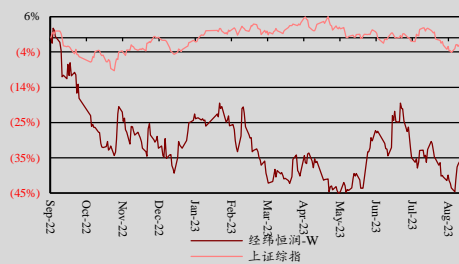


688326.SH
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 140.51

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(8.8)	(2.4)	6.8	(29.7)
相对上证综指	(9.3)	2.4	9.0	(28.1)

发行股数 (百万)	120.00
流通股 (百万)	60.71
总市值 (人民币 百万)	16,861.20
3个月日均交易额 (人民币 百万)	259.45
主要股东	
吉英存	24.57

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以2023年9月1日收市价为标准

相关研究报告

《经纬恒润-W》20230505
《经纬恒润》20221028

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

计算机: 软件开发

证券分析师: 朱朋

(8621)20328314

peng.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517060001

经纬恒润-W

业绩短期承压, 智能驾驶等发展前景看好

公司发布2023半年度报告, H1共实现营业收入17.0亿元, 同比增长1.6%, 归母净亏损0.9亿元, 同比减少188.9%; 其中Q2实现营业收入9.6亿元(-0.3%), 归母净亏损0.02亿元(-101.2%)。公司实施“三位一体”业务战略, 产品矩阵丰富; 持续加大产品研发投入, 在汽车电子、智能化等业务领域竞争优势明显, 预计未来业绩有望改善, 发展前景看好。我们预计公司2023-2025年每股收益分别为1.87元、2.89元、4.61元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 业绩短期承压, 研发投入扩大。** 23H1公司实现营收17.0亿元, 同比增长1.6%, 其中电子产品业务营收12.7亿元, 同比下降2.3%; 研发服务及解决方案业务营收4.2亿元, 同比增长13.1%。23H1毛利率27.6%, 同比减少1.7pct, 预计主要系上半年下游市场竞争激烈及汇率波动导致芯片等原材料价格上涨所致。销售费用同比增长6.9%; 管理费用同比增长13.3%, 主要系公司房屋租赁及折旧费用增加所致; 财务费用同比减少64.9%, 主要系公司利息收入变动的的影响所致; 研发费用同比增长52.5%, 主要系研发投入和研发人员大幅增加所致; 四项费用率同比增长8.1pct。营收小幅增长、毛利率下降, 费用率上升, 2023H1公司实现归母净亏损0.9亿元(-188.9%), 扣非归母净亏损1.1亿元(-415.5%)。其中23Q2实现营收9.6亿元(-0.3%), 扣非归母净亏损0.2亿元(-117.1%), 毛利率同比下降4.8pct。公司上半年收入占比较低, 产品布局完善, 随着研发投入逐渐显效, 预计全年业绩有望改善。
- 三位一体业务布局, 研发投入推动技术进步。** 公司各项业务具有较强底层逻辑和技术复用性, 电子产品、研发服务及解决方案、高级智能驾驶整体解决方案协同布局。公司域控产品布局全面, 新产品开发、量产陆续完成, 有望持续贡献收入。同时公司持续加大研发投入, 23H1研发费用同比增长52.5%, 研发人员和技术人员共4,123名, 同比增长37.0%, 为公司技术持续进步提供坚实保障。公司在域控制器、高级别自动驾驶解决方案、开发自主工具链等方面投入大量研发资源, 推动各业务持续发展。
- 客户拓展顺利, 订单持续获取。** 公司汽车电子业务产品矩阵丰富, 客户拓展取得新突破, 产品陆续获得定点和量产。ADAS产品突破奇瑞、东风岚图等新客户, 并获得零跑新客户海外车型合作项目; 毫米波雷达突破上汽大通、东风岚图等新客户; 搭载T-BOX Entry系列产品的首发车型计划于2024年量产; 座舱产品方面公司持续与吉利、长城等客户合作, AR-HUD产品计划于2023年内实现量产交付; 多个国内主流新能源汽车的区域控制器项目开发进展顺利, 预计最早将在2023年内实现交付; 低成本蓝牙+NFC产品方案已获得定点; 与Stellantis合作的VCU2获得多个新车型定点。随着多项产品后续量产交付, 公司业绩有望改善。

