

AI赋能汽车设计, 加码整车制造和核心零部件

投资要点

- **事件:** 8月25日, 公司发布《2023年度向特定对象发行A股股票预案》公告、关于签署《阿尔特AI创新赋能中心三方合作协议》公告、《第二期员工持股计划》公告。
- **深度布局超级智算中心与汽车智能化, 加码整车制造和核心零部件先进生产线建设。** 据公司发行预案公告披露, 本次发行募集资金总额不超过15.09亿元, 将投资于四个项目: 1) 超级智算中心及面向汽车研发领域应用的新一代AI数字化平台建设项目: 拟以“高性能AI服务器+IB网络交换机+存储系统”为核心架构, 建设成200PFlops算力的智算中心, 打造智能算力枢纽, 成为全国规模及效能领先的汽车行业智能算力底座。2) 阿尔特智数科技研发项目: 将在现有研发技术的基础上迭代升级, 通过对智能数字化底盘中央集成式控制系统开发、商用车电动化智能平台、跨域异构车载操作系统开发、区域融合式跨系统零部件研发及整车应用、UERC产品体验技术与平台这五个方向进行研发建设。3) 天津阿尔特智能创新中心双建项目: 拟建设一个现代化车辆制造中心, 用于智能车辆定制、改装、小批量制造等, 同时增加新的软模设备, 提升模具制造生产能力。4) 新能源动力总成新生产基地建设项目: 公司将在宁波建设自有生产基地, 布局先进产线, 满足公司新能源汽车零部件业务不断增长的需要。未来, 随着公司AI技术在汽车造型设计、工程设计、性能开发、试验等各业务环节的落地, 能够大幅提升公司业务效率和综合竞争能力。
- **共建“阿尔特AI创新赋能中心”, 将获得英伟达算力支持。** 2023年8月25日, 阿尔特(乙方)与无锡开悟(甲方)、开理悟智(丙方), 就共同推进“阿尔特AI创新赋能中心”项目, 签署合作协议。合作内容包括: 阿尔特AI创新赋能中心落地、行业及企业AI赋能、AI行业人才培养、生态企业引入、OVX项目共建。合作还约定, 甲方与丙方确保为合作项目提供NVIDIA DGX、NVIDIA Tesla GPU等产品及技术支持、NVIDIA GPU Cloud技术资源和技术支持、NVIDIACUDA-X AI、NVIDIA Metropolis、NVIDIA Clara、NVIDIA Isaac等技术资源和技术支持、尽最大努力促成乙方加入NV AI生态合作伙伴行列。此次合作有助于公司获得英伟达算力加持, 公司未来在持续获得更前沿、高效、高端的算力设备时将具有先发优势, 有望受益巨量智能驾驶算力需求。
- **实施第二期员工持股计划, 提高员工凝聚力, 调动员工积极性和创造性。** 本次员工持股计划受让的股份总数不超过410万股, 占公司当前股本总额的0.82%, 考核年度为2023-2025年, 考核目标分别为: 2023年净利润不低于1.5亿元; 2024年净利润不低于2.5亿元, 2023年—2024年两年累计净利润不低于4.0亿元; 2025年净利润不低于4.0亿元, 2023年—2025年三年累计净利润不低于8.0亿元。以2022年归母净利润为基数, 2023-2025年归母净利润增速目标分别为85.5%/66.7%/60.0%, 22-25年CAGR高达70.4%。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司23-25年EPS分别为0.35/0.52/0.82元, 对应PE分别为51/35/22倍, 三年归母净利润CAGR为71.2%。考虑到公司应用AI赋能汽车设计, 零部件制造订单有望V型反转, 给予公司2024年42倍PE, 对应目标价21.84元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 市场竞争风险, 零部件销量不及预期风险, 智算中心建设不及预期等。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(亿元)	9.47	12.72	18.77	26.60
增长率	-25.56%	34.32%	47.55%	41.72%
归属母公司净利润(亿元)	0.81	1.73	2.57	4.06
增长率	-60.62%	114.17%	48.50%	57.67%
每股收益EPS(元)	0.16	0.35	0.52	0.82
净资产收益率ROE	2.61%	5.65%	5.05%	7.32%
PE	110	51	35	22
PB	3.53	3.32	2.02	1.87

