

## 经纬恒润-W ( 688326 )

增持 ( 维持 )

2023Q1 利润承压，看好公司未来电子产品放量

2023年04月30日

## 市场数据

市场数据日期	2023-04-28
收盘价(元)	140.89
总股本(百万股)	120.00
流通股本(百万股)	58.13
净资产(百万元)	5225.41
总资产(百万元)	8587.41
每股净资产(元)	43.55

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

《【兴证汽车】经纬恒润 2022 三季报点评: 电子产品放量, 公司保持高速增长》2022-11-03

《【兴证汽车】经纬恒润 2022 中报点评: 电子产品逐渐放量+不断拓展产品矩阵, 公司有望保持高速增长》2022-09-14

## 分析师:

## 戴畅

daichang@xyzq.com.cn

S0190517070005

## 董晓彬

dongxiaobin@xyzq.com.cn

S0190520080001

## 投资要点

- **事件: 公司发布 2022 年度报告和 2023Q1 财报。**2022 年公司营收为 40.2 亿元, 同比+23.3%; 归母净利润为 2.3 亿元, 同比+60.5%; 扣非归母净利润为 1.2 亿元, 同比+7.6%; 公司 2022Q4 营收为 13.3 亿元, 同比+13.2%; 归母净利润为 0.9 亿元, 同比-12.3%; 扣非归母净利润为 0.4 亿元, 同比-50.0%。公司 2023Q1 营收为 7.4 亿元, 同比+4.3%; 归母净利润为-0.9 亿元, 同比-175.8%; 扣非归母净利润为-0.9 亿元, 同比-43.0%。
- **2022 年业绩实现稳健增长, 2022Q4 毛利率同比下降。**2022 年公司营收为 40.2 亿元, 同比+23.3%; 扣非归母净利润为 1.2 亿元, 同比+7.6%; 2022 年毛利率为 29.0%, 同比-1.9pct。公司 2022 全年分业务情况来看, 两大主要业务电子产品/研发服务及解决方案营收分别为 30.8 亿元/9.3 亿元, 同比分别+23.2%/+32.0%, 其中电子产品业务 2022 年收入占比为 76.5%, 毛利率同比-2.9pct, 预计受缺芯影响, 一定程度拖累了公司 2022 全年盈利水平。2022Q4 公司扣非归母净利润为 0.4 亿元, 同环比分别-50.0%/-7.5%, 同比下滑预计主要由于公司为满足产品前瞻性布局, 研发支出增加较多。2022Q4 毛利率为 29.1%, 同环比分别-2.8pct/+0.7pct, 毛利率同比下降预计主要受到电子产品业务毛利率下降拖累。费用端方面, 2022Q4 四项费用率同比+1.2pct, 主要受到研发费用提升驱动, 研发/管理/财务费用率同比分别+2.7pct/+0.4pct/-1.7pct。
- **下游销量规模下降+研发投入加大, 2023Q1 归母净利润同环比下滑。**公司 2023Q1 营收为 7.4 亿元, 同环比分别+4.3%/-44.2%; 归母净利润为-0.9 亿元, 同环比分别-175.8%/-201.5%。2023Q1 归母净利润出现亏损, 主要原因预计系: 1) 公司主要客户 2023Q1 销量下降, 其中一汽、上汽、吉利、长城在国内 2023Q1 销量同比分别-13.7%/-27.0%/-1.1%/-22.4%; 2) 公司加大对智能驾驶业务研发投入。2023Q1 毛利率为 26.4%, 同环比分别+2.6pct/-2.7pct, 同比提升预计系缺芯情况有所缓解, 原材料成本下降所致, 环比下降预计系销售规模负影响导致。费用端方面, 2023Q1 四项费用率合计同环比分别+6.4pct/+17.3pct, 同比提升主要受到研发费用提升驱动, 2023Q1 研发费用同比+43.1%; 费用率环比提升预计系 2023Q1 收入环比大幅下滑所致。
- **电子产品逐渐放量+不断拓展产品矩阵, 公司有望保持高速增长, 维持“增持”评级。**  
(1) **智能驾驶领域,**除原有国内客户陆续配套量产, 公司多个海外市场车型项目顺利量产, 并持续获得客户在海外车型定点, 成为公司在 ADAS 领域的新亮点;  
(2) **智能座舱领域,**成立事业部, 团队近 200 人, AR-HUD 自研产品首次获得吉利和上汽大通客户定点;  
(3) **公司继续拓宽电子产品品类,**智能网联获得 4G 和 5G T-BOX 产品定点; 底盘域控制器已在蔚来实现量产并陆续获得客户定点, 同时积极拓展线控制动系统产品; 新能源与动力系统即将实现 12V、48V、400V、800V 系列产品的全部量产。根据最新情况, 我们调整公司 2023-2024 年的归母净利润预测为 3.00/4.38 亿元(此前 2023-2024 年盈利预测为 3.03/4.60 亿元), 首次给出 2025 年归母净利润预测为 6.16 亿元, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 原材料价格大幅上涨, 汽车销量不及预期、项目量产不及预期

