

经纬恒润 (688326.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

产能与客户双轮驱动，业绩延续高增

业绩简评

2023年1月30日，公司发布2022年年度业绩预告，预计22年实现归母净利润约为2.1~2.5亿元，同比+43.65%~+71.01%，扣非净利润约为0.9~1.3亿元，同比-19.19%~+16.72%。单季度来看，Q4实现归母净利润约为0.62~1.02亿元，同比-36.7%~+4.08%，业绩符合预期。

经营分析

全年订单释放，Q4业绩延续向好趋势。22年公司汽车电子和研发服务业务的订单释放，我们预计22年公司收入增速维持30%+。根据公司业绩预告，22年净利润实现高增，在一季度亏损的情况下，全年实现了2.1~2.5亿元净利润，同比+43.65%~+71.01%，其中非经常性损益来自公司投资的产业链上下游企业赛目科技、旗芯微半导体的公允价值变动受益增加。

研发驱动产品迭代，多产品配套新老客户实现量产。公司产品覆盖智驾域、车身域、底盘域和座舱域，产品矩阵丰富且集成度高，在汽车智能化与域集中趋势下具有先发优势。22年公司维持高研发投入，基于TDA4的域控产品在哪吒汽车量产并获得新的定点，同时研发下一代MobileyeEQ4/EQ6方案的域控产品。公司成立智能座舱事业部，目标实现舱驾一体，新产品AR-HUD基于DLP方案开发，单车价值量上千元，已获得吉利等客户定点，预计2023年量产。

汽车智能化程度加深，公司产能释放叠加客户驱动，迎放量爆发期。根据高工智能汽车数据，22年L0-L2级辅助驾驶前装搭载率突破50%，其中L2前装搭载率升至29.40%。我们认为23年将呈现辅助驾驶配置车型价位下探、L3级智能驾驶前装渗透率加速两大趋势。公司ADAS具备低成本优势，ADCU具备先发优势，同时IPO募投的南通工厂产能将逐步释放，伴随多定点项目与量产规划，看好公司在产能释放与客户需求的双轮驱动下迎来产品放量的爆发期。

盈利预测与投资建议

我们看好公司在汽车智能化背景下的长期成长，预计公司22-24年归母净利润2.3/3.1/4.1亿，当前股价对应PE 90x/67x/50x，维持“买入”评级。

风险提示

原材料价格波动及供给风险；大客户集中度较高及新客户开拓不及预期；定点项目进展不及预期；限售股解禁风险。

国金证券研究所

分析师：罗露 (执业S1130520020003)

luolu@gjzq.com.cn

分析师：樊志远 (执业S1130518070003)

fanzhiyuan@gjzq.com.cn

分析师：陈传红 (执业S1130522030001)

chenchuanhong@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：171.05元

相关报告：

- 《业绩持续向好，多产品迎放量机遇-经纬恒润22年三季报点评》，2022.10.27
- 《经营改善显著，产品纵深驱动长期成长-国金通信-经纬恒润...》，2022.8.28
- 《汽车电子破局者，迎中国供应链崛起良机-国金通信-公司深度-经...》，2022.5.13



公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,479	3,262	4,434	5,707	7,195
营业收入增长率	34.35%	31.61%	35.92%	28.71%	26.07%
归母净利润(百万元)	74	146	229	311	412
归母净利润增长率	-223.5%	98.37%	56.45%	36.06%	32.48%
摊薄每股收益(元)	0.819	1.624	1.906	2.593	3.435
每股经营性现金流净额	0.52	3.44	0.91	4.02	6.04
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.52%	9.62%	4.37%	5.74%	7.28%
P/E	0.00	0.00	89.75	65.96	49.79
P/B	0.00	0.00	3.92	3.79	3.62

