


2024年04月27日

经纬恒润-W (688326.SH)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

汽车零部件 III

# Q1 营收稳健增长，持续高研发投入导致盈利能力承压

**事件：**4月26日，经纬恒润发布2023年年报及2024年一季报。2023年公司实现营收46.8亿元（同比+16.3%），归母净利润-2.17亿元（同比-192.6%），扣非归母净利润-2.84亿元（同比-334.75%）。2024Q1公司实现营收8.9亿元（同比+20.3%），归母净利润-1.92亿元（亏损扩大），扣非归母净利润-2.2亿元（亏损扩大）。

**2023年业绩符合预期，研发服务业务快速增长，持续加大研发投入导致盈利能力承压。**分产品看，2023年公司电子产品业务营收34.2亿元（同比+11.06%）；研发服务及解决方案营收12.33亿元（同比+32.08%）；高级别智能驾驶解决方案业务营收0.12亿元。公司研发服务及解决方案业务快速增长主要系公司整车E/E开发测试、仿真测试设备等项目的量产交付。盈利能力方面，2023年公司毛利率25.6%（同比-3.4pct），主要系公司电子产品业务受下游价格战影响较大。期间费用率方面，2023年研发费用9.7亿元，研发费用率达到20.7%（同比+4.4pct），主要系公司持续加大研发投入，23年公司研发人员数量增加约1000人，在智能驾驶、车身域控、底盘域控、自研工具、L4业务等方面积极布局。此外，由于递延所得税资产相关会计政策变更，对23Q4单季度所得税造成一定影响。

**24Q1 营收端稳健增长，业务结构变化导致毛利率同比下降。**公司24Q1营收端同比+20%主要系公司汽车电子业务区域控制器等新产品及新客户的放量。盈利能力方面，公司24Q1毛利率24.7%（同比-1.75pct），主要系公司高毛利的研发服务业务收入确认时间存在波动，24Q1低毛利率的汽车电子业务占比更高拉低平均毛利率。同时，公司研发投入持续扩大，24Q1公司研发费用率达到了32.7%，创下历史新高。

**公司汽车电子产品布局完善，为未来增长奠定基础。**在公司持续高强度的研发投入下，公司已基本完成整车电控产品的全覆盖布局，多款新产品量产在即。1) 智能驾驶：公司基于Mobileye EyeQ™6 Lite芯片的ADAS产品于24年Q2量产；公司4D成像雷达已完成B样开发，预计24年底量产。2) 智能网联：公司采用高通最新一代5G芯片获某主流智能纯电动车型定点，预计24年年底SOP；公司国产化4G T-BOX产品获得某头部整车厂定点，预计2024年开始量产。3) 公司中央域控+区域域控制将在哪吒山海平台新一代车型上发布，预计24年底量产。

## 投资建议：

维持“买入-A”评级。我们预计公司2024-2026年营业收入分别为60.8、76.0、91.2亿元，归母净利润分别为0.2、1.1和4.0亿元，对应当前市值，PE分别为320.1、65.8和18倍。考虑到公司处于高研发投入阶段，我们给予公司2024年1.6倍PS，6个月目标价81元。

**风险提示：**项目研发进度不及预期；市场竞争加剧

投资评级

**买入-A**  
维持评级

6个月目标价

81元

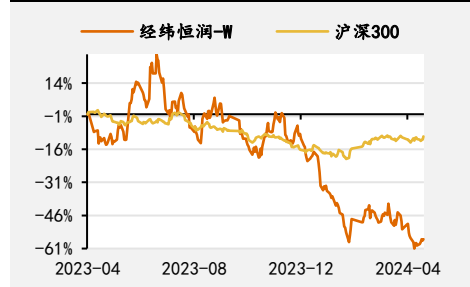
股价 (2024-04-26)

60.61元

## 交易数据

总市值(百万元)	7,273.20
流通市值(百万元)	4,817.12
总股本(百万股)	120.00
流通股本(百万股)	79.48
12个月价格区间	54.76/178.02元

