

经纬恒润 (688326.SH) 短期承压不改长期逻辑，平台型龙头未来可期

2023年05月05日

——中小盘信息更新

投资评级：买入（维持）
任浪（分析师）

renlang@kysec.cn

证书编号：S0790519100001

日期	2023/5/4
当前股价(元)	128.80
一年最高最低(元)	251.00/85.30
总市值(亿元)	154.56
流通市值(亿元)	74.88
总股本(亿股)	1.20
流通股本(亿股)	0.58
近3个月换手率(%)	96.36

中小盘研究团队
● 公司发布 2022 年年报与 2023 年一季报，短期承压不改长期逻辑

2022年，公司实现总营收40.22亿元，同比增长23.28%；实现归母净利润2.35亿元，同比增长60.48%。2023年一季度，公司实现总营收7.39亿元，同比增长4.26%；实现归母净利润-0.88亿元，亏损扩大。2023Q1，整车市场竞争激烈，行业景气度下行，挤压公司盈利空间，叠加公司维持高强度研发投入，一季度业绩承压。基于汽车行业承压态势，我们小幅下调公司2023-2024年业绩预期并新增2025年业绩预期。预计公司2023-2025年归母净利润3.08(-0.39)/4.30(-0.87)/5.96亿元，对应EPS分别为2.56/3.58/4.97元/股，对应当前股价的PE分别为55.0/39.3/28.4倍，鉴于公司长期前景良好，维持“买入”评级。

● 汽车电子与研发服务项目表现亮眼，费用管控能力增强

2022年公司汽车电子和研发服务分别实现收入30.78/9.33亿元，同比增加23.22/31.99%，呈现良好景气度。汽车电子、研发服务、高阶智驾业务毛利率分别为24.69/42.94/81.43%，同比变动-2.86/0.93/58.73pct，整体毛利率为28.99%，同比下降1.89pct，多重因素影响下公司毛利率下滑。费用端，2022年，公司销售/管理/研发/财务费用率分别为5.35/6.67/16.3/-2.29%，同比变动-0.62/0.10/2.32/-2.59pct，总体费用率同比下降0.79pct，费用控制水平进一步提高。

● “三位一体”愈加坚实，平台型龙头未来可期

公司“三位一体”布局愈加坚实、新产品新客户不断涌现。汽车电子方面，智能驾驶业务多个海外市场车型量产，布局基于国产芯片的驾驶域控；AR-HUD首次获得吉利与上汽大通客户定点；车身控制器配套新一代奔驰GLC全球平台车型，新产品车控域中央计算平台集成中央网关、车身舒适控制、空调热管理、整车能源管理等功能，同时亦开发物理区域控制器以面向未来汽车E/E架构；底盘控制系统获得自主品牌客户定点；新能源和动力产品获海外客户定点。研发服务方面，整车测试开拓大众等外资背景客户；嵌入式开发订单大幅增加；自主开发仿真测试软件获得多个主机厂定点。高级别智能驾驶已获得新项目突破。

