利率(%)	32.75	30.88	30.88	30.73	30.63						
净利率(%)	2.97	4.48	5.40	5.79	5.92						
ROE(%)	5.52	9.62	4.38	5.86	7.17						
ROIC(%)	7.26	10.26	11.75	13.60	15.55						
<b>偿债能力</b>											
资产负债率(%)	65.76	66.28	40.34	43.07	45.12						
净负债比率(%)	6.53	0.85	0.58	0.52	0.46						
流动比率	1.31	1.25	2.38	2.25	2.16						
速动比率	0.92	0.73	1.83	1.66	1.54						
<b>营运能力</b>											
总资产周转率	0.76	0.78	0.64	0.61	0.70						
应收账款周转率	3.82	4.71	5.96	6.12	6.12						
应付账款周转率	2.39	2.48	2.60	2.77	2.86						
<b>每股指标(元)</b>											
每股收益(最新摊薄)	0.61	1.22	1.89	2.70	3.55						
每股经营现金流(最新摊薄)	0.39	2.59	2.20	1.73	2.25						
每股净资产(最新摊薄)	11.13	12.66	43.29	45.99	49.54						
<b>估值比率</b>											
P/E	309.40	155.97	100.31	70.50	53.47						
P/B	17.07	15.01	4.39	4.13	3.84						
EV/EBITDA	162.20	98.57	73.65	54.70	41.66						

## 投资评级说明：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系。 网址:www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188