## 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-17.9	-29.1	-48.0
绝对收益	-16.8	-21.6	-57.5

**徐慧雄**

分析师

SAC 执业证书编号：S1450520040002

xuhx@essence.com.cn

**李泽**

分析师

SAC 执业证书编号：S1450523040001

lize@essence.com.cn

## 相关报告

2023Q3 盈利能力承压，研发服务业务持续迭代升级	2023-10-30
2023H1 业绩符合预期，研发服务板块快速增长（更正）	2023-08-30
2023H1 业绩符合预期，研发服务板块快速增长	2023-08-30
2023Q1 业绩有所承压，预计全年仍将保持高速增长	2023-04-28
Q3 业绩符合预期，汽车电子	2022-10-27

新产品相继亮相

(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	40.2	46.8	60.8	76.0	91.2
净利润	2.3	-2.2	0.2	1.1	4.0
每股收益(元)	1.96	-1.81	0.19	0.92	3.36
每股净资产(元)	44.17	41.35	42.72	43.64	47.00

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	31.0	-33.5	320.1	65.8	18.0
市净率(倍)	1.4	1.5	1.4	1.4	1.3
净利润率	5.8%	-4.6%	0.4%	1.5%	4.4%
净资产收益率	4.4%	-4.4%	0.4%	2.1%	7.1%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	62.5%	-48.1%	-2.3%	2.8%	20.2%

