

锐明技术(002970)

报告日期: 2024 年 10 月 14 日

商用车监控信息化龙头，出海正当时

——锐明技术深度报告

投资要点

□ 商用车监控信息化龙头，业绩持续高增

锐明是商用车领域的监控信息化龙头，以 AI 和视频技术为核心，以商用车的安全、合规、效率提升为核心目标，产品覆盖货运、公交、出租等多种商用车型。据 Berg Insight 2024 年最新出具的市场报告显示，公司在商用车视频远程信息处理方案安装量排名全球第一。

2023 年，公司营收和归母净利润分别增长 22.80% 和 169.54%，2024H1，营收和归母净利润分别增长 48.83% 和 104.90%，业绩持续高增。

□ 行业复盘：行业处于破壁渗透期，政策和技术助推行业发展

用户对安全和效率的需求旺盛，政策和技术助推行业发展：政策引导监控信息化产品落地、普及，技术升级提升产品价值量。

- 1) 政策法规强制要求车辆运营主体配备监控信息化产品。以欧标为例，欧盟 UN ECE R151/R159 等标准正式落地后，新增市场空间为每年 10 亿-15 亿美元。
- 2) 技术升级是产品价值量提升、市场扩容的过程，从第二代进化到第三代，产品单价提升 3-5 倍。
- 3) 即便在汽车智能化比较成熟的欧美市场，监控信息化产品仍处于破壁渗透期。第三代产品在北美市场渗透率为 18%，欧洲市场渗透率为 4%，第四代产品处于推广初期，发展空间广阔。

□ 竞争优势：技术端先发优势明显，产品具有性价比优势

技术能力、成本优势和定制化能力，是行业核心的竞争要素。从竞争逻辑来看，公司有望维持行业领先的优势，甚至扩大市场份额：

- 1) 技术能力决定产品力，锐明在车载监控信息化领域积累了 20 余年，技术上具有先发优势，产品安装数相当于第二名到第五名的总和，庞大的用户数据有利于算法等技术的升级。
- 2) 监控信息化产品以硬件为载体，国内制造业具有成本优势，相比欧美厂商，锐明产品在技术领先的同时更具性价比。
- 3) 商用车细分领域的需求差异化较大，对供应商的定制化能力提出要求。公司基于六大产品家族和三级研发架构，可以高效满足用户定制化需求。

□ 发展战略：全球化布局，出海成效显著

海外收入占比连续 7 年提升，2024H1 海外业务占比为 52.2%。公司在海外采取本地化营销策略，投建海外智能制造中心。我们认为已经在销售网络和产能上做好准备，有望受益于海外市场渗透率提升：

- 1) 北美和欧洲是公司优势市场，当地渗透率依然有较大提升空间；
- 2) 欧标带来新机遇，公司有望通过欧标解决方案打入欧洲前装市场。
- 3) 长期来看，欧美以外的地区渗透率更低，众多蓝海市场等待挖掘。

□ 财务分析：ROE 逐步修复，仍有向上空间

公司 ROE 从 2023 年开始修复，还未恢复到历史水平，结合净利润率和资产周转率相关指标的分析，我们认为 ROE 仍有向上空间：1) 政策落地+需求复苏+龙头竞争优势，收入端有望维持高增长，带动资产周转率上行。2) 海外高价值市场持续拓展，海外业务带动毛利率提升。3) 人效提升+人员规模控制，费用率有望继续下降。

投资评级：买入(首次)

分析师：刘雯蜀

执业证书号：s1230523020002
liuwenshu03@stocke.com.cn

分析师：叶光亮

执业证书号：S1230524080010
yeguangleiang@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 38.20
总市值(百万元)	6,607.84
总股本(百万股)	172.98

股票走势图



相关报告

□ 盈利预测与估值

作为商用车监控信息化龙头，有望受益于行业渗透率提升，预计公司 2024-2026 年营收为 23.13/28.99/35.77 亿元，同比增长 36.12%/25.33%/23.39%，归母净利润为 2.48/3.41/4.51 亿元，同比增长 143.75%/37.10%/32.52%，对应 EPS 为 1.44/1.97/2.61 元，对应 PE 为 27/19/15 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

□ 风险提示

贸易摩擦风险、海外市场拓展不及预期、行业竞争加剧、汇率波动风险

财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2023E	2024E
营业收入	1699	2313	2899	3577
(+/-) (%)	22.80%	36.12%	25.33%	23.39%
归母净利润	102	248	341	451
(+/-) (%)	169.54%	143.75%	37.10%	32.52%
每股收益(元)	0.59	1.44	1.97	2.61
P/E	65	27	19	15

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 商用车监控信息化龙头，深耕安全信息化二十余载	6
1.1 聚焦商用车领域，专注安全及信息化业务	6
1.2 产品体系：聚焦交通出行与交通运输，积极拓展前装等创新业务	7
1.3 需求复苏+控费效果明显，营收利润高增长	10
2 行业复盘：政策落地加速行业渗透，技术升级提高产品价值量	11
2.1 安全和效率是用户核心需求，政策法规驱动行业渗透率提升	11
2.2 技术升级是产品价值量提升、市场扩容的过程	14
2.3 商用车销量实现恢复性增长，欧美视频监控系統复合增速超 18%	16
3 公司：行业领先优势明显，出海业务增长动力足	18
3.1 竞争力：产品安装数领先，高研发投入维持技术优势	18
3.2 海外业务增长动力充足：渗透率提升+前装业务拓展	19
3.3 财务分析：盈利能力和人效改善，ROE 稳步向上	21
4 盈利预测与估值	25
5 风险提示	26

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	6
图 2: 公司股权结构 (截至 2024 年 6 月)	7
图 3: 业务结构 (分行业, 2024H1)	8
图 4: 业务结构 (分产品, 2024H1)	8
图 5: 货运行业解决方案.....	9
图 6: 出租行业解决方案.....	9
图 7: 公交行业解决方案.....	9
图 8: 前装产品示意图.....	9
图 9: 历年营收及增速情况 (2019-2024H1)	10
图 10: 历年归母净利润及增速情况 (2019-2024H1)	10
图 11: 销售/研发/管理费用率情况 (2019-2024H1)	10
图 12: 毛利率和净利率情况 (2019-2024H1)	10
图 13: 商用车监控信息化产品发展的四个阶段.....	14
图 14: 车载监控信息化产品技术发展路径.....	16
图 15: 全球商用车销量趋势 (单位: 百万)	17
图 16: 主要市场安装基础预期 (单位: 万套)	17
图 17: 欧洲市场出货量预期 (单位: 万套)	17
图 18: 研发费用和研发费用占比 (2015-2024H1)	19
图 19: 研发人员数量和研发人员占比 (2018-2023)	19
图 20: “1+3” 研发基础平台	19
图 21: 基于三级研发平台的技术架构.....	19
图 22: 不同地区收入变化情况 (单位: 亿元, 2014-2024H1)	20
图 23: 不同地区收入占比情况 (2024-2024H1)	20
图 24: 全球子公司示意图.....	21
图 25: 历年 ROE 情况 (2020-2024H1)	22
图 26: 历年净利率/资产周转率/权益乘数 (2020-2024H1)	22
图 27: 资产周转率变化情况 (2020-2023)	22
图 28: 公司净利率情况 (2019-2024H1)	22
图 29: 三大费用率和毛利率情况 (2019-2024H1)	23
图 30: 分业务毛利率情况 (2019-2024H1)	23
图 31: 业务毛利率情况 (2019-2024H1)	23
图 32: 海内外业务占比 (2019-2024H1)	23
图 33: 销售+管理+研发费用与营收增速对比 (2019-2024H1)	24
图 34: 公司员工数量情况 (2019-2024H1)	24
图 35: 人均薪酬情况 (2019-2024H1)	24
图 36: 人均营收和人均利润情况 (2019-2024H1)	24
表 1: 最新一期股权激励考核目标.....	7
表 2: 基础产品体系梳理.....	8
表 3: 我国交通运输业安全管理和信息化建设相关政策.....	12
表 4: 各国家和地区货运行业政策法规对信息化产品的要求.....	14
表 5: 全球商用车数量分布情况.....	16

表 6: 全球远程视频系统领域的安装产品数	18
表 7: 公司在全球设立 8 个 子公司	20
表 8: 锐明技术收入预测表 (百万元)	25
表 9: 可比公司估值 (估值日期 2024/10/14)	26
表附录: 三大报表预测值.....	27

1 商用车监控信息化龙头，深耕安全信息化二十余载

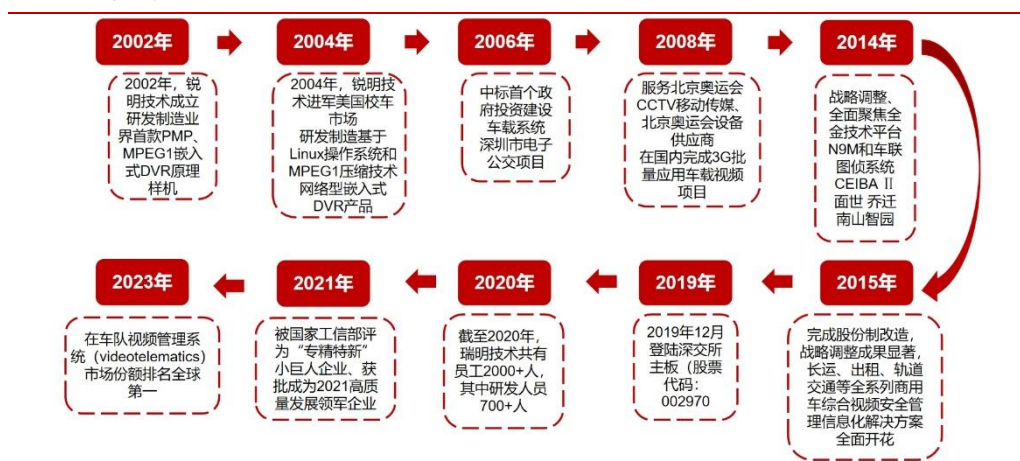
锐明技术创立于2002年，是商用车领域领先的AIoT智能物联解决方案提供商，以商用车(包括交通运输车辆、交通出行车辆及作业生产车辆)的安全、合规和效率提升为核心目标的，致力于利用人工智能、高清视频、大数据、自动驾驶等技术手段来实现商用车(包括交通运输车辆、交通出行车辆及作业生产车辆)的运营安全、驾驶安全及效率提升，帮助客户减少交通事故和货物丢失的发生，同时助力交通出行及运输企业或车队提升运营效率。

1.1 聚焦商用车领域，专注安全及信息化业务

公司成立二十多年，一直致力于商用车安全信息化赛道。2002年，锐明技术成立，研发出业界首款PMP、MPEG1嵌入式DVR原理样机，正式进入商用车视频监控领域，2004年进军美国校车市场，开启出海之路。

经过二十二年发展，已形成商用车通用产品与商用车信息化产品两大产品条线，形成面向交通运输、前装、创新业务等多行业的业务格局。

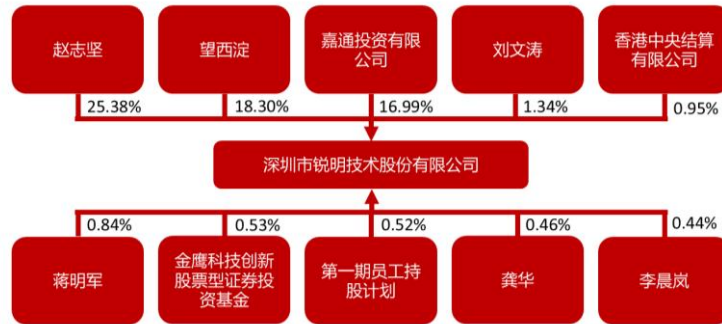
图1：公司发展历程



资料来源：公司官网、公司年报、浙商证券研究所

联合创始人为主要股东，管理和研发经验丰富。公司前两大股东为联合创始人赵志坚与望西淀，分别持股25.38%与18.30%，二人于2002年9月创办锐明技术，后长期担任总经理与常务副总经理。两位创始人有着超过30年的共事与合作经历，曾共同服务于四川长虹、深圳先科、香港超越三家公司，在电子科技领域有着丰富的研发和管理经验。

图2: 公司股权结构 (截至 2024 年 6 月)



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

股权激励调动核心员工积极性，考核目标彰显业绩信心。公司在 2024 年 5 月 14 日通过了最新一期股权激励计划，向 146 名核心管理人员与核心技术（业务）人员授予 342 万份股票期权，考核目标值为：以公司 2023 年净利润为基数，2024/2025/2026 净利润增长率达到 42.60%/65.80%/87.10%。

表1: 最新一期股权激励考核目标

行权安排	考核年度	对应考核年度净利润（A）	
		目标值(Am)	触发值(An)
第一个行权期	2024 年	以公司 2023 年净利润为基数，考核年度净利润增长率达到 42.60%	以公司 2023 年净利润为基数，考核年度净利润增长率不低于 21.20%
第二个行权期	2025 年	以公司 2023 年净利润为基数，考核年度净利润增长率达到 65.80%	以公司 2023 年净利润为基数，考核年度净利润增长率不低于 44.20%
第三个行权期	2026 年	以公司 2023 年净利润为基数，考核年度净利润增长率达到 87.10%	以公司 2023 年净利润为基数，考核年度净利润增长率不低于 66.70%

资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

1.2 产品体系：聚焦交通出行与交通运输，积极拓展前装等创新业务

商用车监控信息化产品的下游客户，主要是系统集成商、车辆运营企业等。按商用车类型来划分，业务覆盖领域可分为货运、公交、出租、矿山机械等，此外，公司近年来加大商用车前装市场的拓展。

产品体系完整，满足用户差异化和定制化需求。用户对于监控信息化产品的需求，不局限于单个车载摄像头，往往是多个产品组合成的全套解决方案。公司推出智能摄像机产品、智能显示屏产品、车载中央计算单元、电子后视镜（CMS）、车联网产品、多场景视觉补盲产品六大基础产品家族，构建完整而多元的商用车智能化产品矩阵，满足客户从效率到安全的全方位需求，可以基于基础产品快速形成全套解决方案。

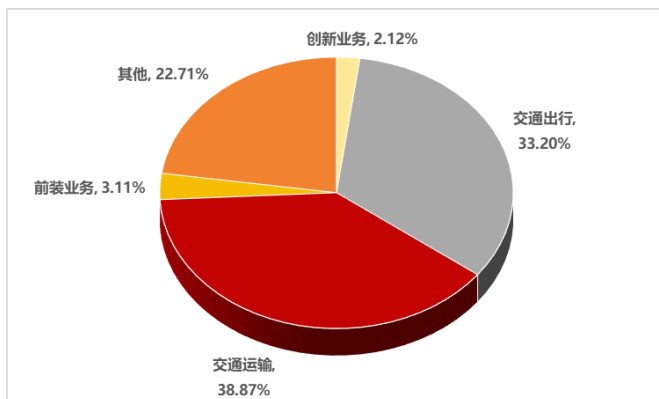
表2: 基础产品体系梳理

产品家族	服务对象	作用
智能摄像机	企业全场景智能化需求	提升交通环境的安全性和效率
智能显示屏	商用车行业特有的运营、安全及监管要求	发挥企业信息化管理核心作用，驱动商用车队智能化与数字化进程
车载中央计算单元	客户生产过程中的安全/效率/成本各环节实际痛点	提供系统、高效、直观的工作体验，促进资源集成利用、数据共享互联、边缘计算
电子后视镜（CMS）	响应行业趋势	取代传统的光学后视镜，减低风阻减少油耗
车联网	行业安全风险管理的痛点，面向不同层次市场需求	全面提升行车安全、优化运营效率
多场景视觉补盲	车辆视野盲区难题	精准识别盲区风险，发出智能预警

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

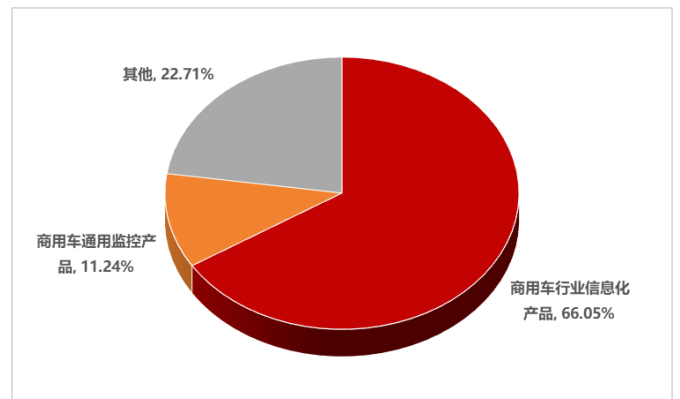
分领域来看，公司的业务覆盖交通运输、交通出行、前装业务、创新业务以及其他业务，2024H1 上述各业务分别占比 38.87%/33.20%/3.11%/2.12%/22.71%。按照产品标准化程度来划分，主营业务又分为商用车行业信息化产品、商用车通用监控产品和其他，2024H1 分别占比 66.05%/11.24%/22.71%。

图3: 业务结构（分行业，2024H1）



资料来源：Choice、浙商证券研究所

图4: 业务结构（分产品，2024H1）



资料来源：Choice、浙商证券研究所

基于基础产品体系，公司打造了多个细分领域的解决方案：

- **在货运行业：**公司推出由车联网产品、视觉补盲产品、智能摄像机产品和安全闭环平台组成的货运行业解决方案，在人（司机）、车（车辆本身）、货（货物运输）和路（行驶道路环境）四个方面提供核心价值。产品分为合规、安全风险管、盲区预警、货物管理和快速取证五个大类，面向全球市场提供第三代（AI 视频联网产品）到第四代（大模型协同安全方案）的产品族。

图5： 货运行业解决方案



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

图6： 出租行业解决方案



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

➤ **在出租（含网约车）行业**，提供智能交互屏、智能摄像头、线上管理平台与计价计费系统等核心部件，给出服务监管、安全闭环、新能源出租车信息化等一揽子解决方案，已经覆盖国内约 160 个城市，国际十余个国家超 50 万辆出租车。其中出租安全闭环解决方案（vision zero booster for taxi）等产品得到了出租车企业和行业管理部门的充分肯定。

➤ **在公交行业**，公司通过智能摄像头、综合管理平台、高精度统计仪、车载中央计算单元等组件提供全面的公交管理与运营解决方案，目前已更新到第三代公交运营效率解决方案，在安全闭环管理、运营统计分析、智能稽查多方面帮助公交企业安全系数和安全管理效率。

图7： 公交行业解决方案



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

图8： 前装产品示意图



资料来源：公司年报、浙商证券研究所

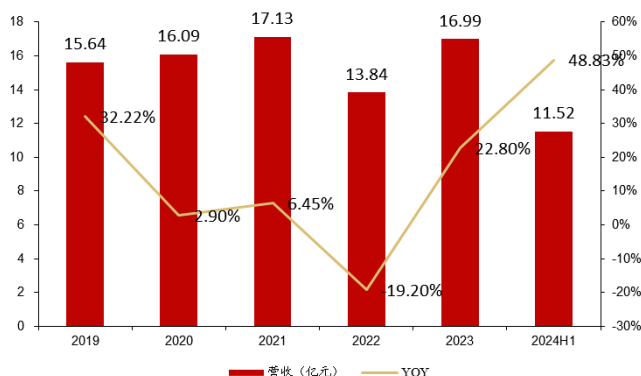
➤ 在 前装业务领域，主要产品有欧标安全管理系统、紧急制动系统（AEBS）、电子后视镜与智能网联产品，满足用户在安全、合规、效率方面的需求。前装是公司重点孵化的新兴业务，2020 年开始单独统计前装营业收入，经过三年发展，前装业务营收占比已经从 0.75% 上升至 2024H1 的 3.11%。通过欧标解决方案、AEBS、电子后视镜等高价值产品和解决方案，公司加大商用车前装市场的拓展，有望培养出新的增长曲线。