估值

- 考虑到下游市场竞争激烈, 我们下调公司盈利预期, 预计公司2023-2025年每股收益分别为1.87元、2.89元、4.61元, 维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 1) 整车行业竞争加剧; 2) 零部件端降价风险; 3) 研发进度不及预期。

投资摘要

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	3,262	4,022	4,844	5,984	7,392
增长率(%)	31.6	23.3	20.4	23.5	23.5
EBITDA(人民币 百万)	184	47	148	294	499
归母净利润(人民币 百万)	146	235	224	347	553
增长率(%)	98.4	60.5	(4.5)	54.8	59.6
最新股本摊薄每股收益(人民币)	1.22	1.96	1.87	2.89	4.61
原先预测摊薄每股收益(人民币)			2.54	3.30	4.69
调整幅度(%)			(26.5)	(12.5)	(1.7)
市盈率(倍)	115.3	71.9	75.3	48.6	30.5
市净率(倍)	11.1	3.2	3.1	2.9	2.6
EV/EBITDA(倍)	(3.5)	302.2	89.4	44.1	24.9
每股股息(人民币)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 2023H1 业绩摘要

(人民币, 百万元)	2023H1	2022H1	同比变动(%)
营业总收入	1,697.2	1,670.4	1.6
营业利润	(166.7)	74.3	(324.3)
净利润	(89.1)	100.2	(188.9)
归属于上市公司股东的净利润	(89.1)	100.2	(188.9)
扣非后归属于上市公司股东的净利润	(109.6)	34.7	(415.5)
营业成本	1,228.8	1,181.5	4.0
毛利润	468.4	488.9	(4.2)
销售费用	99.5	93.1	6.9
管理费用	151.5	133.8	13.3
研发费用	425.5	279.1	52.5
财务费用	(64.3)	(39.0)	64.9
资产+信用减值损失	(57.3)	(37.9)	51.2
销售费用率(%)	5.9	5.6	增加 0.3pct
管理费用率(%)	8.9	8.0	增加 0.9pct
研发费用率(%)	25.1	16.7	增加 8.4pct
财务费用率(%)	(3.8)	(2.3)	减少 1.5pct
毛利率(%)	27.6	29.3	减少 1.7pct
净利率(%)	(5.2)	6.0	减少 11.2pct

资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 2. 2023Q2 业绩摘要

(人民币, 百万元)	2023Q2	2022Q2	同比变动(%)
营业收入	958.3	961.6	(0.3)
营业利润	(34.2)	127.0	(126.9)
净利润	(1.6)	131.9	(101.2)
归属于上市公司股东的净利润	(1.6)	131.9	(101.2)
扣非后归属于上市公司股东的净利润	(17.0)	99.5	(117.1)
营业成本	685.1	641.4	6.8
毛利润	273.1	320.3	(14.7)
销售费用	48.4	48.0	0.9
管理费用	77.6	70.8	9.5
研发费用	220.1	135.6	62.3
财务费用	(44.5)	(39.8)	12.0
资产+信用减值损失	(25.5)	(23.7)	7.4
销售费用率(%)	5.1	5.0	增加 0.1pct
管理费用率(%)	8.1	7.4	增加 0.7pct
研发费用率(%)	23.0	14.1	增加 8.9pct
财务费用率(%)	(4.6)	(4.1)	减少 0.5pct
毛利率(%)	28.5	33.3	减少 4.8pct
净利率(%)	(0.2)	13.7	减少 13.9pct

资料来源: 公司公告, 中银证券

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,262	4,022	4,844	5,984	7,392
营业收入	3,262	4,022	4,844	5,984	7,392
营业成本	2,255	2,856	3,483	4,224	5,152
营业税金及附加	16	19	23	28	35
销售费用	195	215	252	305	369
管理费用	214	268	305	369	447
研发费用	456	656	727	916	1,097
财务费用	10	(92)	(88)	(89)	(99)
其他收益	55	73	80	82	84
资产减值损失	(40)	(56)	(39)	(35)	(32)
信用减值损失	(5)	(22)	(22)	(17)	(14)
资产处置收益	0	1	1	1	1
公允价值变动收益	14	95	0	0	0
投资收益	(8)	1	1	1	1
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	131	191	163	262	430
营业外收入	1	0	20	20	20
营业外支出	2	0	0	0	0
利润总额	131	191	182	282	450
所得税	(15)	(44)	(42)	(64)	(103)
净利润	146	235	224	347	553
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	146	235	224	347	553
EBITDA	184	47	148	294	499
EPS(最新股本摊薄, 元)	1.22	1.96	1.87	2.89	4.61

