

锐明技术 (002970)

证券研究报告

2023年06月13日

全球商用车信息化龙头，2023年有望迎来拐点

1、全球商用车视频监控解决方案龙头，2023年有望迎来拐点

公司聚焦商用车视频监控解决方案，解决方案涵盖了货运、公交车、出租车、校车、渣土等商用车类别，截至2022年底产品已在100多个国家和地区规模销售，根据2021年Berg Insight报告，锐明在车队视频管理系统（video telematics）市场份额排名全球第一。原材料涨价、汇率波动、疫情等多因素影响下，公司2021、2022年业绩承压，2023年公司货运、出租、公交等传统行业需求快速恢复，公司三级研发架构构建完成，业绩有望迎来向上拐点，2023Q1公司营收3.66亿元，同比增长46.31%，归母净利润2407万元，达到上市以来一季度最高。

2、公司核心竞争力：产品线完备、定制化解决方案能力

在实际项目中，监管部门、车队需要的不仅仅是单一视频监控产品，而是针对应用场景的整体解决方案，商用车视频监控市场需求呈现碎片化、定制化特征，know-how十分重要。公司拥有主机、摄像头（车内、车外）、配件、交互屏、外设等多种产品，结合公司对不同商用车场景理解，形成面向公交车、出租车、渣土车、货车等各种商用车场景的解决方案，形成公司在细分行业的核心竞争力。同时公司在各个商用车领域承接了多个国内外大型项目，具备成熟应用案例。

3、公司将AI应用于商用车，合作保险提供风险识别及管控

商用车解决方案需要应用实现AI技术融合应用，例如安全辅助驾驶（ADAS）、驾驶员状态智能识别（DSM）、盲区监测（BSD）等，公司具备可快速工程化的AI基础算法能力，AI技术覆盖车内和车外场景，产品从设备端到平台端都有AI技术应用，已服务超过全球100多万辆商用车，同时公司布局自动驾驶，封闭场景下L4自动清扫车有望年内落地。

通过引入车辆驾驶数据，UBI保险可帮助车险优化定价模型，帮助车主降低保费。据不完全统计，全球有超过300家保险机构推出UBI车险产品，在美国、英国、意大利的渗透率持续增加。公司开发了业内首个人因大脑系统，可有效降低不良驾驶风险及降低事故率、降低保险赔付率，目前正在墨西哥货运项目上落地，新加坡等地项目也在合同商谈中。

盈利预测与投资建议：我们预计公司2023-2025年营业收入分别为20.06/27.22/34.86亿元，归母净利润分别为0.91/1.63/2.81亿元，参照可比公司给予公司2024年42x PE，目标市值68亿元，目标价39.5元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：公司海外业务拓展不及预期；国内相关政策落地不及预期；原材料涨价、汇率波动风险；技术研发创新失败的风险；交易异动的风险。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,712.71	1,383.79	2,005.60	2,721.50	3,486.14
增长率(%)	6.45	(19.20)	44.93	35.70	28.10
EBITDA(百万元)	36.18	(44.40)	190.74	265.63	387.11
归属母公司净利润(百万元)	31.36	(146.62)	91.47	162.70	281.21
增长率(%)	(86.65)	(567.49)	(162.38)	77.88	72.84
EPS(元/股)	0.18	(0.85)	0.53	0.94	1.63
市盈率(P/E)	171.71	(36.73)	58.88	33.10	19.15
市净率(P/B)	3.58	3.96	3.75	3.40	2.93
市销率(P/S)	3.14	3.89	2.69	1.98	1.54
EV/EBITDA	185.58	(62.94)	24.74	17.03	11.05

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	计算机/计算机设备
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	31.13元
目标价格	39.5元

基本数据

A股总股本(百万股)	173.00
流通A股股本(百万股)	107.76
A股总市值(百万元)	5,385.37
流通A股市值(百万元)	3,354.48
每股净资产(元)	7.63
资产负债率(%)	37.18
一年内最高/最低(元)	32.69/19.05

作者

缪欣君 分析师
SAC执业证书编号：S1110517080003
miaoxinjun@tfzq.com

张若凡 分析师
SAC执业证书编号：S1110521090001
zhangruofan@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《锐明技术-季报点评:短期因素影响业绩表现，公司加码商用车ADAS》2021-10-22
- 《锐明技术-半年报点评:业绩超预期，重视公司长期价值》2021-08-18
- 《锐明技术-首次覆盖报告:行业空间打开，竞争优势明显，公司长期价值凸显》2021-06-28

内容目录

1. 锐明技术：全球商用车视频监控解决方案龙头.....	4
1.1. 全球份额领先，2023 年有望迎来拐点.....	4
1.2. 海外营收超过国内，毛利率回升，费用率有望下降.....	5
2. 核心竞争力：产品线完备、定制化解决方案能力.....	7
3. 公司将 AI 应用于商用车，合作保险提供风险识别及管控.....	10
3.1. AI 在商用车广泛应用，公司能力领先.....	10
3.2. 合作保险公司，提供风险识别及管控.....	11
4. 盈利预测.....	14
5. 风险提示.....	15

