

研究所
证券分析师： 杨阳 S0350521120005
yangy08@ghzq.com.cn

业绩短期承压，各项业务成长可期

——经纬恒润（688326）2022 年年报及 2023 年一季报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

2023/04/28

表现	1M	3M	12M
经纬恒润	5.4%	-13.7%	61.4%
沪深 300	0.7%	-3.6%	2.8%

市场数据

2023/04/28

当前价格(元)	140.89
52 周价格区间(元)	85.30-251.00
总市值(百万)	16,906.80
流通市值(百万)	8,190.55
总股本(万股)	12,000.00
流通股本(万股)	5,813.44
日均成交额(百万)	191.11
近一月换手(%)	66.10

相关报告

《——经纬恒润（688326）2022 年业绩快报点评：2022 年业绩稳步提升，持续深耕智能驾驶业务未来可期（增持）*中小盘* 杨阳》——2023-02-28

《——经纬恒润（688326）2022 年业绩预告点评：全年订单逐步释放，业绩持续稳步增长（增持）*中小盘* 杨阳》——2023-01-31

《——经纬恒润（688326）公司深度研究：电子系统产品研发打造核心优势，智能驾驶驱动公司成长（增持）*中小盘* 杨阳》——2023-01-09

事件：

经纬恒润于 2023 年 4 月 26 日发布 2022 年年度报告及 2023 年一季度报告，2022 年公司实现营收 40.22 亿元，同比+23.28%，实现归母净利润 2.35 亿元，同比+60.48%；2023Q1 公司实现营收 7.39 亿元，同比+4.26%，实现归母净利润-0.88 亿元。

投资要点：

- **营业收入稳步上涨，毛利率 2022 年下滑，2023Q1 已有改善。**（1）电子产品业务：面向 L2.5 及以上的第二代行泊一体域控制器 ADCU II 成功在某新能源汽车车型量产；APCU 产品成功量产配套新一代的 Benz GLC 全球平台车型；2022 年实现营收 30.78 亿元，同比+23.22%，受宏观经济不稳定、上游汽车芯片短缺等因素影响，毛利率为 24.69%，同比-2.87pcts。（2）研发服务及解决方案业务：嵌入式软件业务客户订单大幅增加，通过 Tier1 项目首次获得宝马量产车型搭载应用；2022 年实现营收 9.33 亿，同比+31.99%，毛利率为 42.94%，同比+0.93pcts。（3）高级别智能驾驶整体解决方案业务：由于业务执行和验收周期较长，2022 年实现营收 335.66 万元，同比-91.46%，毛利率为 81.43%，同比+58.73pcts。2022 年公司因投资的上下游产业链企业新一轮融资估值变化导致公允价值变动收益同比增加 0.81 亿元。2022 年公司整体毛利率为 28.99%，同比-1.89pcts。公司部分业务收入存在季节性，收入多在第四季度确认，2023Q1 毛利率为 26.43%，同比+2.63pcts，环比-2.67pcts。
- **2022 年经营效率改善，持续加大研发投入。**（1）销售费率：2022 年为 5.35%，同比-0.62pcts，2023Q1 为 6.91%，同比+0.45pcts，环比+1.69pcts；营收规模扩张下职工薪酬等销售费用上涨，销售费率平稳下降；（2）管理费：2022 年为 6.67%，同比+0.1pcts，2023Q1 为 10.00%，同比+1.12pcts，环比+4.94pcts；公司推进人才队伍建设，2022 年职工薪酬及股份支付费用分别增长 3393.99/1663.10 万元；（3）研发费率：2022 年为 16.30%，同比+2.32pcts，2023Q1 为 27.79%，同比+7.55pcts，环比+12.03pcts；持续加大研发投入，多项在研项目处于国内先进水平；（4）财务费率：2022 年为-2.28%，同比-2.58pcts，2023Q1 为-2.68%，同比-2.79pcts，环比-1.38pcts；2022 年因汇兑变动收益 3648.99 万元，利息收入 5966.37 万元因 IPO

募集资金利息收入变动所致。2023Q1 公司大额存单利息收入增加。

- **研发进展顺利，取得新客户突破，各项业务成长可期。**（1）电子产品业务：2022 年智能网联产品已突破某造车新势力等若干新客户，并获得 4G 和 5G T-BOX 产品定点；T-BOX Entry 系列已完成原型设计，公司预计 2023 年内落地；AR-HUD 自研产品首次获得吉利和上汽大通客户定点；基于增强现实图像贴合技术的图像生产软件（AR-Creator）及成像性能提升算法的开发及集成业务将于 2023 年内实现量产部署，将与 AR-HUD 产品业务形成合力；车控域计算平台产品和物理区域控制器产品新获得了造车新势力车企的项目定点；（2）研发服务及解决方案业务：公司整车复杂场景测试服务业务成功开拓大众中国等多个外资客户；嵌入式软件成功适配多家国产及海外芯片客户，订单大幅增加；研发平台业务方面获得路特斯、极氪、柳汽、日产和依维柯等新客户的认可；（3）高级别智能驾驶业务：2022 年公司获得国内首个内河全自动集装箱码头项目，已完成系统部署并达到运营状态。据乘联会预测，2023 年国内新能源乘用车销量 850 万辆，渗透率将达 36%；伴随汽车行业智能化、网联化趋势以及与客户合作的深入，公司各项业务成长未来可期。
- **盈利预测** 我们预计 2023-2025 年公司营业收入有望达 56.07/72.99/95.10 亿元，同比增长 39%/30%/30%，归母净利润分别为 3.33/4.57/6.30 亿元，同比增长 42%/37%/38%，对应 2023-2025 年 PE 分别为 51/37/27 倍。经纬恒润是国内汽车电子综合供应商，未来汽车智能化水平提升有望驱动 ADAS 市场规模扩张，汽车网联化持续推进有望驱动 T-BOX 产品市场规模扩张，公司有望充分受益。维持公司“增持”评级。
- **风险提示** 汽车销量不及预期；新技术迭代不及预期；汽车电子行业竞争加剧；原材料价格波动及供给风险；存货跌价计提损失风险；智能驾驶政策风险；公司特别表决权股份安排的风险。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	4022	5607	7299	9510
增长率（%）	23	39	30	30
归母净利润（百万元）	235	333	457	630
增长率（%）	60	42	37	38
摊薄每股收益（元）	1.96	2.78	3.81	5.25
ROE（%）	4	6	8	9
P/E	70.09	50.75	36.96	26.84
P/B	3.38	3.03	2.80	2.53
P/S	4.45	3.02	2.32	1.78
EV/EBITDA	119.70	39.36	24.62	17.59