1.3 需求复苏+控费效果明显，营收利润高增长

2023 年业绩拐点已至，2024 上半年继续高速增长。2020-2022 期间，全球宏观环境对下游需求影响较大，公司业绩经历了短暂的低谷期。2023 年开始，外部干扰因素解除，下游需求复苏，加上公司费用控制取得成效、前期研发投入取得成效，营收和利润均恢复正增长，分别取得 22.80%和 169.54%的增长。

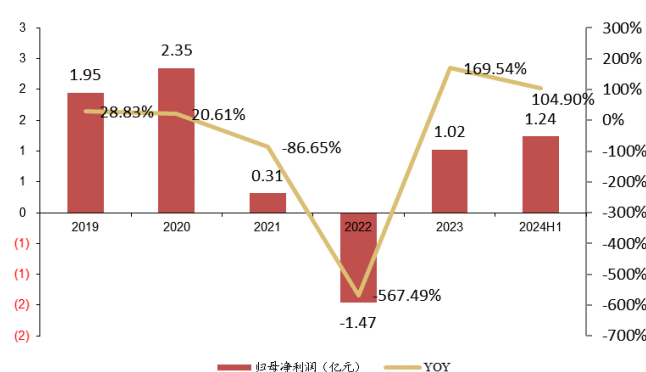
2024 上半年营收和归母净利润继续高增，分别增长 48.83%和 104.90%。从增速趋势来看，2023 年业绩拐点已确立，2024 上半年延续了高增长的态势。

图9： 历年营收及增速情况（2019-2024H1）



资料来源：Wind、浙商证券研究所

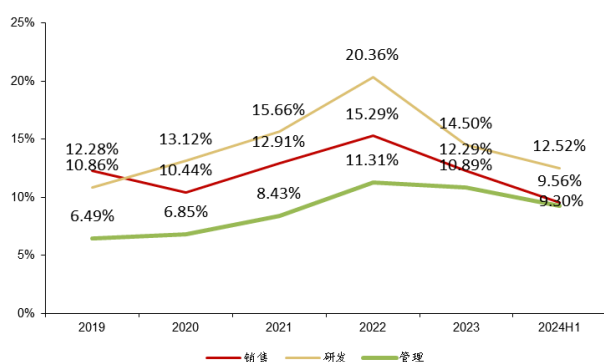
图10： 历年归母净利润及增速情况（2019-2024H1）



资料来源：Wind、浙商证券研究所

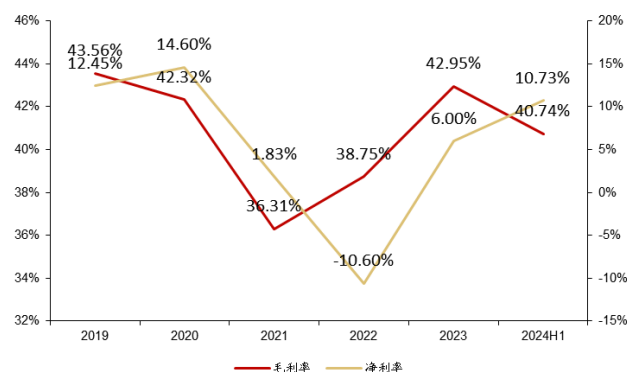
盈利能力整体呈上升趋势，费用率下降明显。毛利率自2022年以来提升明显，2024H1，低毛利的其他业务占比提升，导致毛利率有所波动。销售/管理/研发费用率从 2023 年以来持续下降。

图11： 销售/研发/管理费用率情况（2019-2024H1）



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图12： 毛利率和净利率情况（2019-2024H1）



资料来源：Wind、浙商证券研究所

2 行业复盘：政策落地加速行业渗透，技术升级提高产品价值量

车辆运营企业对安全和效率的需求，是行业发展的主要驱动力，政策和技术助推行业发展。具体来看：政策引导监控信息化产品落地、普及，技术升级提升产品价值量。行业渗透率提升、产品价值量提升，共同驱动市场扩容。

对于监控信息化产品而言，商用车的保有量和增量决定了行业的潜在实在空间，监管政策和法规，加速了监控信息化产品的普及，技术创新在提升监管和运营的效率的同时，也提高了监控信息化产品的价值。

2.1 安全和效率是用户核心需求，政策法规驱动行业渗透率提升

商用车监控信息化产品的终端客户主要是车辆运营平台：1）安全与合规是运营主体必须遵守的底线；2）车辆运营企业和监管部门也希望借助信息技术提升运营效率。

政策法规对监控信息化行业发展起到关键性的引导作用，以欧标为例，欧盟 UN ECE R151/R159 等标准正式落地后，新增市场空间为每年 10 亿-15 亿美元。安全是交通出行的核心主题，履行安全生产合规义务（车辆合规、司机合规和车队合规等），有效防范安全生产事故风险，是交通监管部门和车辆运营主体的管理职责，配备监控信息化产品是降低事故风险的有效方式之一。各个国家和地区普遍通过政策和法规的形式，规定商用车必须配备相关安全防护产品。

安全防范、智能化发展、利用信息技术赋能监管，是我国交通运输业相关政策法规出现的高频内容。我国是最早将安全技术通过政策和法规指引应用到商用车领域的国家之一，从北斗导航系统，视频车联网系统直到交通部印发的交办运〔2018〕第 115 号《交通运输部办公厅关于推广应用智能视频监控报警技术的通知》要求：综合采取人防和技防相结合的方式，切实纠正司机疲劳驾驶、行车接打手机等安全隐患，有效遏制和减少重特大事故的发生，决定在道路客货运输领域推广应用智能视频监控报警技术，全面提升道路运输安全科技保障水平。

如表 3 所示，我国出台了一系列与公交、两客一危、出租车等交通运输车辆的相关政策，以规范交通运输业的安全管理和信息化建设。

表3: 我国交通运输业安全管理和信息化建设相关政策

序号	政策名称	发布时间	发布部门	与公司有关的主要内容	领域	对行业影响
1	《巡游出租汽车运营服务规范》	2016年10月	交通运输部	巡游出租汽车车辆应按规定配置安全防范设施等。安全防范设施应具备防劫防盗、应急报警等功能,实现与车载卫星定位系统联动。	出租车	运营服务规范要求巡游出租车配置相关的电子设备而用来提高安全运营水平。
2	《关于推进安全生产领域改革发展的意见》	2016年12月	国务院	完善长途客运车辆、旅游客车、危险物品运输车辆和船舶生产制造标准,提高安全性能,强制安装智能视频监控报警、防碰撞和整车整船安全运行监管技术装备,对已运行的要加快安全技术装备改造升级。	两客一危	要求加强重点领域工程治理,提高两客一危车辆安全性能。
3	《城市公共汽车和电车客运管理规定》	2017年3月	交通运输部	推进物联网、大数据、移动互联网等现代信息技术在城市公共汽车客运运营、服务和管理方面的应用。	公交	加速了燃油公交车的淘汰进程,带来了很大的产品换装市场。
4	《营运客车安全技术条件》	2017年4月	交通运输部	标准要求营运客车出厂时应装备车内外视频监控系统,即客车必须前装符合要求的视频监控系统。	两客一危	客车前装市场将迎来一定增长。
5	《智慧交通让出行更便捷行动方案(2017—2020年)》	2017年9月	交通运输部	建设完善城市公交智能化应用系统。推动具有城市公交便捷出行引导的智慧型综合出行信息服务系统建设。	公交	推动了智慧型综合出行信息服务系统建设。
6	《关于加强网络预约出租汽车行业事中事后联合监管有关工作的通知》	2018年5月	交通运输部、工业和信息化部等	探索利用互联网思维创新监管方式,运用网约车监管信息交互平台等信息化手段,提升监管效能。	出租车	网约车监管通知中要求用互联网技术提高监管效能。
7	《关于推广应用智能视频监控报警技术的通知》	2018年8月	交通运输部	鼓励支持道路运输企业安装智能视频监控报警装置,新进入道路运输市场的“两客一危”车辆应前装智能视频监控报警装置。	两客一危、重型货车	通知要求主动安全类产品安装在“两客一危”等重点车辆上,开辟出一块全新市场。
8	《交通运输部办公厅关于推广应用智能视频监控报警技术的通知》	2018年8月	交通部	鼓励支持道路运输企业在现有三类以上班线客车、旅游包车、危险货物道路运输车辆、农村客运车辆、重型营运货车(总质量12吨及以上)上安装智能视频监控报警装置,新进入道路运输市场的“两客一危”车辆应前装智能视频监控报警装置,实现对司机不安全驾驶行为的自动识别和实时报警。	商用车	对行业发展起到了关键性的引导作用,塑造了行业发展的外部宏观环境
9	《GB/T 19056-2021》	2021年12月	公安部	记录仪应具有行驶状态记录功能、事故疑点记录功能、超时驾驶记录功能。	商用车	新增了商用车自身状态监测和记录、驾驶员行为监测和记录等功能规范,市场将迎来增长。
10	《交通运输部关于进一步加强交通运输安全生产体系建设的意见》	2022年1月	交通运输部	提升运输装备本质安全水平。完善重点营运车船安全技术标准规范,强化准入安全管理,推进智能化升级改造。	商用车	要求重点营运车辆达到新的智能化标准,带来商用车智能化改造需求。
11	《“十四五”时期农村客运、城市交通发展工作绩效考核办法》	2022年9月	交通运输部办公厅、财政部办公厅	将信息化手段归集运营数据并开展监管作为重要的考核点	出租车	推动了城市的信息化监管的快速发展

