

**投资评级 优于大市 维持**

## 高速增长的汽车控制器厂商

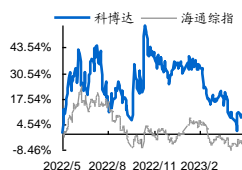
### 股票数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 05月19日收盘价(元)  | 53.80       |
| 52周股价波动(元)    | 48.32-78.90 |
| 总股本/流通A股(百万股) | 404/400     |
| 总市值/流通市值(百万元) | 21735/21525 |

### 相关研究

《静待全面修复》2022.04.22

### 市场表现



| 沪深300对比 | 1M   | 2M   | 3M    |
|---------|------|------|-------|
| 绝对涨幅(%) | -7.2 | -5.9 | -18.1 |
| 相对涨幅(%) | -2.9 | -5.6 | -15.9 |

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 刘一鸣

Tel: (021)23154145

Email: lym15114@haitong.com

证书: S0850522120003

### 投资要点:

- 科博达近年营收和业绩稳健增长。**根据科博达年报和一季报, 2022年公司取得营收34亿元, 同比增长21%, 扣非归母净利润4.3亿元, 同比增长28%; 2023年一季度公司取得营收9.1亿元, 同比增长24%, 扣非归母净利润1.2亿元, 同比增长44%。
- 2022年科博达控制器等新业务陆续量产, 销售表现良好。**根据科博达2022年年报, 公司氛围灯、座舱数据电源产品、底盘控制器和智能执行器业务的营收与2021年同期相比分别增长74%、81%、4445%、173%。
- 此外, 根据科博达2023年一季报, 公司能源管理系统业务取得营收0.44亿元, 同比增长121%。
- 新定点项目保持增长。**根据科博达年报, 2022年公司获得客户新定点91个, 预计生命周期销量超过1.5亿只。其中车灯控制器方面: 科博达于宝马CCE项目获得未来10年宝马新车型前灯和尾灯控制器; PDLC控制器产品拓展取得了重要突破, 获得戴姆勒和福特全球项目定点; Smartlight扩展到一汽大众、奥迪PPE全球平台。
- 老业务由于定点项目量产放量, 也进入快速增长期。**2022年公司大灯控制器、电磁阀和电机控制系统业务的营收同比分别增长20%、26%和33%。
- 科博达2023年计划包括:** 围绕电动化、智能化实现产品矩阵扩张; 加快国内外生产, 年内完成欧洲工厂选址并开启厂房建设; 逐步优化客户结构, 提升非大众营收; 积极进行技术布局, 高速发展氛围灯、底盘控制器、USB等产品, 同时推进大众第五代灯控、二氧化碳阀等前沿技术。
- 2023年全球市场汽车电动化、智能化进入快速发展阶段, 尤其中国市场呈现高速增长态势。**我们认为科博达作为汽车控制器领域的优质企业, 业务有望取得高速增长。我们预计公司2023/24/25年营收为42/51/59亿元, 归母净利润6.5/8.4/10.1亿元, EPS为1.61/2.07/2.51元。参考可比公司, 给予公司2023年36~38x PE, 对应合理价值区间58.08~61.30元。维持“优于大市”评级。
- 风险提示:** 乘用车消费不及预期, 原材料价格大幅上涨。

### 主要财务数据及预测

|             | 2021   | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)   | 2807   | 3384  | 4247  | 5075  | 5877  |
| (+/-)YoY(%) | -3.7%  | 20.6% | 25.5% | 19.5% | 15.8% |
| 净利润(百万元)    | 389    | 450   | 652   | 835   | 1013  |
| (+/-)YoY(%) | -24.4% | 15.8% | 44.8% | 28.2% | 21.3% |
| 全面摊薄EPS(元)  | 0.96   | 1.11  | 1.61  | 2.07  | 2.51  |
| 毛利率(%)      | 34.6%  | 32.9% | 33.5% | 34.1% | 34.3% |
| 净资产收益率(%)   | 9.5%   | 10.8% | 13.5% | 14.8% | 15.2% |

资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

**表 1 公司分部营收及毛利预测**

| 收入(百万元)   | 2022         | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
|-----------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 照明控制系统    | 1735         | 2169         | 2603         | 2993         |
| 电机控制系统    | 622          | 840          | 1050         | 1260         |
| 车载电器与电子   | 672          | 773          | 889          | 1022         |
| 能源管理系统    | 124          | 224          | 280          | 336          |
| 其他汽车零部件   | 123          | 129          | 136          | 142          |
| 其他业务      | 108          | 113          | 119          | 125          |
| <b>合计</b> | <b>3384</b>  | <b>4247</b>  | <b>5075</b>  | <b>5877</b>  |
|           |              |              |              |              |
| 成本(百万元)   | 2022         | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
| 照明控制系统    | 1197         | 1461         | 1724         | 1965         |
| 电机控制系统    | 431          | 573          | 711          | 849          |
| 车载电器与电子   | 456          | 520          | 595          | 684          |
| 能源管理系统    | 104          | 183          | 225          | 267          |
| 其他汽车零部件   | 66           | 69           | 73           | 76           |
| 其他业务      | 16           | 17           | 18           | 19           |
| <b>合计</b> | <b>2271</b>  | <b>2823</b>  | <b>3345</b>  | <b>3861</b>  |
|           |              |              |              |              |
| 毛利(百万元)   | 2022         | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
| 照明控制系统    | 538          | 708          | 879          | 1028         |
| 电机控制系统    | 191          | 267          | 339          | 411          |
| 车载电器与电子   | 216          | 253          | 293          | 337          |
| 能源管理系统    | 20           | 41           | 55           | 68           |
| 其他汽车零部件   | 57           | 60           | 63           | 66           |
| 其他业务      | 91           | 96           | 101          | 106          |
| <b>合计</b> | <b>1113</b>  | <b>1424</b>  | <b>1730</b>  | <b>2016</b>  |
|           |              |              |              |              |
| 毛利率       | 2022         | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
| 照明控制系统    | 31.0%        | 32.6%        | 33.8%        | 34.3%        |
| 电机控制系统    | 30.7%        | 31.8%        | 32.3%        | 32.6%        |
| 车载电器与电子   | 32.1%        | 32.7%        | 33.0%        | 33.0%        |
| 能源管理系统    | 16.1%        | 18.4%        | 19.7%        | 20.4%        |
| 其他汽车零部件   | 46.5%        | 46.5%        | 46.5%        | 46.5%        |
| 其他业务      | 84.7%        | 84.7%        | 84.7%        | 84.7%        |
| <b>合计</b> | <b>32.9%</b> | <b>33.5%</b> | <b>34.1%</b> | <b>34.3%</b> |
|           |              |              |              |              |
| 营业收入-同比   | 2022         | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
| 照明控制系统    | 25.8%        | 25.0%        | 20.0%        | 15.0%        |
| 电机控制系统    | 2.9%         | 35.0%        | 25.0%        | 20.0%        |
| 车载电器与电子   | 27.9%        | 15.0%        | 15.0%        | 15.0%        |
| 能源管理系统    | 81.2%        | 80.0%        | 25.0%        | 20.0%        |
| 其他汽车零部件   | -24.0%       | 5.0%         | 5.0%         | 5.0%         |
| 其他业务      | 61.2%        | 5.0%         | 5.0%         | 5.0%         |
|           |              |              |              |              |
| 营业成本-同比   | 2022         | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
| 照明控制系统    | 29.63%       | 22.0%        | 18.0%        | 14.0%        |
| 电机控制系统    | 9.54%        | 33.0%        | 24.0%        | 19.5%        |
| 车载电器与电子   | 34.89%       | 14.0%        | 14.5%        | 15.0%        |
| 能源管理系统    | 52.47%       | 75.0%        | 23.0%        | 19.0%        |

|         |         |      |      |      |
|---------|---------|------|------|------|
| 其他汽车零部件 | -21.69% | 5.0% | 5.0% | 5.0% |
| 其他业务    | -43.03% | 5.0% | 5.0% | 5.0% |
|         |         |      |      |      |

资料来源: WIND, 科博达 2022 年报, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

| 可比公司 | 收盘价 (元) | EPS (元) |      |       |       | PE (倍) |      |       |       |
|------|---------|---------|------|-------|-------|--------|------|-------|-------|
|      |         | 2021    | 2022 | 2023E | 2024E | 2021   | 2022 | 2023E | 2024E |
| 德赛西威 | 108.17  | 1.50    | 2.13 | 2.89  | 3.96  | 94     | 49   | 37    | 27    |
| 经纬恒润 | 122.00  | 1.62    | 1.96 | 2.61  | 3.73  |        | 76   | 47    | 33    |
| 拓普集团 | 55.36   | 0.92    | 1.54 | 2.13  | 2.97  | 57     | 38   | 26    | 19    |
| 平均   |         |         |      |       |       | 76     | 55   | 37    | 26    |

注: 收盘价为 2023 年 5 月 19 日价格, EPS 为 wind 一致预期

资料来源: 海通证券研究所。

可比公司变更: 去掉星宇股份, 增加经纬恒润。原因: 考虑到科博达业务已经拓展到多种汽车控制器, 我们认为公司与专注车灯的星宇股份的可比性下降; 而经纬恒润的主营为智能控制器。

**财务报表分析和预测**

| 主要财务指标             | 2022        | 2023E        | 2024E        | 2025E        | 利润表 (百万元)          | 2022        | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>每股指标 (元)</b>    |             |              |              |              | <b>营业总收入</b>       | <b>3384</b> | <b>4247</b>  | <b>5075</b>  | <b>5877</b>  |
| 每股收益               | 1.11        | 1.61         | 2.07         | 2.51         | 营业成本               | 2271        | 2823         | 3345         | 3861         |
| 每股净资产              | 10.29       | 11.94        | 14.01        | 16.52        | 毛利率%               | 32.9%       | 33.5%        | 34.1%        | 34.3%        |
| 每股经营现金流            | -0.03       | 0.89         | 1.30         | 1.82         | 营业税金及附加            | 16          | 17           | 20           | 24           |
| 每股股利               | 0.50        | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 营业税金率%             | 0.5%        | 0.4%         | 0.4%         | 0.4%         |
| <b>价值评估 (倍)</b>    |             |              |              |              | 营业费用               | 69          | 76           | 86           | 94           |
| P/E                | 48.27       | 33.35        | 26.02        | 21.45        | 营业费用率%             | 2.0%        | 1.8%         | 1.7%         | 1.6%         |
| P/B                | 5.23        | 4.51         | 3.84         | 3.26         | 管理费用               | 180         | 212          | 241          | 264          |
| P/S                | 6.42        | 5.12         | 4.28         | 3.70         | 管理费用率%             | 5.3%        | 5.0%         | 4.8%         | 4.5%         |
| EV/EBITDA          | 45.78       | 22.13        | 17.35        | 14.07        | EBIT               | 437         | 811          | 1030         | 1243         |
| 股息率%               | <b>0.9%</b> | <b>0.0%</b>  | <b>0.0%</b>  | <b>0.0%</b>  | 财务费用               | -29         | -12          | -25          | -37          |
| <b>盈利能力指标 (%)</b>  |             |              |              |              | 财务费用率%             | -0.9%       | -0.3%        | -0.5%        | -0.6%        |
| 毛利率                | 32.9%       | 33.5%        | 34.1%        | 34.3%        | 资产减值损失             | -33         | 0            | 0            | 0            |
| 净利润率               | 13.3%       | 15.3%        | 16.5%        | 17.2%        | 投资收益               | 102         | 85           | 101          | 118          |
| 净资产收益率             | 10.8%       | 13.5%        | 14.8%        | 15.2%        | <b>营业利润</b>        | <b>564</b>  | <b>823</b>   | <b>1055</b>  | <b>1280</b>  |
| 资产回报率              | 8.5%        | 10.7%        | 12.2%        | 12.5%        | 营业外收支              | 3           | 0            | 0            | 0            |
| 投资回报率              | 8.5%        | 13.4%        | 15.1%        | 15.4%        | <b>利润总额</b>        | <b>566</b>  | <b>823</b>   | <b>1055</b>  | <b>1280</b>  |
| <b>盈利增长 (%)</b>    |             |              |              |              | EBITDA             | 572         | 957          | 1201         | 1439         |
| 营业收入增长率            | 20.6%       | 25.5%        | 19.5%        | 15.8%        | 所得税                | 65          | 99           | 127          | 154          |
| EBIT 增长率           | 3.6%        | 85.7%        | 27.0%        | 20.7%        | 有效所得税率%            | 11.4%       | 12.0%        | 12.0%        | 12.0%        |
| 净利润增长率             | 15.8%       | 44.8%        | 28.2%        | 21.3%        | 少数股东损益             | 51          | 72           | 93           | 113          |
| <b>偿债能力指标</b>      |             |              |              |              | <b>归属母公司所有者净利润</b> | <b>450</b>  | <b>652</b>   | <b>835</b>   | <b>1013</b>  |
| 资产负债率              | 18.7%       | 16.9%        | 12.9%        | 12.3%        |                    |             |              |              |              |
| 流动比率               | 4.85        | 5.33         | 7.30         | 7.71         | <b>资产负债表 (百万元)</b> | <b>2022</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> |
| 速动比率               | 3.13        | 3.48         | 4.74         | 5.18         | 货币资金               | 686         | 821          | 916          | 1500         |
| 现金比率               | 0.82        | 0.94         | 1.26         | 1.78         | 应收账款及应收票据          | 1348        | 1593         | 1903         | 2204         |
| <b>经营效率指标</b>      |             |              |              |              | 存货                 | 1230        | 1411         | 1672         | 1931         |
| 应收账款周转天数           | 96.36       | 99.39        | 96.44        | 97.83        | 其它流动资产             | 795         | 814          | 835          | 857          |
| 存货周转天数             | 176.72      | 168.41       | 165.95       | 167.96       | 流动资产合计             | 4059        | 4638         | 5327         | 6491         |
| 总资产周转率             | 0.67        | 0.75         | 0.79         | 0.79         | 长期股权投资             | 319         | 319          | 319          | 319          |
| 固定资产周转率            | 5.86        | 6.59         | 6.92         | 7.36         | 固定资产               | 594         | 695          | 772          | 825          |
|                    |             |              |              |              | 在建工程               | 95          | 97           | 99           | 99           |
|                    |             |              |              |              | 无形资产               | 131         | 151          | 171          | 191          |
|                    |             |              |              |              | 非流动资产合计            | 1236        | 1428         | 1527         | 1600         |
| <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2022</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> | <b>资产总计</b>        | <b>5295</b> | <b>6066</b>  | <b>6853</b>  | <b>8091</b>  |
| 净利润                | 450         | 652          | 835          | 1013         | 短期借款               | 254         | 254          | 0            | 0            |
| 少数股东损益             | 51          | 72           | 93           | 113          | 应付票据及应付账款          | 419         | 470          | 557          | 644          |
| 非现金支出              | 190         | 146          | 171          | 196          | 预收账款               | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 非经营收益              | 146         | -70          | -94          | -118         | 其它流动负债             | 163         | 146          | 172          | 198          |
| 营运资金变动             | -849        | -441         | -480         | -468         | 流动负债合计             | 836         | 871          | 730          | 841          |
| <b>经营活动现金流</b>     | <b>-11</b>  | <b>360</b>   | <b>526</b>   | <b>736</b>   | 长期借款               | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 资产                 | -212        | -270         | -270         | -270         | 其它长期负债             | 155         | 153          | 153          | 153          |
| 投资                 | 193         | 0            | 0            | 0            | 非流动负债合计            | 155         | 153          | 153          | 153          |
| 其他                 | 16          | 49           | 101          | 118          | <b>负债总计</b>        | <b>992</b>  | <b>1023</b>  | <b>882</b>   | <b>994</b>   |
| <b>投资活动现金流</b>     | <b>-3</b>   | <b>-221</b>  | <b>-169</b>  | <b>-152</b>  | 实收资本               | 404         | 404          | 404          | 404          |
| 债权募资               | 146         | -2           | -254         | 0            | 归属于母公司所有者权益        | 4158        | 4825         | 5660         | 6673         |
| 股权募资               | 108         | 14           | 0            | 0            | 少数股东权益             | 146         | 218          | 311          | 424          |
| 其他                 | -258        | -17          | -8           | 0            | <b>负债和所有者权益合计</b>  | <b>5295</b> | <b>6066</b>  | <b>6853</b>  | <b>8091</b>  |
| <b>融资活动现金流</b>     | <b>-4</b>   | <b>-5</b>    | <b>-262</b>  | <b>0</b>     |                    |             |              |              |              |
| <b>现金净流量</b>       | <b>3</b>    | <b>135</b>   | <b>95</b>    | <b>584</b>   |                    |             |              |              |              |

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 19 日; (2) 以上各表均为简表  
 资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

刘一鸣 汽车行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 中鼎股份,伯特利,长城汽车,中国重汽,欣锐科技,拓普集团,瑞鹄模具,华阳集团,阿尔特,华依科技,潍柴动力,保隆科技,奥福环保,比亚迪,骆驼股份,敏实集团,文灿股份

### 投资评级说明

|  | 类别     | 评级   | 说明                             |
|--|--------|------|--------------------------------|
| <b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b><br>以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; | 股票投资评级 | 优于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;           |
|  |        | 中性   | 预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;     |
|  |        | 弱于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;         |
|  |        | 无评级  | 对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。   |
| <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b><br>A 股市场以海通综指为基准;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。                 | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;      |
|  |        | 中性   | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间; |
|  |        | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。      |

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。