数据来源: Wind, 西南证券

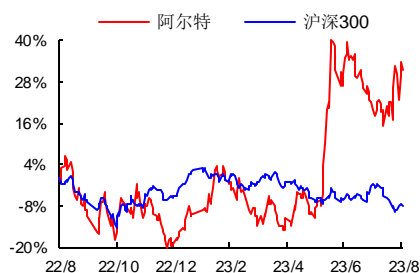
西南证券研究发展中心

分析师: 郑连声
执业证号: S1250522040001
电话: 010-57758531
邮箱: zllans@swsc.com.cn

联系人: 冯安琪
电话: 021-58351905
邮箱: faz@swsc.com.cn

联系人: 白臻哲
电话: 010-57758530
邮箱: bzzyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.97
流通A股(亿股)	4.72
52周内股价区间(元)	10.89-18.96
总市值(亿元)	88.74
总资产(亿元)	32.94
每股净资产(元)	4.85

相关研究

1. 阿尔特(300825): 回购完善长效激励机制, 开创汽车出海新模式 (2023-06-02)
2. 阿尔特(300825): 优质独立汽车设计公司, 新业务打开成长空间 (2023-05-17)

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：下游新能源汽车销量持续景气，公司新能源整车设计业务快速增长（1）预计 2023-2025 年整车设计行业费用需求取我们在 2023 年 5 月 15 日发布的《优质独立汽车设计公司，新业务打开成长空间》中表 3 预测值的中间值，假设公司整车设计市场占有率分为 8%/ 9%/ 11%；燃油汽车整车设计业务逐年下降 3%。

假设 2：零部件业务：（1）电磁式 DHT：2022 年中电磁式 DHT 开始给上汽通用五菱，22 年底供货估计 4 万套。假设 2023-2025 年完成 16 万套订单，DHT 单车价值量为 2500 元。（2）减速器：与东风本田及广汽本田签署的减速器量产订单平稳供货中，2023 年开始给德国大陆供货，预计 2-3 年产能达产 10 万台，假设减速器单价为 1400 元；（3）V6 发动机：为北汽 BJ80 小批量平稳供货，预计 2023-2025 年收入每年增长 5%/ 8%/ 10%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
新能源汽车整车设计	收入	690.14	956.16	1337.25	2015.74
	增速	-32%	39%	40%	51%
燃油汽车整车设计	收入	123.55	119.84	116.25	112.76
	增速	-34%	-3%	-3%	-3%
零部件	收入	128.60	190.03	416.43	525.68
	增速	99%	48%	119%	26%
其他	收入	4.85	6.20	7.25	6.10
	增速	-55%	28%	17%	-16%
合计	收入	947.14	1272.23	1877.18	2660.28
	增速	-26%	34%	48%	42%
	毛利率	31.54%	31.38%	29.79%	31.24%

数据来源：公司公告，西南证券

随着电动化推进，公司新能源整车设计业务保持快速增长，零部件业务订单落地，成为公司业绩增长的第二曲线。预计公司 2023-2025 年营业总收入分别为 12.72/ 18.77/ 26.60 亿元，增速分别为 34.32%/ 47.55%/ 41.72%，归母净利润分别为 1.73/ 2.57/ 4.06 亿元，增速分别为 114.17%/ 48.50%/ 57.67%。

我们根据阿尔特业务进展及规划选取汽车行业技术服务商中国汽研，汽车零部件标的拓普集团，智能座舱、智能驾驶解决方案标的经纬恒润和德赛西威作为可比公司。另外，公司整车制造业务短期对业绩影响较小，不再以整车制造商比亚迪作为可比公司，2023-2025 年四家公司平均 PE 分别为 42.5/ 31.2/ 23.7 倍。经纬恒润-W 主营汽车电子系统产品、研发服务及解决方案和高级别智能驾驶整体解决方案。阿尔特主营整车及整车平台全流程研发、核心零部件研发制造、新能源智能化平台开发。两者同属前瞻技术驱动型科技创新企业，估值水平较高。考虑到公司核心业务为整车设计服务，应用 AI 赋能汽车设计，提升业务效率，新能源整车设计业务营收快速增长，零部件制造订单有望 V 型反转，预计未来三年归母净利润

润 CAGR 为 71.2%，增速远高于同行，给予公司 2024 年 42 倍 PE，对应目标价 21.84 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值（截止 2023.08.31）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
601965.SH	中国汽研	21.00	0.69	0.84	0.99	1.17	30.43	25.07	21.14	17.88
688326.SH	经纬恒润-W	138.90	1.96	2.47	3.50	4.83	70.87	56.18	39.64	28.76
002920.SZ	德赛西威	145.51	5.71	2.77	3.87	5.08	25.48	52.46	37.61	28.65
601689.SH	拓普集团	77.91	1.54	2.14	2.95	3.98	50.59	36.43	26.38	19.58
平均值							44.34	42.54	31.19	23.72
300825.SZ	阿尔特	17.84	0.16	0.35	0.52	0.82	109.73	51.23	34.50	21.88

