

汽车业务持续高增，XR 在收入端弹性较弱

增持|下调

——公司 24 年中报业绩点评

● 报告要点:

公司 24H1 实现营业收入 6.45 亿元，同比+28%；实现归母净利润 0.94 亿元，同比+29%；毛利率 31.23%，同比+3.19pct。上半年海外地区收入 1.16 亿元，同比几近翻倍，其中我们测算约 50%来自于海外大客户。受大客户 MR 产品出货放缓影响，公司 24H1 收入端增速整体未达市场预期。

汽车电子赛道，24H1 收入同比+33%，占公司总收入近进一步提升至 53%。公司已进入了博世、比亚迪、长城等客户的供应序列，在车载运动屏幕项目、电动尾翼等产品已经逐步对国内自主品牌及新势力车企中量产交付。受益于汽车电子电动化渗透率不断提升，我们预计汽车电子领域 24 年维持 40%+的高速增长。

医疗与个护赛道，公司 24H1 收入同比下滑 41%，未来收入取决于医疗终端装置的智能化应用和新项目落地的进展。通信赛道，公司 24H1 收入同比+21%。公司主要从事基站天线配套的 RCU 调节模组以及天馈传动模组等产品，业务整体波动受到通信行业投资节奏的影响。

智能消费赛道，公司 24H1 收入 1.53 亿元，同比+52%，占公司总收入 23.7%。1) 智能家居方面，公司在洗地机蠕动水泵、泳池机器人驱动系统、开关伸缩调节器等产品上已成功试产；2) XR 方面，受制于 MR 出货量影响，公司上半年收入端增速弱于我们预期。MR 作为大客户未来重要产品线，随着成本下降、AI 功能的开发、以及相应软体配套的逐步跟上，形成规模化潜力较大。

3) 人形机器人方面，公司开发的灵巧手模组方面技术储备深厚、产品成熟度高，已开始推进对我国人形头部企业的批量供货，并与海外人形头部企业积极接洽。预计在海外 XR 客户的合作背书下，公司有望顺利推进灵巧手模组和汽车电子产品在海外头部客户中的落地和应用

我们预测公司 2024-2025 年归母净利实现为 2.3/3.2 亿元，同比增长 29%和 37%，对应 EPS 为 1.35/1.86 元。给予“增持”的投资评级。

财务数据和估值

| | 2023A | 2024E | | 2025E | |
|------------|---------|---------|----------|---------|----------|
| | | 国元预测 | 市场预期 | 国元预测 | 市场预期 |
| 营业收入(百万元) | 1205.95 | 1592.21 | 1,578.40 | 2085.83 | 2,065.94 |
| 增长率 | 4.64 | 32.03 | 30.88 | 31.00 | 30.98 |
| 归母净利润(百万元) | 179.92 | 231.23 | 231.38 | 317.46 | 312.89 |
| 增长率 | 19.55 | 28.52 | 28.6 | 37.29 | 35.23 |
| EPS(元/股) | 1.05 | 1.35 | 0.97 | 1.86 | 1.31 |
| 市盈率(P/E) | 89.51 | 33.15 | 38.83 | 24.14 | 28.7 |

资料来源: Wind, 国元证券研究所 (采用 Wind 一致预期, 8 月 23 日收盘价)

