

经纬恒润 (688326.SH) / 行业

证券研究报告/公司点评

2023年5月14日

**评级: 买入 (维持)**

市场价格: 122.79 元

分析师: 何柄瑜

执业证书编号: S0740519090003

Email: heby@zts.com.cn

分析师: 闻学臣

执业证书编号: S0740519090007

Email: wenxc@zts.com.cn

### 公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	3,262	4,022	5,315	6,950	8,999
增长率 yoy%	31.6%	23.3%	32.1%	30.8%	29.5%
净利润 (百万元)	146	235	314	411	530
增长率 yoy%	98.4%	60.5%	33.7%	31.1%	29.0%
每股收益 (元)	1.22	1.96	2.61	3.43	4.42
每股现金流量	2.59	0.44	13.64	8.56	11.02
净资产收益率	9.6%	4.4%	5.6%	6.9%	8.2%
P/E	101	63	47	36	28
P/B	10	3	3	2	2

备注: 公司股价采用 2023 年 5 月 12 日收盘价

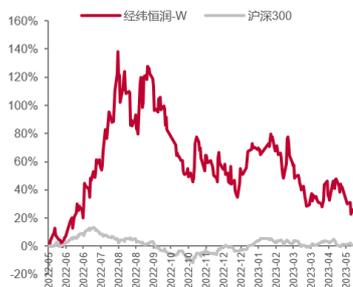
### 投资要点

- 投资事件: 经纬恒润发布 2022 年年报及 2023 年一季报。2022 年全年公司实现营业收入 40.22 亿元, 同比增长 23.28%; 实现净利润 2.35 亿元, 同比增长 60.48%。2023 年一季度公司实现营业收入 7.39 亿元, 同比增长 4.26%; 实现净利润-0.88 亿元, 同比下降 175.76%。**
- 2022 年实现稳健增长, 23Q1 利润承压。**公司 2022 年共实现 40.22 亿元营收, 同比增长 23.28% 的稳健增长。其中汽车电子产品业务 30.78 亿元, 同比增长 23.22%, 研发服务及解决方案业务 9.33 亿元, 同比增长 31.99%。2022 年报告期内, 公司销售费用率为 5.35%, 实现边际改善; 研发费用率 16.30%, 较去年同期有所增长。2023Q1 公司营收 7.39 亿元, 实现小幅增长; 净利润较去年同期下滑较大。我们认为, 2023Q1 受宏观形势、下游汽车市场需求和景气度不佳等因素影响, 公司业绩短期承压。
- 持续扩充电子产品业务线, 产品获得多项目定点。**报告期内, 公司持续投入研发, 不断全栈扩充汽车电子产品线, 完成了多项新产品的研发和突破。在智能驾驶方面, 公司面向 L2.5 及以上的二代行泊一体域控制器 ADCU II 已经成功量产, 升级版行泊一体解决方案完成研发; 在智能网联方面, 公司 Entry T-Box 产品已经完成原型设计, Premium 产品即将量产; 在车身及控制域产品方面, 公司持续研发智能传感器, 并布局投入了中央计算平台等产品。我们认为, 公司作为业内少有的全栈汽车电子产品公司, 不断投入和研发汽车电子产品线, 在“三位一体”的业务耦合下能够提供更丰富的全栈软硬件产品解决方案。
- 研发服务及解决方案业务持续迭代, 高级别智能驾驶业务未来可期。**在研发服务及解决方案业务上, 公司嵌入式软件的客户订单大幅增加, 报告期内首次获得宝马量产车型搭载应用; 公司产品成功适配了海内外主流芯片; ModelBase 驾驶仿真测试软件, 在底盘、智驾、整车等方向进行了仿真测试, 自研的 INTEWORK 汽车工业软件持续扩充客户群体。在高级别智能驾驶方面, 公司新获得济宁龙拱港无人驾驶水平运输系统项目, 为国内首个内河全自动集装箱码头项目。我们认为, 公司在研发服务和解决方案方面有多年积累, 自研开发软件的战略符合行业趋势, 未来有望持续较快增长。在高级别智能驾驶业务方面, 公司开创性地完成内河集装箱码头项目, 展现了较高的技术实力和软硬件解决方案能力, 增长未来可期。
- 投资建议: 公司 2022 年全年实现稳健增长, 2023Q1 受下游需求等因素影响, 业绩短期承压。**报告期内公司持续扩充汽车电子产品业务线, 进行研发服务和解决方案业务的技术迭代, 高级别智能驾驶业务也获得了国内首个内河集装箱自动化项目。我们认为公司的“三位一体”业务布局能够全方位提升产品竞争力, 随着项目持续落地和技术不断积累, 未来的业务成长可期。我们调整了 2023/2024 年的盈利预测并新增 2025 年盈利预测。预计公司 23/24/25 年实现营业收入 53.15/69.50/89.99 亿元 (23/24 年前值为 53.93/73.20 亿元), 预计公司 23/24/25 年实现归母净利润 3.14/4.11/5.30 亿元 (23/24 年前值为 3.02/4.02 亿元)。维持“买入”评级。
- 风险提示: 下游需求不足, 产品落地不及预期, 竞争加剧等**

### 基本状况

总股本(百万股)	120
流通股本(百万股)	58
市价(元)	122.79
市值(百万元)	14,735
流通市值(百万元)	7,138

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

## 盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,496	4,809	5,519	6,458	营业收入	4,022	5,315	6,950	8,999
应收票据	131	11	14	18	营业成本	2,856	3,706	4,864	6,318
应收账款	934	1,174	1,479	1,841	税金及附加	19	27	35	45
预付账款	41	56	73	95	销售费用	215	266	341	432
存货	1,567	945	1,216	1,516	管理费用	268	335	431	549
合同资产	63	55	89	115	研发费用	656	776	994	1,260
其他流动资产	785	815	876	937	财务费用	-92	-32	-35	-38
流动资产合计	6,954	7,809	9,177	10,866	信用减值损失	-22	-10	-10	-10
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-56	-30	-20	-20
长期股权投资	8	8	8	8	公允价值变动收益	95	0	0	0
固定资产	471	723	679	629	投资收益	1	0	0	0
在建工程	387	287	437	637	其他收益	73	70	60	50
无形资产	406	428	464	515	营业利润	191	268	352	454
其他非流动资产	641	678	717	758	营业外收入	0	1	1	1
非流动资产合计	1,913	2,123	2,304	2,547	营业外支出	0	1	1	1
资产合计	8,867	9,932	11,481	13,413	利润总额	191	268	352	454
短期借款	0	0	0	0	所得税	-44	-46	-59	-76
应付票据	180	159	237	331	净利润	235	314	411	530
应付账款	1,330	1,705	2,213	2,843	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	235	314	411	530
合同负债	1,051	1,382	1,807	2,340	NOPLAT	122	276	370	486
其他应付款	28	15	15	15	EPS (摊薄)	1.96	2.61	3.43	4.42
一年内到期的非流动负债	40	30	30	30					
其他流动负债	565	682	831	1,001					
流动负债合计	3,194	3,972	5,134	6,560					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	373	373	373	373					
非流动负债合计	373	373	373	373					
负债合计	3,567	4,345	5,506	6,932					
归属母公司所有者权益	5,300	5,587	5,974	6,480					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	5,300	5,587	5,974	6,480					
负债和股东权益	8,867	9,932	11,481	13,413					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	53	1,637	1,028	1,323
现金收益	227	393	523	647
存货影响	-208	622	-271	-300
经营性应收影响	-199	-104	-306	-369
经营性应付影响	399	341	587	724
其他影响	-167	384	495	622
投资活动现金流	-1,010	-322	-329	-398
资本支出	-575	-286	-290	-356
股权投资	1	0	0	0
其他长期资产变化	-436	-36	-39	-42
融资活动现金流	3,451	-1	11	14
借款增加	15	-10	0	0
股利及利息支付	0	-34	-49	-69
股东融资	3,520	0	0	0
其他影响	-84	43	60	83

主要财务比率				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	23.3%	32.1%	30.8%	29.5%
EBIT 增长率	-29.4%	138.3%	34.1%	31.4%
归母公司净利润增长率	60.5%	33.7%	31.1%	29.0%
获利能力				
毛利率	29.0%	30.3%	30.0%	29.8%
净利率	5.8%	5.9%	5.9%	5.9%
ROE	4.4%	5.6%	6.9%	8.2%
ROIC	2.2%	4.9%	6.0%	7.2%
偿债能力				
资产负债率	40.2%	43.7%	48.0%	51.7%
债务权益比	7.8%	7.2%	6.7%	6.2%
流动比率	2.2	2.0	1.8	1.7
速动比率	1.7	1.7	1.6	1.4
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7
应收账款周转天数	70	71	69	66
应付账款周转天数	147	147	145	144
存货周转天数	184	122	80	78
每股指标 (元)				
每股收益	1.96	2.61	3.43	4.42
每股经营现金流	0.44	13.64	8.57	11.03
每股净资产	44.17	46.56	49.78	54.00
估值比率				
P/E	63	47	36	28
P/B	3	3	2	2
EV/EBITDA	540	285	214	174

来源: wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。		

## 重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。