## 主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4022	5336	7229	9548
同比增长	23.3%	32.7%	35.5%	32.1%
归母净利润(百万元)	235	300	438	616
同比增长	60.5%	27.8%	46.3%	40.5%
毛利率	29.0%	30.7%	29.9%	29.9%
ROE	4.4%	5.4%	7.3%	9.3%
每股收益(元)	1.96	2.50	3.65	5.13
市盈率	72.1	56.4	38.6	27.5

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 报告正文

## 事件

- **公司发布 2022 年度报告和 2023Q1 财报：**2022 年公司营收为 40.2 亿元，同比+23.3%；归母净利润为 2.3 亿元，同比+60.5%；扣非归母净利润为 1.2 亿元，同比+7.6%；公司 2022Q4 营收为 13.3 亿元，同比+13.2%；归母净利润为 0.9 亿元，同比-12.3%；扣非归母净利润为 0.4 亿元，同比-50.0%。公司 2023Q1 营收为 7.4 亿元，同比+4.3%；归母净利润为-0.9 亿元，同比-175.8%；扣非归母净利润为-0.9 亿元，同比-43.0%。

## 点评

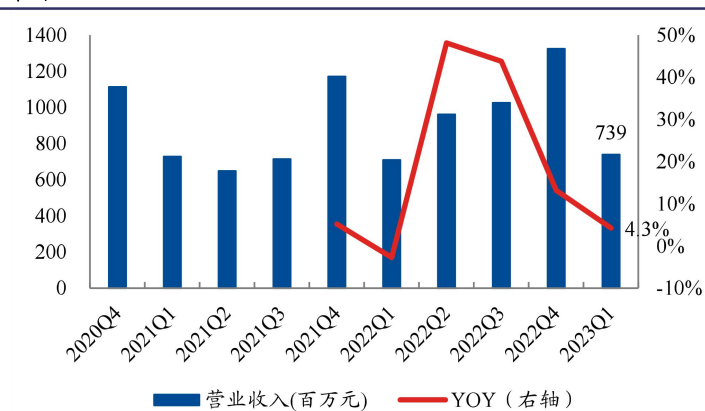
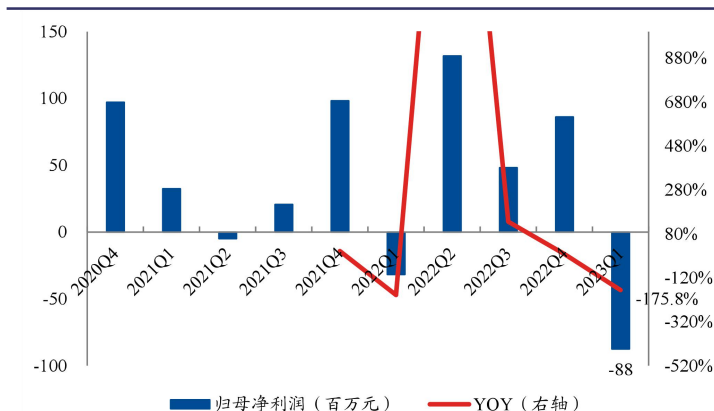
- **2022 年业绩实现稳健增长,2022Q4 毛利率同比下降。**2022 年公司营收为 40.2 亿元，同比+23.3%；扣非归母净利润为 1.2 亿元，同比+7.6%；2022 年毛利率为 29.0%，同比-1.9pct。公司 2022 全年分业务情况来看，两大主要业务电子产品/研发服务及解决方案营收分别为 30.8 亿元/9.3 亿元，同比分别+23.2%/+32.0%，其中电子产品业务 2022 年收入占比为 76.5%，毛利率同比-2.9pct，预计受缺芯影响，一定程度拖累了公司 2022 全年盈利水平。2022Q4 公司扣非归母净利润为 0.4 亿元，同环比分别-50.0%/-7.5%，同比下滑预计主要由于公司为满足产品前瞻性布局，研发支出增加较多。2022Q4 毛利率为 29.1%，同环比分别-2.8pct/+0.7pct，毛利率同比下降预计主要受到电子产品业务毛利率下降拖累。费用端方面，2022Q4 四项费用率同比+1.2pct，主要受到研发费用提升驱动，研发/管理/财务费用率同比分别+2.7pct/+0.4pct/-1.7pct。
- **下游销量规模下降+研发投入加大，2023Q1 归母净利润同环比下滑。**公司 2023Q1 营收为 7.4 亿元，同环比分别+4.3%/-44.2%；归母净利润为-0.9 亿元，同环比分别-175.8%/-201.5%。2023Q1 归母净利润出现亏损，主要原因预计系：1)公司主要客户 2023Q1 销量下降，其中一汽、上汽、吉利、长城在国内 2023Q1 销量同比分别-13.7%/-27.0%/-1.1%/-22.4%；2)公司加大对智能驾驶业务研发投入。2023Q1 毛利率为 26.4%，同环比分别+2.6pct/-2.7pct，同比提升预计系缺芯情况有所缓解，原材料成本下降所致，环比下降预计系销售规模负影响导致。费用端方面，2023Q1 四项费用率合计同环比分别+6.4pct/+17.3pct，同比提升主要受到研发费用提升驱动，2023Q1 研发费用同比+43.1%；费用率环比提升预计系 2023Q1 收入环比大幅下滑所致。
- **电子产品逐渐放量+不断拓展产品矩阵，公司有望保持高增长，维持“增持”评级。****(1) 智能驾驶领域**，除原有国内客户陆续配套量产，公司多个海外市场车型项目顺利量产，并持续获得客户在海外市场车型定点，成为公司在 ADAS 领域的新亮点；**(2) 智能座舱领域**，成立事业部，团队近 200 人，AR-HUD 自研产品首次获得吉利和上汽大通客户定点；**(3) 公司继续拓宽电子产品品类**，智能网联获得 4G 和 5G T-BOX 产品定点；底盘域控制器已在