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：经纬恒润盈利预测表

证券代码:	688326				股价:	140.89		投资评级:	增持		日期:	2023/04/28	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E				
盈利能力					每股指标								
ROE	4%	6%	8%	9%	EPS	2.13	2.78	3.81	5.25				
毛利率	29%	31%	31%	31%	BVPS	44.17	46.57	50.38	55.63				
期间费率	10%	12%	12%	12%	估值								
销售净利率	6%	6%	6%	7%	P/E	70.09	50.75	36.96	26.84				
成长能力					P/B	3.38	3.03	2.80	2.53				
收入增长率	23%	39%	30%	30%	P/S	4.45	3.02	2.32	1.78				
利润增长率	60%	42%	37%	38%									
营运能力					利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E				
总资产周转率	0.45	0.53	0.60	0.61	营业收入	4022	5607	7299	9510				
应收账款周转率	4.31	4.18	5.63	5.07	营业成本	2856	3887	5033	6561				
存货周转率	2.57	2.04	3.20	2.55	营业税金及附加	19	22	29	38				
偿债能力					销售费用	215	303	394	504				
资产负债率	40%	47%	50%	57%	管理费用	268	392	511	618				
流动比	2.18	1.97	1.73	1.49	财务费用	-92	-35	-5	-10				
速动比	1.65	1.03	1.00	0.80	其他费用/(-收入)	656	841	1022	1331				
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	营业利润	191	334	471	679				
现金及现金等价物	4103	2660	3868	3627	营业外净收支	0	3	6	6				
应收款项	1065	1707	1415	2389	利润总额	191	336	476	685				
存货净额	1567	2751	2282	3733	所得税费用	-44	3	19	55				
其他流动资产	219	1669	1813	2098	净利润	235	333	457	630				
流动资产合计	6954	8787	9377	11847	少数股东损益	0	0	0	0				
固定资产	471	648	1177	1849	归属于母公司净利润	235	333	457	630				
在建工程	387	193	582	816	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E				
无形资产及其他	1047	889	934	979	经营活动现金流	53	-1414	2088	539				
长期股权投资	8	8	8	8	净利润	235	333	457	630				
资产总计	8867	10525	12078	15499	少数股东权益	0	0	0	0				
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	117	126	163	254				
应付款项	1510	2096	2098	3406	公允价值变动	-95	0	0	0				
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-241	-2005	1483	-319				
其他流动负债	1684	2368	3312	4544	投资活动现金流	-1010	-1195	-1221	-1311				
流动负债合计	3194	4464	5410	7951	资本支出	-403	-147	-1114	-1193				
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	-628	-1111	-111	-132				
其他长期负债	373	473	623	873	其他	21	63	4	14				
长期负债合计	373	473	623	873	筹资活动现金流	3451	100	230	400				
负债合计	3567	4937	6032	8823	债务融资	-6	100	230	400				
股本	120	120	120	120	权益融资	3520	0	0	0				
股东权益	5300	5589	6046	6676	其它	-63	0	0	0				
负债和股东权益总计	8867	10525	12078	15499	现金净增加额	2529	-2509	1097	-373				

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【公共事业和中小盘团队介绍】

杨阳，中央财经大学会计硕士，湖南大学电气工程本科，5年证券从业经验，现任国海证券公用事业和中小盘团队首席，曾任职于天风证券、方正证券和中泰证券。获得2021年新财富分析师公用事业第4名，21世纪金牌分析师和Wind金牌分析师公用事业行业第2名，21年水晶球公用事业入围，2020年wind金牌分析师公用事业第2，2018年新财富公用事业第4、水晶球公用事业第2核心成员。

罗琨，香港浸会大学经济学硕士、湖南大学会计学本科，5年证券从业经验，曾任财信证券资管投资部投资经理、研究发展中心机械研究员、宏观策略总监。

钟琪，山东大学金融硕士，现任国海证券公用事业&中小盘研究员，曾任职于方正证券、上海证券。

许紫荆，对外经济贸易大学金融学硕士，现任国海证券公用事业&中小盘研究员。

【分析师承诺】

杨阳，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；
增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；
中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险,投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素,亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前,如有需要,投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意,其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构(以下简称“该机构”)发送本报告,则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定,除法律规定的情况外,任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容,否则均构成对本公司版权的侵害,本公司有权依法追究其法律责任。