风险提示

下行风险: 大客户元宇宙产业发展不及预期, 行业竞争加剧, 受汽车销量放缓影响

上行风险: MR 市场销量超预期, 汽车新项目加速落地, 单车配套价值量显著提高

当前价: 37.45 元

目标期限: 6 个月

基本数据

52 周最高/最低价(元): 93.99 / 36.94

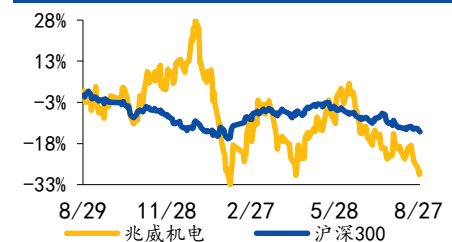
A 股流通股(百万股): 206.20

A 股总股本(百万股): 238.94

流通市值(百万元): 7722.08

总市值(百万元): 8948.33

过去一年股价走势



资料来源: Wind

相关研究报告

《国元证券电子行业 2024 年中期策略报告: 科技硬件迎来估值重塑, 端侧 AI 带动消费新周期》2024.07.12

《国元证券行业研究-技术硬件与设备行业研究报告: Apple intelligence 将带动 iphone 换机需求》2024.06.17

报告作者

分析师 彭琦

执业证书编号 S0020523120001

电话 (021) 51097188

邮箱 pengqi@gyzq.com.cn

分析师 沈晓涵

执业证书编号 S0020524010002

电话 (021) 51097188

邮箱 shenxiaohan@gyzq.com.cn

1. 核心观点

公司 24H1 实现营业收入 6.45 亿元，同比+28%；实现归母净利润 0.94 亿元，同比+29%，扣非后归母净利润 0.72 亿元，同比+50%；毛利率 31.23%，同比+3.19pct。其中 24Q2 公司实现营业收入 3.33 亿元，同比+18%；实现归母净利润 0.38 亿元，同比-13.51%。从费用端来看，24H1 公司销售/管理/研发费用率为 4.4%/5.8%/11.8%，分别同比+0.58pct/+0.05pct/+0.45pct。

上半年海外地区收入 1.16 亿元，同比几近翻倍，其中我们测算约 50%来自于海外大客户。受大客户 MR 产品出货放缓影响，公司 24H1 收入端增速整体未达市场预期。

分赛道来看：

汽车电子赛道，24H1 收入同比+33%，占公司总收入近一步提升至 53%，成为公司支柱型收入来源，增长势头乐观。公司已进入了博世、比亚迪、长城、蔚小理等客户的供应序列，提供的精密零件、传动系统、微型驱动产品得到了广泛认可，在车载运动屏幕项目、汽车热管理项目、电动尾翼、隐藏式门把手已经逐步对国内自主品牌及新势力车企中量产交付。受益于汽车电子电动化渗透率不断提升，我们预计新项目的不断落地有望带动汽车电子领域 24 年维持 40%+ 的高速增长。

在医疗与个护赛道，公司 24H1 收入 0.15 亿元，同比下滑 41%，占公司总收入 2.4%。公司在医疗领域主要围绕国内外头部医疗器械企业，布局胰岛素注射泵、镇痛泵、吻合器、自动注射等智能医疗产品，解决了低噪音、精密计量、高可靠性要求等行业难题。未来收入取决于医疗终端装置的智能化应用和新项目落地的进展。

在通信赛道，公司 24H1 收入 0.88 亿元，同比+21%，占公司总收入 13.5%。公司主要从事基站天线配套的 RCU 调节模组以及天馈传动模组等产品，是电调基站天线的核心零部件，用于远程调节基站天线辐射信号的下倾角，进而调整网络覆盖位置及范围等。公司与通信类头部企业保持密切合作，业务整体波动受到通信行业投资节奏的影响。

在智能消费赛道，公司 24H1 收入 1.53 亿元，同比+52%，占公司总收入 23.7%。

1) 智能家居方面，公司基于“精密、微小、超薄”的技术路线，实现众多应用落地，在洗地机蠕动水泵、泳池机器人驱动系统、开关伸缩调节器等产品上已成功试产；

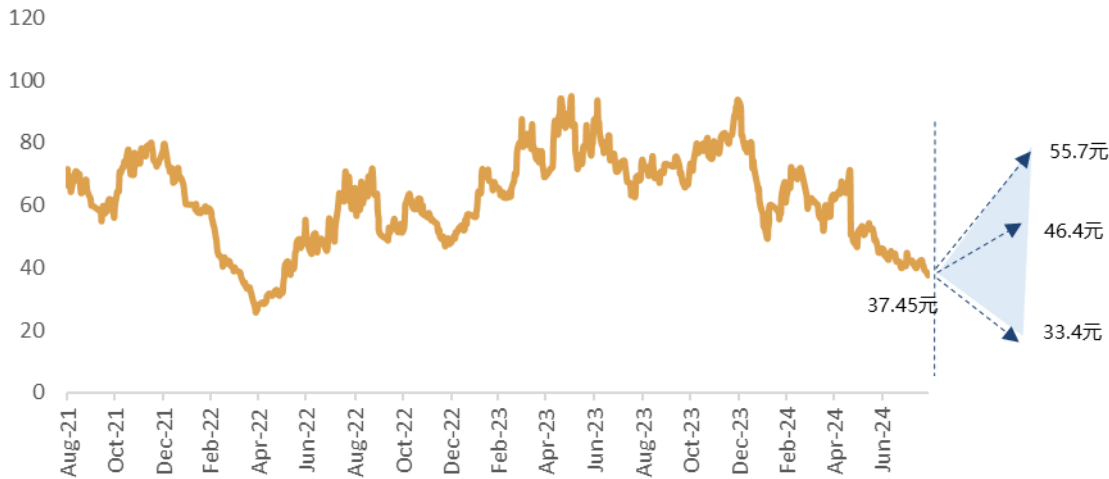
2) XR 方面，我们对 24 年 Vision pro 出货量下修至 65 万套。受制于 MR 出货量影响，公司上半年收入端增速弱于我们预期。MR 作为大客户未来重要产品线，随着成本下降、AI 功能的开发、以及相应软体配套的逐步跟上，形成规模化潜力较大。后续大客户 MR 进展上，我们预计 25 年有望有一款低配 Vision 版本的推出，并有望于今年 Q4 进入 NPI 阶段，整体 BOM 成本下降。

3) 人形机器人方面，公司开发的灵巧手模组方面技术储备深厚、产品成熟度高，已开始推进对我国人形头部企业的批量供货，并与海外人形头部企业积极接洽。预计在海外 XR 客户的合作背书下，公司有望顺利推进灵巧手模组和汽车电子产品在海外头部客户中的落地和应用。

2. 公司估值及业绩图表

我们预测公司 2024-2025 年归母净利实现为 2.3/3.2 亿元，同比增长 29%和 37%，对应 EPS 为 1.35/1.86 元。给予“增持”的投资评级。

图 1：公司未来 6 个月股价上下行风险



目标股价 46.4 元/股

基于 1) 汽车业务方面，我们测算公司可配套的单车价值量合计最高近 2000 元，未来单车价值提升空间较大，且随定点项目逐步落地，预计 24-25 年收入均可实现 30%-40% 的增长；2) XR 方面，24 年大客户 MR 出货预期至 65-70 万套 3) 通信赛道，受益于和头部客户的密切合作，预计 24 年整体实现正向复苏。给予 25 x 2025e EPS 为合理估值。

上行风险场景 55.7 元/股

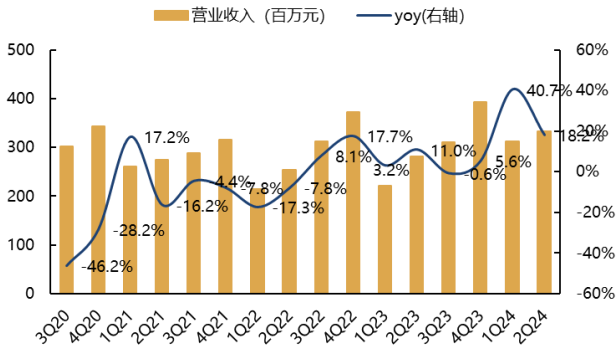
基于 1) 汽车业务方面，公司新客户及新项目落地进度加快，收入端实现远超 40% 的同比增长；2) XR 方面，二代低配版顺利推出，市场接受度超预期，带动公司收入放量；3) 人形机器人与海外头部客户合作落地，业务形成规模化销售。给予 30x2025e EPS 为合理估值。

下行风险场景 33.4 元/股

基于 1) 汽车业务方面，后续落地项目可持续性减弱，收入增速放缓；2) XR 方面，新一代 MR 发布推迟，一代出货量对收入的拉动作用有限；3) 通信及医疗板块，下游客户新项目落地进展不及预期；4) 智能家居板块，竞争环境恶劣，公司产品毛利率持续下滑。给予 18x2025e EPS 为合理估值

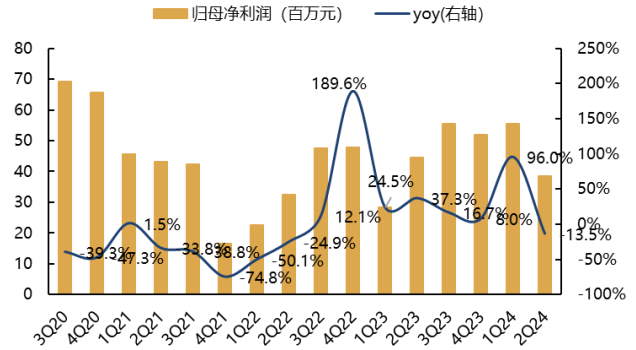
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 1：公司各季度营收及增速（百万元）



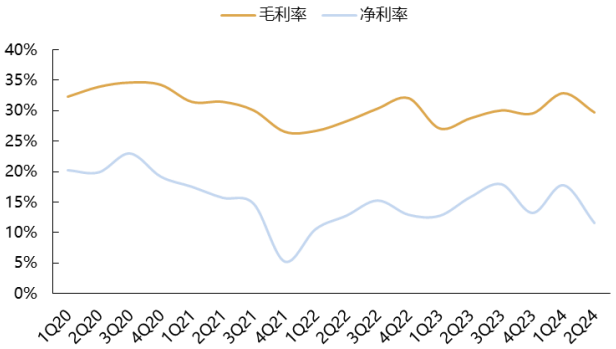
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 2：公司单季度归母净利润及增速（百万元）



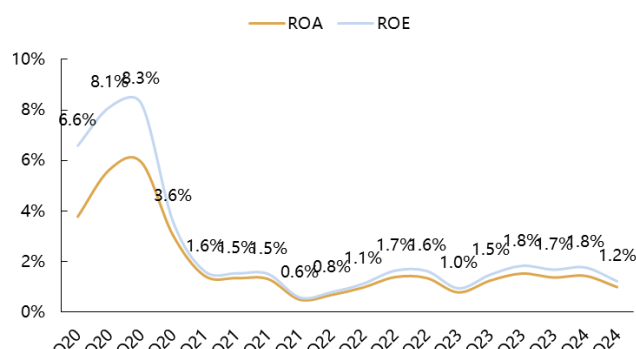
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 3：公司各季度毛利率及净利率



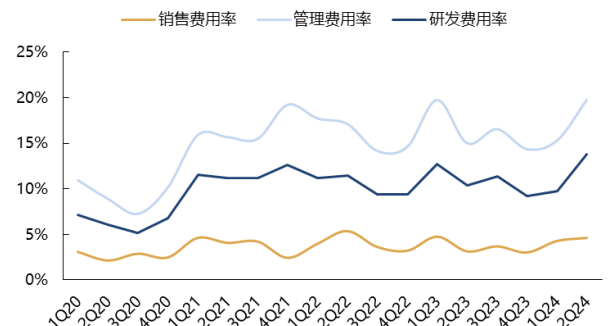
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 4：公司 ROA/ROE 变动



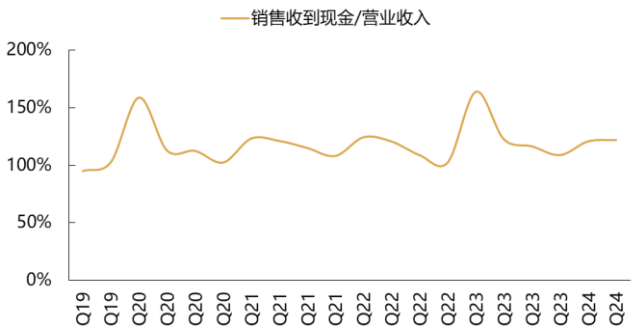
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 5：公司费用率变动



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 6：公司现金流情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

3.风险提示

下行风险：大客户元宇宙产业发展不及预期，行业竞争加剧，受汽车销量放缓影响

上行风险：MR 市场销量超预期，汽车新项目加速落地，单车配套价值量显著提高

财务预测表

| 资产负债表科目 | | | | |
|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 货币资金 | 132 | 216 | 505 | 992 |
| 交易性金融资产 | 640 | 640 | 640 | 640 |
| 应收账款及应收票据 | 434 | 471 | 710 | 766 |
| 存货 | 164 | 242 | 307 | 398 |
| 预付账款 | 6 | 5 | 7 | 9 |
| 其他流动资产 | 1227 | 1261 | 1247 | 1282 |
| 流动资产合计 | 2603 | 2836 | 3417 | 4087 |
| 长期股权投资 | 68 | 68 | 68 | 68 |
| 投资性房地产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产合计 | 670 | 804 | 816 | 784 |
| 无形资产 | 49 | 49 | 49 | 49 |
| 商誉 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 递延所得税资产 | 15 | 15 | 15 | 15 |
| 其他非流动资产 | 399 | 322 | 259 | 227 |
| 资产总计 | 3804 | 4095 | 4624 | 5231 |
| 短期借款 | 41 | 41 | 41 | 41 |
| 应付票据及应付账款 | 409 | 497 | 654 | 808 |
| 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付职工薪酬 | 52 | 42 | 58 | 73 |
| 应交税费 | 10 | 4 | 5 | 6 |
| 其他流动负债 | 125 | 112 | 150 | 189 |
| 流动负债合计 | 637 | 697 | 908 | 1117 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 递延所得税负债 | 40 | 40 | 40 | 40 |
| 其他非流动负债 | 40 | 40 | 40 | 40 |
| 股东权益 | 3088 | 3319 | 3636 | 4034 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| EPS | 1.05 | 1.35 | 1.86 | 2.33 |
| BVPS | 18.06 | 19.41 | 21.26 | 23.59 |
| PE | 89.51 | 33.15 | 24.14 | 19.26 |
| PEG | 4.58 | 1.16 | 0.65 | 0.76 |
| PB | 5.21 | 2.31 | 2.11 | 1.90 |
| EV/EBITDA | 83.13 | 19.98 | 15.06 | 11.97 |

| 利润表科目 | | | | |
|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 营业总收入 | 1205.95 | 1592.21 | 2085.83 | 2599.84 |
| %同比增速 | 4.64% | 32.03% | 31.00% | 24.64% |
| 营业成本 | 855.66 | 1058.30 | 1438.66 | 1826.14 |
| 毛利 | 350.28 | 533.92 | 647.17 | 773.70 |
| %营业收入 | 29.05% | 33.53% | 31.03% | 29.76% |
| 税金及附加 | 9.74 | 12.86 | 16.84 | 20.99 |
| %营业收入 | 0.81% | 0.81% | 0.81% | 0.81% |
| 销售费用 | 42.84 | 55.73 | 62.57 | 72.80 |
| %营业收入 | 3.55% | 3.50% | 3.00% | 2.80% |
| 管理费用 | 64.98 | 71.65 | 83.43 | 101.39 |
| %营业收入 | 5.39% | 4.50% | 4.00% | 3.90% |
| 研发费用 | 128.71 | 143.30 | 146.01 | 168.99 |
| %营业收入 | 10.67% | 9.00% | 7.00% | 6.50% |
| 财务费用 | -34.85 | -1.84 | -4.16 | -12.09 |
| %营业收入 | -2.89% | -0.12% | -0.20% | -0.47% |
| 净利润 | 179.92 | 231.23 | 317.46 | 398.02 |
| %营业收入 | 14.92% | 14.52% | 15.22% | 15.31% |
| 归母净利润 | 179.92 | 231.23 | 317.46 | 398.02 |
| %同比增速 | 19.55% | 28.52% | 37.29% | 25.37% |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

| 现金流量表科目 | | | | |
|------------------|-------------|-------------|------------|------------|
| 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 经营活动现金流净额 | 196 | 258 | 366 | 564 |
| 投资 | -22 | 0 | 0 | 0 |
| 资本性支出 | -206 | -175 | -80 | -80 |
| 其他 | 47 | 3 | 4 | 5 |
| 投资活动现金流净额 | -181 | -172 | -76 | -75 |
| 债权融资 | -29 | 0 | 0 | 0 |
| 股权融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 银行贷款增加(减少) | 50 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资成本 | -30 | -2 | -2 | -2 |
| 其他 | -56 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流净额 | -64 | -2 | -2 | -2 |
| 现金净流量 | -53 | 84 | 289 | 487 |

资料来源: Wind, 国元证券研究所

投资评级说明

(1) 公司评级定义

| | |
|----|------------------------|
| 买入 | 股价涨幅优于基准指数 15%以上 |
| 增持 | 股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间 |
| 持有 | 股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间 |
| 卖出 | 股价涨幅劣于基准指数 5%以上 |

(2) 行业评级定义

| | |
|----|--------------------------|
| 推荐 | 行业指数表现优于基准指数 10%以上 |
| 中性 | 行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间 |
| 回避 | 行业指数表现劣于基准指数 10%以上 |

备注：评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中 A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数。

分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。

网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥

地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券
邮编：230000

上海

地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：200135

北京

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 21 层国元证券
邮编：100027