图表目录

图 1：公司产品体系图.....	4
图 2：公司近年营收及增速.....	5
图 3：公司近年归母净利润（亿元）.....	5
图 4：公司营业收入拆分（按产品）.....	5
图 5：公司营业收入拆分（按地区）.....	5
图 6：公司近年毛利率.....	6
图 7：公司各产品毛利率.....	6
图 8：公司各地区毛利率.....	6
图 9：公司期间费用率.....	6
图 10：公司三费情况.....	6
图 11：公司公交车信息化解决方案.....	8
图 12：公司出租车信息化解决方案.....	8
图 13：公司“两客一危”信息化解决方案.....	9
图 14：公司渣土车信息化解决方案.....	9
图 15：商用车智能视频监控发展阶段.....	10
图 16：AI 技术在商用车领域典型应用场景.....	11
图 17：UBI 保险商业模式.....	12
图 18：民太安智能科技商用车智能风控解决方案.....	12
图 19：民太安智能科技合作伙伴.....	13
表 1：公司第一期员工持股计划业绩考核要求.....	5
表 2：公司临沂渣土车案例，多类外设结合实现多种功能.....	7
表 3：公司徐州渣土车案例相比临沂案例，设备数量和实现功能均有所减少.....	7
表 4：公司参与的国内外大型项目.....	10

表 5: 公司 AI 技术.....	11
表 6: 公司营收拆分及预测	14
表 7: 可比公司估值.....	14

1. 锐明技术：全球商用车视频监控解决方案龙头

1.1. 全球份额领先，2023 年有望迎来拐点

公司是以人工智能及视频技术为核心的商用车安全及信息化解决方案提供商，全球份额领先。公司利用人工智能、高清视频、大数据等技术手段，面向全球客户，为商用车打造安全运营及效率提升的综合信息化管理行业产品及解决方案。目前公司解决方案涵盖了货运、公交车、出租车、校车、渣土等商用车类别，截至 2022 年底，产品已在 100 多个国家和地区规模销售，全球市场份额领先。2020 年，根据 Omdia 发布的全球车载监控报告，锐明以 12% 的市场份额位列全球第一；根据 2021 年 Berg Insight 报告，锐明在车队视频管理系统（video telematics）市场份额排名全球第一。

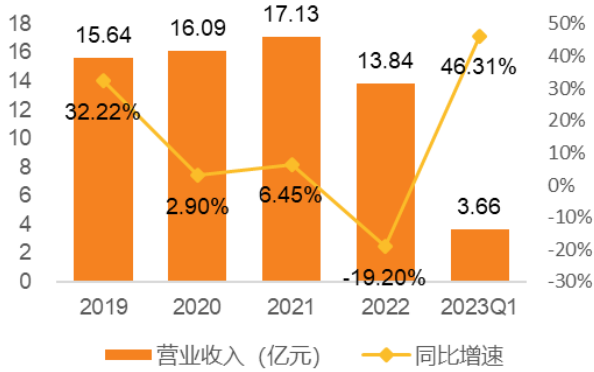
图 1：公司产品体系图



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

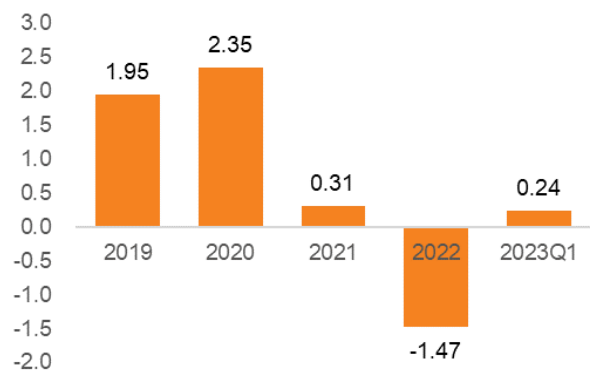
多因素影响下 2021、2022 年业绩承压，2023 年有望迎来拐点。2021 年以芯片为首的关键物料持续涨价、人民币升值、工厂从深圳光明整体跨市搬迁至东莞清溪，同时公司在研发端及销售端员工数量增加，2021 年营收 17.13 亿元，同比增长 6.45%，归母净利润 3136 万元，同比下降 86.65%。2022 年国内海外项目延期，公司 2022 年营收 13.84 亿元，同比下降 19.20%，归母净利润-1.47 亿元。2023 年公司货运、出租、公交等传统行业需求快速恢复，公司三级研发架构构建完成，业绩有望迎来向上拐点，2023Q1 公司营收 3.66 亿元，同比增长 46.31%，归母净利润 2407 万元，达到上市以来一季度最高。

图 2：公司近年营收及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：公司近年归母净利润（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

公司发布员工持股计划。2023 年 4 月，公司发布员工持股计划，公司核心管理人员、核心技术（业务）人员合计不超过 83 人，以 12.80 元/股价格认购 297.81 万股公司股票，占公司当前股本总额 17299.60 万股的 1.72%，分两期解锁，考核目标为：1) 目标值：以 2021 年净利润为基数，2023 年、2024 年净利润增长率分别达到 151.20%、284.00%；2) 触发值：以 2021 年净利润为基数，2023 年、2024 年净利润增长率不低于 76.30%、169.60%。

表 1：公司第一期员工持股计划业绩考核要求

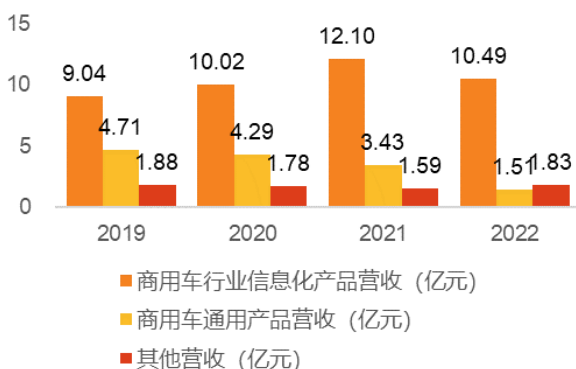
解锁安排	考核年度	对应考核年度净利润	
		目标值	触发值
第一个解锁期	2023 年	以公司 2021 年净利润为基数，考核年度净利润增长率达到 151.20%	以公司 2021 年净利润为基数，考核年度净利润增长率不低于 76.30%
第二个解锁期	2024 年	以公司 2021 年净利润为基数，考核年度净利润增长率达到 284.00%	以公司 2021 年净利润为基数，考核年度净利润增长率不低于 169.60%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 海外营收超过国内，毛利率回升，费用率有望下降

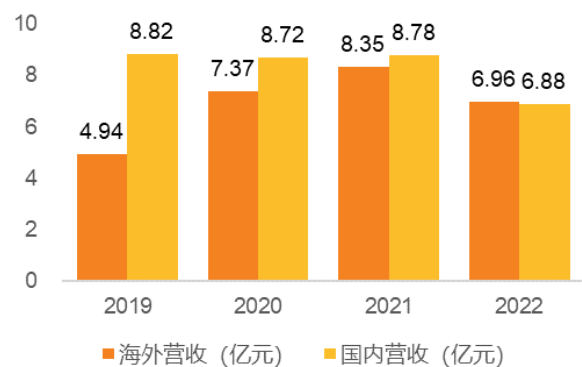
行业信息化产品营收占比逐年提升，2022 年海外营收超过国内。2022 年商用车行业信息化产品营收 10.49 亿元，通用产品营收 1.51 亿元，由于海外需求已从通用类产品过渡到行业化需求为主的阶段，公司行业信息化产品营收占比逐年提升。按区域来看，2022 年公司海外营收 6.96 亿元，国内营收 6.88 亿元，海外营收首次超过国内，主要得益于公司全球化布局，目前公司在海外有 4 家全资子公司，计划在巴西等地再建立 4 家全资子公司。

图 4：公司营业收入拆分（按产品）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：公司营业收入拆分（按地区）

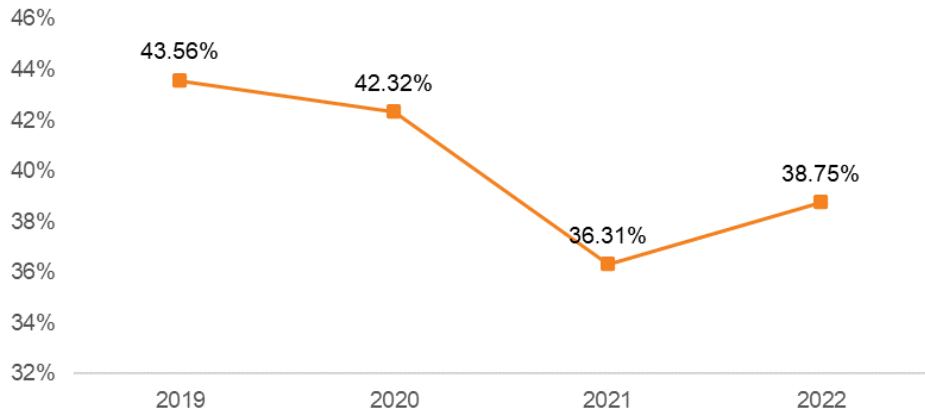


资料来源：wind，天风证券研究所

毛利率回升，2023Q1 公司毛利率达到 42.83%。2021 年原材料涨价、人民币升值等原因造

成公司毛利率下滑，2022 年回升至 38.75%，其中海外毛利率 50.80%，国内毛利率 26.55%。分产品来看，2022 年公司商用车行业信息化产品毛利率 55.03%，商用车通用产品毛利率 42.02%。2023Q1 公司毛利率 42.83%，同比提高 12.14pct，主要得益于原材料成本下降，以及海外收入占比提升。

图 6: 公司近年毛利率



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 7: 公司各产品毛利率

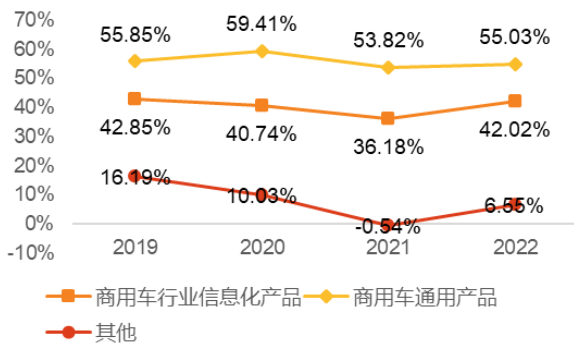
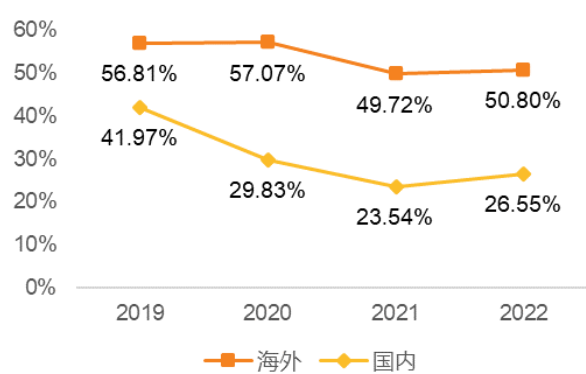


图 8: 公司各地区毛利率



资料来源: wind, 天风证券研究所

资料来源: wind, 天风证券研究所

三级研发体系搭建完成,费用率有望下降。2022 年公司期间费用率大幅增长,达到 46.78%，其中研发费用率 20.36%，销售费用率 15.29%，管理费用率 11.31%，期间费用率大幅增长原因主要源于公司在 2022 年初资源投入较大,同时收入有所下降。公司历时 4 年多时间重建三级研发架构,打造出全新嵌入式软件平台和云端平台,研发效率大幅提升,公司预计 2023 年公司整体的研发效率会在 2022 年基础上提升 30%左右。2023Q1 公司管销研三费同比下降 12.2%，费用降低 1850 多万元,人员优化和研发效率提升效果显现。

图 9: 公司期间费用率

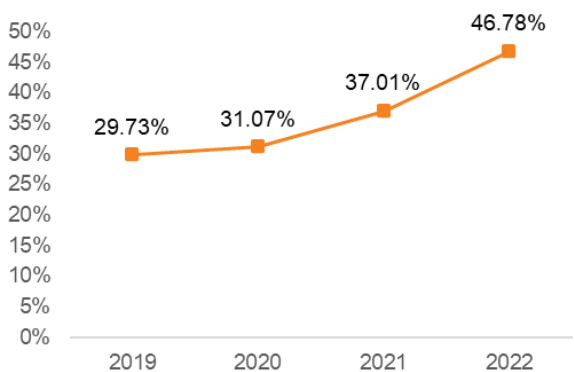
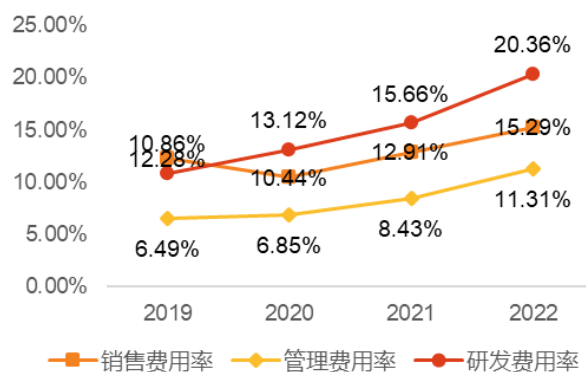


图 10: 公司三费情况



资料来源：wind，天风证券研究所

资料来源：wind，天风证券研究所

2. 核心竞争力：产品线完备、定制化解决方案能力

视频监控摄像头是核心但不是全部，客户需要的是整体解决方案。在实际项目中，监管部门、车队需要的不仅仅是单一视频监控产品，而是针对应用场景的整体解决方案，通过摄像头、各类传感器、主机、显示屏等外设、软件平台等多种设备组合，实现车辆监控、驾驶员监控等功能。例如，在锐明技术临沂渣土车项目中，涉及监管平台、车载终端、场站终端多个场景设备，而车载终端中包括各类摄像头、内屏、外屏、主机、通行传感器等各类设备。

表 2：公司临沂渣土车案例，多类外设结合实现多种功能

	终端设备	实现功能
车辆	D5X 主机、TP3 内屏、LED 外屏、驾驶状态识别摄像头(AD-KIT)、渣土专用分析仪 Z1、右侧盲区行人预警系统 (BSD+B1)、CA20 前向路况摄像头、尾部方形摄像机、驾驶室摄像机 (mini 海螺)、驾驶员提示器 R-watch	实时位置监控、速度监控、轨迹监控功能，电子通行证线上审批、自动下发功能，货箱状态 (空重/密闭/举升) 识别、货箱视频采集，驾驶员疲劳驾驶、分心驾驶行为识别，车辆证件和行驶状态对外展示，右侧盲区行人实时预警，车辆违章自动报警，违章车辆自动/手动管制 (锁车/限速/限举) 等
场站	视频主机 X3、冲洗识别摄像机 Z1、车牌识别相机、入口监控摄像头、车辆通行检测传感器、冲洗检测传感器	远程视频功能，黑车、套牌车识别功能，出场冲洗识别 (绕行/未冲洗/冲洗不充分)

资料来源：公司官网，天风证券研究所

市场需求呈现碎片化、定制化特征，know-how 十分重要。需求个性化、碎片化、快速变化是交通运输业的运营安全及数字化转型的领域的核心特点，不同商用车种类产品需求不同，同一应用场景下的不同车队、不同监管部门对于功能实现的要求也不相同。同样以锐明技术渣土车案例为例，在徐州渣土车案例中，公司提供设备与临沂渣土车项目中提供的终端设备更少，实现功能也更少。

表 3：公司徐州渣土车案例相比临沂案例，设备数量和实现功能均有所减少

	终端设备	实现功能
车辆	D5X 主机+TP3 内屏+LED 外屏+渣土专用分析仪 Z1+CA20 前向路况摄像头+右侧高清摄像机	实时位置监控、速度监控、轨迹监控功能，电子通行证线上审批、自动下发功能，货箱状态 (空重/密闭/举升) 识别、货箱视频采集，车辆证件和行驶状态对外展示，车辆违章自动报警，违章车辆自动/手动管制 (锁车/限速/限举) 等
场站	视频主机 X3+冲洗识别摄像机 Z1+车牌识别相机+入口监控摄像头+车辆通行检测传感器+冲洗检测传感器	远程视频功能，黑车、套牌车识别功能，出场冲洗识别 (绕行/未冲洗/冲洗不充分)

资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司产品线完备，定制化解决方案能力是公司核心竞争力。公司拥有主机、摄像头 (车内、车外)、配件、交互屏、外设等多种产品，结合公司对不同商用车场景理解，形成面向公交车、出租车、渣土车、货车等各种商用车场景的解决方案，形成公司在细分行业的核心竞争力。

- **公交**：提供客流统计、排班调度、自动报站等公交企业所需的企业信息化管理功能，可对车辆及驾驶员资源状态进行可视化管理，实现营运作业的自动化和信息化，提高公交企业的运营管理效率。案例层面，从 2007 年起公司与深圳公交巴士集团、东部公交、西部公汽开始合作，持续为深圳公交提供优秀公交解决方案，设备覆盖率超过 80%。

图 11：公司公交车信息化解决方案



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

- **出租车：**为出租车公司提供从业资格管理、行驶记录监控、违规营运监控等各类信息化管理服务，帮助监管部门对出租车营运过程进行监控和分析，为行业监管的实施提供依据，提高出租车行业监管的效率。案例层面，公司为深圳 22000 余辆出租车、沈阳市区 17000 辆出租配备车信息化管理系统。

图 12：公司出租车信息化解决方案



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

- **两客一危：**主要协助营运企业或政府监管部门对长途客运车、旅游包车、危险品运输车辆进行重点监管，满足全国重点营运车辆网联联控动态监管的要求，提升道路运输交通安全管理水平。

图 13：公司“两客一危”信息化解决方案



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

- **渣土**：以技术手段解决渣土清运过程中各类监管问题，使渣土车辆的作业状态透明化，实现渣土行业智慧管理，实现盲区监测、违规营运控车、驾驶员辅助、路面监管、调度指挥等信息化管理等功能。

图 14：公司渣土车信息化解决方案



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

公司承接多个国内外大型项目，拥有成熟应用案例。公司是全球商用车视频监控行业领导者，全球市占率高。公司在各个商用车领域承接了多个国内外大型项目，例如深圳出租车智能终端系统、昆明智能环保渣土车监管系统、新加坡公交车基础视频监控设备项目、北美校车基础视频监控项目等。成熟应用案例使得公司能准确把握各商用车领域用户痛点，方便公司优化产品，并推动解决方案在不同地区落地，为公司长期成长奠定基础。

表 4: 公司参与的国内外大型项目

区域	类别	项目地区
国内	公交	深圳、贵阳、武汉、中山、重庆
	两客一危	吉林省、四川省、贵州省、湖南省、湖北省、山东省、河北省
	出租车	深圳、秦皇岛、合肥、温州、太原、西宁、阜阳、沧州、保定、沈阳、鞍山、郑州、天津、贵阳、成都
	渣土	深圳、昆明
海外	公交	厄瓜多尔、新加坡、土耳其、意大利、以色列、瑞典、印度
	出租	土耳其、阿联酋、澳大利亚
	货运	英国、新加坡、美国、巴西
	校车	美国、新加坡、阿联酋、印度

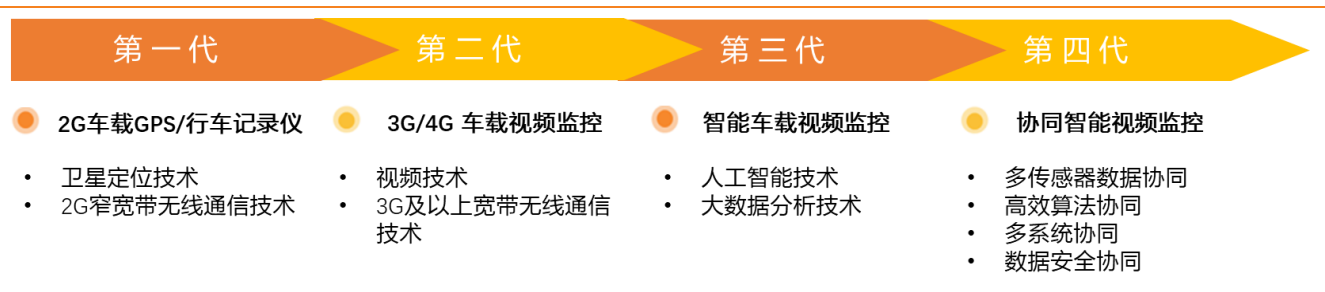
资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

3. 公司将 AI 应用于商用车，合作保险提供风险识别及管控

3.1. AI 在商用车广泛应用，公司能力领先

商用车智能视频安全进入的协同智能时代。在经历了卫星定位、视频监控记录、智能视频主动安全后，商用车视频监控进入协同智能时代。协同智能技术在智能视频应用的基础上，利用人工智能、云计算、大数据等前沿技术，实现多个系统之间的协同工作，从而更好地保障职业司机和商用车队的安全，提升行业的运营效率，主要技术包括多传感器数据协同、高效算法协同、多系统协同、数据安全协同等，主要场景是面向职业司机智能驾驶安全产品，面向商用车队提供智能运输安全解决方案和全面提升行业运营效率的智能视频解决方案等。

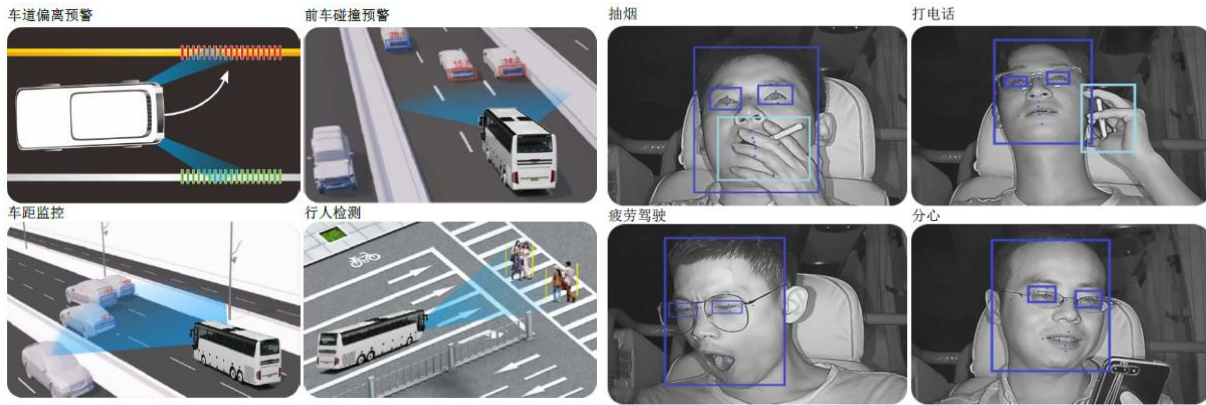
图 15: 商用车智能视频监控发展阶段



资料来源：公司招股说明书，公司公告，天风证券研究所

商用车解决方案需要应用实现 AI 技术融合应用。例如安全辅助驾驶（ADAS）、驾驶员状态智能识别（DSM）、盲区监测（BSD）等，帮助营运企业及政府监管部门改善交通环境中的驾驶安全及公共安全，提高营运合规监管水平及企业运营管理效率。