资料来源:交通运输部、公安部、国务院等,浙商证券研究所

在政策法规的驱动下，我国出厂的各类商用车（以重卡为主）会配置国标要求的基础视频联网安全产品，各地在营运的商用车部分实现了第三代 AI 智能预警联网系统的批量安装，以广东为代表的典型省份甚至完成了全省货车、客车和危化车的列装，其他省份也在根据自己的情况筹划统一的实施计划。

世界大多数国家和中国一样，也通过政策法规对车辆生产和车辆运营提出安全与合规的要求。海外各国和各地区也纷纷发布政策，刺激了海外市场对于监控信息化产品的需求。

- **欧洲：GSR II。**新车公告自 2022 年 7 月开始，新车上牌自 2024 年 7 月开始，需强制配备下面六个智能警告的功能，即：行驶区域信息提示系统(MOIS，有助于避免起步时与车前方行人发生碰撞)、盲点信息提示系统(BSIS，有助于行车时避免与靠近车辆副驾驶一侧的骑行者发生碰撞)、倒车信息提示系统(REIS)、智能车速辅助系统(ISA，帮助司机识别限速标记和超速提示)、司机疲劳预警系统(DDAW)、胎压监测系统(TPMS)。
- **英国 DVS/PSS 法规：**伦敦交通局（TFL）的 DVS 和 PSS 法规专为提升重型货车在市区行驶安全性而设。DVS 法规着重于改善司机直接视野以减少盲区事故，通过对车辆视线范围评分并划分安全等级，自 2020 年 10 月 26 日起，不达标的货车需获取 HGV Safety Permit 方可进入伦敦特定区域，必要时须安装摄像头、传感器等辅助设备以满足要求。PSS 法规作为补充，强调配备转弯警告系统、限速装置、疲劳驾驶预警系统等多元安全技术和培训措施，共同构建全面防护体系，降低城市交通中的重型货车碰撞风险。

各国和地区的政策法规，直接加速监控信息化产品在商用车领域的渗透，以欧洲 GSR II 下属的 UN ECE Regulation 151 和 159 为例，监管新规可以拉动监控信息化产品需求：

- ECE R151 法规涉及重型车辆的盲点信息系统（Blind Spot Information System, BSIS），该法规要求从 2022 年 7 月 6 日开始，对于新认证的 M2、M3、N2 和 N3 类车辆，必须安装符合 R151 标准的盲点监测系统。
- ECE R159 法规则是针对行人和自行车移动监测系统（MOIS, Monitoring of Vulnerable Road Users），该法规规定，要提高车辆在行驶过程中对行人的检测能力，尤其是静态穿行测试和其他动态场景下的安全性。通过采用 MOIS 技术，车辆能够更有效地识别并应对道路上的弱势道路使用者，如行人和骑车人，从而降低事故发生的可能性。ECE R159 自 2022 年 7 月 6 日起，对新认证的 M2、M3、N2 和 N3 类车辆强制实施，并于 2024 年 7 月 7 日对新注册车辆强制执行。
- **欧盟 UN ECE R151/R159 等标准覆盖的车辆数约为 672 万辆（除去英国），在 2024 年法规正式落地后，每年产生约 50 万套 R151/R159/DDAW/ISA/R130/R131 方案的需求。按单台车整套约 2,000-3,000 美元进行估算，该部分市场空间大约为每年 10 亿-15 亿美元。**

表4: 各国家和地区货运行业政策法规对信息化产品的要求

市场	法规要求	产品	亮点
中国	国部标	新一代汽车行驶记录仪产品、API 接口、云边缘综合解决方案	满足国标与交通部标的双重认证, 提高安全管理水平、优化运营效率
亚太	部分国标/地标	标准类产品, 集成视频监控、驾驶行为分析以及数据远程传输等功能	满足相关监管要求, 优化车辆调度效率
英国	DVS/PSS 法规	重型货车 (HGVs) 智能单目黑光盲区预警系统	盲区提醒预警, 提供标准以上的良交互体验
欧盟	R151/R159/DDA W/ISA 法规	R151 智能一体化超远距离黑光盲区预警产品	解决重型卡车/大客车的行人的碰撞风险, 符合多项欧盟法规要求
美国	ELD 法规	CANBus 盒装置及数据 API 接口	精确记录和传输车辆运行状态和司机工作时间数据

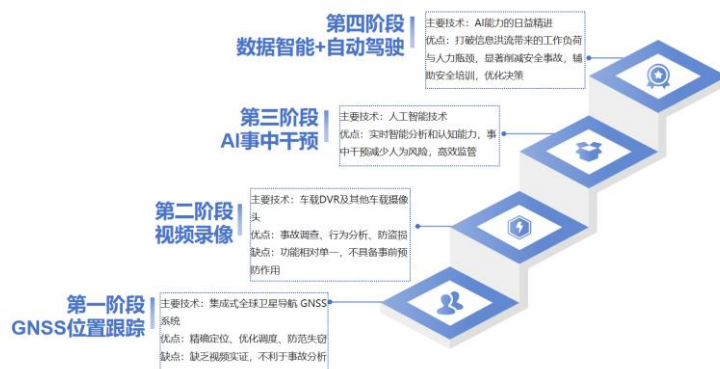
资料来源: 公司年报、浙商证券研究所

2.2 技术升级是产品价值量提升、市场扩容的过程

技术升级是产品价值量提升、市场扩容的过程, 第二代产品价格为 100-500 美元, 第三代产品单价提升至 300-1000 美元。第三产品目前处于破壁渗透期, 行业整体渗透率较低, 第四代产品处于推广早期, 发展空间广阔。

商用车的监控信息化技术发展至今, 已历经三十余年, 对应四个阶段: 定位技术、视频分析、AI 视觉识别、AI 与大数据结合, 分别解决了四大难题: 车辆调度、事后分析、事中干预、事前预防。在解决行业难题的同时, 产品价值也实现数量级的提升。

图13: 商用车监控信息化产品发展的四个阶段



资料来源: 公司年报、浙商证券研究所

第一阶段: GNSS 位置跟踪。本阶段的行业难题是高效率调度和防范车辆失窃, 解决措施是全球卫星导航 GNSS 系统。

卫星导航系统的应用使得运营者能够实时获取车辆的精确地理位置、行驶轨迹及运行速度等信息, 极大地助力了提升调度效能、防范车辆失窃风险以及满足各类法规监管要求。该阶段典型产品是联网 GNSS 定位器, 该类产品硬件的单车售价在 50-100 美元, 生命周期软件订阅 (车辆位置安全服务 SaaS) 收入约为 160 美元。目前全球行业渗透率约为 35%, 已经成为车联网的基础设施。伴随车辆更新, 每年设备产销规模约在 1,450 万台套附近, 行业产值在 153 亿美元。

第二阶段：视频录像阶段。本阶段的行业难题是单纯依赖全球卫星导航系统（GNSS）技术，无法提供充分且无可争议的驾驶行为分析依据，也无法揭示事故发生的具休情境与原因链。视频录像技术对上述问题进行了很好的解决。

2000 年开始,车载 DVR（数字视频录像机）和其他类型的车载摄像头开始广泛应用，对车内及车外环境进行连续监控与录像，进一步提升安全管理水平。本阶段的典型产品是功能相对单一的车载数字录像机，该类产品单车售价在 100 至 500 美元，市场主要集中在发展中国家，目前行业渗透率接近 10%，是车联网的主流产品之一。

第三阶段：AI 事中干预。视频录像能力可帮助相关主体进行事故后分析，但无法在事故发生前起到预防的作用，无法从源头上减少安全隐患。AI 具备实时智能分析能力和认知能力，是第三代车载设备的核心技术。

AI 视觉识别系统能够对司机盲区的各种风险智能提醒，也能对司机不安全行为进行实时监测并通过警告声音、震动座椅甚至是直接刹车等方式进行事中干预，减少由于人为因素导致的安全风险。通过结合视频分析和人工智能技术，能够在事故发生前主动警示司机，并在冗长的视频中提取出关键时间段来帮助商用车运营者理解运营过程中的风险。

本阶段的典型产品是具备车联网功能的 AI 行驶记录仪，产品单车售价在 300 至 1,000 美元，价格是第二代产品 3-5 倍。**第三产品目前处于破壁渗透期，行业整体渗透率低于 20%。**目前行业渗透率在全球最发达的北美市场接近 18%，欧洲市场约为 4%，拉美和亚洲等其他区域在快速跟进中，以北美市场为龙头，整个市场正在度过增长曲线拐点迎来高速发展。根据 Berg Insight Video Telematics 报告第四版报告，未来三年的行业规模将逐步增长至 44 亿美元，在 2025 年—2027 年预期增长率将是 18%。

第四阶段：数据智能+自动驾驶驱动结合安全管理和效率提升。

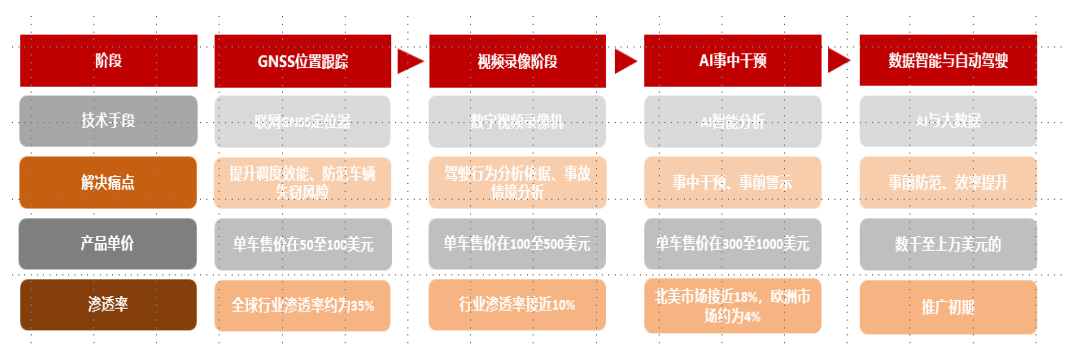
过往的技术手段解决了事后分析和事中干预的问题，但无法做到事前防范。**在监控信息化产品的第四阶段，数据智能+自动驾驶技术的结合**，可帮助进行事前安全管理和效率提升。人工智能与大数据集合的第四代解决方案，通过智能化的风险聚类与精准判别，能在显著削减安全事故的同时，精确描绘出司机的行为特征画像，使得安全培训工作变得更具针对性和效率性。通过对车辆状态、司机操作习惯等微观层面的细腻剖析，以及对事故频发地段等宏观环境因素的综合考量，该能够预见并有效预防各类潜在的安全隐患，助力商用车运营者做出更为科学、精准的运营管理决策。

第四阶段的监控信息化产品，除了解决安全问题外，也帮助用户提升运营效率。目前，不少大型集团和物流公司，已经开始使用第四阶段的产品，如中石油/可口可乐/百事可乐/道达尔/沃尔玛/FedEX/UPS/京东/三通一达等运营主体。

技术发展是不断解决行业痛点的过程，也是市场扩容、产品价值量提升的过程。如图 13 所示，第一代产品单价仅为 50-100 美元，第二代产品价格为 100-500 美元，是第一代产品价格的 2-5 倍，**第三代产品单价为 300-1000 美元**，第四代产品价格达到数千甚至上万美元。

全球头部数十家的安全运营商大多服务有百万台以上的运输车辆大多安装了一阶段到四阶段车载信息产品。行业的第三代全车智能产品已初具规模化，行业加速迈向第四代“协同智能”的趋势已经形成。

图14： 车载监控信息化产品技术发展路径



资料来源：公司年报、浙商证券研究所

2.3 商用车销量实现恢复性增长，欧美视频监控复合增速超 18%

庞大的商用车存量市场和不断增长的增量市场，为商用车监控信息化产品提供了广阔的潜在市场空间。根据物联网咨询公司 Berg Insight 的预测，欧美市场未来五年车用视频监控系统增量为 850 万套，年复合增长率超 18%。按照第三代产品 300-1000 美元的单价计算，850 万套对应的增量市场空间为 25.5 亿-85 亿元美元。

据统计全球约有 1.9 亿辆商用车，活跃车辆过亿，庞大的存量市场为商用车监控信息化产品提供了广阔的空间，随着各地政策法规的落地，监控信息化产品有望加速在现有存量市场渗透。

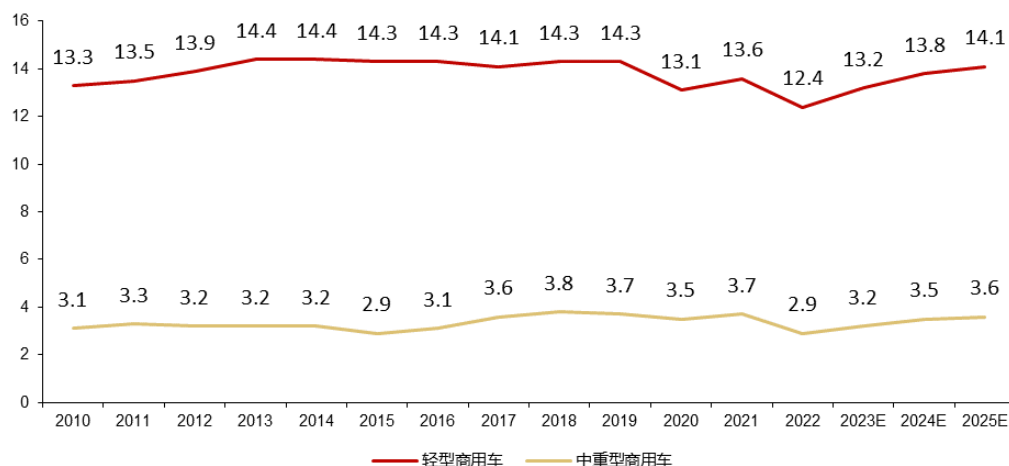
表5： 全球商用车数量分布情况

国家	商用车数量（辆）
中国	33,280,000
澳大利亚	4,279,000
新西兰	846,000
欧洲 25 国	40,006,000
非洲	13,993,000
美国	27,171,000
加拿大	2,704,000
拉美	40,738,000
印度	10,516,000
独联体国家	14,345,000
合计	187,878,000

资料来源：公司年报、浙商证券研究所

监控信息化产品需求，有望跟随商用车销量增长恢复而复苏。新投入运营的商用车辆需要配备新设备，当前全球商用车销量进入恢复性增长阶段，2019 年-2022 年，受全球经济波动、标准切换等多重因素影响，全球商用车处于销量下行阶段。伴随外部环境因素影响逐步接触，自 2023 年起市场进入全球商用车销量趋势入修复性增长阶段，根据罗兰贝格咨询发布的《2023 年全球商用车关键趋势白皮书》，预计在 2023-2025 年，全球商用车有望实现 5% 的稳定增长，到 2025 年，轻型商用车销量将达到 1410 万辆，中重型商用车销量将达到 360 万辆。

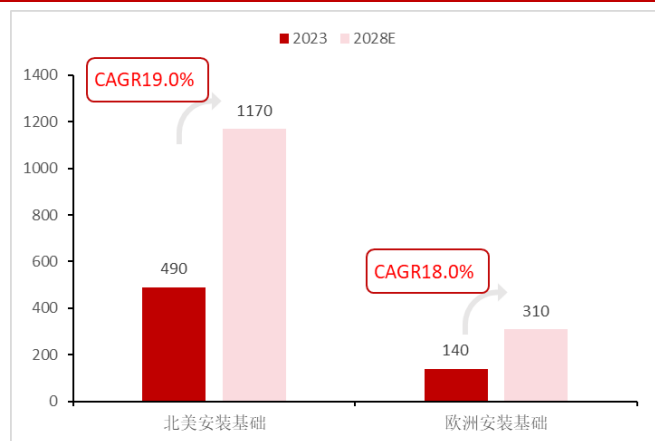
图15: 全球商用车销量趋势 (单位: 百万)



资料来源: 罗兰贝格、浙商证券研究所

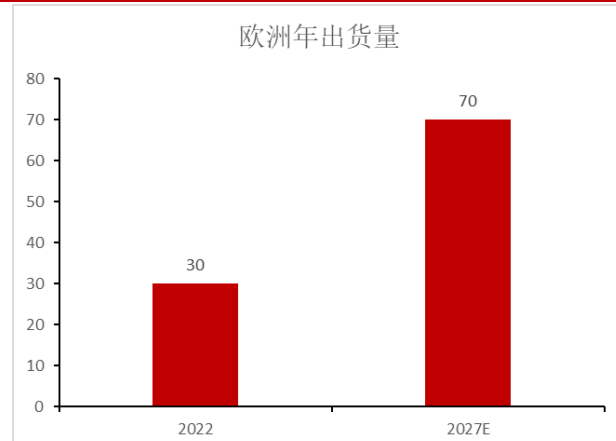
欧美市场未来五年车用视频监控系统增量为 850 万套, 年复合增长率超 18%。根据物联网咨询公司 Berg Insight 的测算, 北美活跃的远程视频系统的安装基数在 2023 年达到近 490 万台, 预计到 2028 年, 北美活跃的远程视频系统安装基数将达到 1170 万台, 复合年增长率为 19.0%, 在欧洲, 活跃的远程视频系统的安装基础在 2023 年达到了近 140 万台, 到 2028 年欧洲的远程视频系统将达到 310 万台, 以 18.0% 的复合年增长率增长, 也就是说, 到 2028 年仅欧洲和北美安装的远程视频监控系统就有 1480 万套, 未来五年欧洲和北美的车用视频监控系统增量为 850 万套。按照第三代产品 300-1000 美元的单价计算, 850 万套对应的增量市场空间为 25.5 亿-85 亿元美元。

图16: 主要市场安装基础预期 (单位: 万套)



资料来源: Berg Insight, 浙商证券研究所

图17: 欧洲市场出货量预期 (单位: 万套)



资料来源: Berg Insight, 浙商证券研究所

3 公司：行业领先优势明显，出海业务增长动力足

3.1 竞争力：产品安装数领先，高研发投入维持技术优势

作为行业龙头，锐明拥有技术上的先发优势，相比欧美厂商产品性价比更高，公司产品安装领先，庞大的用户数据有利于产品升级迭代。**技术领先+产品性价比优势+定制化能力，锐明有望维持领先优势。**

锐明在商用车监控信息化领域处于龙头地位。据 Berg Insight 2024 年最新出具的市场报告显示，公司在商用车视频远程信息处理方案安装量排名全球第一，锐明的产品安装数与第二名到第四名厂商的安装产品数总和相当。

表6：全球远程视频系统领域的安装产品数

Company	Units*	Main markets
Streamax（锐明技术）	2,100,000	China, North America, Europe, APAC, Latin America
Lytx	850,000	North America, Europe, Latin America, ANZ, South Africa
Samsara	700,000	North America, Europe
Sensata INSIGHTS	400,000	North America, Europe
Motive	265,000	North America
Howen	250,000	North America, Europe, Middle East, APAC
Solera Fleet Solutions	200,000	North America, UK
Netradyne	175,000	North America
Nauto	150,000	North America, Japan, Europe
VisionTrack	145,000	UK, North America, Europe

资料来源：Berg Insight、浙商证券研究所

商用车监控信息化产品是强者恒强的领域，技术领先、成本具备优势、定制化能力强的厂商更容易胜出，公司有望维持龙头厂商的领先优势，甚至进一步提升市占率：

1) 车主视频信息化系统是软硬件结合的产品，由硬件和内置于硬件的算法与软件组成。在算法和软件端，锐明具有先发优势。算法升级和软件产品更新，依赖于用户使用数据和用户反馈，龙头厂商用户数据量大，在产品研发端容易形成良性循环。锐明的产品安装数量明显高于其他厂商（相当于第二到第五名的安装数加总），有利于算法和软件产品的升级。

2) 在硬件端，我国具有制造业的成本优势，锐明的产品相对欧美厂商的产品性价比更高，在技术水平和产品力领先的情况下，公司可以用更低的价格为客户提供服务。

3) 商用车具体可分为不同车型，不同车型和不同区域对监控信息化产品的需求差异化较大，对供应商的定制化能力提出要求。公司已经构建六大产品家族，历时 7 年研发的三级研发架构已落地应用，可以高效满足用户定制化方案的需求。

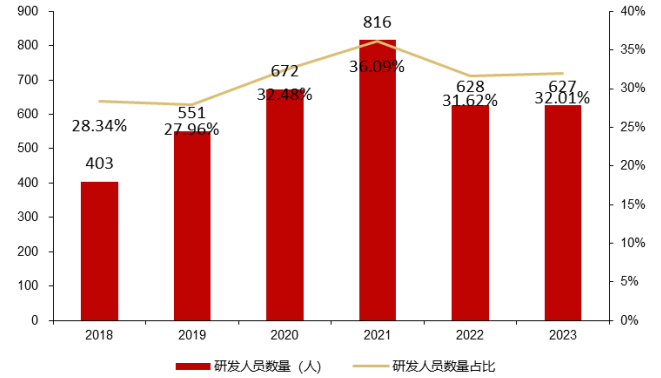
技术能力决定产品力，公司在研发端持续高投入，以维持技术领先优势。2018-2022，公司研发费用占营收比持续提升，三级研发架构落地应用后，研发效率提升，研发费用占比开始回落。截至 2023 年，研发费用占比为 14.50%，研发人员占比超 32.01%。

图18: 研发费用和研发费用占比 (2015-2024H1)



资料来源: Choice、浙商证券研究所

图19: 研发人员数量和研发人员占比 (2018-2023)



资料来源: 公司年报、浙商证券研究所

“1+3”研发基础平台，构筑技术壁垒。公司自2017年持续研发投入，2021年基本形成以三级研发架构为核心的平台化研发体系，2023年纳入AI算法三级研发平台形成“1+3”体系。“1+3”体系赋能公司业务，对于公司业务发展具有重大意义:

- 1) 提升公司行业解决方案和行业定制需求的研发质量和效率，帮助不同行业客户快速开发定制化解决方案。受益于公司三级研发架构搭建成功，基础技术平台的复用率超过80%。
- 2) 节省研发成本，模块的复用和研发效率的提升，可以帮助公司研发成本，2023年三级研发架构正式落地后，公司研发费用占比开始下降，截至2024H1，研发费用占比降至12.52%。
- 3) 提升客户对公司产品的粘性，公司将三级研发架构的顶层开放给客户，客户可基于三级研发架构进行自行开发，三级研发架构成为客户的基础设施，进一步提升了客户的粘性。

图20: “1+3”研发基础平台



资料来源: 公司年报、浙商证券研究所

图21: 基于三级研发平台的技术架构

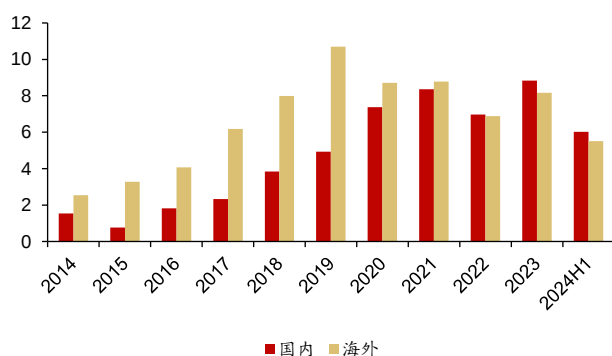


资料来源: 公司年报、浙商证券研究所

3.2 海外业务增长动力充足: 渗透率提升+前装业务拓展

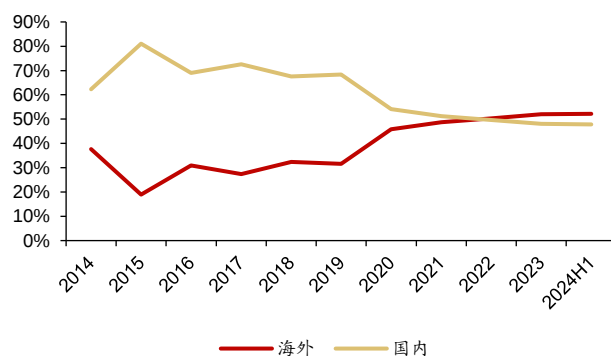
公司实施出海战略，不断扩大国际化布局: 构建海外营销网络，推行本土化和海外品牌化战略; 布局海外供应链，投建海外智能制造中心。海外业务收入占比持续提升，在2022年超过国内业务占比，截止到2024H1，海外业务占比为52.2%。

图22：不同地区收入变化情况（单位:亿元，2014-2024H1）



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图23：不同地区收入占比情况（2024-2024H1）



资料来源：Wind、浙商证券研究所

构建海外营销网络，推行本土化和海外品牌化战略。公司不断扩大国际化市场布局，在海外持续成立子公司和分支机构，招募本地员工（海外地区的本地员工比例超过30%）。截至2023年底，公司已经在美国、日本、荷兰、新加坡、越南等地建立8个子公司及8个办事处，营销网络覆盖全球100多个国家。

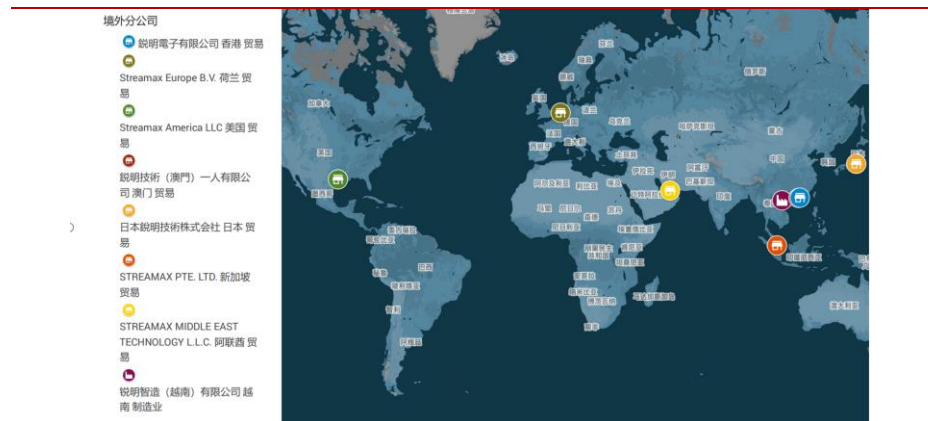
表7：公司在全球设立8个子公司

子公司名称	主要经营地	业务性质
Streamax America LLC	美国	贸易
銳明電子有限公司	香港	贸易
Streamax Europe B.V.	荷兰	贸易
日本銳明技術株式会社	日本	贸易
銳明智造（越南）有限公司	越南	制造业
銳明技術（澳門）一人有限公司	澳门	贸易
STREAMAX PTE. LTD.	新加坡	贸易
STREAMAX MIDDLE EAST TECHNOLOGY L. L. C.	阿联酋	贸易

资料来源：公司年报、浙商证券研究所

采用本地化和海外品牌化策略，锐明的产品已在100多个国家和地区规模销售，并在货运、公交、出租等重点行业领域取得了较高市场占有率。

图24：全球子公司示意图



资料来源：公司年报、浙商证券研究所

布局海外供应链，投建海外智能制造中心、降低关税成本、提升生产效率。为确保供应链安全运营，公司在海外建立制造工厂，2023年，越南北宁投资兴建的海外第一家智能制造中心正式投产启用，持续推进智能制造进程，提升生产效率。公司的目标是力争在2024年底之前，实现销往海外客户的产品在越南工厂生产制造。目前越南工厂运营情况良好，产品良品率及直通率等指标已经达标，少部分海外客户的需求产品已直接从越南交付。

根据公司近期披露的投资者交流记录，公司将视海外业务的增长及拓展情况，计划在海外某地投资兴建第二家甚至第三家智能制造中心，以满足公司海外业务全部由海外制造中心供货的规划。

公司持续加大海外市场的拓展与布局，在销售网络和产能上做好准备，**海外业务增长动能充足，海外市场收入有望实现持续、稳定的增长：**

1）在北美、欧洲等优势市场，监控信息化产品渗透率依然较低，作为龙头厂商将受益于行业渗透率提升。以第三代监控信息化产品为例，行业渗透率在全球最发达的北美市场为18%，欧洲市场约为4%。

2）欧标的实施带来新的发展机遇，公司加在强欧洲本地前装车厂的拓展，借助公司的欧标解决方案打入欧洲前装市场。

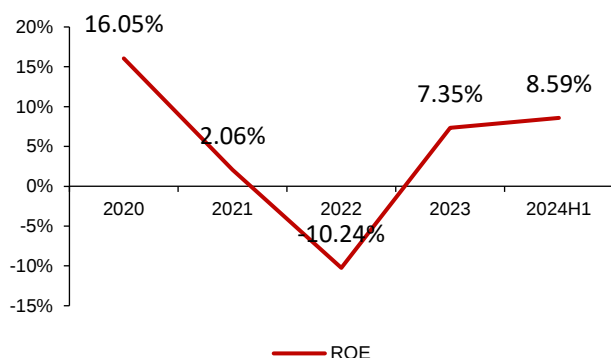
3）长期来看，欧美地区的白区市场渗透率更低，众多蓝海市场等待挖掘。

3.3 财务分析：盈利能力和人效改善，ROE 稳步向上

公司 ROE 水平正处于修复阶段，还有较大上升空间。受到全球宏观环境因素影响，公司 ROE 在 2021-2022 年连续下降至负数，2023 年 ROE 开始回升，截至 2024H1，公司 ROE 水平为 8.59%，与历史上的 ROE 水平相比还有较大差距。2020 年是上市后第一年，当年 ROE 为 16.05%，目前还未恢复到上市后第一年水平。在产品能力不断提升，龙头优势保持的前提下，ROE 有望持续提升。