蔚来实现量产并陆续获得客户定点,同时积极拓展线控制动系统产品;新能源与动力系统即将实现12V、48V、400V、800V系列产品的全部量产。根据最新情况,我们调整公司2023-2024年的归母净利润预测为3.00/4.38亿元(此前2023-2024年盈利预测为3.03/4.60亿元),首次给出2025年归母净利润预测为6.16亿元,维持“增持”评级。

- 风险提示:原材料价格大幅上涨,汽车销量不及预期、项目量产不及预期

图1、公司单季度营收(百万元)及同比增速(右轴)

图2、公司单季度归母净利润(百万元)及同比增速(右轴)

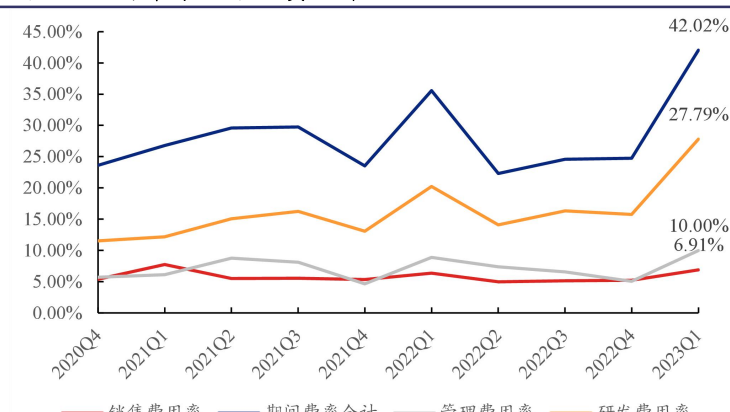
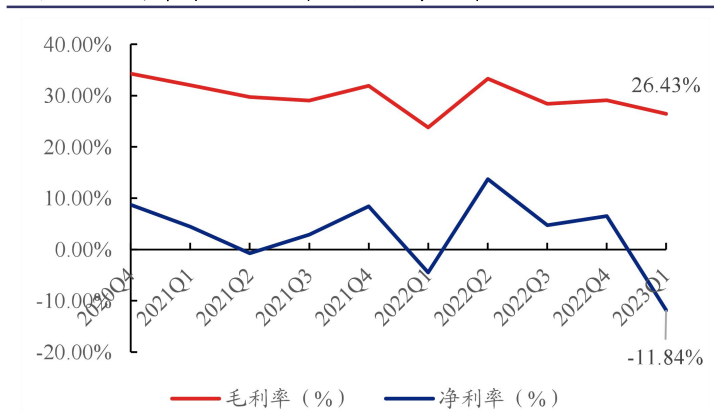


数据来源:公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源:公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

图3、公司单季度毛利率、归母净利率

图4、公司单季度期间费用率



数据来源:公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源:公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、公司单季度费用率及利润率情况