图 16: AI 技术在商用车领域典型应用场景



资料来源: 公司招股说明书, 天风证券研究所

公司具备可快速工程化的 AI 基础算法能力。根据公司 2022 年报, 目前公司 AI 三级研发架构雏形基本完成, 2023 年各行业的算法的研发将开始基于 AI 三级研发架构开发。同时, 公司具备多传感器融合感知、雷视融合等综合决策能力, 以此孵化出的自动紧急制动(AEB)产品已经在深圳超过 1000 台出租车上使用; 建立建图与定位、融合感知、规划和控制等全流程闭环的低速 L4 自动驾驶算法能力, 支持公司的封闭场景的低速 L4 自动驾驶解决方案具备商用能力; 具备自有算法自动标注平台能力, 2023 年数据标注成本至少降低 25% 以上。与此同时, 公司积极拥抱大模型, 结合公司的业务应用场景, 开始基于 chatGPT 模型开发云端算法, 2023 年开始在客户侧逐步应用。

公司 AI 技术覆盖车内和车外场景。公司在 AI 方面 7 年连续投入超过 1.5 亿元研发专项资金, 技术涵盖车内和车外场景, 产品从设备端到平台端都有 AI 技术应用, 已服务超过全球 100 多万辆商用车。

表 5: 公司 AI 技术

应用场景	AI 技术
车外	FCW 前车碰撞报警系统、UFCW 虚拟保险杠报警系统、LDW 车道偏离报警系统、PCW 行人碰撞预警系统
车内	DSM 驾驶员状态识别、智能驾驶舱、人群密度及过道超员、语音识别、客流人数统计
特殊场景	手势识别、垃圾分类、渣土抛洒

资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

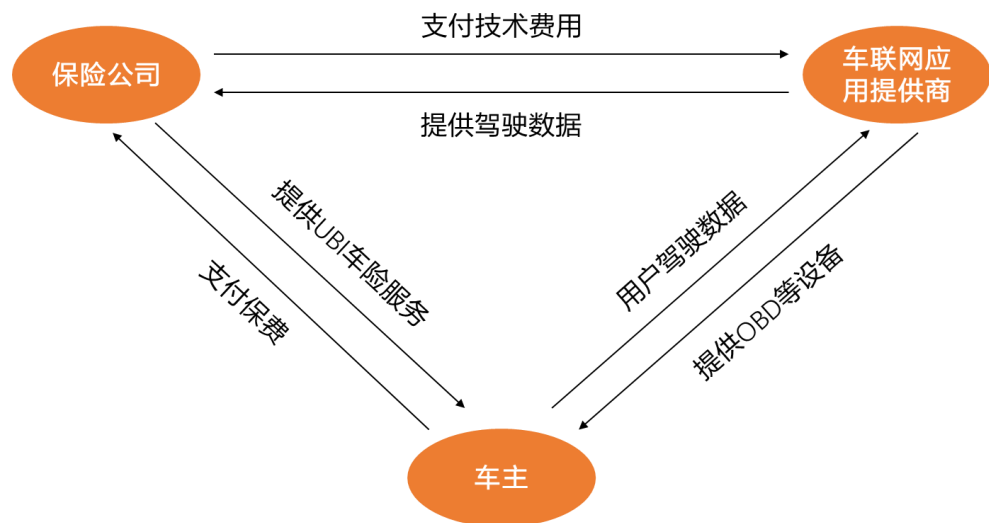
公司创新布局自动驾驶, 封闭场景下 L4 自动清扫车有望年内落地。区别于其他车辆从 A 点到 B 点的行驶路径, 自动环卫清扫车要实现贴边清扫, 自动判断马路牙子、车道线、护栏等, 以保证在不碰到的情况下尽可能的贴着边缘作业。同时在广场、工业园区中存在大面积的场景下, 车辆还要做到尽可能多的覆盖作业。公司的自动清扫车方案, 充分结合环卫的作业场景, 自动驾驶系统带有强大的, 智能化的视觉感知和 AI 系统, 能够自动识别垃圾的种类, 并自动判断垃圾是否清扫干净, 目前公司研发的 L4 级半封闭、全封闭场景下的道路自动清扫系统, 已经达到落地和使用状态, 预计年内有望在深圳等地落地。

3.2. 合作保险公司, 提供风险识别及管控

UBI (Usage-based insurance) 是基于使用量而定保费的保险。UBI 车险可理解为一种基于驾驶行为的保险, 通过车联网、智能手机和 OBD 等联网设备将驾驶者的驾驶习惯、驾驶技术、车辆信息和周围环境等数据综合起来, 建立人、车、路(环境)多维度模型进行定价。在传统的车险定价模式中, 保险公司更多考虑的是车辆本身的信息, 如车型、车龄、配置以及过往的出险情况等, 即“从车定价”, 而车辆的出险既与车辆状况有关, 也与驾驶人也有关系。通过引入车辆驾驶数据, UBI 保险可帮助车险优化定价模型, 帮助行为良好、

风险较低的车主降低保费。

图 17: UBI 保险商业模式



资料来源: 参考网, 天风证券研究所

海外 UBI 渗透率增加。根据玉溪市保险行业协会数据, 据不完全统计, 全球有超过 300 家保险机构推出 UBI 车险产品, 在美国、英国、意大利的渗透率持续增加, 用户主要集中在年轻人群。根据 PTOLEMUS UBI 季度表, 2016-2018 年全球 UBI 有效保单分别为 1400 万份、1740 万份、2480 万份, 同比增速分别为 32%、26%、43%。根据深圳市轱辘车联数据技术有限公司官网, 意大利是 UBI 保险渗透率最高的国家, 达 15%, 欧洲地区平均渗透率超过 5%。除欧洲外, 美国、澳大利亚、日本等国家也在发展 UBI 业务, 美国有数家公司在 2010 年前后开始探索 UBI 业务。

锐明技术与民太安财险公估公司成立合资公司民太安智能科技,目前锐明技术持股 51.17%, 民太安财险公估公司持股 16.67%。民太安智能科技以新兴技术应用为依托, 融合发挥保险服务、智能科技、安全管理各领域的技术与专家优势, 致力于为企业提供一站式的智能化风险管理及保险服务解决方案。民太安智能科技商用车智能风控解决方案为车辆运营和安全管理提供了涵盖风险评估、AI 布防、客服监控、数据分析、安全培训、事故查勘的完整服务闭环。

图 18: 民太安智能科技商用车智能风控解决方案



资料来源: 商用车智能风控服务平台公众号, 天风证券研究所

图 19：民太安智能科技合作伙伴



资料来源：民太安智能科技官网，天风证券研究所

公司与保险公司合作，已在海外落地。公司开发了业内首个人因大脑系统，基于大数据的多源在线风险评估引擎，针对千人千面的驾驶风格，系统自动进行风险识别及管控模式，可有效降低不良驾驶风险及降低事故率、降低保险赔付率，目前正在墨西哥货运项目上落地，新加坡等地项目也在合同商谈中。

4. 盈利预测

营收拆分与预测：

- 1) **商用车行业信息化产品：**2023 年是公司恢复性增长的第一年，货运、出租、公交等传统行业快速补涨，我们预计 2023 年公司行业信息化产品营收增速 50%，2024/2025 年维持高增长，增速分别为 40%/30%。考虑到 AI 在商用车视频监控应用领域快速渗透，预计毛利率逐年提升。
- 2) **商用车通用产品：**我们预计 2023 年有望恢复性补涨，增速 40%，考虑到海外需求向行业信息化过渡，我们预计 2024/2025 年维持 20% 的稳健增长；考虑到 AI 在商用车视频监控应用领域快速渗透，预计毛利率逐年提升。
- 3) **其他业务：**公司其他业务收入主要为负责 PCBA 生产环节的控股子公司深圳锐明科技对外提供不同于公司产品的其他电子产品贴片加工服务的收入，预计维持 20% 的稳健增长，预计 2023-2025 年毛利率 7%。

表 6：公司营收拆分及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
商用车行业信息化产品 (百万元)	1210.05	1049.27	1573.91	2203.47	2864.51
yoy	20.78%	-13.29%	50%	40%	30%
毛利率	36.18%	42.02%	44.00%	45.00%	46.00%
商用车通用产品 (百万元)	343.40	151.33	211.86	254.23	305.08
yoy	-19.95%	-55.93%	40%	20%	20%
毛利率	53.82%	55.03%	56.00%	57.00%	58.00%
其他 (百万元)	159.26	183.19	219.83	263.79	316.55
yoy	-10.59%	15.03%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	-0.54%	6.55%	7.00%	7.00%	7.00%
总营收 (百万元)	1712.71	1383.79	2005.60	2721.50	3486.14
yoy	6.45%	-19.20%	44.93%	35.70%	28.10%
毛利率	36.31%	38.75%	41.21%	42.44%	43.51%

资料来源：wind，天风证券研究所

考虑到公司人员管控及三级研发架构形成，我们预计 2023 年营销研费用大幅降低，2024/2025 年小幅降低，**预计 2023-2025 年归母净利润分别为 0.91/1.63/2.81 亿元**。我们选取信息发展、当虹科技、捷顺科技作为可比公司，给予公司 2024 年 42x PE，**目标市值 68 亿元，目标价 39.5 元**。

表 7：可比公司估值

股票代码	公司简称	PE		
		2023E	2024E	2025E
300469.SZ	信息发展	443.01	61.27	34.69
688039.SH	当虹科技	56.71	36.37	29.62
002609.SZ	捷顺科技	35.74	26.28	21.05
均值		178.49	41.31	28.45

资料来源：wind，天风证券研究所（注：数据截至 2023 年 6 月 12 日收盘）

5. 风险提示

- 1) **公司海外业务拓展不及预期。**公司积极推进海外布局，UBI 保险等新业务也率先在海外落地，若公司海外业务拓展不及预期，将对公司业绩产生不利影响。
- 2) **国内相关政策落地不及预期。**政策是国内市场发展重要动力来源之一，若国内相关推动政策落地不及预期，将对公司国内业务开展产生不利影响。
- 3) **原材料涨价、汇率波动风险。**海外是公司重要收入来源，若原材料涨价、汇率波动，将对公司毛利率产生不利影响。
- 4) **技术研发创新失败的风险。**公司通过人工智能、大数据等及技术应用，不断满足商用车信息化需求，若公司技术研发创新失败，将对公司发展产生不利影响。
- 5) **交易异动的风险。**公司近期股价波动较大，有交易异动风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	560.53	417.27	583.58	788.68	1,043.54
应收票据及应收账款	484.92	359.02	420.94	531.59	630.46
预付账款	72.57	81.26	132.74	151.59	205.84
存货	470.36	329.01	522.52	478.34	834.57
其他	107.69	112.10	159.13	158.94	207.29
流动资产合计	1,696.07	1,298.66	1,818.90	2,109.13	2,921.70
长期股权投资	15.19	21.46	21.46	21.46	21.46
固定资产	371.85	387.60	341.46	291.02	239.34
在建工程	37.11	41.97	41.97	41.97	41.97
无形资产	32.79	35.14	28.53	21.81	15.10
其他	150.49	205.60	199.19	192.79	188.64
非流动资产合计	607.42	691.76	632.60	569.04	506.50
资产总计	2,319.27	2,002.84	2,451.51	2,678.18	3,428.20
短期借款	196.99	60.00	100.00	100.00	100.00
应付票据及应付账款	305.17	267.79	529.25	558.64	973.09
其他	123.74	145.49	324.83	372.69	450.01
流动负债合计	625.90	473.29	954.08	1,031.33	1,523.10
长期借款	46.70	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	50.57	58.69	58.69	58.69	58.69
非流动负债合计	97.27	58.69	58.69	58.69	58.69
负债合计	795.53	641.33	1,012.76	1,090.02	1,581.79
少数股东权益	21.37	1.09	2.77	5.76	10.92
股本	173.12	173.00	173.00	173.00	173.00
资本公积	736.22	742.99	748.81	748.81	748.81
留存收益	605.78	441.85	524.17	670.60	923.69
其他	(12.75)	2.59	(10.00)	(10.00)	(10.00)
股东权益合计	1,523.74	1,361.51	1,438.74	1,588.16	1,846.41
负债和股东权益总计	2,319.27	2,002.84	2,451.51	2,678.18	3,428.20

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	15.71	(167.29)	91.47	162.70	281.21
折旧摊销	43.39	65.52	60.75	61.15	61.40
财务费用	6.34	7.30	(2.92)	(5.15)	(9.89)
投资损失	(9.62)	8.54	(20.00)	(20.00)	(20.00)
营运资金变动	(464.95)	207.99	(2.12)	(1.90)	(62.03)
其它	102.74	153.56	1.87	3.32	5.74
经营活动现金流	(306.39)	275.62	129.05	200.12	256.43
资本支出	126.94	60.17	8.00	4.00	3.00
长期投资	11.20	6.27	0.00	0.00	0.00
其他	(331.61)	(202.63)	2.45	12.42	14.24
投资活动现金流	(193.48)	(136.19)	10.45	16.42	17.24
债权融资	210.12	(182.24)	42.92	5.15	9.89
股权融资	(7.22)	(12.61)	(16.10)	(16.60)	(28.69)
其他	(151.18)	(39.50)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	51.72	(234.35)	26.82	(11.45)	(18.80)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(448.14)	(94.93)	166.31	205.09	254.86

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,712.71	1,383.79	2,005.60	2,721.50	3,486.14
营业成本	1,090.90	847.58	1,179.05	1,566.56	1,969.36
营业税金及附加	8.18	10.05	14.57	19.77	25.33
销售费用	221.03	211.55	210.59	280.31	359.07
管理费用	144.37	156.46	200.56	272.15	313.75
研发费用	268.12	281.77	300.84	408.22	522.92
财务费用	0.27	(2.49)	(2.92)	(5.15)	(9.89)
资产/信用减值损失	(20.10)	(62.34)	(25.00)	(25.00)	(25.00)
公允价值变动收益	0.02	(8.66)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	9.62	(8.54)	20.00	20.00	20.00
其他	(26.76)	128.48	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	17.06	(170.06)	97.91	174.63	300.60
营业外收入	0.55	0.25	0.25	0.25	0.25
营业外支出	0.82	1.94	1.94	1.94	1.94
利润总额	16.78	(171.76)	96.22	172.94	298.90
所得税	1.08	(4.46)	2.89	6.92	11.96
净利润	15.71	(167.29)	93.33	166.02	286.95
少数股东损益	(15.65)	(20.67)	1.87	3.32	5.74
归属于母公司净利润	31.36	(146.62)	91.47	162.70	281.21
每股收益(元)	0.18	(0.85)	0.53	0.94	1.63

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	6.45%	-19.20%	44.93%	35.70%	28.10%
营业利润	-93.46%	-1096.98%	-157.57%	78.35%	72.14%
归属于母公司净利润	-86.65%	-567.49%	-162.38%	77.88%	72.84%
获利能力					
毛利率	36.31%	38.75%	41.21%	42.44%	43.51%
净利率	1.83%	-10.60%	4.56%	5.98%	8.07%
ROE	2.09%	-10.78%	6.37%	10.28%	15.32%
ROIC	2.69%	-15.40%	11.31%	21.12%	38.67%
偿债能力					
资产负债率	34.30%	32.02%	41.31%	40.70%	46.14%
净负债率	-19.63%	-25.01%	-32.45%	-42.31%	-50.19%
流动比率	2.45	2.25	1.91	2.05	1.92
速动比率	1.78	1.69	1.36	1.58	1.37
营运能力					
应收账款周转率	3.60	3.28	5.14	5.71	6.00
存货周转率	4.89	3.46	4.71	5.44	5.31
总资产周转率	0.74	0.64	0.90	1.06	1.14
每股指标(元)					
每股收益	0.18	-0.85	0.53	0.94	1.63
每股经营现金流	-1.77	1.59	0.75	1.16	1.48
每股净资产	8.68	7.86	8.30	9.15	10.61
估值比率					
市盈率	171.71	-36.73	58.88	33.10	19.15
市净率	3.58	3.96	3.75	3.40	2.93
EV/EBITDA	185.58	-62.94	24.74	17.03	11.05
EV/EBIT	12,819.52	-27.01	36.31	22.13	13.14

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
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com