

经纬恒润 (688326.SH) / 计算机

证券研究报告/公司点评

2024 年 9 月 23 日

评级：买入（维持）

市场价格：61.60 元

分析师：闻学臣

执业证书编号：S0740519090007

Email: wenxc@zts.com.cn

分析师：何柄渝

执业证书编号：S0740519090003

Email: heby@zts.com.cn

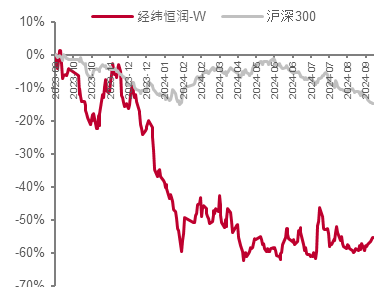
联系人：王雪晴

Email: wangxq03@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	120
流通股本(百万股)	79
市价(元)	61.60
市值(百万元)	7,391
流通市值(百万元)	4,896

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,022	4,678	5,776	7,290	9,172
增长率 yoy%	23.3%	16.3%	23.5%	26.2%	25.8%
净利润(百万元)	235	-217	-141	117	334
增长率 yoy%	60.5%	-192.6%	35.0%	183.0%	184.8%
每股收益(元)	1.96	-1.81	-1.18	0.98	2.78
每股现金流量	0.44	-4.66	-0.63	2.15	4.30
净资产收益率	4.4%	-4.3%	-2.9%	2.4%	6.4%
P/E	32	-34	-52	63	22
P/B	1	1	2	2	1

备注：股价统计时间 2024 年 9 月 22 日

投资要点

- **投资事件：经纬恒润发布 2024 年半年度业绩报告。**报告期内公司共实现营业收入 2 0.27 亿元，同比增长 19.43%；实现归母净利润-3.33 亿元，同比下降 274.35%；实现扣非净利润-3.87 亿元，同比下降 253.37%。
- **Q2 利润承压，研发维持高投入。**从单 Q2 情况看，公司共实现营业收入 11.38 亿元，同比增长 18.72%；实现归母净利润-1.42 亿元，同比下降 9029.24%；实现扣非净利润-1.67 亿元，同比下降 886.14%。利润承压的原因主要是公司持续在智能驾驶、车身域控、新能源和动力、底盘域控、自研工具、L4 业务等关键技术领域发力，较高的研发投入对本期利润产生一定影响。同时公司 24H1 毛利率为 22.56%，受客户和业务结构变化、产品销售价格变动、原材料采购价格变动、汇率波动、市场竞争程度等因素的影响，较去年同期 27.60% 有所下滑。
- **定点逐步落地，汽车电子业务有望快速增长。**报告期内公司业务快速发展，从汽车电子产品看：1) 智能驾驶产品全域自研布局，提供配置丰富的解决方案；2) 智能座舱产品全面布局，从感知端到呈现端综合研发；3) 车身和舒适域产品中加大中央计算平台和区域控制器研发布局，布局量产物理区域控制器；4) 智能网联产品中 T-Box 持续迭代研发，Entry 系列已完成定点并将量产；5) 底盘控制产品中 C-EPS 一体机、DP-EPS 一体机、R-EPS 一体机和全冗余 R-EPS 都已经成功量产，后轮转向产品已获定点。公司存货中合同履行成本较高，账面价值为 9.82 亿元，主要系汽车电子产品开发服务、研发服务及解决方案与高级别智能驾驶整体解决方案等业务执行及验收周期较长所致，未来随相关项目验收收入端有望体现快速增长。
- **研发服务与解决方案全栈自研，软件赋能“三位一体”业务发展。**1) 整车电子电气开发与测试：公司在原有 SOA 架构开发能力基础上，建立了整车安全开发与测试、复杂软件集成等业务能力，不断增强核心技术储备；2) 仿真测试设备与实验室开发：公司推出全栈自研的虚拟仿真测试解决方案，进一步巩固公司在本业务的领先地位；3) 增强型中间件：升级信息安全软件模块及自主研发的硬件安全模块 HSM 固件驱动，相关产品可适配旗芯微、智芯、云途、奕斯伟、芯驰等不同 IP 国产内核芯片。4) 自主工具业务：主要软件系列产品 INTEWORK、ModelBase、OrientLink 均实现了客户群体的扩大与应用，部分产品已应用至小米、奇瑞、重汽等客户。
- **投资建议：由于公司持续增大研发投入，且由于宏观因素毛利率承压，利润端存在一定压力。我们认为随着下游需求逐渐修复，新产品加速落地，公司业绩有望加速并迎来拐点。因此我们调整盈利预期，预计公司 24/25/26 年实现收入 57.76/72.90/**

91.72 亿元 (24/25 年前值 62.44/81.39 亿元); 考虑到公司毛利率有所波动, 且投入期研发费用较高, 我们预计公司 24/25/26 年实现净利润-1.41/1.17/3.34 亿元 (24/25 年前值 2.10/3.36 亿元)。公司作为汽车电子龙头, 产品线齐全、技术积累丰厚, 随着研发投入逐渐转化为相应成果, 未来业务增长空间广阔。我们维持公司“买入”评级。

- 风险提示: 定点项目落地不及预期, 下游需求不足, 存货跌价, 自动驾驶政策落地速度不及预期, 行业竞争加剧等

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,293	3,465	4,009	4,586	营业收入	4,678	5,776	7,290	9,172
应收票据	205	260	328	413	营业成本	3,480	4,330	5,406	6,728
应收账款	1,285	1,541	1,942	2,440	税金及附加	20	29	29	37
预付账款	44	65	81	101	销售费用	233	289	335	385
存货	1,620	2,263	2,825	3,515	管理费用	309	358	416	495
合同资产	74	82	106	138	研发费用	968	1,011	1,057	1,238
其他流动资产	209	278	331	403	财务费用	-97	-2	38	73
流动资产合计	6,656	7,871	9,516	11,457	信用减值损失	-57	0	-5	-10
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-104	-20	-20	-20
长期股权投资	7	7	7	7	公允价值变动收益	32	40	50	60
固定资产	1,016	1,337	1,689	2,070	投资收益	-1	0	0	0
在建工程	173	273	273	173	其他收益	81	80	80	80
无形资产	462	503	562	600	营业利润	-284	-138	115	327
其他非流动资产	1,014	1,023	1,033	1,055	营业外收入	2	1	1	1
非流动资产合计	2,672	3,143	3,564	3,905	营业外支出	4	1	1	1
资产合计	9,328	11,014	13,080	15,363	利润总额	-285	-138	115	327
短期借款	184	1,074	2,002	2,690	所得税	-68	3	-2	-6
应付票据	606	346	432	538	净利润	-217	-141	117	334
应付账款	1,575	1,992	2,460	3,028	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	-217	-141	117	334
合同负债	747	1,502	1,895	2,385	NOPLAT	-291	-143	156	408
其他应付款	63	40	40	40	EPS (摊薄)	-1.81	-1.18	0.98	2.78
一年内到期的非流动负债	44	30	30	30					
其他流动负债	654	743	840	962					
流动负债合计	3,873	5,727	7,699	9,672					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	453	453	453	453					
非流动负债合计	453	453	453	453					
负债合计	4,326	6,180	8,152	10,125					
归属母公司所有者权益	4,962	4,795	4,888	5,197					
少数股东权益	40	40	40	40					
所有者权益合计	5,002	4,834	4,928	5,237					
负债和股东权益	9,328	11,014	13,080	15,363					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-559	-76	258	515
现金收益	-188	32	365	655
存货影响	-52	-643	-562	-691
经营性应收影响	-325	-311	-465	-582
经营性应付影响	706	135	554	674
其他影响	-700	711	367	460
投资活动现金流	93	-606	-580	-530
资本支出	-514	-637	-620	-568
股权投资	1	0	0	0
其他长期资产变化	606	31	40	38
融资活动现金流	201	855	866	591
借款增加	188	876	928	688
股利及利息支付	-2	-13	-83	-149
股东融资	40	0	0	0
其他影响	-25	-8	21	52

主要财务比率				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	16.3%	23.5%	26.2%	25.8%
EBIT 增长率	-486.1%	-63.3%	-209.0%	161.6%
归母公司净利润增长率	-192.6%	-35.0%	-183.0%	184.8%
获利能力				
毛利率	25.6%	25.0%	25.8%	26.7%
净利率	-4.6%	-2.4%	1.6%	3.6%
ROE	-4.3%	-2.9%	2.4%	6.4%
ROIC	-7.8%	-2.5%	2.3%	5.3%
偿债能力				
资产负债率	42.5%	43.4%	46.4%	56.1%
债务权益比	13.6%	32.2%	50.4%	60.6%
流动比率	1.7	1.4	1.2	1.2
速动比率	1.3	1.0	0.9	0.8
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转天数	85	88	86	86
应付账款周转天数	150	148	148	147
存货周转天数	165	161	169	170
每股指标 (元)				
每股收益	-1.81	-1.18	0.98	2.78
每股经营现金流	-4.66	-0.63	2.15	4.30
每股净资产	41.35	39.96	40.73	43.31
估值比率				
P/E	-34	-52	63	22
P/B	1	2	2	1
EV/EBITDA	-341	2,508	242	135

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。