	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
营业税金率	0.6%	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.3%	0.7%	0.4%
销售费用率	5.4%	7.8%	5.5%	5.6%	5.4%	6.4%	5.0%	5.2%	5.2%	6.9%
管理费用率	5.7%	6.1%	8.8%	8.1%	4.7%	8.9%	7.4%	6.6%	5.1%	10.0%
财务费用率	1.0%	0.7%	0.2%	-0.2%	0.4%	0.1%	-4.1%	-3.5%	-1.3%	-2.7%
研发费用率	11.5%	12.2%	15.1%	16.2%	13.1%	20.2%	14.1%	16.3%	15.8%	27.8%
费用率合计	23.6%	26.8%	29.6%	29.8%	23.5%	35.6%	22.3%	24.6%	24.7%	42.0%
所得税/收入	0.1%	-1.1%	-1.2%	-1.6%	1.0%	-3.0%	-0.5%	-0.8%	-0.7%	-6.1%
毛利率	34.3%	32.0%	29.7%	29.0%	31.9%	23.8%	33.3%	28.4%	29.1%	26.4%
归母净利率	8.7%	4.4%	-0.8%	2.9%	8.4%	-4.5%	13.7%	4.7%	6.5%	-11.8%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

附表

资产负债表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	6954	7692	8837	10295
货币资金	3496	3478	3321	3138
交易性金融资产	607	348	386	410
应收票据及应收账款	1065	1542	1983	2651
预付款项	41	65	86	111
存货	1567	2084	2862	3761
其他	178	175	200	224
<b>非流动资产</b>	1913	1744	1773	1787
长期股权投资	8	9	9	9
固定资产	471	429	387	346
在建工程	387	387	387	387
无形资产	406	464	532	606
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	118	85	55	29
其他	523	369	403	412
<b>资产总计</b>	8867	9435	10610	12083
<b>流动负债</b>	3194	3528	4253	5113
短期借款	0	30	16	18
应付票据及应付账款	1510	1916	2627	3482
其他	1684	1582	1610	1613
<b>非流动负债</b>	373	310	321	317
长期借款	0	-9	-13	-18
其他	373	318	334	335
<b>负债合计</b>	3567	3837	4574	5430
股本	120	120	120	120
资本公积	4633	4633	4633	4633
未分配利润	506	806	1244	1860
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	5300	5598	6037	6653
<b>负债及权益合计</b>	8867	9435	10610	12083

现金流量表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	235	300	438	616
折旧和摊销	84	87	87	87
资产减值准备	56	-17	63	78
资产处置损失	-1	0	0	0
公允价值变动损失	-95	-80	-70	-50
财务费用	4	-68	-15	29
投资损失	-1	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	-295	-599	-581	-809
<b>经营活动产生现金流量</b>	53	-404	-56	-56
<b>投资活动产生现金流量</b>	-1010	326	-101	-98
<b>融资活动产生现金流量</b>	3451	61	-1	-28
现金净变动	2529	-17	-158	-183
现金的期初余额	922	3496	3478	3321
现金的期末余额	3451	3478	3321	3138

利润表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	4022	5336	7229	9548
营业成本	2856	3699	5064	6694
税金及附加	19	27	36	48
销售费用	215	256	311	391
管理费用	268	363	455	573
研发费用	656	774	976	1193
财务费用	-92	-68	-15	29
其他收益	73	50	85	100
投资收益	1	0	0	0
公允价值变动收益	95	80	70	50
信用减值损失	-22	-26	-28	-37
资产减值损失	-56	-65	-57	-74
资产处置收益	1	0	0	0
<b>营业利润</b>	191	326	471	658
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	10	10	10
<b>利润总额</b>	191	316	461	648
所得税	-44	16	23	32
<b>净利润</b>	235	300	438	616
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	235	300	438	616
<b>BPS(元)</b>	1.96	2.50	3.65	5.13

主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	23.3%	32.7%	35.5%	32.1%
营业利润增长率	45.8%	70.3%	44.8%	39.6%
归母净利润增长率	60.5%	27.8%	46.3%	40.5%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	29.0%	30.7%	29.9%	29.9%
归母净利率	5.8%	5.6%	6.1%	6.4%
ROE	4.4%	5.4%	7.3%	9.3%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	40.2%	40.7%	43.1%	44.9%
流动比率	2.18	2.18	2.08	2.01
速动比率	1.69	1.59	1.40	1.28
<b>营运能力</b>				
资产周转率	60.2%	58.3%	72.1%	84.1%
应收账款周转率	491.7%	464.7%	483.3%	477.3%
存货周转率	187.4%	194.1%	196.4%	193.9%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	1.96	2.50	3.65	5.13
每股经营现金	0.44	-3.37	-0.47	-0.47
每股净资产	44.17	46.65	50.30	55.44
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	72.1	56.4	38.6	27.5
PB	3.2	3.0	2.8	2.5

**分析师声明**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

**投资评级说明**

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。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	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

**信息披露**

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

**使用本研究报告的风险提示及法律声明**

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“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客户。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,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,任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点,一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;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报告;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

**特别声明**

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

**兴业证券研究**

上海	北京	深圳
地址:上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址:北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址:深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编:200135	邮编:100020	邮编:518035
邮箱:research@xyq.com.cn	邮箱:research@xyq.com.cn	邮箱:research@xyq.com.cn