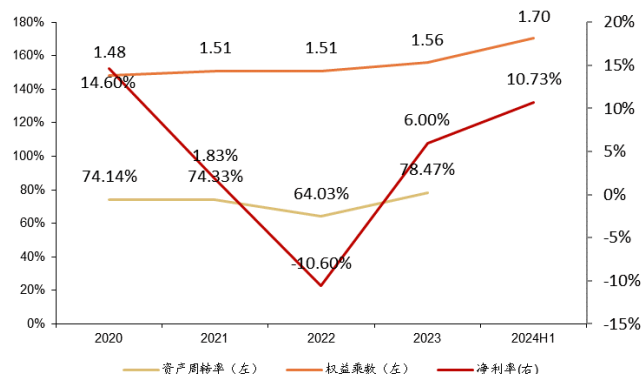
分指标来看，上市以来净利润率、资产周转率和权益乘数都是向上趋势，共同驱动 ROE 变化，其中净利润率是对 ROE 影响最大的因子。我们认为，商用车信息化产品行业需求强劲，公司作为行业龙头将受益于产品渗透率持续提升，在“强者恒强”的竞争逻辑下，未来盈利能力和资产周转率有望继续提升，最终驱动 ROE 水平提高。

图25: 历年 ROE 情况 (2020-2024H1)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

图26: 历年净利率/资产周转率/权益乘数 (2020-2024H1)

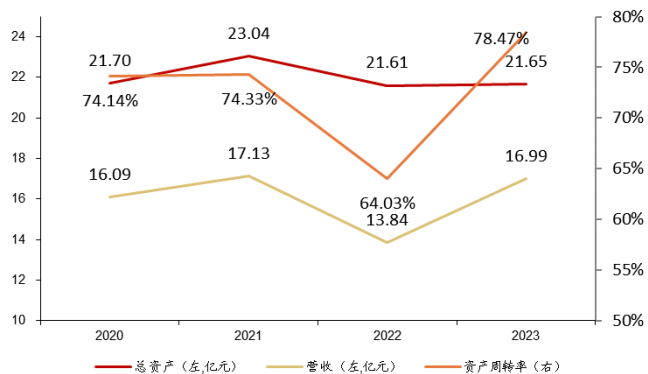


资料来源: Wind、浙商证券研究所

资产周转率波动主要受到营收变化的影响，上市以来，公司总资产额变动不大。2020-2021年，销售收入增长节奏受到外部因素扰动，资产周转率呈现下降趋势，2023年由于营收恢复性增长，资产周转率开始回升。

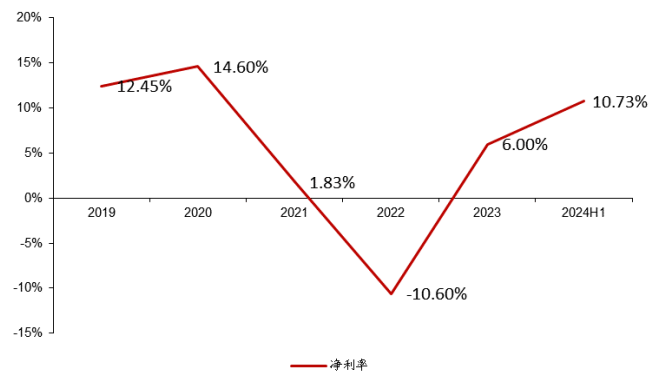
营收端未来有望维持较快增长：商业车安全信息化产品目前整体渗透率仍然较低，行业产品随着技术的升级价值量也在提高，渗透率和价值量提升的逻辑下，作为行业龙头的锐明有望实现收入较快增长，带动资产周转率提升。

图27: 资产周转率变化情况 (2020-2023)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

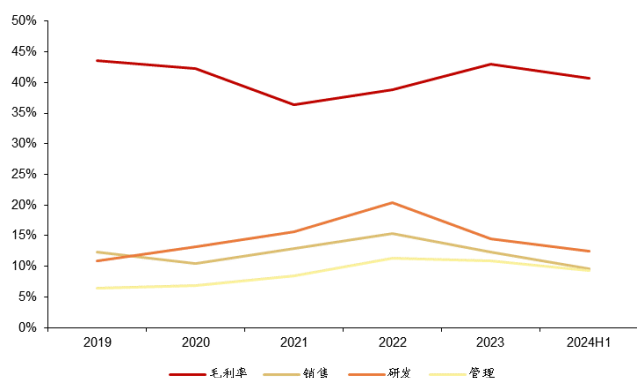
图28: 公司净利率情况 (2019-2024H1)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

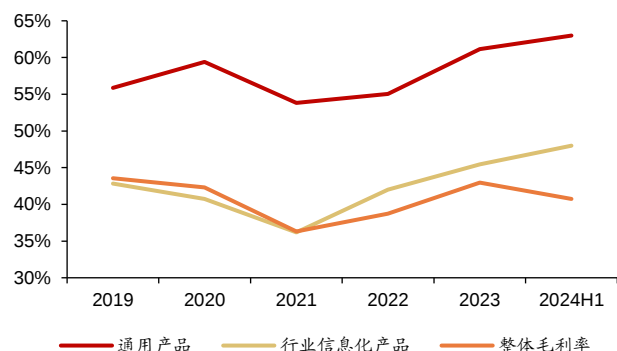
净利润率对 ROE 影响最大，目前还未恢复到之前的水平，净利率自 2023 年开始逐步恢复，2024H1 已提升至 10.73%，但离上市后第一年水平还有差距。从毛利率和费用率的发展趋势来看，未来净利率仍有提升空间。

图29：三大费用率和毛利率情况（2019-2024H1）



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图30：分业务毛利率情况（2019-2024H1）



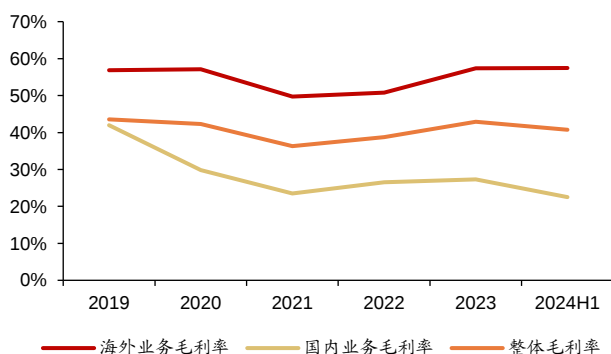
资料来源：Wind、浙商证券研究所

毛利率端：2021年因为芯片等关键物料持续涨价，毛利率出现明显下滑。2022年开始，行业信息化产品和通用产品的毛利率持续提升，整体毛利率上行。2024H1，低毛利的加工业务实现较快增长，业务结构变化导致整体毛利率有所波动。从主营业务来看，通用产品和行业信息化产品毛利率仍在提升，彰显公司产品力和产业链地位。

我们认为，公司整体毛利率是向上趋势：

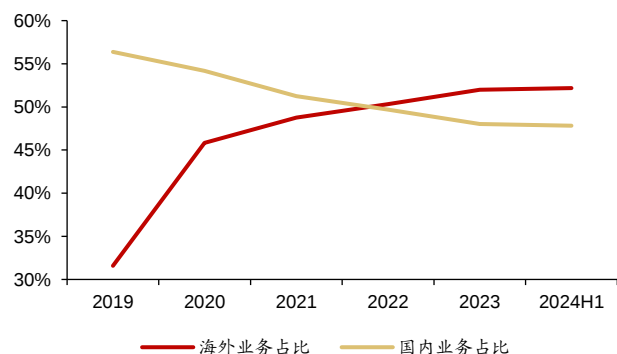
- 1) 其他非主营业务短期对毛利率造成扰动，但通用产品和行业信息化产品才是公司主营业务，主要业务的毛利率持续改善，会带动公司整体毛利率提升。
- 2) 公司重点拓展海外市场，海外市场偏向于价值市场，业务毛利率高，出海业务占比提升将会拉动整体毛利率。

图31：业务毛利率情况（2019-2024H1）



资料来源：Wind、浙商证券研究所

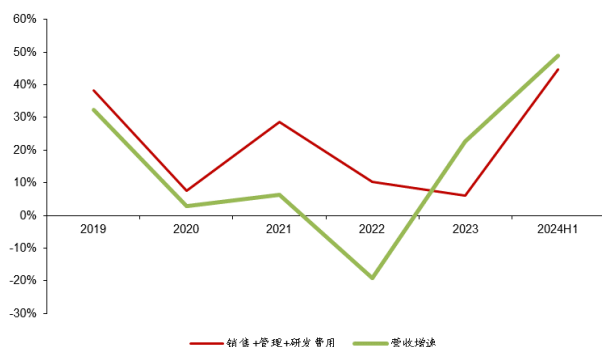
图32：海内外业务占比（2019-2024H1）



资料来源：Wind、浙商证券研究所

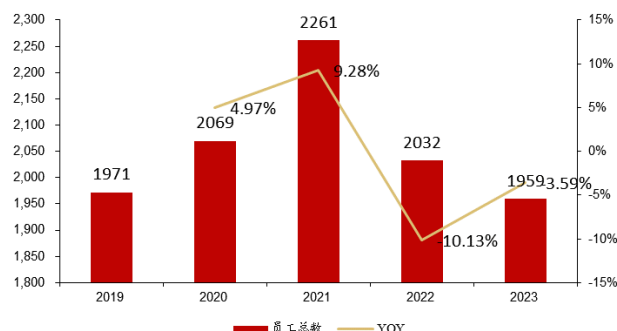
从费用端来看，公司人员规模和费用得到控制。由图 11 可知，自 2022 年以来，销售/管理/研发费用处于下降趋势。2023 年和 2024H1，销售+管理+研发费用增速都慢于营收增速。从人员规模来看，员工总数已经连续 2 年下降，2023 年员工总数已经低于 2019 年之前的水平。