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
主营业务收入	1,845	2,479	3,262	4,434	5,707	7,195	货币资金	506	847	937	3,244	2,326	1,611	
增长率		34.3%	31.6%	35.9%	28.7%	26.1%	应收款项	710	1,150	908	1,440	1,853	2,336	
主营业务成本	-1,210	-1,667	-2,255	-3,126	-4,003	-4,990	存货	675	883	1,360	1,542	1,974	2,461	
%销售收入	65.6%	67.2%	69.1%	70.5%	70.1%	69.4%	其他流动资产	37	225	162	181	211	246	
毛利	635	812	1,007	1,308	1,704	2,205	流动资产	1,928	3,105	3,367	6,406	6,365	6,654	
%销售收入	34.4%	32.8%	30.9%	29.5%	29.9%	30.6%	%总资产	72.6%	79.6%	74.7%	75.9%	66.9%	61.7%	
营业税金及附加	-13	-14	-16	-22	-29	-36	长期投资	27	15	9	9	9	9	
%销售收入	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	237	271	502	1,387	2,410	3,303	
销售费用	-185	-179	-195	-266	-342	-432	%总资产	8.9%	6.9%	11.1%	16.4%	25.3%	30.6%	
%销售收入	10.0%	7.2%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	无形资产	386	394	363	520	621	719	
管理费用	-196	-181	-214	-288	-371	-468	非流动资产	727	796	1,138	2,034	3,152	4,137	
%销售收入	10.6%	7.3%	6.6%	6.5%	6.5%	6.5%	%总资产	27.4%	20.4%	25.3%	24.1%	33.1%	38.3%	
研发费用	-325	-352	-456	-665	-810	-1,007	资产总计	2,655	3,902	4,505	8,440	9,517	10,791	
%销售收入	17.6%	14.2%	14.0%	15.0%	14.2%	14.0%	短期借款	226	168	25	0	0	0	
息税前利润 (EBIT)	-84	86	126	67	152	262	应付款项	619	877	1,139	1,431	1,833	2,285	
%销售收入	n.a	3.5%	3.9%	1.5%	2.7%	3.6%	其他流动负债	1,089	1,333	1,520	1,686	2,167	2,729	
财务费用	-7	-18	-10	28	40	28	流动负债	1,934	2,377	2,684	3,118	4,000	5,014	
%销售收入	0.4%	0.7%	0.3%	-0.6%	-0.7%	-0.4%	长期贷款	52	0	0	0	0	0	
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	82	188	302	90	98	111	
公允价值变动收益	1	1	14	70	50	45	负债	2,068	2,566	2,986	3,208	4,098	5,125	
投资收益	-2	-16	-8	-8	-8	-8	普通股股东权益	587	1,336	1,519	5,232	5,419	5,666	
%税前利润	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	其中：股本	83	90	90	120	120	120	
营业利润	-91	52	131	212	288	382	未分配利润	-99	155	287	424	611	859	
%销售收入	n.a	2.1%	4.0%	4.8%	5.1%	5.3%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0	
营业外收支	-1	0	0	0	0	0	负债股东权益合计	2,655	3,902	4,505	8,440	9,517	10,791	
税前利润	-92	52	131	212	288	382								
利润率	n.a	2.1%	4.0%	4.8%	5.0%	5.3%								
所得税	32	21	15	17	23	31								
所得税率	n.a	-40.9%	-11.8%	-8.0%	-8.0%	-8.0%								
净利润	-60	74	146	229	311	412								
少数股东损益	0	0	0	0	0	0								
归属于母公司的净利润	-60	74	146	229	311	412								
净利率	n.a	3.0%	4.5%	5.2%	5.5%	5.7%								
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析							
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
净利润	-60	74	146	229	311	412	每股指标							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益		0.819	1.624	1.906	2.593	3.435	
非现金支出	75	106	150	95	188	320	每股净资产		14.845	16.880	43.604	45.160	47.221	
非经营收益	-17	3	-5	45	-40	-35	每股经营现金净流		0.516	3.441	0.906	4.021	6.043	
营运资金变动	143	-136	18	-260	23	29	每股股利		0.000	0.000	0.762	1.037	1.374	
经营活动现金净流	142	46	310	109	483	725	回报率							
资本开支	-269	-67	-171	-1,098	-1,307	-1,304	净资产收益率		-10.17%	5.52%	9.62%	4.37%	5.74%	7.28%
投资	-26	-144	109	70	50	45	总资产收益率		-2.25%	1.89%	3.25%	2.71%	3.27%	3.82%
其他	0	-2	-2	-8	-8	-8	投入资本收益率		-6.29%	8.03%	9.11%	1.38%	3.02%	5.00%
投资活动现金净流	-295	-213	-63	-1,036	-1,265	-1,267	增长率							
股权募资	297	646	0	3,576	0	0	主营业务收入增长率		19.91%	34.35%	31.61%	35.92%	28.71%	26.07%
债权募资	77	-154	-117	-235	0	0	EBIT增长率		N/A	-202.24%	47.12%	-47.02%	127.33%	72.68%
其他	-61	57	42	-94	-126	-166	净利润增长率		-387.20%	-223.51%	98.37%	56.45%	36.06%	32.48%
筹资活动现金净流	313	549	-75	3,247	-126	-166	总资产增长率		42.15%	46.94%	15.46%	87.37%	12.76%	13.39%
现金净流量	162	368	160	2,319	-909	-708	资产管理能力							
							应收账款周转天数		95.7	95.4	77.4	80.0	80.0	80.0
							存货周转天数		188.3	170.5	181.5	180.0	180.0	180.0
							应付账款周转天数		142.8	152.4	147.0	150.0	150.0	150.0
							固定资产周转天数		46.0	35.9	36.7	75.6	120.2	153.4
							偿债能力							
							净负债/股东权益		-40.01%	-62.19%	-63.74%	-63.08%	-43.97%	-29.44%
							EBIT利息保障倍数		-11.4	4.7	13.1	-2.3	-3.8	-9.3
							资产负债率		77.90%	65.76%	66.28%	38.01%	43.06%	47.49%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-05-13	买入	100.00	150.00~150.00
2	2022-08-28	买入	178.00	N/A
3	2022-10-27	买入	148.01	N/A

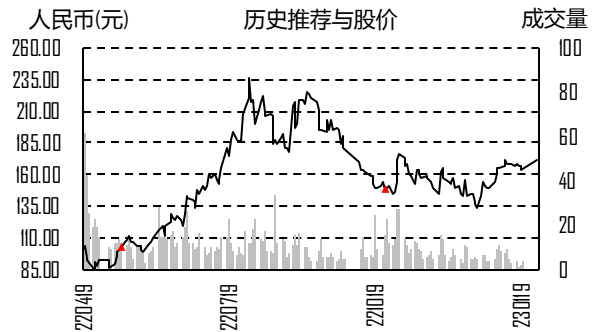
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

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

最终评分与平均投资建议对照：

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



投资评级的说明：

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

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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

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

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402