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	3,367	6,954	7,442	8,468	9,933
货币资金	937	3,496	3,315	3,591	4,077
应收账款	624	934	977	1,284	1,591
应收票据	181	131	245	382	258
存货	1,360	1,567	2,002	2,284	2,979
预付账款	47	41	66	71	90
合同资产	41	63	64	84	101
其他流动资产	178	723	773	772	838
非流动资产	1,138	1,913	2,223	2,374	2,472
长期投资	9	149	149	149	149
固定资产	328	471	641	888	1,070
无形资产	271	406	407	406	403
其他长期资产	529	887	1,027	931	851
资产合计	4,505	8,867	9,665	10,842	12,406
流动负债	2,684	3,194	3,804	4,616	5,636
短期借款	6	0	0	0	0
应付账款	1,007	1,330	1,520	1,918	2,290
其他流动负债	1,671	1,864	2,284	2,699	3,346
非流动负债	302	373	337	355	346
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	302	373	337	355	346
负债合计	2,986	3,567	4,141	4,971	5,982
股本	90	120	120	120	120
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	1,519	5,300	5,524	5,871	6,424
负债和股东权益合计	4,505	8,867	9,665	10,842	12,406

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	146	235	224	347	553
折旧摊销	104	117	154	205	253
营运资金变动	181	18	(47)	57	42
其他	(122)	(317)	(84)	(93)	(99)
经营活动现金流	310	53	247	515	749
资本支出	(172)	(404)	(486)	(345)	(357)
投资变动	114	(596)	0	0	0
其他	(6)	(10)	1	2	2
投资活动现金流	(63)	(1,010)	(484)	(344)	(355)
银行借款	(162)	(6)	0	0	0
股权融资	32	3,304	0	0	0
其他	55	153	57	104	92
筹资活动现金流	(75)	3,451	57	104	92
净现金流	172	2,494	(180)	276	485

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入增长率(%)	31.6	23.3	20.4	23.5	23.5
营业利润增长率(%)	152.4	45.8	(14.9)	61.2	64.1
归属于母公司净利润增长率(%)	98.4	60.5	(4.5)	54.8	59.6
息税前利润增长率(%)	83.4	(187.9)	(90.4)	(1418.8)	174.4
息税折旧前利润增长率(%)	70.7	(74.6)	215.4	99.2	69.8
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	98.4	60.5	(4.5)	54.8	59.6
获利能力					
息税前利润率(%)	2.5	(1.8)	(0.1)	1.5	3.3
营业利润率(%)	4.0	4.8	3.4	4.4	5.8
毛利率(%)	30.9	29.0	28.1	29.4	30.3
归母净利润率(%)	4.5	5.8	4.6	5.8	7.5
ROE(%)	9.6	4.4	4.1	5.9	8.6
ROIC(%)	10.3	(5.7)	(0.4)	5.6	15.0
偿债能力					
资产负债率	0.7	0.4	0.4	0.5	0.5
净负债权益比	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)
流动比率	1.3	2.2	2.0	1.8	1.8
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.6	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	4.7	5.2	5.1	5.3	5.1
应付账款周转率	3.6	3.4	3.4	3.5	3.5
费用率					
销售费用率(%)	6.0	5.4	5.2	5.1	5.0
管理费用率(%)	6.6	6.7	6.3	6.2	6.1
研发费用率(%)	14.0	16.3	15.0	15.3	14.8
财务费用率(%)	0.3	(2.3)	(1.8)	(1.5)	(1.3)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.2	2.0	1.9	2.9	4.6
每股经营现金流(最新摊薄)	2.6	0.4	2.1	4.3	6.2
每股净资产(最新摊薄)	12.7	44.2	46.0	48.9	53.5
每股股息	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
估值比率					
P/E(最新摊薄)	115.3	71.9	75.3	48.6	30.5
P/B(最新摊薄)	11.1	3.2	3.1	2.9	2.6
EV/EBITDA	(3.5)	302.2	89.4	44.1	24.9
价格/现金流(倍)	54.4	320.9	68.2	32.7	22.5

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371