

锐明技术 (002970)

证券研究报告
2024年05月12日

商用车联网出海领军，长期拐点有望迎来

1、聚焦价值转型修炼内功，研发渠道与供应链能力再提升

过去三年虽然受到外部环境挑战，但公司坚定投入修炼内功。当前时点，我们认为公司的研发体系、全球化营销网络与供应链均取得突破性进展，为后续的高质量增长打下铺垫。

研发方面，公司历时七年打造的三级研发架构实现全面应用，其基础技术平台的复用率超过80%。我们认为随着平台的投入使用，公司能更好应对碎片化场景开发，有望助力公司在细分商用车信息处理解决方案市场拓展。**渠道方面**，截止2023年公司已在海外设立了8家子公司及8个办事处（22年子公司数量为4家），覆盖全球一百多个国家或地区。

供应链方面，公司在越南的智能制造中心正式投产启用，并希望在24年年底之前，实现销往海外客户的产品在越南工厂生产制造，以确保出海业务的供应链安全。

2、空白区域突破+产品品类扩张，出海业务迎来收获期

根据 Berg Insight 预测，欧美车载视频信息处理系统市场 23~27 年 CAGR 有望达 18%。行业具备较高增速的同时，公司在拉美、中东等地区积极挖掘机会。同时公司积极开发警用等垂类行业新品。考虑公司新地区与新品类的扩展，公司海外增速有望高于市场平均水平。

前装跟随国内车厂出海，7月1日欧标执行有望打开长期成长空间。公司目前已和国内多家客车厂合作，助力其出口欧洲，随着24年7月起欧盟国家商用车欧标的施行，公司前装安全系统有望跟随国内车厂出海。欧标为目前全球严苛的安全标准，锐明前装产品价值量与利润空间或较高。考虑欧标施行仍在早期阶段，且锐明为获批供应商，具备技术领先优势，后续欧标产品有望向客运外车型，以及欧洲本土品牌扩展，为公司打开长期成长空间。

4、海外占比提升+研发费用率修复，公司长期净利率有望向15%靠拢

公司23年海外业务毛利率达57.36%，国内毛利率为27.34%，推动公司23年毛利率达42.95%，同比提升4.2pct。考虑海外业务增速较高推动其占比提升，公司毛利率有望进一步提升。同时研发费用率方面，公司2023年研发费用率为14.50%，研发费用yoy-12.55%，随着三级研发架构全面应用，研发与管理成本有望得到进一步收敛。参考公司20年在费用控制较好的情况下，净利率达15%，公司盈利能力有望向15%靠拢。

盈利预测与投资建议：考虑公司研发与渠道积极进展，我们认为公司出海业务有望促进公司盈利水平提高。考虑到公司持续推动高质量发展，将原有盈利预测从2024/2025年27.22/34.86亿元营收调整至2024/2025/2026年21.22/26.23/32.22亿元，归母净利润从2024/2025年1.63/2.81亿元调整至2024/2025/2026年2.02/3.01/3.94亿元，维持“买入”评级。

风险提示：海外业务拓展不及预期、竞争格局变化风险、汇率波动风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,383.79	1,699.25	2,121.52	2,622.60	3,221.88
增长率(%)	(19.20)	22.80	24.85	23.62	22.85
EBITDA(百万元)	(44.40)	141.19	329.93	429.79	505.45
归属母公司净利润(百万元)	(146.62)	101.94	201.95	300.96	394.06
增长率(%)	(567.49)	(169.53)	98.11	49.02	30.94
EPS(元/股)	(0.85)	0.59	1.17	1.74	2.28
市盈率(P/E)	(37.52)	53.97	27.24	18.28	13.96
市净率(P/B)	4.04	3.89	3.43	2.94	2.47
市销率(P/S)	3.98	3.24	2.59	2.10	1.71
EV/EBITDA	(62.94)	32.27	14.23	9.50	7.83

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	计算机/计算机设备
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	31.82元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	172.90
流通A股股本(百万股)	111.70
A股总市值(百万元)	5,501.55
流通A股市值(百万元)	3,554.17
每股净资产(元)	8.26
资产负债率(%)	43.91
一年内最高/最低(元)	36.79/18.70

作者

缪欣君 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080003
miaoxinjun@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《锐明技术-首次覆盖报告:全球商用车信息化龙头，2023年有望迎来拐点》2023-06-13
- 《锐明技术-季报点评:短期因素影响业绩表现，公司加码商用车 ADAS》2021-10-22
- 《锐明技术-半年报点评:业绩超预期，重视公司长期价值》2021-08-18

