

## 加快海外市场拓展，低速无人车业务启航

### 核心观点

- 3 季度业绩短承压，预计新车型投产将有望带动 4 季度业绩改善。**前三季度收入 223.37 亿元，同比增长 17.7%；归母净利润 17.88 亿元，同比增长 27.1%；扣非归母净利润 17.24 亿元，同比增长 19.0%。3 季度收入 76.92 亿元，同比增长 5.6%，环比下降 2.0%；归母净利润 5.65 亿元，同比下降 0.6%，环比下降 11.7%；扣非归母净利润 5.71 亿元，同比下降 13.2%，环比下降 12.9%。3 季度业绩略有承压，预计主要受行业降价压力以及部分下游客户车型销量不及预期等影响，4 季度理想 i6、小鹏 X9 等新车型将上市交付，预计多款车型销量提升将助力 4 季度业绩改善。
- 智能化业务加快开拓海外市场。**公司在智能座舱、智能驾驶领域持续领跑行业，智能座舱域控平台配套理想、小米、吉利、奇瑞等车企，持续新获吉利、广汽埃安等客户新项目订单，HUD 产品实现量产并获得上汽通用、东风日产、广汽乘用车等客户订单；辅助驾驶平台全面覆盖从高性能到轻量级的多样化市场需求，为小米、理想、小鹏、吉利、广汽丰田等多家自主、合资及新势力车企提供配套支持。公司继续深化国际化战略，2025 年完成德国、法国、西班牙、日本、新加坡等国家海外分支机构战略布局，其中印尼工厂、墨西哥工厂已于上半年投产，西班牙工厂预计将在 2026 年开始量产。我们认为公司在全球范围内具备技术及生态优势，随着海外产能逐步投产、供应链体系渐趋完善，预计公司将有望加快开拓海外市场，海外市场将成为公司未来盈利增长点。
- 低速无人车新品牌启航，“AI+新业务”有望成为业绩增长新引擎。**在稳固汽车智能化领域优势的基础上，公司高度重视对 AI 技术的战略投入，拟使用募集资金扩建智算中心，为自动驾驶模型、人机交互、车路协同等前沿算法研究及智能化产品开发提供算力底座，同时前瞻性探索及布局智慧交通、无人配送、机器人等新兴领域，打造未来新增长曲线。9 月 2 日，公司发布低速无人车品牌“川行致远”，S6 系列低速无人车产品已取得较多客户订单，后续将在快递配送、工业物流、生鲜医药等场景批量交付。我们认为公司具备成熟的汽车电子体系化能力、供应链资源及智能化技术底蕴，能够快速切入新兴业务并形成竞争力，预计“AI+新业务”将有望成为公司未来业绩增长的新引擎。

### 盈利预测与投资建议

- 预测 2025-2027 年 EPS 为 4.20、5.32、6.59 元（原为 4.79、5.94、7.38 元，略调整毛利率及费用率等），可比公司 2025 年 PE 平均估值 39 倍，目标价 163.80 元，维持买入评级。

### 风险提示

乘用车行业销量低于预期、智能座舱产品业务收入低于预期、智能驾驶产品业务收入低于预期。

### 公司主要财务信息

|               | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)     | 21,908 | 27,618 | 34,149 | 41,452 | 49,526 |
| 同比增长(%)       | 46.7%  | 26.1%  | 23.6%  | 21.4%  | 19.5%  |
| 营业利润(百万元)     | 1,537  | 2,099  | 2,638  | 3,343  | 4,140  |
| 同比增长(%)       | 32.7%  | 36.6%  | 25.7%  | 26.7%  | 23.8%  |
| 归属母公司净利润(百万元) | 1,547  | 2,005  | 2,504  | 3,174  | 3,930  |
| 同比增长(%)       | 30.6%  | 29.6%  | 24.9%  | 26.8%  | 23.8%  |
| 每股收益(元)       | 2.59   | 3.36   | 4.20   | 5.32   | 6.59   |
| 毛利率(%)        | 20.0%  | 19.9%  | 20.1%  | 20.5%  | 20.7%  |
| 净利率(%)        | 7.1%   | 7.3%   | 7.3%   | 7.7%   | 7.9%   |
| 净资产收益率(%)     | 21.4%  | 22.8%  | 19.6%  | 18.5%  | 19.6%  |
| 市盈率           | 43.7   | 33.7   | 27.0   | 21.3   | 17.2   |
| 市净率           | 8.5    | 7.0    | 4.3    | 3.7    | 3.1    |

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

|                      |                  |
|----------------------|------------------|
| 股价（2025 年 11 月 14 日） | 113.14 元         |
| 目标价格                 | 163.80 元         |
| 52 周最高价/最低价          | 154.17/89.9 元    |
| 总股本/流通 A 股（万股）       | 59,684/55,314    |
| A 股市值（百万元）           | 67,527           |
| 国家/地区                | 中国               |
| 行业                   | 汽车与零部件           |
| 报告发布日期               | 2025 年 11 月 15 日 |

### 股价表现

|         | 1 周   | 1 月    | 3 月   | 12 月   |
|---------|-------|--------|-------|--------|
| 绝对表现%   | -1.79 | -15.53 | 3.62  | -12.3  |
| 相对表现%   | -0.71 | -17.49 | -7.28 | -26.87 |
| 沪深 300% | -1.08 | 1.96   | 10.9  | 14.57  |



### 证券分析师

|     |                                                                       |
|-----|-----------------------------------------------------------------------|
| 姜雪晴 | 执业证书编号：S0860512060001<br>jiangxueqing@orientsec.com.cn                |
| 袁俊轩 | 执业证书编号：S0860523070005<br>yuanjunxuan@orientsec.com.cn<br>021-63326320 |

### 联系人

|     |                                                                    |
|-----|--------------------------------------------------------------------|
| 刘宇浩 | 执业证书编号：S0860124070026<br>liuyuhao@orientsec.com.cn<br>021-63326320 |
|-----|--------------------------------------------------------------------|

### 相关报告

|                          |            |
|--------------------------|------------|
| 智驾业务及海外市场共同促进盈利实现较高增长    | 2025-08-23 |
| 毛利率同比改善，加快产能及智算中心布局      | 2025-04-24 |
| 预计新客户、新项目促进智能座舱及智驾业务稳步增长 | 2025-03-15 |

**表 1：可比公司估值比较**

| 公司    | 代码     | 最新价格(元)     | 每股收益 (元) |       |       |       | 市盈率    |        |        |       |
|-------|--------|-------------|----------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|-------|
|       |        | 2025年11月14日 | 2024A    | 2025E | 2026E | 2027E | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E |
| 华阳集团  | 002906 | 30.01       | 1.24     | 1.63  | 2.10  | 2.65  | 24.18  | 18.43  | 14.27  | 11.33 |
| 中科创达  | 300496 | 63.00       | 0.89     | 1.14  | 1.35  | 1.62  | 71.19  | 55.51  | 46.53  | 38.99 |
| 复旦微电  | 688385 | 56.71       | 0.70     | 0.80  | 1.27  | 1.67  | 81.35  | 70.75  | 44.69  | 34.00 |
| 中望软件  | 688083 | 72.00       | 0.38     | 0.44  | 0.71  | 1.07  | 190.88 | 162.13 | 101.10 | 67.54 |
| 上声电子  | 688533 | 27.23       | 1.44     | 1.39  | 1.89  | 2.36  | 18.86  | 19.64  | 14.37  | 11.52 |
| 伯特利   | 603596 | 47.15       | 1.99     | 2.35  | 3.01  | 3.79  | 23.66  | 20.04  | 15.68  | 12.43 |
| 均胜电子  | 600699 | 27.01       | 0.62     | 1.00  | 1.22  | 1.44  | 43.61  | 26.96  | 22.05  | 18.79 |
| 调整后平均 |        |             |          |       |       |       | 48.80  | 38.58  | 28.66  | 23.15 |

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           | 2023A         | 2024A          | 2025E         | 2026E         | 2027E         | 单位:百万元           | 2023A        | 2024A        | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
| 货币资金             | 1,276         | 775            | 5,464         | 6,632         | 7,924         | 营业收入             | 21,908       | 27,618       | 34,149       | 41,452       | 49,526       |
| 应收票据、账款及款项融资     | 8,730         | 11,350         | 14,001        | 16,995        | 20,306        | 营业成本             | 17,532       | 22,128       | 27,282       | 32,968       | 39,294       |
| 预付账款             | 33            | 28             | 89            | 108           | 129           | 营业税金及附加          | 63           | 87           | 137          | 166          | 198          |
| 存货               | 3,260         | 3,696          | 5,729         | 6,923         | 8,252         | 营业费用             | 194          | 238          | 341          | 415          | 495          |
| 其他               | 376           | 584            | 595           | 503           | 548           | 管理费用及研发费用        | 2,482        | 2,790        | 3,586        | 4,352        | 5,200        |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>13,675</b> | <b>16,434</b>  | <b>25,878</b> | <b>31,161</b> | <b>37,158</b> | 财务费用             | 49           | 157          | 66           | 50           | 41           |
| 长期股权投资           | 352           | 370            | 335           | 352           | 352           | 资产、信用减值损失        | 458          | 514          | 400          | 457          | 457          |
| 固定资产             | 2,100         | 2,561          | 2,565         | 2,466         | 2,295         | 公允价值变动收益         | 44           | (36)         | 60           | 60           | 60           |
| 在建工程             | 167           | 445            | 398           | 349           | 325           | 投资净收益            | (23)         | (1)          | (10)         | (10)         | (10)         |
| 无形资产             | 398           | 419            | 335           | 251           | 168           | 其他               | 386          | 434          | 250          | 250          | 250          |
| 其他               | 1,323         | 1,254          | 1,206         | 1,156         | 1,101         | <b>营业利润</b>      | <b>1,537</b> | <b>2,099</b> | <b>2,638</b> | <b>3,343</b> | <b>4,140</b> |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>4,339</b>  | <b>5,049</b>   | <b>4,839</b>  | <b>4,575</b>  | <b>4,241</b>  | 营业外收入            | 5            | 4            | 3            | 3            | 3            |
| <b>资产总计</b>      | <b>18,014</b> | <b>21,483</b>  | <b>30,716</b> | <b>35,736</b> | <b>41,399</b> | 营业外支出            | 4            | 3            | 5            | 5            | 5            |
| 短期借款             | 201           | 279            | 1,709         | 1,838         | 1,646         | <b>利润总额</b>      | <b>1,538</b> | <b>2,100</b> | <b>2,636</b> | <b>3,341</b> | <b>4,138</b> |
| 应付票据及应付账款        | 6,808         | 8,020          | 10,367        | 12,528        | 14,932        | 所得税              | (3)          | 82           | 132          | 167          | 207          |
| 其他               | 1,713         | 2,554          | 1,891         | 2,053         | 2,166         | <b>净利润</b>       | <b>1,542</b> | <b>2,018</b> | <b>2,504</b> | <b>3,174</b> | <b>3,931</b> |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>8,723</b>  | <b>10,853</b>  | <b>13,967</b> | <b>16,418</b> | <b>18,743</b> | 少数股东损益           | (5)          | 13           | 0            | 0            | 0            |
| 长期借款             | 771           | 219            | 219           | 219           | 219           | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>1,547</b> | <b>2,005</b> | <b>2,504</b> | <b>3,174</b> | <b>3,930</b> |
| 应付债券             | 0             | 0              | 0             | 0             | 0             | 每股收益（元）          | 2.59         | 3.36         | 4.20         | 5.32         | 6.59         |
| 其他               | 461           | 646            | 531           | 546           | 574           | <b>主要财务比率</b>    |              |              |              |              |              |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>1,231</b>  | <b>865</b>     | <b>750</b>    | <b>765</b>    | <b>794</b>    |                  | 2023A        | 2024A        | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
| <b>负债合计</b>      | <b>9,954</b>  | <b>11,718</b>  | <b>14,717</b> | <b>17,184</b> | <b>19,537</b> | <b>成长能力</b>      |              |              |              |              |              |
| 少数股东权益           | 108           | 122            | 123           | 123           | 123           | 营业收入             | 46.7%        | 26.1%        | 23.6%        | 21.4%        | 19.5%        |
| 实收资本（或股本）        | 555           | 555            | 597           | 597           | 597           | 营业利润             | 32.7%        | 36.6%        | 25.7%        | 26.7%        | 23.8%        |
| 资本公积             | 2,464         | 2,617          | 7,050         | 7,050         | 7,050         | 归属于母公司净利润        | 30.6%        | 29.6%        | 24.9%        | 26.8%        | 23.8%        |
| 留存收益             | 4,803         | 6,342          | 8,180         | 10,728        | 14,032        | <b>获利能力</b>      |              |              |              |              |              |
| 其他               | 130           | 129            | 50            | 55            | 60            | 毛利率              | 20.0%        | 19.9%        | 20.1%        | 20.5%        | 20.7%        |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>8,060</b>  | <b>9,766</b>   | <b>15,999</b> | <b>18,553</b> | <b>21,862</b> | 净利率              | 7.1%         | 7.3%         | 7.3%         | 7.7%         | 7.9%         |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>18,014</b> | <b>21,483</b>  | <b>30,716</b> | <b>35,736</b> | <b>41,399</b> | ROE              | 21.4%        | 22.8%        | 19.6%        | 18.5%        | 19.6%        |
| <b>现金流量表</b>     |               |                |               |               |               | ROIC             | 19.1%        | 21.7%        | 17.7%        | 16.5%        | 17.6%        |
| 单位:百万元           | 2023A         | 2024A          | 2025E         | 2026E         | 2027E         | <b>偿债能力</b>      |              |              |              |              |              |
| 净利润              | 1,542         | 2,018          | 2,504         | 3,174         | 3,931         | 资产负债率            | 55.3%        | 54.5%        | 47.9%        | 48.1%        | 47.2%        |
| 折旧摊销             | 444           | 613            | 546           | 598           | 617           | 净负债率             | 0.0%         | 3.7%         | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         |
| 财务费用             | 49            | 157            | 66            | 50            | 41            | 流动比率             | 1.57         | 1.51         | 1.85         | 1.90         | 1.98         |
| 投资损失             | 23            | 1              | 10            | 10            | 10            | 速动比率             | 1.17         | 1.14         | 1.43         | 1.47         | 1.54         |
| 营运资金变动           | (692)         | (1,874)        | (2,439)       | (1,841)       | (2,283)       | <b>营运能力</b>      |              |              |              |              |              |
| 其它               | (224)         | 578            | (562)         | (68)          | 11            | 应收账款周转率          | 3.8          | 3.3          | 3.6          | 3.9          | 3.9          |
| <b>经营活动现金流</b>   | <b>1,141</b>  | <b>1,494</b>   | <b>124</b>    | <b>1,923</b>  | <b>2,327</b>  | 存货周转率            | 5.0          | 5.8          | 5.5          | 5.1          | 5.1          |
| 资本支出             | (865)         | (1,151)        | (351)         | (301)         | (301)         | 总资产周转率           | 1.4          | 1.4          | 1.3          | 1.2          | 1.3          |
| 长期投资             | (67)          | (18)           | 34            | (17)          | (0)           | <b>每股指标（元）</b>   |              |              |              |              |              |
| 其他               | 182           | (303)          | 99            | 40            | 41            | 每股收益             | 2.59         | 3.36         | 4.20         | 5.32         | 6.59         |
| <b>投资活动现金流</b>   | <b>(750)</b>  | <b>(1,472)</b> | <b>(218)</b>  | <b>(277)</b>  | <b>(260)</b>  | 每股经营现金流          | 2.06         | 2.69         | 0.21         | 3.22         | 3.90         |
| 债权融资             | 221           | 23             | (391)         | 69            | 84            | 每股净资产            | 13.32        | 16.16        | 26.60        | 30.88        | 36.42        |
| 股权融资             | 229           | 153            | 4,475         | 0             | 0             | <b>估值比率</b>      |              |              |              |              |              |
| 其他               | (723)         | (603)          | 698           | (547)         | (860)         | 市盈率              | 43.7         | 33.7         | 27.0         | 21.3         | 17.2         |
| <b>筹资活动现金流</b>   | <b>(273)</b>  | <b>(427)</b>   | <b>4,782</b>  | <b>(478)</b>  | <b>(775)</b>  | 市净率              | 8.5          | 7.0          | 4.3          | 3.7          | 3.1          |
| 汇率变动影响           | (21)          | (6)            | - 0           | - 0           | - 0           | EV/EBITDA        | 32.4         | 22.9         | 20.3         | 16.5         | 13.7         |
| <b>现金净增加额</b>    | <b>96</b>     | <b>(412)</b>   | <b>4,689</b>  | <b>1,168</b>  | <b>1,292</b>  | EV/EBIT          | 41.5         | 29.2         | 24.4         | 19.4         | 15.7         |

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](http://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。