数据来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

**财务报表预测和估值数据汇总**

利润表						财务指标					
(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	40.2	46.8	60.8	76.0	91.2	<b>成长性</b>					
减:营业成本	28.6	34.8	43.5	54.3	65.2	营业收入增长率	23.3%	16.3%	30.0%	25.0%	20.0%
营业税费	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	营业利润增长率	45.8%	-248.6%	-115.2%	152.8%	263.8%
销售费用	2.2	2.3	3.0	4.2	5.0	净利润增长率	60.5%	-192.6%	-110.5%	386.3%	264.7%
管理费用	2.7	3.1	4.3	5.3	5.5	EBITDA 增长率	1.6%	-146.4%	-163.3%	132.6%	200.7%
研发费用	6.6	9.7	10.0	11.4	11.9	EBIT 增长率	-7.4%	-224.0%	-90.2%	-393.9%	507.6%
财务费用	-0.9	-1.0	-0.6	-0.5	-0.5	NOPLAT 增长率	-22.5%	-337.8%	-92.2%	-378.9%	487.2%
资产减值损失	-0.6	-1.0	-	-	-	投资资本增长率	208.9%	66.1%	123.0%	-17.6%	63.0%
加:公允价值变动收益	1.0	0.3	-	-	-	净资产增长率	248.9%	-5.6%	3.3%	2.1%	7.6%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-						
<b>营业利润</b>	1.9	-2.8	0.4	1.1	4.0	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-	-	-0.2	-0.1	-0.2	毛利率	29.0%	25.6%	28.5%	28.5%	28.5%
<b>利润总额</b>	1.9	-2.9	0.2	1.0	3.8	营业利润率	4.8%	-6.1%	0.7%	1.4%	4.4%
减:所得税	-0.4	-0.7	-	-0.1	-0.3	净利润率	5.8%	-4.6%	0.4%	1.5%	4.4%
<b>净利润</b>	2.3	-2.2	0.2	1.1	4.0	EBITDA/营业收入	5.4%	-2.2%	1.0%	2.0%	4.9%
						EBIT/营业收入	4.0%	-4.2%	-0.3%	0.8%	3.8%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资产周转天数	36	57	59	45	36
(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	-26	-22	17	31	41
货币资金	35.0	32.9	20.8	24.9	18.6	流动资产周转天数	462	524	403	352	326
交易性金融资产	6.1	-	2.2	2.8	1.7	应收帐款周转天数	73	89	80	80	83
应收帐款	9.8	13.2	13.7	20.2	21.9	存货周转天数	131	123	126	125	123
应收票据	1.3	2.1	4.2	2.2	5.7	总资产周转天数	598	700	554	468	424
预付帐款	0.4	0.4	0.9	0.7	1.1	投资资本周转天数	36	62	96	96	95
存货	15.7	16.2	26.3	26.5	35.8						
其他流动资产	1.3	1.7	1.5	1.5	1.6	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	4.4%	-4.4%	0.4%	2.1%	7.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	2.6%	-2.3%	0.2%	1.1%	3.6%
长期股权投资	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	ROIC	62.5%	-48.1%	-2.3%	2.8%	20.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	4.7	10.2	9.7	9.3	8.9	销售费用率	5.4%	5.0%	5.0%	5.5%	5.5%
在建工程	3.9	1.7	1.7	1.7	1.7	管理费用率	6.7%	6.6%	7.0%	7.0%	6.0%
无形资产	4.1	5.4	5.9	6.6	7.2	研发费用率	16.3%	20.7%	16.5%	15.0%	13.0%
其他非流动资产	6.4	9.4	6.7	7.1	7.0	财务费用率	-2.3%	-2.1%	-1.0%	-0.7%	-0.5%
<b>资产总额</b>	88.7	93.3	93.8	103.6	111.2	四费/营业收入	26.0%	30.2%	27.5%	26.8%	24.0%
短期债务	-	1.8	-	-	-	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	13.6	16.4	19.9	25.8	29.3	资产负债率	40.2%	46.4%	44.9%	49.1%	48.9%
应付票据	1.8	6.1	3.0	5.5	5.8	负债权益比	67.3%	86.5%	81.6%	96.4%	95.7%
其他流动负债	16.6	14.5	15.5	15.5	15.1	流动比率	2.18	1.72	1.82	1.68	1.72
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	1.69	1.30	1.13	1.11	1.00
其他非流动负债	3.7	4.5	3.8	4.0	4.1	利息保障倍数	-1.73	2.04	0.31	-1.10	-6.95
<b>负债总额</b>	35.7	43.3	42.1	50.9	54.4	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	-	0.4	0.4	0.4	0.4	DPS(元)	-	-	-	-	-
股本	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	51.8	49.8	50.1	51.2	55.2	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>股东权益</b>	53.0	50.0	51.7	52.8	56.8						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>						EPS(元)	1.96	-1.81	0.19	0.92	3.36
(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	BVPS(元)	44.17	41.35	42.72	43.64	47.00
净利润	2.3	-2.2	0.2	1.1	4.0	PE(X)	31.0	-33.5	320.1	65.8	18.0
加:折旧和摊销	0.8	1.3	0.8	0.9	1.0	PB(X)	1.4	1.5	1.4	1.4	1.3
资产减值准备	0.6	1.0	-	-	-	P/FCF	-46.1	-17.0	-5.2	14.3	-9.6
公允价值变动损失	-1.0	-0.3	-	-	-	P/S	1.8	1.6	1.2	1.0	0.8
财务费用	-	-	-0.6	-0.5	-0.5	EV/EBITDA	60.8	-98.9	68.6	26.1	10.4
投资收益	-	-	-	-	-	CAGR(%)	-22.2%	-222.9%	-46.2%	-22.2%	-222.9%
少数股东损益	-	-	-	-	-	PEG	-1.4	0.2	-6.9	-3.0	-0.1
营运资金的变动	-3.7	-10.4	-9.5	3.8	-11.3	ROIC/WACC	6.0	-4.6	-0.2	0.3	1.9
<b>经营活动产生现金流量</b>	0.5	-5.6	-9.1	5.3	-6.8	REP	3.7	-2.2	-9.1	7.8	0.8
<b>投资活动产生现金流量</b>	-10.1	0.9	-3.1	-1.7	-						
<b>融资活动产生现金流量</b>	34.5	2.0	0.1	0.6	0.5						

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

## 目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

## 目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034