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	417.27	730.05	692.32	1,318.57	1,451.27
应收票据及应收账款	359.02	412.29	412.75	505.16	568.80
预付账款	81.26	68.74	114.93	106.36	162.39
存货	329.01	329.23	528.13	385.62	772.34
其他	112.10	67.27	97.38	91.45	122.16
流动资产合计	1,298.66	1,607.58	1,845.51	2,407.17	3,076.96
长期股权投资	21.46	16.50	16.50	16.50	16.50
固定资产	387.60	366.13	316.47	262.52	207.32
在建工程	41.97	45.77	45.77	45.77	45.77
无形资产	35.14	40.51	32.65	24.69	16.72
其他	205.60	241.52	231.88	222.25	222.03
非流动资产合计	691.76	710.42	643.27	571.72	508.33
资产总计	2,002.84	2,328.03	2,488.79	2,978.89	3,585.30
短期借款	60.00	138.88	100.00	100.00	100.00
应付票据及应付账款	267.79	364.35	409.70	583.50	767.45
其他	145.49	174.52	314.07	353.99	414.55
流动负债合计	473.29	677.75	823.78	1,037.49	1,282.01
长期借款	0.00	80.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	58.69	60.39	60.39	60.39	60.39
非流动负债合计	58.69	140.39	60.39	60.39	60.39
负债合计	641.33	914.81	884.17	1,097.88	1,342.40
少数股东权益	1.09	(1.81)	1.90	7.43	14.67
股本	173.00	172.90	172.90	172.90	172.90
资本公积	742.99	743.01	748.83	748.83	748.83
留存收益	441.85	509.23	690.99	961.85	1,316.50
其他	2.59	(10.10)	(10.00)	(10.00)	(10.00)
股东权益合计	1,361.51	1,413.22	1,604.61	1,881.00	2,242.90
负债和股东权益总计	2,002.84	2,328.03	2,488.79	2,978.89	3,585.30

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	(167.29)	98.22	201.95	300.96	394.06
折旧摊销	65.52	75.46	65.52	65.92	66.17
财务费用	7.30	3.34	(3.74)	(15.74)	(25.07)
投资损失	8.54	15.60	4.84	9.66	10.03
营运资金变动	207.99	54.71	(164.57)	287.11	(292.87)
其它	153.56	70.32	4.12	6.14	8.04
经营活动现金流	275.62	317.65	108.12	654.05	160.36
资本支出	60.17	43.98	8.00	4.00	3.00
长期投资	6.27	(4.96)	0.00	0.00	0.00
其他	(202.63)	(131.53)	(24.02)	(16.82)	(15.53)
投资活动现金流	(136.19)	(92.51)	(16.02)	(12.82)	(12.53)
债权融资	(182.24)	170.64	(115.14)	15.74	25.07
股权融资	(12.61)	(12.77)	(14.68)	(30.71)	(40.21)
其他	(39.50)	(86.41)	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	(234.35)	71.46	(129.82)	(14.97)	(15.14)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(94.93)	296.61	(37.73)	626.25	132.69

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,383.79	1,699.25	2,121.52	2,622.60	3,221.88
营业成本	847.58	969.48	1,187.12	1,430.21	1,736.94
营业税金及附加	10.05	13.55	16.91	20.91	25.69
销售费用	211.55	208.81	212.15	262.26	322.19
管理费用	156.46	184.97	178.21	215.05	273.86
研发费用	281.77	246.40	275.80	340.94	428.51
财务费用	(2.49)	(9.76)	(3.74)	(15.74)	(25.07)
资产/信用减值损失	(62.34)	(22.17)	(34.87)	(39.79)	(32.28)
公允价值变动收益	(8.66)	8.64	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(8.54)	(15.60)	(4.84)	(9.66)	(10.03)
其他	128.48	16.49	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	(170.06)	98.45	215.36	319.51	417.45
营业外收入	0.25	0.79	0.79	0.79	0.79
营业外支出	1.94	3.71	3.71	3.71	3.71
利润总额	(171.76)	95.53	212.45	316.60	414.54
所得税	(4.46)	(2.69)	6.37	9.50	12.44
净利润	(167.29)	98.22	206.07	307.10	402.10
少数股东损益	(20.67)	(3.72)	4.12	6.14	8.04
归属于母公司净利润	(146.62)	101.94	201.95	300.96	394.06
每股收益(元)	(0.85)	0.59	1.17	1.74	2.28

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-19.20%	22.80%	24.85%	23.62%	22.85%
营业利润	-1096.98%	-157.89%	118.76%	48.36%	30.65%
归属于母公司净利润	-567.49%	-169.53%	98.11%	49.02%	30.94%
获利能力					
毛利率	38.75%	42.95%	44.04%	45.47%	46.09%
净利率	-10.60%	6.00%	9.52%	11.48%	12.23%
ROE	-10.78%	7.20%	12.60%	16.06%	17.68%
ROIC	-15.40%	11.19%	30.23%	37.03%	83.42%
偿债能力					
资产负债率	32.02%	39.30%	35.53%	36.86%	37.44%
净负债率	-25.01%	-34.84%	-35.75%	-63.79%	-59.41%
流动比率	2.25	2.09	2.24	2.32	2.40
速动比率	1.69	1.66	1.60	1.95	1.80
营运能力					
应收账款周转率	3.28	4.41	5.14	5.71	6.00
存货周转率	3.46	5.16	4.95	5.74	5.56
总资产周转率	0.64	0.78	0.88	0.96	0.98
每股指标(元)					
每股收益	-0.85	0.59	1.17	1.74	2.28
每股经营现金流	1.59	1.84	0.63	3.78	0.93
每股净资产	7.87	8.18	9.27	10.84	12.89
估值比率					
市盈率	-37.52	53.97	27.24	18.28	13.96
市净率	4.04	3.89	3.43	2.94	2.47
EV/EBITDA	-62.94	32.27	14.23	9.50	7.83
EV/EBIT	-27.01	60.97	17.75	11.22	9.01

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com