数据来源：Wind 一致性预期，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (亿元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	9.47	12.72	18.77	26.60	净利润	0.66	1.51	2.22	3.47
营业成本	6.48	8.73	13.18	18.29	折旧与摊销	0.65	0.91	1.46	2.05
营业税金及附加	0.03	0.04	0.06	0.08	财务费用	0.11	-0.08	-0.10	-0.11
销售费用	0.39	0.51	0.71	0.97	资产减值损失	-0.02	-0.02	-0.02	-0.02
管理费用	1.03	1.60	2.05	2.76	经营营运资本变动	-1.35	-1.50	-3.86	-4.88
财务费用	0.11	-0.08	-0.10	-0.11	其他	0.43	0.22	0.45	0.63
资产减值损失	-0.02	-0.02	-0.02	-0.02	经营活动现金流净额	0.48	1.04	0.15	1.15
投资收益	0.27	0.21	0.24	0.22	资本支出	-1.00	-5.88	-7.75	-7.18
公允价值变动损益	-0.26	-0.12	-0.14	-0.16	其他	2.15	-0.08	0.04	0.20
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	1.15	-5.97	-7.72	-6.99
营业利润	0.88	2.03	3.00	4.69	短期借款	-0.16	0.04	0.15	0.56
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	0.89	2.04	3.00	4.70	股权融资	-1.15	0.00	15.09	0.00
所得税	0.23	0.53	0.78	1.22	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	0.66	1.51	2.22	3.47	其他	-0.41	0.25	-0.01	0.10
少数股东损益	-0.15	-0.22	-0.35	-0.58	筹资活动现金流净额	-1.71	0.29	15.23	0.66
归属母公司股东净利润	0.81	1.73	2.57	4.06	现金流量净额	-0.07	-4.64	7.66	-5.17
资产负债表 (亿元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	7.14	2.51	10.17	4.99	成长能力				
应收和预付款项	3.57	4.83	7.12	10.08	销售收入增长率	-25.56%	34.32%	47.55%	41.72%
存货	4.54	5.05	7.78	11.06	营业利润增长率	-59.00%	130.50%	47.38%	56.52%
其他流动资产	4.33	3.05	3.08	3.12	净利润增长率	-66.82%	129.80%	47.27%	56.43%
长期股权投资	1.34	1.34	1.34	1.34	EBITDA 增长率	-40.91%	74.60%	51.76%	52.52%
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	2.49	7.84	14.53	20.05	毛利率	31.54%	31.38%	29.79%	31.24%
无形资产和开发支出	3.48	3.20	2.91	2.63	三费率	16.17%	15.92%	14.13%	13.63%
其他非流动资产	6.47	6.53	6.48	6.25	净利率	6.93%	11.86%	11.83%	13.06%
资产总计	33.35	34.35	53.42	59.53	ROE	2.61%	5.65%	5.05%	7.32%
短期借款	0.12	0.16	0.31	0.87	ROA	1.97%	4.39%	4.16%	5.84%
应付和预收款项	2.95	3.22	4.90	6.94	ROIC	8.91%	11.21%	10.02%	10.71%
长期借款	0.02	0.02	0.02	0.02	EBITDA/销售收入	17.33%	22.52%	23.16%	24.93%
其他负债	5.11	4.25	4.16	4.21	营运能力				
负债合计	8.19	7.64	9.40	12.03	总资产周转率	0.28	0.38	0.43	0.47
股本	5.01	4.97	4.97	4.97	固定资产周转率	4.39	2.47	1.68	1.54
资本公积	13.44	13.48	28.57	28.57	应收账款周转率	2.87	2.79	2.90	2.86
留存收益	6.42	8.15	10.73	14.78	存货周转率	1.67	1.82	2.05	1.94
归属母公司股东权益	24.27	26.03	43.69	47.75	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	92.38%	—	—	—
少数股东权益	0.90	0.68	0.33	-0.25	资本结构				
股东权益合计	25.17	26.71	44.02	47.49	资产负债率	24.55%	22.25%	17.59%	20.21%
负债和股东权益合计	33.35	34.35	53.42	59.53	带息债务/总负债	1.65%	2.29%	3.49%	7.38%
					流动比率	4.49	4.05	5.04	3.55
					速动比率	3.45	2.73	3.64	2.21
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	1.64	2.87	4.35	6.63	每股收益	0.16	0.35	0.52	0.82
PE	109.73	51.23	34.50	21.88	每股净资产	5.06	5.37	8.85	9.55
PB	3.53	3.32	2.02	1.87	每股经营现金	0.10	0.21	0.03	0.23
PS	9.37	6.98	4.73	3.34	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	45.26	27.29	16.22	11.52					
股息率	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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -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

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 21 世纪大厦 10 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：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 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	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@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
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyx@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn