

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	24.32
总股本/流通股本(亿股)	2.13 / 1.26
总市值/流通市值(亿元)	52 / 31
52周内最高/最低价	32.49 / 15.01
资产负债率(%)	21.1%
市盈率	-178.82
第一大股东	翟军
持股比例(%)	46.5%

研究所

分析师:孙业亮
SAC 登记编号:S1340522110002
Email:sunyeliang@cnpsec.com
研究助理:丁子惠
SAC 登记编号:S1340123020006
Email:dingzihui@cnpsec.com

万集科技(300552)

智慧交通领导者，V2X 与激光雷达潜力巨大

● 业绩短期承压，研发费用持续增长

公司发布 2022 年年报。2022 年度，公司实现营业收入 8.73 亿元，同比下降 7.60%；实现归母净利润-0.29 亿元，同比下降 168.07%。营业收入与净利润同比下降的主要原因有：(1) 公司持续加大激光雷达、汽车电子等新产品的市场和研发投入，全年研发费用 2.48 亿元，同比增加 5.47%；(2) 公司回款不及预期，计提资产减值准备共计 0.40 亿元；(3) 四季度受疫情影响，动态称重和智能网联等系统集成项目验收不及预期。

● 积极布局车联网，推进车路协同解决方案

我国车联网市场规模呈快速发展趋势，预计将从 2021 年的 2126 亿元增长到 2026 年的 8000 亿元，五年增长近 3 倍，市场空间巨大。根据普华永道预测，网联汽车渗透率将在 2030 年达到 56%，前景广阔。

公司多年来持续在智能网联领域深耕，目前公司基于解决方案能力的优势，已建设广州祈福隧道、陕西秦岭隧道群、湖北鄂州机场智慧高速、郑州西南收费站、渝湘智慧高速、云南昭阳西环智慧高速工程数字化隧道系统、苏州 5G 车联网城市级验证与应用项目、重庆两江新区数字全息道路建设项目等多个智慧高速领域和智慧城市领域商业化落地项目。设备端已经完成了基于 LTE-V2X 通信模组的 V2X 车载通信终端 (V2X-OBU) 和 V2X 路侧通信终端 (V2X-RSU) 的开发，V2X 路侧通信终端已经在雄安、北京、江苏、山东、湖北、福建、湖南、安徽等车联网示范项目运行测试。公司已获得知名商用车企新能源头部车企的前装 V2X 车载通信终端产品定点，项目生命周期 4 年，生命周期累计合同额 5.2 亿元。

● ETC 前装与后装替换打开市场新增量

政策要求自 2021 年 1 月 1 日起，新申请产品准入的车型应选装 ETC-OBU。得益于政策推动，国内整车企业积极响应开展 ETC 前装上车定点工作，给 ETC 行业带来稳定的增量市场。前装 ETC 要求通过车规级验证，有利于 ETC 头部企业。公司前装 ETC 产品已成为 60 家车企的一级供应商，包括头部新能源车企，多家头部新造车势力，德系主流豪华车企，日系车企，美系两大车企以及国内一线各大车企。

后装 ETC 逐步进入更新换代周期。OBU-ETC 寿命约 3-5 年，2019 年安装的设备，2022 年开始逐步进入更换周期。公司同时布局线上、线下渠道，向 C 端用户销售 one-10 智能 OBU 一体机。公司传统 ETC 业务受益于 ETC 前装与后装替换，有望在 2023 年恢复增长。

● 固态激光雷达卡位优势突出

公司激光雷达产品涵盖单线及多线、机械与固态等多种激光雷达系列产品，应用于公路交通、工业及商用服务机器人、自动驾驶等领

域。根据 2021 年年报，公司激光雷达业务已经与累计超过 100 家机器人企业建立合作关系，受益于下游需求爆发，出货量快速增长。车载激光雷达方面，公司拥有车规级 16 线半固态激光雷达（WLR-736）、混合固态 128 线车规级激光雷达（WLR-739）等多款可量产车载激光雷达产品。其中，128 线激光雷达目前处于测试阶段，已在黑龙江漠河通过极寒测试，在-40°C 工作条件下，极限测距稳定达到 180m@10%，今年有望拿到车企定点。继国内产品发布后，未来将面向国际整车厂展开全球推广。公司前瞻研发全固态激光雷达 OPA，为 A 股市场中国态激光雷达稀缺标的，卡位优势突出。

● 投资建议

预计公司 2023-2025 年的 EPS 分别为 0.67、1.28、1.91 元，当前股价对应的 PE 分别为 36.25、18.91、12.66 倍。万集科技为智慧交通行业领军企业，公司在激光雷达、智能网联等领域不断加大研发投入。机器人激光雷达持续高景气度，车载激光雷达今年有望获得定点；积极落地车联网解决方案，V2X 业务有望迎来高速增长。公司业绩改善确定性强，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

ETC 前装渗透率不及预期；公司激光雷达研发进度不及预期；智慧交通解决方案招投标不及预期；V2X 推广进度不及预期等。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	873	1414	1909	2444
增长率(%)	-7.60	62.00	35.00	28.00
EBITDA（百万元）	-24.53	209.16	334.76	477.38
归属母公司净利润（百万元）	-28.99	142.21	272.66	407.09
增长率(%)	-168.07	590.57	91.74	49.30
EPS（元/股）	-0.14	0.67	1.28	1.91
市盈率（P/E）	—	36.25	18.91	12.66
市净率（P/B）	1.92	1.82	1.66	1.47
EV/EBITDA	-123.98	24.82	15.37	11.58

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	873	1414	1909	2444	营业收入	-7.6%	62.0%	35.0%	28.0%
营业成本	453	740	1000	1300	营业利润	-282.5%	426.0%	91.7%	52.7%
税金及附加	9	11	13	15	归属于母公司净利润	-168.1%	590.6%	91.7%	49.3%
销售费用	159	170	210	244	获利能力				
管理费用	83	100	116	125	毛利率	48.1%	47.7%	47.6%	46.8%
研发费用	248	311	363	403	净利率	-3.3%	10.1%	14.3%	16.7%
财务费用	-6	-6	-6	-6	ROE	-1.1%	5.0%	8.8%	11.6%
资产减值损失	0	0	0	0	ROIC	-1.6%	6.2%	9.2%	11.7%
营业利润	-50	162	311	475	偿债能力				
营业外收入	0	1	1	1	资产负债率	21.1%	25.5%	30.6%	32.3%
营业外支出	4	3	3	3	流动比率	3.68	3.10	2.68	2.62
利润总额	-53	160	309	473	营运能力				
所得税	-21	16	31	47	应收账款周转率	0.87	0.98	0.91	0.92
净利润	-32	144	278	426	存货周转率	2.31	2.33	2.37	2.29
归母净利润	-29	142	273	407	总资产周转率	0.26	0.39	0.46	0.50
每股收益(元)	-0.14	0.67	1.28	1.91	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	-0.14	0.67	1.28	1.91
货币资金	800	-15	31	-354	每股净资产	12.62	13.28	14.56	16.47
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	1050	1840	2382	2982	PE	—	36.25	18.91	12.66
预付款项	60	62	100	137	PB	1.92	1.82	1.66	1.47
存货	419	793	818	1312	现金流量表				
流动资产合计	2397	2807	3500	4258	净利润	-32	144	278	426
固定资产	309	297	284	272	折旧和摊销	46	13	13	13
在建工程	0	0	0	0	营运资本变动	-93	-1002	-265	-833
无形资产	35	35	35	35	其他	5	12	-1	-13
非流动资产合计	1022	1010	997	985	经营活动现金流净额	-74	-833	25	-407
资产总计	3419	3817	4498	5243	资本开支	-141	-2	-2	-2
短期借款	0	0	0	0	其他	-64	20	23	24
应付票据及应付账款	428	505	808	989	投资活动现金流净额	-205	18	21	23
其他流动负债	224	400	499	638	股权融资	5	0	0	0
流动负债合计	652	905	1308	1627	债务融资	0	0	0	0
其他	68	68	68	68	其他	-41	0	0	0
非流动负债合计	68	68	68	68	筹资活动现金流净额	-36	0	0	0
负债合计	721	974	1376	1695	现金及现金等价物净增加额	-316	-815	46	-385
股本	213	213	213	213					
资本公积金	742	742	742	742					
未分配利润	1364	1485	1716	2063					
少数股东权益	10	12	18	37					
其他	369	391	432	493					
所有者权益合计	2699	2843	3122	3548					
负债和所有者权益总计	3419	3817	4498	5243					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048