

科博达（603786）

证券研究报告
2025 年 03 月 09 日

产品+客户的纵横联合，不断拓展公司业绩边界

灯控起家，产品矩阵丰富。科博达在 2003 年成立之初即专注于汽车电子产品，并主要将产品聚焦于汽车照明控制系统，早期，公司主力产品为 HID-400 电子镇流器和 HID-600 电子镇流器，之后凭借丰富的技术积累和良好的客户合作关系，公司先后将产品线扩展至无汞 HID 灯镇流器、LED 主光源控制器、辅助光源控制器、氛围灯控制器、尾灯控制器，形成了丰富的产品矩阵。

深度绑定大众，单车 ASP 将持续提升。科博达自 2004 年进入大众产业链，2007 年开展与奥迪的汽车照明控制系统产品项目合作，深度参与其近几代灯控产品的研发，至 2021 年已向一汽大众、上汽大众和大众集团提供照明控系统制产品、电机控制系统产品和线束产品，德国大众、一汽集团、上汽大众三家公司在 2022 年度前三季度贡献公司总营收的近 7 成。2022 年公司获得了大众的尾灯控制器定点，目前已实现灯控产品在大众体系的全面布局。

聚焦域控制器产品，提高产品价值量。公司初始产品以照明控制器及其相关产品为主，单个产品价值量相对偏低。通过多年技术沉淀，在现有技术基础上不断进行前瞻技术研发，持续优化产品结构并向高价值领域扩展。根据公司公告，2024 年公司将进一步优化产品结构，向域控制器、efuse、区域控制器、中央网关等更高价值产品发展或聚焦。经过多年的研发投入和技术积累，公司在与控制等关键领域已形成先发优势，后续将加大力度向丰田、大众集团、Stellantis、通用、福特、奔驰、宝马等全球大客户推广科博达的新产品、新技术。除理想外，目前公司给前十大客户配套的单车价值量还处于较低水平，随着产品拓展及单个产品价值量提升，这些客户配套车型的单车价值量具有较大的提升空间，域控制器将成为公司未来业务增量的有力支撑产品。

盈利预测与投资建议：公司深度绑定大众供应链体系，并不断拓展自身产品品类，通过提供多产品提高单车 ASP，同时借助座舱、智驾等新产品拓展其他客户，不断提高公司成长边界。预计 24-26 年公司实现收入 60.22/77.88/99.72 亿元，实现归母净利润 8.60/10.67/13.28 亿元，EPS 分别为 2.13/2.64/3.29 元/股，给予公司 25 年 PE 25X，对应目标价 66 元，首次覆盖，给予“持有”评级。

风险提示：海外市场推进不及预期；单一大客户风险；汇率波动风险。

投资评级

行业	汽车/汽车零部件
6 个月评级	持有（首次评级）
当前价格	62.5 元
目标价格	66 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	403.89
流通 A 股股本(百万股)	402.39
A 股总市值(百万元)	25,243.14
流通 A 股市值(百万元)	25,149.26
每股净资产(元)	12.56
资产负债率(%)	24.52
一年内最高/最低(元)	77.58/42.81

作者

孙潇雅 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520080009
sunxiaoya@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《科博达-季报点评:业绩持续修复，域控制器有望打开长期成长空间》 2022-10-29
- 《科博达-首次覆盖报告:多元化产品齐发力，灯控龙头成长空间打开》 2022-03-23
- 《科博达-半年报点评:20Q2 业绩符合预期 项目落地可期》 2020-08-20

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,383.92	4,625.12	6,022.46	7,787.52	9,972.21
增长率(%)	20.57	36.68	30.21	29.31	28.05
EBITDA(百万元)	1,095.17	1,339.38	1,213.43	1,468.84	1,774.60
归属母公司净利润(百万元)	450.25	609.00	860.11	1,067.35	1,328.04
增长率(%)	15.78	35.26	41.23	24.09	24.42
EPS(元/股)	1.11	1.51	2.13	2.64	3.29
市盈率(P/E)	56.07	41.45	29.35	23.65	19.01
市净率(P/B)	6.07	5.42	4.85	4.33	3.80
市销率(P/S)	7.46	5.46	4.19	3.24	2.53
EV/EBITDA	23.43	20.81	20.34	16.91	13.92

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 科博达：耕耘汽车电子二十余年，营收利润实现高增	3
1.1. 发展历程：灯控起家，融入全球产业链	3
1.2. 股权结构：股权结构相对集中	3
1.3. 客户结构：覆盖国内外知名品牌，坚持全球化战略	4
1.4. 财务分析：营收维持高增长，费用管控良好	4
2. 汽车电子市场具备较大的潜力	6
2.1. 车用 LED 潜力较大，智驾+车灯深度融合	6
2.2. 域控赛道竞争激烈，成为 Tier1 厂商必争之地	7
3. 纵深产品矩阵+横向拓展客户，构筑公司护城河	8
3.1. 背靠大众产业链，客户持续拓展	8
3.2. 灯控产品矩阵丰富，新项目支撑公司稳定发展	8
3.3. 前瞻性布局底盘域控，持续向整车域拓展	9
4. 盈利预测与投资建议	9
5. 风险提示	11

图表目录

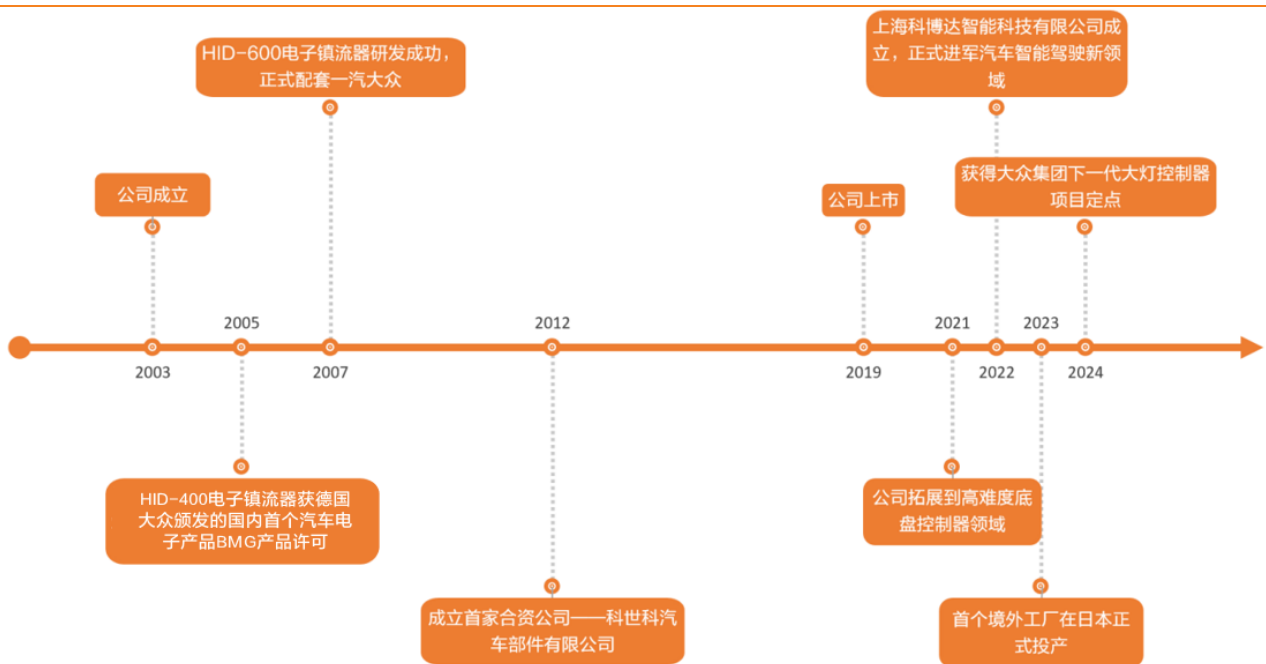
图 1：发展历程	3
图 2：股权架构（截至 2024 年 9 月 30 日）	4
图 3：客户结构	4
图 4：营业收入情况	5
图 5：分业务营业收入情况（单位：亿元）	5
图 6：毛利率情况	5
图 7：分业务毛利率情况	5
图 8：归母净利润情况	6
图 9：费用情况	6
图 10：中国汽车产销量情况	6
图 11：中国新能源汽车销量情况（万辆）	6
图 12：2022 乘用车 LED 前大灯（ADB）控制器供应商前装份额	7
图 13：2022 乘用车 LED 前大灯（AFS）控制器供应商前装份额	7
图 14：2018-2025 年座舱+智驾域控出货量预测（万）	8
表 1：公司盈利预测（亿元）	10
表 2：可比公司估值表	10

1. 科博达：耕耘汽车电子二十余年，营收利润实现高增

1.1. 发展历程：灯控起家，融入全球产业链

立足全球汽车市场，汽车电子优秀供应商。公司成立于 2003 年，成立之初立足于照明控制系统等汽车电子领域，2004 年首次获得上汽大众国产化项目后进入全球化供应链体系，随后通过无汞 HID 电子镇流器与奥迪 Q7 车型首发同步走向全球市场。2012 年至 2014 年，公司逐步完成重组进行矩阵式管理，不断加深与大众合作，照明控制器、氛围灯、电机控制系统等产品逐步进入大众供应链。2019 年，公司在上交所上市，开始进军汽车智能化赛道，从车身电子领域向底盘域控拓展，并获得小鹏、理想、比亚迪等多个头部车企定点，进一步奠定公司发展优势。

图 1：发展历程

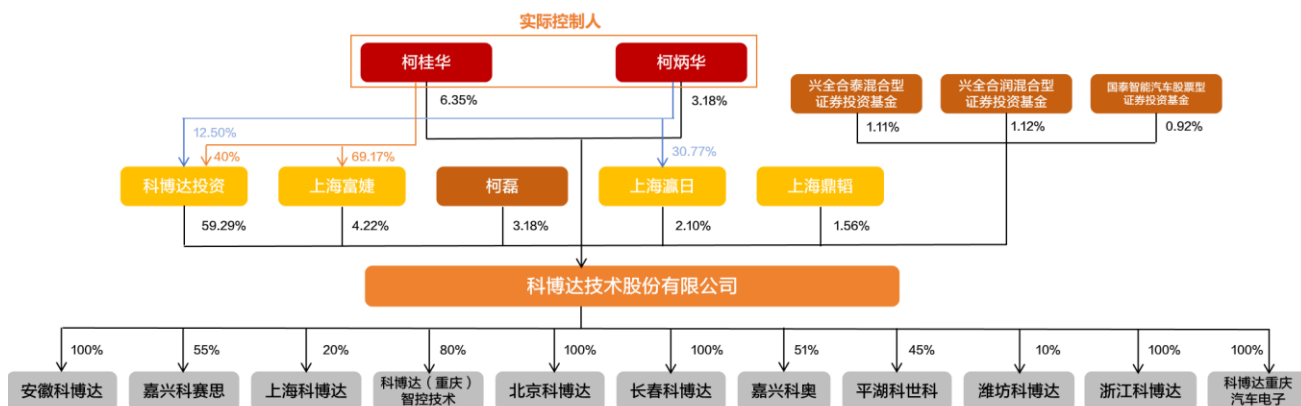


资料来源：科博达官网、科博达家园公众号、天风证券研究所

1.2. 股权结构：股权结构相对集中

股权结构相对集中，积极拓展国内外市场。公司实际控制人为柯炳华和柯桂华，截至 2024 年 9 月 30 日合计持股 44.22%，其中合计直接持股 9.53%，通过科博达投资公司、上海富捷、上海瀛日合计间接持股 34.69%。同时，公司设立多家子公司和合资公司布局海内外市场，不断扩张海外业务，建立海外品牌影响力。

图 2：股权架构（截至 2024 年 9 月 30 日）



资料来源：ifind、天风证券研究所

1.3. 客户结构：覆盖国内外知名品牌，坚持全球化战略

全球化战略清晰，新增多个优质海外客户。公司大力推进全球化战略，面向未来布局，在深耕国内市场同时持续海外扩张，在戴姆勒、宝马、大众集团、福特等现有国外重点客户基础上，继续拓展丰田、Stellantis、通用等国外大客户全球业务市场。2023 年，公司共获得宝马、奥迪、大众、福特、捷豹路虎、康明斯、丰田、长安、广汽、通用、日产、吉利、极氪、理想、蔚来等国内外客户新定点项目 73 个，预计整个生命周期销量 10,000 多万只。其中宝马、奥迪、大众、戴姆勒、福特等客户全球项目 10 个，预计整个生命周期销量 3,000 多万只。截至 2023 年底，在研项目合计 145 个，预计整个生命周期销量 25,000 万只。其中：戴姆勒、宝马、保时捷、奥迪、大众、福特、捷豹路虎、道依茨等客户全球项目 17 个，预计整个生命周期销量 8000 多万只。

图 3：客户结构

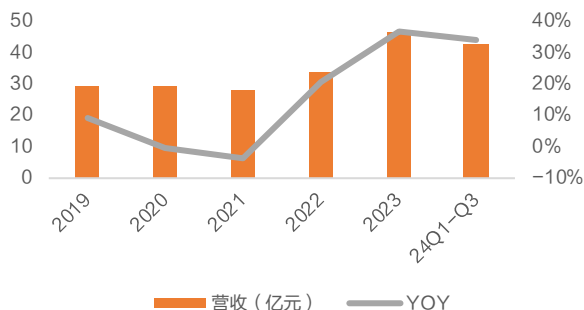


资料来源：科博达 2023 年年报、天风证券研究所

1.4. 财务分析：营收维持高增长，费用管控良好

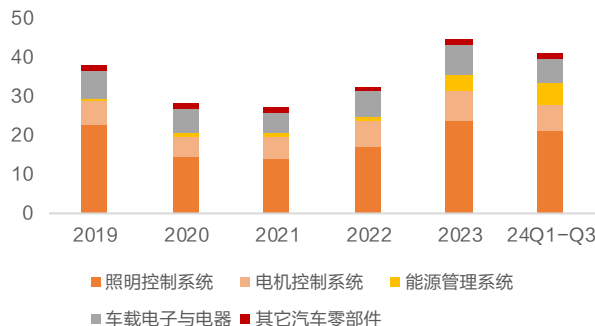
在手项目充足,营收保持高增长。公司 2024Q1-Q3 实现营收 42.73 亿元,同比增长 33.79%,主要来自充足的在研项目和新获定点,为公司业绩持续增长提供动能。其中,照明控制系统等老业务继续稳定增长,与上年同期相比增长 29.53%;底盘控制器及域控产品等新业务内生动力不断积聚增强,呈持续放量增长趋势,增速加快。

图 4: 营业收入情况



资料来源: 科博达年报及 2024 年三季报、天风证券研究所

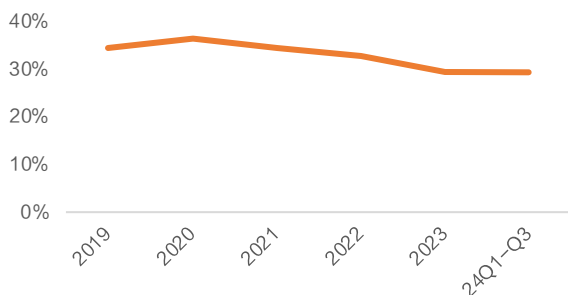
图 5: 分业务营业收入情况 (单位: 亿元)



资料来源: 科博达年报及 2024 年三季报、天风证券研究所

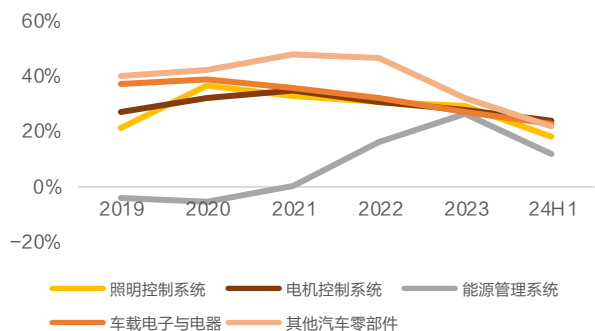
产品结构优化, 2024Q3 毛利率下降。2024 年 Q1-Q3 公司毛利率 29.33%, 同比-1.46pct。推测公司毛利率存在较大波动与产品结构变化有关。

图 6: 毛利率情况



资料来源: 科博达年报及 2024 年三季报、天风证券研究所

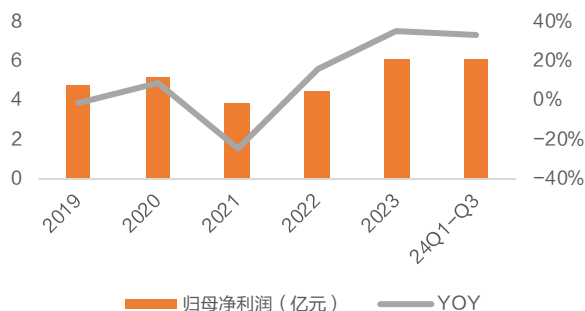
图 7: 分业务毛利率情况



资料来源: 科博达年报及 2024 年半年报、天风证券研究所

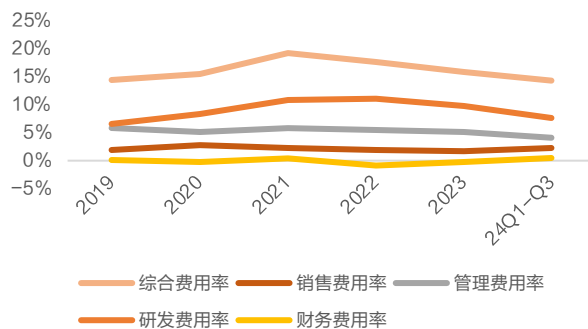
费用率下降, 盈利能力上升。公司 2024 年 Q1-Q3 销售、管理、研发、财务费用率分别为 2.31%、4.09%、7.59%、0.30%, 同比变化为 +0.66pct、-1.16pct、-2.32pct、+0.49pct。2024Q1-Q3 实现归母净利润 6.07 亿元, 同比增长 33.41%。公司此前维持较高的研发费用率, 主要因为公司对新产品的持续开发投入, 随着新项目逐步量产, 费用率有所下降。

图 8：归母净利润情况



资料来源：科博达年报及 2024 年三季报、天风证券研究所

图 9：费用情况



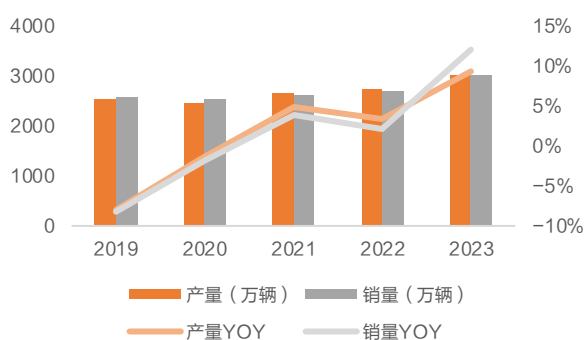
资料来源：科博达年报及 2024 年三季报、天风证券研究所

2. 汽车电子市场具备较大的潜力

2.1. 车用 LED 潜力较大，智驾+车灯深度融合

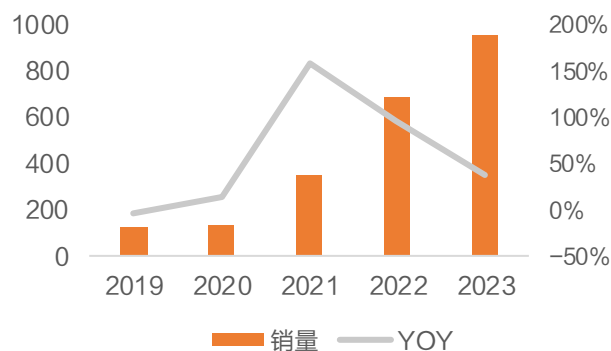
汽车市场需求复苏，LED 车灯渗透乘用车市场。自 2021 年以来，国家和地方政府积极出台促进汽车消费的相关政策，加上各地相继推出的多种形式的促销活动，对汽车市场起到了积极的推动作用，我国汽车的销量逐步回暖上升，2023 年，中国汽车产销量分别达 3011.3 万辆和 3009.4 万辆，同比分别增长 9.3% 和 12%，年产量双双创历史新高。同时，在环保理念的带动下，新能源汽车行业快速增长，产销量持续激增，分别达 958.7 万辆和 949.5 万辆，同比分别增长 35.8% 和 37.9%，市场占有率达 31.6%，拉动 LED 车灯渗透率持续提升，我国车灯行业的市场规模也在持续增长。高工智能汽车研究院监测数据显示，2022 年中国市场（不含进出口）乘用车前装标配 LED 前大灯搭载率达到 75.99%，同比 2021 年提高约 7 个百分点。根据乘联会数据，预计 2025 年全球车用 LED 控制器规模将达 485 亿，市场潜力较大。

图 10：中国汽车产销量情况



资料来源：国家统计局、中国汽车工业协会公众号、天风证券研究所

图 11：中国新能源汽车销量情况（万辆）

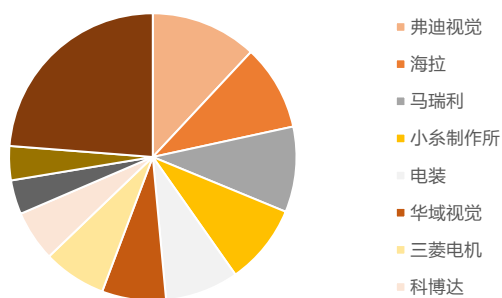


资料来源：中国汽车工业协会公众号、天风证券研究所

智驾+车灯深度融合，国内车灯供应商进入控制器赛道。随着智能驾驶渗透率的同步提升，自适应远光灯系统（Adaptive Driving Beam, ADB）、自适应前大灯系统（Adaptive Front-Lighting System, AFS）等更多智能化配置正在成为主流趋势，其中，ADB 作为一种智能远光灯系统，不仅可以提升夜间会车安全性，还可以提升 ADAS 系统夜间图像识别能力，而对于带有变道辅助及 NOA 功能的车辆来说，AFS 功能意味着尤其是夜间行驶状态下，对于 ADAS 的前向感知有更好的配合效果，智驾+车灯的深度融合已经凸显。高工智能汽车研究院监测数据显示，2022 年中国市场（不含进出口）乘用车前装同时标配

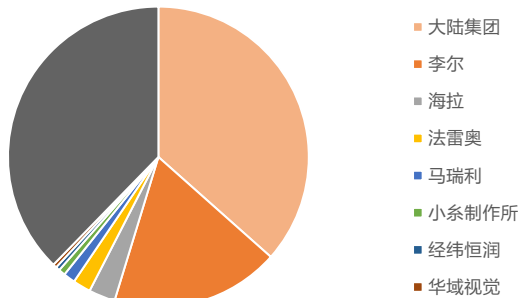
ADB+AFS 功能交付 64.55 万辆，同比增长 22.28%，前装搭载率为 3.24%。在此背景下，国内车灯供应商也开始进入控制器赛道，2022 年 2 月，国内头部车灯供应商星宇股份宣布与华为签署智能车载光业务合作意向书，借助后者的平台化模块化的智能模组及控制器能力，构建智能车灯从设计到制造交付的系统级能力。同为头部本土车灯控制器供应商的科博达也高度关注与照明相关的智能控制领域新技术，在前期技术积累基础上逐步布局新一代灯控技术。

图 12：2022 乘用车 LED 前大灯（ADB）控制器供应商前装份额



资料来源：高工智能汽车公众号、天风证券研究所

图 13：2022 乘用车 LED 前大灯（AFS）控制器供应商前装份额



资料来源：高工智能汽车公众号、天风证券研究所

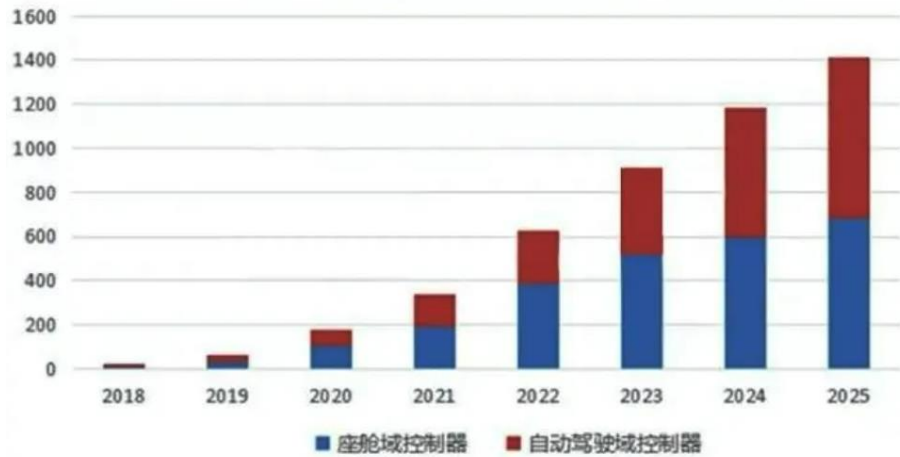
产品进一步升级，结构优化。公司紧跟 LED 产品的迭代步伐，积极调整产品结构。2014 年前公司主光源控制器的收入主要由 HID 主光源控制器贡献，2014 年公司获得保时捷集成式 LED 主光源控制器（LHC）的开发权，随后在 2016 年，又获得保时捷矩阵式 LED 主光源控制器（LLP）的定点开发权。此后，LED 逐渐替代 HID 成为主导，2021 年 LED 占主光源控制器收入已超 80%。另一方面，公司 LED 主光源灯控产品不断由二代（即 LHC）向三代（即 LLP）升级，公司的三代 LLP 功能优异，可驱动并控制前照灯中所有 LED 灯及功能，并可实现 ADB 功能。

2.2. 域控赛道竞争激烈，成为 Tier1 厂商必争之地

电子化、智能化催生域控需求，域控制器转型加速。为了丰富消费者驾乘体验，汽车功能增加，要求汽车搭载更多的电子控制器（ECU），乘用车的 ECU 数量约为 50-70 个，高端车型的 ECU 数量过百。由中央“脑域”+区域控制器构成的集中式电子电器架构可以有效减少线束等电子部件重量，避免新增 ECU 模块的生产成本，优化算力，持续升级。作为“车载大脑”，域控制器是实现高级自动驾驶的基础。域控制器根据汽车电子部件功能将整车划分为动力域、底盘域、车身域、智能驾驶域、智能座舱域五大域组成，其中，1) 动力域控制器主要控制车辆的动力总成；2) 车身域控制器主要控制各种车身功能；3) 底盘域控制器主要控制车辆的行驶行为和形式姿态；4) 座舱域控制器主要控制车辆的智能座舱重的各种电子信息系统功能；5) 自动驾驶域控制器负责实现和控制汽车的自动驾驶功能。

Tier1 供应商不断拓展自身优势，域控赛道或将成为竞争的热点。随着域控制器技术的诞生，全球各大 Tier1 供应商纷纷跟进，推动域控制器市场逐渐发展起来。在国内市场，德赛西威、航盛电子、华为、东软等企业也推出了各自的 DCU 解决方案。在据佐思产研的预测，2025 年全球汽车 DCU（座舱+自动驾驶）出货量将超过 1400 万套，2019-2025 期间年平均增长高达 50.7%。

图 14：2018-2025 年座舱+智驾域控出货量预测（万）



资料来源：全球智能汽车供应链公众号、天风证券研究所

3. 纵深产品矩阵+横向拓展客户，构筑公司护城河

3.1. 背靠大众产业链，客户持续拓展

深度绑定大众，产品线持续丰富。科博达自 2004 年进入大众产业链，2007 年开展与奥迪的汽车照明控制系统产品项目合作，深度参与其近几代灯控产品的研发，至 2021 年已向一汽大众、上汽大众和大众集团提供照明控系统制产品、电机控制系统产品和线束产品，纳入大众全球供应链体系。

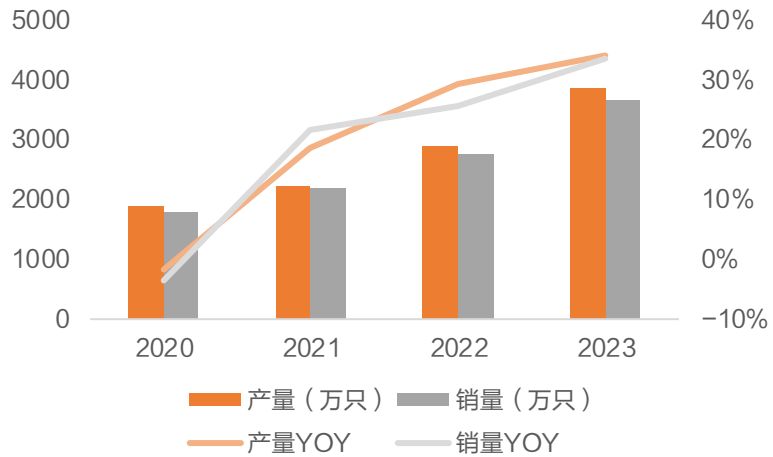
覆盖新能源车厂，突破国外市场。在强生产能力背书下，公司新客户拓展进程顺利。在欧美系方面，继戴勒姆、宝马、标致、福特、雷诺日产等客户后，2019 年灯控系统成功获得福特点点；新势力方面，目前已和国内新能源头部车企达成合作；日系方面，2021 年获得广汽丰田定点，通过在日本投资设厂，服务丰田、本田、日产、铃木等日系主机厂。2023 年，公司在现有重点客户基础上，继续拓展丰田、Stellantis、通用等国外大客户全球业务市场。

3.2. 灯控产品矩阵丰富，新项目支撑公司稳定发展

灯控起家，产品矩阵丰富。科博达在 2003 年成立之初即专注于汽车电子产品，并主要将产品聚焦于汽车照明控制系统，早期，公司重点发力含汞光源控制器，主力产品为 HID-400 电子镇流器和 HID-600 电子镇流器，之后凭借丰富的技术积累和良好的客户合作关系，公司先后将产品线扩展至 HID 主光源控制器、LED 主光源控制器、辅助光源控制器、氛围灯控制器、尾灯控制器，形成了丰富的产品矩阵。

客户结构丰富，持续获得新定点。科博达以整车配套的直接销售模式向大众集团、戴姆勒、捷豹路虎、一汽集团等整车厂提供主、辅光源控制器等产品，中间不存在经销环节。在近几年全球新能源车不断渗透的情况下，大众集团、一汽大众等传统整车厂受到了一定影响，但科博达作为上游灯控产业，且整车客户结构丰富，受影响较小，2023 年公司照明控制系统产销量分别为 3874 万只、3669 万只，同比分别增长 34.09%、33.56%，目前灯控业务营收仍是公司营收的主要构成部分，占 2023 年全年营业收入的 51.16%。2024 年初，科博达获德国奥迪下一代 LED 大灯控制器平台件的项目定点，该项目覆盖了大众集团众多平台车型，预计生命周期超过 10 年，科博达作为大众集团内的核心供应商之一，随着 LED 大灯控制器的装车率在整个大众集团中不断提高，我们认为大众下一代灯控项目有望成为公司未来持续稳定发展的基石项目。

图 15：公司照明控制系统产销量情况



资料来源：科博达年报、天风证券研究所

3.3. 前瞻性布局底盘域控，持续向整车域拓展

布局切入域控制器赛道，技术领先市场。公司积极在汽车领域开拓新产品，凭借汽车电子领域深厚的技术基础与积累，成功将产品线拓展至了底盘控制器（包括 DCC、ASC 和底盘域控制器）和车身域控制器。底盘控制器方面，公司目前在国内底盘控制器和底盘域控制器市场处于领先地位，公司配套小鹏汽车的底盘控制器实现量产，之后陆续获得理想、比亚迪等多个客户的底盘控制器相关产品定点，并且也正在积极开拓国际市场客户，车身域控制器也于 2023 年分别配套理想 L7、L8 车型。智能驾驶域方面，2022 年，公司与控股股东设立合资公司，布局智能驾驶域相关产品。

聚焦域控制器产品，提高产品价值量。公司初始产品以照明控制器及其相关产品为主，单个产品价值量相对偏低。通过多年技术沉淀，在现有技术基础上不断进行前瞻技术研发，持续优化产品结构并向高价值领域扩展。根据公司公告，2024 年公司将进一步优化产品结构，向域控制器、efuse、区域控制器、中央网关等更高价值产品发展或聚焦。经过多年的研发投入和技术积累，公司在与控制等关键领域已形成先发优势，后续将加大力度向丰田、大众集团、Stellantis、通用、福特、奔驰、宝马等全球大客户推广科博达的新产品、新技术。除理想外，目前公司给前十大客户配套的单车价值量还处于较低水平，随着产品拓展及单个产品价值量提升，这些客户配套车型的单车价值量具有较大的提升空间，域控制器或将成为公司未来业务增量的有力支撑产品。

4. 盈利预测与投资建议

在汽车智能化高景气度的驱动下，公司作为国内灯控系统龙头，凭借全球客户优势进入全球供应链体系，并从灯控等单品逐步扩展至车身、座舱、智驾等多品类，具备长期成长性。我们预计 2024-2026 年公司实现收入 60.2/77.9/99.7 亿元，同比增长 30.21%/29.31%/28.05%，毛利率为 29.82%/29.58%/29.49%。分业务来看，1）照明控制系统：2024-2026 年实现收入 31.7/41.8/54.4 亿元，同比增长 34.0%/32.0%/30.0%，毛利率为 30.0%/30.0%/30.0%；2）电机控制系统：2024-2026 年实现收入 9.8/11.9/14.4 亿元，同比增长 23.0%/22.0%/21.0%，毛利率为 28.0%/28.0%/28.0%；3）车载电器与电子：2024-2026 年实现收入 9.2/11.1/13.5 亿元，同比增速为 20.0%/21.0%/22.0%，毛利率为 28.0%/27.0%/27.0%；4）能源管理系统：2024-2026 年实现收入 6.5/9.4/13.1 亿元，同比增长 50.0%/45.0%/40.0%，毛利率为 25.0%/25.0%/25.0%。

表 1：公司盈利预测（亿元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
照明控制系统					
收入	17.35	23.7	31.7	41.8	54.4
yoy	25.8%	36.4%	34.0%	32.0%	30.0%
毛利率	31.0%	29.3%	30.0%	30.0%	30.0%
电机控制系统					
收入	6.2	7.9	9.8	11.9	14.4
yoy	2.9%	27.7%	23.0%	22.0%	21.0%
毛利率	30.7%	27.6%	28.0%	28.0%	28.0%
车载电器与电子					
收入	6.7	7.6	9.2	11.1	13.5
yoy	27.9%	13.6%	20.0%	21.0%	22.0%
毛利率	32.1%	27.4%	28.0%	27.0%	27.0%
能源管理系统					
收入	1.2	4.3	6.5	9.4	13.1
yoy	81.2%	246.8%	50.0%	45.0%	40.0%
毛利率	16.1%	26.5%	25.0%	25.0%	25.0%
其他汽车零部件					
收入	1.23	1.3	1.5	1.6	1.7
yoy	-24.0%	9.5%	9.0%	8.5%	8.0%
毛利率	46.5%	32.2%	32.0%	32.0%	32.0%
其他业务					
收入	1.1	1.4	1.7	2.1	2.5
yoy	61.40%	26.07%	22.0%	24.0%	23.0%
毛利率	84.7%	64.86%	64.00%	63.00%	62.00%
合计					
收入	33.8	46.3	60.2	77.9	99.7
yoy	20.57%	36.68%	30.21%	29.31%	28.05%
毛利率	32.89%	29.6%	29.82%	29.58%	29.49%

资料来源：Wind、天风证券研究所

根据公司所处行业，我们选择德赛西威（智能座舱、智能驾驶等）、华阳集团（智能座舱、智能驾驶、精密压铸）、均胜电子（汽车安全、汽车电子）三家作为可比公司，2025 年行业可比平均估值 PE 为 20.3 倍。公司深度绑定大众供应链体系，并不断拓展自身产品品类，通过提供多产品提高单车 ASP，同时借助座舱、智驾等新产品拓展其他客户，不断提高公司成长边界，给予公司 25 年 PE 25X，对应目标价 66 元，首次覆盖，给予“持有”评级。

表 2：可比公司估值表

证券代码	公司简称	市值/亿元	股价/元	EPS 元/股		PE	
				2024E	2025E	2024E	2025E
002906.SZ	华阳集团	184.50	35.15	1.27	1.70	27.70	20.74
600699.SH	均胜电子	267.65	19.00	0.97	1.24	19.59	15.37
002920.SZ	德赛西威	679.83	122.50	3.82	4.94	32.03	24.80
平均值		377.33	58.88	2.02	2.62	26.44	20.30
603786.SH	科博达	252.43	62.50	2.13	2.64	29.35	23.65

资料来源：Wind、天风证券研究所（注：可比公司盈利预测数据采用 wind 一致预期；收盘价数据截至 2025 年 3 月 7 日）

5. 风险提示

- 1) 海外市场推进不及预期：公司部分海外客户智能化节奏放缓，预期节奏有可能受到相关影响延期落地；
- 2) 单一大客户风险：公司深度绑定大众，客户占比较高，同时行业竞争较为激烈，若大众在智能化赛道进展不及预期，对公司收入会有一定影响；
- 3) 汇率波动风险：汇率的不稳定可能会导致企业在国际贸易中的成本和收益出现波动，影响利润和财务状况。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	686.12	997.29	481.80	623.00	797.78	营业收入	3,383.92	4,625.12	6,022.46	7,787.52	9,972.21
应收票据及应收账款	1,347.77	1,771.11	1,844.83	3,260.11	3,171.98	营业成本	2,270.89	3,258.20	4,226.67	5,484.29	7,031.33
预付账款	17.05	18.60	20.83	36.37	37.84	营业税金及附加	15.93	21.09	27.10	34.27	49.86
存货	1,229.63	1,345.58	2,399.62	2,197.49	3,107.00	销售费用	69.08	78.39	102.38	124.60	157.56
其他	778.05	783.70	838.37	807.04	821.31	管理费用	179.92	232.29	252.94	319.29	478.67
流动资产合计	4,058.62	4,916.28	5,585.45	6,924.01	7,935.92	研发费用	374.41	443.68	493.84	623.00	797.78
长期股权投资	319.48	368.34	368.34	368.34	368.34	财务费用	(29.38)	(18.43)	0.15	7.59	5.77
固定资产	593.87	725.89	649.74	576.78	514.55	资产/信用减值损失	(54.37)	(69.09)	(45.83)	(50.97)	(55.07)
在建工程	94.85	98.13	103.54	119.39	127.57	公允价值变动收益	(3.65)	2.20	24.81	(38.78)	17.58
无形资产	130.69	119.22	110.99	102.75	94.51	投资净收益	102.17	117.10	80.43	109.64	98.77
其他	97.54	127.79	219.51	182.45	139.90	其他	(104.63)	(133.91)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	1,236.43	1,439.38	1,452.13	1,349.71	1,244.88	营业利润	563.56	693.60	978.78	1,214.37	1,512.53
资产总计	5,295.05	6,355.66	7,037.57	8,273.72	9,180.80	营业外收入	3.31	3.18	3.07	3.39	3.24
短期借款	254.27	630.06	599.44	789.95	745.24	营业外支出	0.54	2.20	0.88	0.44	1.13
应付票据及应付账款	419.30	587.28	757.71	1,112.15	1,167.77	利润总额	566.33	694.57	980.97	1,217.32	1,514.64
其他	156.45	215.82	209.90	220.23	241.14	所得税	64.72	44.10	62.29	77.30	96.18
流动负债合计	830.01	1,433.16	1,567.05	2,122.33	2,154.15	净利润	501.61	650.47	918.68	1,140.03	1,418.46
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	51.36	41.47	58.56	72.67	90.42
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	450.25	609.00	860.11	1,067.35	1,328.04
其他	155.09	118.38	92.96	105.12	117.89	每股收益（元）	1.11	1.51	2.13	2.64	3.29
非流动负债合计	155.09	118.38	92.96	105.12	117.89						
负债合计	991.55	1,557.41	1,660.01	2,227.45	2,272.03						
少数股东权益	145.98	139.36	174.61	218.37	272.81	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
股本	404.10	403.97	403.89	403.89	403.89	成长能力					
资本公积	1,813.35	1,874.60	1,891.00	1,891.00	1,891.00	营业收入	20.57%	36.68%	30.21%	29.31%	28.05%
留存收益	2,035.53	2,442.54	2,960.39	3,603.01	4,402.58	营业利润	22.56%	23.07%	41.12%	24.07%	24.55%
其他	(95.45)	(62.22)	(52.33)	(70.00)	(61.51)	归属于母公司净利润	15.78%	35.26%	41.23%	24.09%	24.42%
股东权益合计	4,303.51	4,798.24	5,377.56	6,046.27	6,908.77	获利能力					
负债和股东权益总计	5,295.05	6,355.66	7,037.57	8,273.72	9,180.80	毛利率	32.89%	29.55%	29.82%	29.58%	29.49%
						净利率	13.31%	13.17%	14.28%	13.71%	13.32%
						ROE	10.83%	13.07%	16.53%	18.31%	20.01%
						ROIC	19.04%	19.68%	24.72%	24.68%	26.19%
						偿债能力					
						资产负债率	18.73%	24.50%	23.59%	26.92%	24.75%
						净负债率	-9.93%	-7.50%	2.26%	2.84%	-0.68%
						流动比率	4.85	3.42	3.56	3.26	3.68
						速动比率	3.38	2.48	2.03	2.23	2.24
						营运能力					
						应收账款周转率	3.08	2.97	3.33	3.05	3.10
						存货周转率	3.04	3.59	3.22	3.39	3.76
						总资产周转率	0.67	0.79	0.90	1.02	1.14
						每股指标（元）					
						每股收益	1.11	1.51	2.13	2.64	3.29
						每股经营现金流	-0.03	1.07	-0.20	0.84	2.02
						每股净资产	10.29	11.54	12.88	14.43	16.43
						估值比率					
						市盈率	56.07	41.45	29.35	23.65	19.01
						市净率	6.07	5.42	4.85	4.33	3.80
						EV/EBITDA	23.43	20.81	20.34	16.91	13.92
						EV/EBIT	26.20	23.23	23.33	18.98	15.34

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	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	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com