

3 季度亏损大幅收窄，预计新增客户及新项目将促进盈利持续改善

核心观点

- 业绩符合预期。**公司前三季度营业收入 35.46 亿元，同比增长 24.1%；归母净利润-4.10 亿元，去年同期为-1.40 亿元；扣非归母净利润-4.75 亿元，去年同期为-1.70 亿元。3 季度营业收入 15.19 亿元，同比增长 30.8%，环比增长 33.5%；归母净利润-0.77 亿元，去年同期为-0.51 亿元，今年 2 季度为-1.42 亿元；扣非归母净利润-0.88 亿元，去年同期为-0.60 亿元，今年 2 季度为-1.67 亿元，3 季度汽车电子产品逐步放量，营收端实现同环比较大程度增长，利润端较 2 季度实现环比大幅减亏。
- 3 季度毛利率环比改善，费用率显著下降。**前三季度毛利率 20.6%，同比下降 4.4 个百分点；3 季度毛利率 23.9%，同比下降 3.4 个百分点，环比提升 3.0 个百分点。3 季度期间费用率 29.4%，同比下降 4.9 个百分点，环比下降 6.8 个百分点；其中管理费用率/研发费用率分别同比下降 0.4/7.5 个百分点，环比分别下降 1.7/5.0 个百分点，预计主要系收入增长摊薄费用；财务费用率同比增长 0.3 个百分点，预计主要系汇率波动影响。前三季度经营活动现金流净额-8.75 亿元，去年同期为-9.12 亿元。
- 汽车电子客户结构持续优化，新项目陆续进入量产阶段。**公司在汽车电子领域不断加深与原有客户的合作，与一汽、吉利、Stellantis 等客户在车身、智驾等方向获得新车型定点；同时积极开拓新客户、新项目，如 2024 年公司为小鹏 MONA MO3 配套中央计算平台、ADAS 等，为小米配套区域控制器、5G T-Box 等，为比亚迪配套 R-EPSC 产品；公司在手订单充裕，基于 Mobileye 方案的高速 NOA 产品及基于辉羲 500T 芯片开发的城市 NOA 产品将于后续量产，区域控制器、底盘域控制器、BMS、VCU、AR-HUD 等项目也将逐步进入量产阶段，随着公司前期研发成果进入收获阶段，预计 2025 年起公司将有望逐步迎来业绩拐点。
- 研发服务及解决方案业务开拓新客户、新方向。**公司研发服务及解决方案业务与头部整车客户合作不断加深，自主工具业务新开拓小米、奇瑞等国内客户，并获得海外研发服务新订单，预计下半年研发服务及解决方案业务将较上半年明显改善；高级别智能驾驶整体解决方案业务方面，龙拱港二期项目已完成验收，唐山港项目预计将于下半年完成验收，后续公司将从多个角度拓展商业模式，一方面推动货运业务由封闭园区向开放道路拓展，同时基于车路云背景，在城市内实施载人微公交运营。

盈利预测与投资建议

- 调整收入、毛利率及费用率等，预测 2024-2026 年 EPS 为-2.55、1.86、2.67 元（原 0.05、1.74、2.34 元），可比公司 25 年 PE 平均估值 69 倍，目标价 128.34 元，维持买入评级。

风险提示

乘用车行业销量低于预期、汽车电子业务配套量低于预期、研发及解决方案业务低于预期、价格战影响利润水平、信用减值风险、其他收益占比较高风险。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,022	4,678	5,719	7,015	8,394
同比增长(%)	23.3%	16.3%	22.3%	22.7%	19.7%
营业利润(百万元)	191	(284)	(306)	223	320
同比增长(%)	45.8%	-248.6%	-7.9%	172.7%	43.8%
归属母公司净利润(百万元)	236	(217)	(306)	223	320
同比增长(%)	61.2%	-192.2%	-41.0%	172.7%	43.8%
每股收益(元)	1.96	(1.81)	(2.55)	1.86	2.67
毛利率(%)	29.0%	25.6%	25.4%	27.3%	27.2%
净利率(%)	5.9%	-4.6%	-5.4%	3.2%	3.8%
净资产收益率(%)	6.9%	-4.2%	-6.3%	4.5%	6.2%
市盈率	52.7	(57.2)	(40.5)	55.8	38.8
市净率	2.3	2.5	2.6	2.5	2.3

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入 (维持)
股价 (2024 年 11 月 08 日)	103.5 元
目标价格	128.34 元
52 周最高价/最低价	143.55/54.73 元
总股本/流通 A 股 (万股)	11,999/7,948
A 股市值 (百万元)	12,419
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2024 年 11 月 10 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	31.8	0.69	66.21	-20.99
相对表现%	26.3	4.26	43.44	-34.64
沪深 300%	5.5	-3.57	22.77	13.65



证券分析师

姜雪晴	jiangxueqing@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860512060001
袁俊轩	yuanjunxuan@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860523070005

相关报告

2 季度经营性盈利环比减亏，汽车电子产品线拓展	2024-09-16
毛利率短期承压，汽车电子产品线继续拓展	2024-04-29
拓展汽车电子产品，研发服务业务突破新客户	2023-04-29

表 1：可比公司估值比较

公司	代码	最新价格(元) 2024年11月8日	每股收益 (元)				市盈率			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
德赛西威	002920	134.98	2.79	3.83	4.98	6.26	48.43	35.20	27.12	21.55
芯原股份	688521	45.21	-0.59	-0.40	0.07	0.32	-76.24	-111.88	623.59	141.10
虹软科技	688088	36.23	0.22	0.34	0.50	0.67	164.23	106.56	72.85	53.86
奇安信-U	688561	33.45	0.10	0.22	0.38	0.58	319.48	148.93	87.27	57.86
华阳集团	002906	32.91	0.89	1.26	1.68	2.14	37.16	26.15	19.63	15.36
光庭信息	301221	51.42	-0.17	0.45	0.59	0.71	-307.90	115.37	86.98	72.66
调整后平均							43.40	70.82	68.55	51.48

数据来源：Wind、东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,496	3,293	3,546	5,128	5,750	营业收入	4,022	4,678	5,719	7,015	8,394
应收票据、账款及款项融资	1,109	1,564	1,683	2,115	2,603	营业成本	2,856	3,480	4,267	5,103	6,110
预付账款	41	44	64	72	87	营业税金及附加	19	20	23	28	34
存货	1,567	1,620	2,300	2,642	3,101	销售费用	215	233	372	351	436
其他	742	135	2,154	1,197	2,224	管理费用及研发费用	924	1,277	1,535	1,519	1,637
流动资产合计	6,954	6,656	9,748	11,155	13,764	财务费用	(92)	(97)	(87)	(116)	(92)
长期股权投资	8	7	8	8	8	资产、信用减值损失	78	161	51	49	60
固定资产	471	1,016	1,339	1,639	1,909	公允价值变动收益	95	32	50	50	40
在建工程	387	173	425	438	445	投资净收益	1	(1)	(8)	(8)	(8)
无形资产	406	462	447	431	416	其他	74	82	93	100	80
其他	642	1,014	319	290	260	营业利润	191	(284)	(306)	223	320
非流动资产合计	1,913	2,672	2,538	2,806	3,037	营业外收入	0	2	1	1	1
资产总计	8,868	9,328	12,286	13,961	16,802	营业外支出	0	4	1	1	1
短期借款	0	184	2,670	3,361	5,001	利润总额	191	(285)	(306)	223	320
应付票据及应付账款	1,510	2,181	2,356	2,905	3,560	所得税	(45)	(68)	0	0	0
其他	1,684	1,509	2,042	2,236	2,448	净利润	236	(217)	(306)	223	320
流动负债合计	3,194	3,873	7,068	8,502	11,009	少数股东损益	0	(0)	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	236	(217)	(306)	223	320
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.96	-1.81	-2.55	1.86	2.67
其他	373	453	377	394	408						
非流动负债合计	373	453	377	394	408	主要财务比率					
负债合计	3,567	4,326	7,445	8,896	11,417		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	0	40	40	40	40	成长能力					
实收资本(或股本)	120	120	120	120	120	营业收入	23.3%	16.3%	22.3%	22.7%	19.7%
资本公积	4,633	4,503	4,658	4,658	4,658	营业利润	45.8%	-248.6%	-7.9%	172.7%	43.8%
留存收益	543	326	19	242	562	归属于母公司净利润	61.2%	-192.2%	-41.0%	172.7%	43.8%
其他	5	13	4	5	5	获利能力					
股东权益合计	5,301	5,002	4,841	5,065	5,385	毛利率	29.0%	25.6%	25.4%	27.3%	27.2%
负债和股东权益总计	8,868	9,328	12,286	13,961	16,802	净利率	5.9%	-4.6%	-5.4%	3.2%	3.8%
						ROE	6.9%	-4.2%	-6.3%	4.5%	6.2%
						ROIC	3.6%	-5.5%	-6.2%	1.3%	2.4%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	236	(217)	(306)	223	320	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	80	121	149	183	220	流动比率	2.18	1.72	1.38	1.31	1.25
财务费用	(92)	(97)	(87)	(116)	(92)	速动比率	1.66	1.30	1.05	1.00	0.96
投资损失	(1)	1	8	8	8	营运能力					
营运资金变动	(54)	51	(171)	(136)	(180)	应收账款周转率	5.2	4.2	4.3	4.4	4.2
其它	(117)	(418)	503	17	33	存货周转率	1.9	2.1	2.2	2.0	2.1
经营活动现金流	53	(559)	94	180	310	总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
资本支出	(553)	(528)	(678)	(452)	(452)	每股指标(元)					
长期投资	1	1	(1)	0	0	每股收益	1.96	-1.81	-2.55	1.86	2.67
其他	(458)	620	(1,882)	1,042	(968)	每股经营现金流	0.44	-4.66	0.79	1.50	2.59
投资活动现金流	(1,010)	93	(2,560)	591	(1,419)	每股净资产	44.18	41.35	40.01	41.88	44.55
债权融资	21	4	(10)	5	(0)	估值比率					
股权融资	3,542	(130)	155	0	0	市盈率	52.7	-57.2	-40.5	55.8	38.8
其他	(112)	326	2,574	807	1,731	市净率	2.3	2.5	2.6	2.5	2.3
筹资活动现金流	3,451	201	2,719	812	1,731	EV/EBITDA	64.5	-44.6	-47.3	39.9	25.8
汇率变动影响	35	14	-0	-0	-0	EV/EBIT	116.7	-30.4	-29.4	107.9	50.6
现金净增加额	2,529	(252)	254	1,582	622						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、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邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。