图33: 销售+管理+研发费用与营收增速对比 (2019-2024H1)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

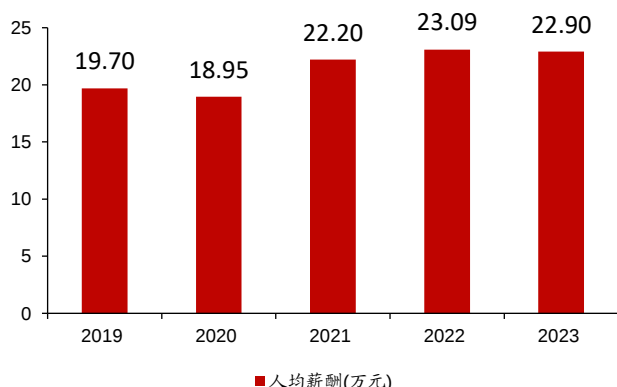
图34: 公司员工数量情况 (2019-2024H1)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

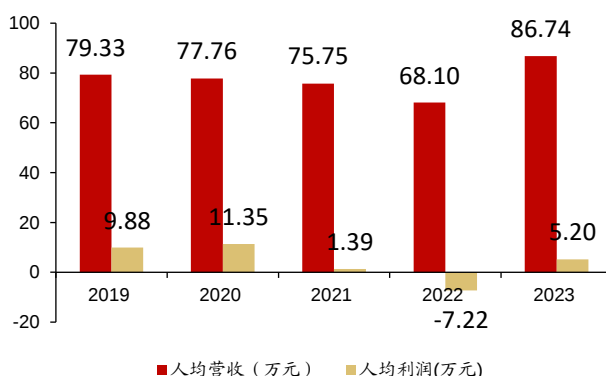
人效提升+费用控制，费用率仍有下降的可能: 1) 2023 年，三级研发架构搭建成功落地实施后，研发效率提升，无需像之前一样投入超额研发费用；2) 从人均营收和人均利润数据来看，人效提升趋势明显，人员数量规模有望继续得到控制；3) 人均薪酬自 2021 年以来增幅不大，2023 年开始下降。人效提升，叠加人员规模和人均薪酬得到较好的控制，费用率有望继续下降。

图35: 人均薪酬情况 (2019-2024H1)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

图36: 人均营收和人均利润情况 (2019-2024H1)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

结合净利润率相关指标和资产周转率的分析，我们认为 ROE 仍有向上空间:

- 1) 行业当前渗透率还较低，行业技术升级带动产品价值量提升，公司作为行业龙头销售收入有望维持高增长。
- 2) 出海业务占比持续提升，高价值的海外市场带动整体毛利率提升。
- 3) 人效呈现提升趋势，在控制人员规模和薪酬费用的情况，公司仍可以实现销售收入的较快增长，费用率有望继续下降。

4 盈利预测与估值

核心假设:

商用车监控信息化产品目前还处于渗透率较低的阶段,随着各国政策法规的落地,行业渗透率逐步提升,公司作为商用车监控信息化龙头,具备技术优势和成本优势,近年来积极出海,有望受益于海外市场渗透率的提升;国内业务向价值市场转换,积极扩展矿山等业务。收入端增长动力充足,预计行业信息化产品 2024-2026 年收入为 17.19/22.17/28.40 亿元,增速为 29.60%/29.00%/28.10%;通用产品 2024-2026 年收入为 2.13/2.62/3.17 亿元,增速为 32.00%/23.20%/21.00%;其他业务 2024-2026 年收入为 3.82/4.20/4.20 元,增速为 80.00%/10.00%/0.00%。

今年其他业务占比提升,对整体毛利率造成一定影响,展望明后年,随着海外业务占比继续提升,整体毛利率有望稳步提升,预计 2024-2026 年毛利率为 42.62%/42.64%/42.67%。

公司人效处于提升趋势,人员规模和薪酬得到控制,预计费用率将稳步下降,2024-2027 年,销售费用率为 11.48%/11.38%/11.15%,管理费用率为 9.65%/9.57%/9.56%,研发费用率为 13.19%/12.73%/12.26%。

表8: 锐明技术收入预测表(百万元)

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1699	2313	2899	3577
yoy	22.80%	36.12%	25.33%	23.39%
行业信息化产品	1,326	1,719	2,217	2,840
yoy	26.39%	29.60%	29.00%	28.10%
通用产品	161	213	262	317
yoy	6.44%	32.00%	23.20%	21.00%
其他	212	382	420	420
yoy	15.72%	80%	10.0%	0.00%
毛利率	42.95%	42.62%	42.64%	42.67%
销售费用率	12.29%	11.48%	11.38%	11.15%
管理费用率	10.89%	9.65%	9.57%	9.56%
研发费用率	14.50%	13.19%	12.73%	12.26%

资料来源:公司公告、浙商证券研究所

我们选取同样为汽车产业链的信息化公司德赛西威、道通科技、中科创达作为可比公司,2024 年可比公司一致预期 PE 均值为 40 倍,锐明作为商用车监控信息化这一细分行业的龙头,具有全球领先的优势,按照可比公司估值水平给以 2024 年 40 倍 PE,对应目标股价为 58.06 元,首次覆盖,给予“买入”评级。

表9：可比公司估值（估值日期 2024/10/14）

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	EPS(TTM)	EPS			PE		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2025E
002920.SZ	德赛西威	652	3.20	3.80	4.93	6.23	31	24	19
688208.SH	道通科技	151	0.83	1.21	1.49	1.86	28	22	18
300496.SZ	中科创达	284	0.40	0.99	1.35	1.81	63	46	34
	均值						40	31	24
002970.SZ	锐明技术	66	0.96	1.44	1.97	2.61	27	19	15

资料来源：可比公司数据来自 Wind 一致预期，浙商证券研究所

5 风险提示

贸易摩擦风险：地缘政治导致的贸易摩擦，会对公司业务造成影响，若美欧对我国智能汽车产业链加征关税或进行制裁，将影响公司业绩。

海外市场拓展不及预期：海外市场渗透率虽然较低，但产品落地受到政策落地进度、各地宏观经济的影响，海外市场拓展不及预期会影响公司业务增速。

行业竞争加剧：行业内其他厂商的竞争策略可能会对公司产品销售和毛利率产生影响。

汇率波动风险：若汇率波动较大，产生的汇兑损益可能会影响公司业绩。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1618	2018	2545	3220
现金	730	1079	1331	1673
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	412	435	534	651
其它应收款	33	32	40	50
预付账款	69	93	116	144
存货	329	329	329	329
其他	45	50	195	374
非流动资产	710	767	743	712
金融资产类	105	105	105	105
长期投资	16	16	16	16
固定资产	366	415	388	356
无形资产	41	43	45	46
在建工程	46	46	46	46
其他	136	140	142	144
资产总计	2328	2784	3288	3932
流动负债	774	954	1127	1335
短期借款	139	139	139	139
应付款项	364	369	462	570
预收账款	0	0	0	0
其他	271	446	526	627
非流动负债	140	145	147	148
长期借款	80	80	80	80
其他	60	65	67	68
负债合计	915	1099	1274	1484
少数股东权益	(2)	(11)	(23)	(40)
归属母公司股东权	1415	1696	2037	2489
负债和股东权益	2328	2784	3288	3932

现金流量表

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	318	365	313	406
净利润	98	239	328	435
折旧摊销	89	79	86	93
财务费用	3	0	0	0
投资损失	16	0	0	0
营运资金变动	100	35	(117)	(139)
其它	11	12	16	17
投资活动现金流	(93)	(131)	(64)	(65)
资本支出	(69)	(132)	(62)	(63)
长期投资	(26)	0	0	0
其他	2	1	(1)	(2)
筹资活动现金流	71	105	2	1
短期借款	79	0	0	0
长期借款	80	0	0	0
其他	(87)	105	2	1
现金净增加额	300	349	252	342

利润表

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,699	2,313	2,899	3,577
营业成本	969	1,327	1,663	2,051
营业税金及附加	14	19	23	29
营业费用	209	266	330	399
管理费用	185	223	277	342
研发费用	246	305	369	439
财务费用	(10)	(18)	(27)	(33)
资产减值损失	(6)	0	0	0
公允价值变动损益	9	0	0	0
投资净收益	(16)	0	0	0
其他经营收益	42	58	72	89
营业利润	98	234	321	425
营业外收支	(3)	(1)	(1)	(2)
利润总额	96	233	319	423
所得税	(3)	(7)	(9)	(12)
净利润	98	239	328	435
少数股东损益	(4)	(9)	(12)	(16)
归属母公司净利润	102	248	341	451
EBITDA	185	294	379	483
EPS（最新摊薄）	0.59	1.44	1.97	2.61

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	22.80%	36.12%	25.33%	23.39%
营业利润	157.89%	137.96%	36.91%	32.65%
归属母公司净利润	169.54%	143.75%	37.10%	32.52%
获利能力				
毛利率	42.95%	42.62%	42.64%	42.67%
净利率	6.00%	10.74%	11.75%	12.62%
ROE	7.20%	14.65%	16.72%	18.14%
ROIC	5.92%	10.94%	12.81%	14.40%
偿债能力				
资产负债率	39.30%	39.46%	38.75%	37.73%
净负债比率	-33.78%	-44.18%	-49.38%	-54.53%
流动比率	2.09	2.12	2.26	2.41
速动比率	1.53	1.62	1.69	1.78
营运能力				
总资产周转率	0.78	0.90	0.95	0.99
应收账款周转率	5.33	6.42	7.04	7.12
应付账款周转率	3.93	4.01	4.00	3.98
每股指标(元)				
每股收益	0.59	1.44	1.97	2.61
每股经营现金	1.84	2.11	1.81	2.35
每股净资产	8.18	9.81	11.78	14.39
估值比率				
P/E	64.82	26.59	19.40	14.64
P/B	4.67	3.90	3.24	2.66
EV/EBITDA	25.99	19.97	14.81	10.91

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>