● 风险提示：下游需求不及预期、产品研发进展不及预期、竞争激烈。
相关研究报告

《业绩符合预期，把握智能化拥抱成长—中小盘信息更新》-2023.3.1

《2022年业绩实现快速成长，高研发增强发展潜力—中小盘信息更新》-2023.1.31

《三季报业绩稳定增长，规模效应逐步显现—中小盘信息更新》

-2022.10.28

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,262	4,022	5,116	6,877	9,439
YOY(%)	31.6	23.3	27.2	34.4	37.3
归母净利润(百万元)	146	235	308	430	596
YOY(%)	98.4	60.5	31.1	39.7	38.7
毛利率(%)	30.9	29.0	30.4	29.3	28.4
净利率(%)	4.5	5.8	6.0	6.2	6.3
ROE(%)	9.6	4.4	5.5	7.1	9.0
EPS(摊薄/元)	1.22	1.96	2.56	3.58	4.97
P/E(倍)	115.7	72.1	55.0	39.3	28.4
P/B(倍)	11.1	3.2	3.0	2.8	2.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3367	6954	7382	9814	13251
现金	937	3496	4446	5977	8204
应收票据及应收账款	804	1065	0	0	0
其他应收款	18	47	36	75	77
预付账款	47	41	70	79	126
存货	1360	1567	2084	2899	4032
其他流动资产	201	739	745	784	811
非流动资产	1138	1913	2076	2314	2628
长期投资	9	8	2	-4	-11
固定资产	328	471	621	833	1105
无形资产	271	411	479	552	599
其他非流动资产	529	1023	974	933	934
资产总计	4505	8867	9458	12128	15878
流动负债	2684	3194	3471	5708	8861
短期借款	6	0	128	1313	3792
应付票据及应付账款	1130	1510	1708	2732	3408
其他流动负债	1547	1684	1635	1663	1661
非流动负债	302	373	379	382	383
长期借款	0	0	6	10	11
其他非流动负债	302	373	373	373	373
负债合计	2986	3567	3850	6091	9245
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	90	120	120	120	120
资本公积	1121	4633	4633	4633	4633
留存收益	308	542	850	1280	1876
归属母公司股东权益	1519	5300	5608	6038	6634
负债和股东权益	4505	8867	9458	12128	15878

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	311	53	981	623	180
净利润	146	235	308	430	596
折旧摊销	80	84	92	114	142
财务费用	10	-92	-70	-56	-7
投资损失	8	-1	-59	-15	-14
营运资金变动	-18	-295	734	188	-517
其他经营现金流	85	121	-25	-39	-19
投资活动现金流	-63	-1010	-196	-337	-441
资本支出	172	404	261	359	462
长期投资	109	-628	5	6	7
其他投资现金流	-1	22	60	15	15
筹资活动现金流	-75	3451	38	61	9
短期借款	-162	-6	128	1185	2479
长期借款	0	0	6	3	1
普通股增加	0	30	0	0	0
资本公积增加	37	3512	0	0	0
其他筹资现金流	49	-85	-97	-1127	-2471
现金净增加额	161	2529	822	346	-252

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3262	4022	5116	6877	9439
营业成本	2255	2856	3563	4862	6763
营业税金及附加	16	19	26	34	47
营业费用	195	215	307	344	472
管理费用	214	268	358	426	511
研发费用	456	656	729	922	1208
财务费用	10	-92	-70	-56	-7
资产减值损失	-40	-56	-36	-21	-19
其他收益	55	73	50	55	58
公允价值变动收益	14	95	1	0	0
投资净收益	-8	1	59	15	14
资产处置收益	-0	1	0	0	0
营业利润	131	191	252	356	481
营业外收入	1	0	1	1	1
营业外支出	2	0	1	1	1
利润总额	131	191	252	356	481
所得税	-15	-44	-56	-74	-115
净利润	146	235	308	430	596
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	146	235	308	430	596
EBITDA	183	170	237	367	573
EPS(元)	1.22	1.96	2.56	3.58	4.97

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	31.6	23.3	27.2	34.4	37.3
营业利润(%)	152.4	45.8	31.9	41.4	35.0
归属于母公司净利润(%)	98.4	60.5	31.1	39.7	38.7
获利能力					
毛利率(%)	30.9	29.0	30.4	29.3	28.4
净利率(%)	4.5	5.8	6.0	6.2	6.3
ROE(%)	9.6	4.4	5.5	7.1	9.0
ROIC(%)	16.0	7.5	20.4	31.6	29.4
偿债能力					
资产负债率(%)	66.3	40.2	40.7	50.2	58.2
净负债比率(%)	-46.2	-60.8	-72.7	-73.2	-62.8
流动比率	1.3	2.2	2.1	1.7	1.5
速动比率	0.7	1.7	1.5	1.2	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.6	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	4.7	5.2	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	2.5	2.4	2.5	2.5	2.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.22	1.96	2.56	3.58	4.97
每股经营现金流(最新摊薄)	2.59	0.44	8.18	5.19	1.50
每股净资产(最新摊薄)	12.66	44.17	46.73	50.31	55.28
估值比率					
P/E	115.7	72.1	55.0	39.3	28.4
P/B	11.1	3.2	3.0	2.8	2.5
EV/EBITDA	88.1	76.7	51.5	32.4	21.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn