

# 汽车电子领域优质标的，内外兼修，成长可期

## ——科博达（603786）深度报告

分析师： 郑连声

SAC NO: S1150513080003

2020年09月28日

汽车——汽车零部件

### 证券分析师

郑连声

022-28451904

zhengls@bhq.com

陈兰芳

SACNo: S1150520090001

022-23839069

chenlf@bhq.com

评级:

增持

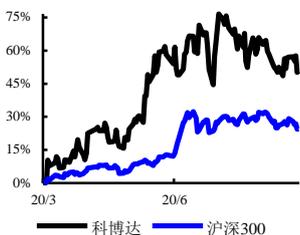
上次评级:

目标价格:

最新收盘价:

70.31

### 最近半年股价相对走势



### 相关研究报告

### 投资要点:

#### ● 公司客户结构优质，盈利能力强

1) 公司是国内领先的汽车智能、节能电子部件制造商，主营业务覆盖汽车照明控制系统、电机控制系统、能源管理系统和车载电器与电子等领域，核心客户包括大众集团、戴姆勒、捷豹路虎、一汽及上汽大众等数十家全球知名整车厂商，客户结构优质。公司已成为上汽大众、奥迪、一汽-大众和保时捷的 A 级供应商。2) 目前公司收入的一半以上来自于照明控制系统，其中，2019 年照明控制系统收入占比 52.90%，车载电器与电子业务收入占比由 2015 年的 13.24% 提升至 2019 年的 22.55%。公司盈利能力较强，近几年毛利率始终在 33% 以上，净利率维持在 15% 以上。

#### ● 汽车电子领域优质标的，内外兼修，成长可期

1) 产品技术优势与优质客户资源有望助力公司产品配套持续保持好于汽车行业的较快增长。2) 受益于电动智能化浪潮，汽车电子市场前景广阔，公司有望趁势实现持续快速增长。其中，作为国内光源控制器领域领先企业，公司有望持续受益于 LED 车灯渗透率持续提升带来的量利齐升机会。电机控制系统/能源管理系统/车载电器与电子业务依靠产品与客户持续双向开发有望实现持续较快增长。目前公司在手订单较为充足，AGS/能源管理业务/电磁阀/USB 充电器等新产品将助力公司持续成长。中长期看，公司将坚守核心竞争力，通过“设计平台化、技术标准化、产品系列化、市场全球化”，加大现有主导产品的产能扩张，提高市场占有率，充分利用规模效应，实现产业规模的内生式稳步增长。3) 公司将充分利用资本市场工具，通过产业并购和资本联合，优化资源配置，实现产业规模的外延式跨越增长，最终实现资本有效增值和公司价值最大化。

#### ● 盈利预测，首次覆盖给予“增持”评级

综上分析，我们预计公司 2020-22 年实现营业收入 32.13/38.93/48.18 亿元，同比增长 9.97%/21.16%/23.74%，实现归母净利润 4.99/6.03/7.74 亿元，同比增长 5.07%/20.83%/28.33%，EPS 为 1.25/1.51/1.93 元/股，对应 2020-22 年 PE 为 56/47/36 倍，公司是纯正汽车电子标的，产品与客户开拓双向发力，订单较为充足，成长性可期，首次覆盖给予“增持”评级。

**风险提示：**国内外疫情控制低于预期；汽车产销低迷超预期；产品与客户开发低于预期；电子元器件与结构件涨价超预期；期间费用控制低于预期

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	2,675	2,922	3,213	3,893	4,818
(+/-)%	24%	9%	10%	21%	24%
经营利润 (EBIT)	560	552	576	705	890
(+/-)%	40%	-1%	4%	22%	26%
归母净利润	483	475	499	603	774
(+/-)%	44%	-2%	5%	21%	28%
每股收益 (元)	1.34	1.19	1.25	1.51	1.93

**表：三张表及主要财务指标**

资产负债表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	281	227	643	584	723	营业收入	2675	2922	3213	3893	4818
应收票据	210	87	132	194	194	营业成本	1729	1922	2157	2585	3161
应收账款	598	786	880	995	1282	营业税金及附加	9	17	19	20	27
应收款项融资	0	142	142	142	142	销售费用	51	56	64	97	125
预付款项	8	9	11	14	17	管理费用	160	167	161	191	236
其他应收款	15	7	10	15	15	研发费用	170	192	212	257	318
存货	693	643	709	907	1119	财务费用	6	8	4	3	-2
合同资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	-18	-19	-20	-20	-21
划分为持有待售的资产	0	0	0	0	0	信用减值损失	0	-9	1	1	1
其他流动资产	7	10	13	18	28	公允价值变动净收益	0	3	0	0	0
可供出售金融资产	0	0	0	0	0	其他收益	17	26	40	40	41
长期股权投资	161	196	196	196	196	投资净收益	47	43	20	20	20
固定资产	559	561	602	665	747	资产处置收益	1	0	0	0	0
在建工程	45	58	79	105	127	营业利润	597	606	637	781	993
工程物资	0	0	0	0	0	营业外收支净额	1	2	2	2	2
无形资产	108	114	92	69	46	税前利润	598	607	639	783	995
长期待摊费用	19	18	16	14	13	减：所得税	70	70	73	99	118
资产总计	2748	3934	4622	5070	5917	净利润	528	538	565	684	877
短期借款	310	50	307	93	94	归属于母公司的净利润	483	475	499	603	774
应付票据	7	6	6	9	10	少数股东损益	44	63	66	81	103
应付账款	282	346	355	449	535	基本每股收益	1.34	1.19	1.25	1.51	1.93
预收款项	2	2	3	5	6	稀释每股收益	1.34	1.19	1.25	1.51	1.93
应付职工薪酬	61	63	63	63	63	财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
应交税费	42	36	36	36	36	成长性					
其他应付款	18	18	18	18	18	营收增长率	23.8%	9.2%	10.0%	21.2%	23.7%
其他流动负债	7	0	0	0	0	EBIT 增长率	39.7%	-1.3%	4.4%	22.4%	26.2%
长期借款	0	0	0	0	0	净利润增长率	44.4%	-1.7%	5.1%	20.8%	28.3%
负债合计	778	575	842	726	816	盈利性					
股东权益合计	1970	3359	3780	4344	5101	销售毛利率	35.4%	34.2%	32.9%	33.6%	34.4%
现金流量表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率	18.1%	16.3%	15.5%	15.5%	16.1%
净利润	528	538	565	684	877	ROE	24.5%	14.1%	13.2%	13.9%	15.2%
折旧与摊销	76	107	63	66	70	ROIC	21.64%	14.34%	12.48%	13.88%	15.10%
经营活动现金流	372	562	387	389	385	估值倍数					
投资活动现金流	-163	-1142	-80	-110	-130	PE	52.4	59.2	56.38	46.66	36.4
融资活动现金流	-131	523	109	-338	-117	P/S	9.5	9.6	8.8	7.2	5.8
现金净变动	81	-53	416	-59	139	P/B	12.85	8.38	7.44	6.48	5.52
期初现金余额	199	280	227	643	584	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	0.4%
期末现金余额	280	227	643	584	723	EV/EBITDA	40.0	41.1	42.3	34.9	28.0

## 目 录

1.公司客户结构优质，盈利能力强.....	7
1.1 公司业务情况：产品多元，客户结构优质.....	7
1.2 公司财务情况：经营较快增长，盈利能力强.....	10
2.汽车电子领域优质标的，内外兼修，成长可期.....	14
2.1 深耕汽车电子领域，产品与客户发力助推公司成长.....	14
2.2 公司资本结构合理，现金流充裕，存外延扩张预期.....	27
3.估值讨论与盈利预测 .....	28

## 图 目 录

图 1: 公司主要产品 .....	7
图 2: 公司终端客户 .....	8
图 3: 公司业务范围 .....	8
图 4: 公司股权结构 .....	8
图 5: 公司前五大客户销售额及占比 .....	9
图 6: 公司前五大客户销售额占比 (2018, %) .....	9
图 7: 公司主要业务对应产品销量 (万只) .....	10
图 8: 公司细分产品销量 (万只) .....	10
图 9: 公司产品产销率 .....	10
图 10: 公司产品产能利用率 .....	10
图 11: 公司营收情况 .....	11
图 12: 公司净利润情况 .....	11
图 13: 公司主营业务收入情况 (万元) .....	11
图 14: 公司照明控制系统收入占比过半 (2019) .....	11
图 15: 公司照明控制系统收入主要来自自主光源与辅助光源控制器 .....	12
图 16: 公司国内外收入情况 (亿元) .....	12
图 17: 公司海外收入主要来自欧洲 (亿元) .....	12
图 18: 公司毛利率与净利率 .....	13
图 19: 公司 ROE (摊薄) 与 ROA .....	13
图 20: 可比公司毛利率比较 .....	13
图 21: 可比公司净利率比较 .....	13
图 22: 可比公司总资产周转率比较 (次) .....	14
图 23: 可比公司存货周转率比较 (次) .....	14
图 24: 公司研发投入情况 .....	14
图 25: 公司研发费用细分情况 (亿元) .....	14
图 26: 德日系合资品牌表现明显好于其他品牌 .....	15
图 27: 大众在华战略积极, 积极转型电动化 .....	15
图 28: 汽车电子在成本中占比 .....	16
图 29: 全球汽车电子占整车成本比例 .....	16
图 30: 中国汽车电子市场规模 .....	16
图 31: 全球汽车电子市场规模 .....	16
图 32: 车灯发展历程 .....	17
图 33: 国内汽车前照灯 LED 渗透率比较 .....	18
图 34: 国内汽车车灯市场结构 .....	18
图 35: 汽车车灯产品均价比较 .....	18
图 36: 汽车 LED 日间行车灯装配率持续提升 .....	18
图 37: 国内 LED 配套市场规模 .....	19
图 38: 国内 LED 车灯市场占比持续提升 .....	19
图 39: 公司照明控制系统收入主要来自自主光源与辅助光源控制器 .....	19
图 40: 中国汽车车灯市场规模 .....	20
图 41: 全球汽车车灯市场规模 .....	20

图 42: 汽车照明行业产业链 .....	20
图 43: 公司主要照明控制系统产品销量持续增长 (万只) .....	20
图 44: 公司主光源与辅助光源控制器全球市场份额持续提升 .....	21
图 45: 公司 LED 主光源控制器放量高增, 营收占比大幅提升 .....	21
图 46: 公司 IPO 募投项目投产后将缓解公司照明控制系统产能瓶颈 .....	22
图 47: 公司 HID 主光源控制器 .....	23
图 48: 公司 LED 主光源控制器 .....	23
图 49: 公司主要产品占大众集团及关联公司同类产品采购总额比例 (2018) .....	23
图 50: 公司电机控制系统营收走势 (万元) .....	25
图 51: 公司能源管理系统营收走势 (万元) .....	25
图 52: 公司 AGS 已获订单以及项目定点 .....	25
图 53: IPO 项目提升电机控制与能源管理系统产能 (万套) .....	25
图 54: 公司车载电器与电子业务营收走势 (万元) .....	26
图 55: 公司车载电器与电子业务主要产品及配套情况 .....	26
图 56: 公司电磁阀占车载电器与电子业务的比重持续上行 (万元) .....	26
图 57: 公司 IPO 项目大幅扩建 USB 充电器产能 .....	26
图 58: 公司车载 USB 充电器产品陆续获得项目定点 .....	26
图 59: 公司在手订单及商品存货情况 .....	27
图 60: 公司订单及新产品新客户开发情况 .....	27
图 61: 公司资产负债率低 .....	28
图 62: 公司经营性现金流净额情况 .....	28
图 63: 公司积极关注外延并购机会 .....	28

## 表 目 录

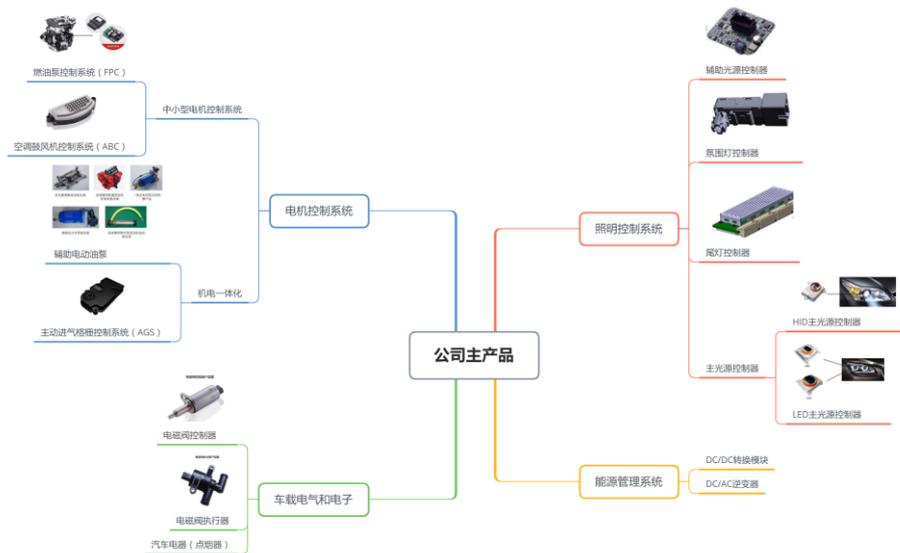
表 1: 公司主要生产基地情况 .....	9
表 2: 公司各类产品及应用品牌 .....	15
表 3: 公司前五大客户配套销售额整体较快增长 .....	15
表 4: 不同车灯产品比较 .....	17
表 5: 公司照明控制系统产品主要销售合同情况 .....	21
表 6: 公司已取得提名信或协议的照明控制系统在研项目 .....	22
表 7: 公司照明控制系统定点项目情况 .....	22
表 8: 公司分业务预测 .....	29
表 9: A 股可比公司估值比较 .....	30

## 1.公司客户结构优质，盈利能力强

### 1.1 公司业务情况：产品多元，客户结构优质

科博达是国内领先的汽车智能、节能电子部件制造商，主营业务覆盖汽车照明控制系统、电机控制系统、能源管理系统和车载电器与电子等领域，主要产品包括主光源控制器、辅助光源控制器、氛围灯控制器、中小型电机控制系统、机电一体化、DC/DC 转换模块、DC/AC 逆变器、电磁阀等，核心客户主要包括大众集团(包括其下属子公司奥迪公司、保时捷汽车、宾利汽车和兰博基尼汽车)、戴姆勒、捷豹路虎、一汽及上汽大众等数十家全球知名整车厂商。公司已先后成为上汽大众、奥迪公司、一汽大众和保时捷汽车的 A 级供应商，是少数几家进入国际知名整车厂商全球配套体系，同步开发汽车电子部件的中国本土公司，在全球汽车电子尤其是汽车照明电子领域中享有较高的知名度。

图 1：公司主要产品



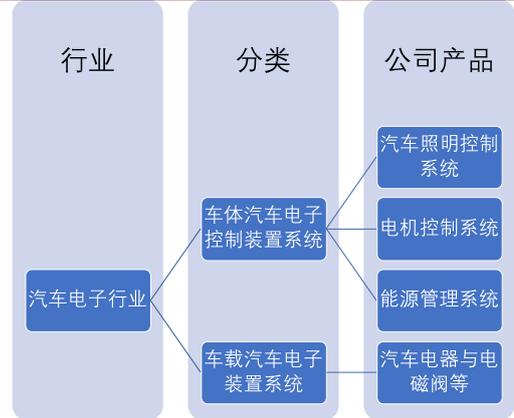
资料来源：招股说明书，渤海证券

图 2: 公司终端客户



资料来源: 公司官网, 招股说明书, 渤海证券

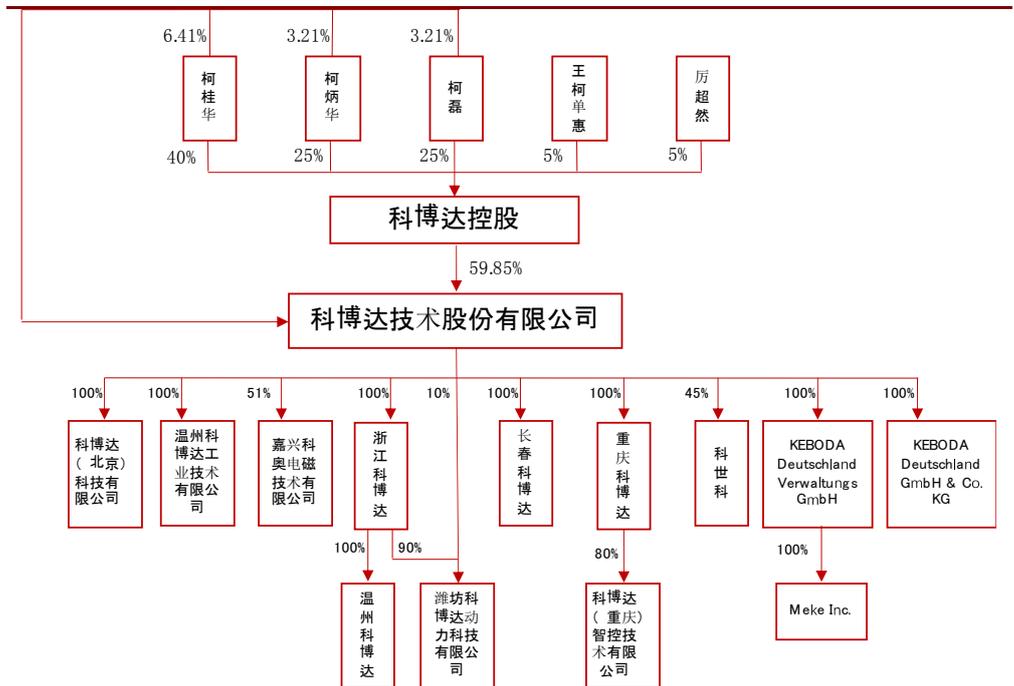
图 3: 公司业务范围



资料来源: 招股说明书, 渤海证券

公司控股股东为科博达投资控股有限公司, 公司实际控制人为柯桂华与柯炳华。董事长及总裁柯桂华通过直接持股 (6.41%) 和间接持股 (28.09%) 持有公司 34.50% 的股份, 副董事长及副总裁柯炳华通过直接持股 (3.21%) 和间接持股 (15.78%) 持有公司 18.99% 的股份。加上一致行动人柯磊, 公司整体股权结构比较集中, 有利于公司决策的有效执行以及整体经营的稳定。

图 4: 公司股权结构



资料来源: 公司年报, 招股说明书, 渤海证券

公司共有五个主要生产基地, 除位于上海自贸区的总部外, 分布在浙江嘉兴、温州和重庆。其中, 浙江嘉兴有浙江科博达和嘉兴科奥两个生产基地, 主营汽车电子、机电和汽车电磁的研发与生产, 上海、温州及重庆的生产基地分别研发生产汽车电子、汽车电器与汽车传感器。此外, 公司与德国 Kromberg&Schubert 合

资设立的科世科汽车部件（平湖）有限公司，主营线束产品。

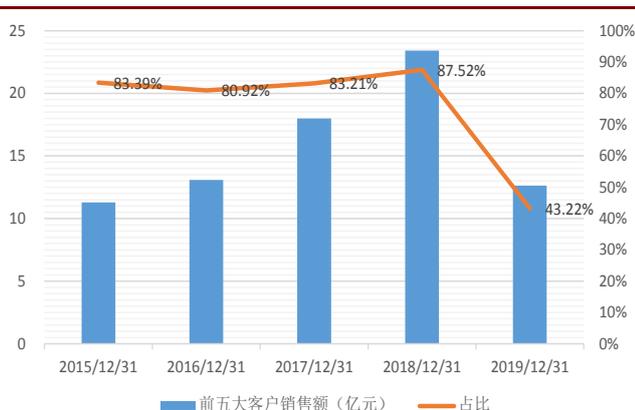
表 1: 公司主要生产基地情况

生产基地	成立时间	住所	主营业务与产品
科博达（上海）总部	2003	上海浦东	汽车电子相关产品的研发、生产和销售
浙江科博达工业有限公司	2009	浙江省嘉兴经济技术开发区	汽车电子、机电及相关产品的研发、生产和销售
温州科博达汽车部件有限公司	2012	温州市经济技术开发区	汽车电器及相关产品的研发、生产和销售
科博达重庆汽车电子有限公司	2007	重庆市沙坪坝区	汽车洗涤系统、燃油输送模块、液位传感器、小功率直流电机等
嘉兴科奥电磁技术有限公司	2013	浙江省嘉兴市经济技术开发区	汽车电磁及相关产品的研发、生产和销售

资料来源：招股说明书，公司官网，渤海证券

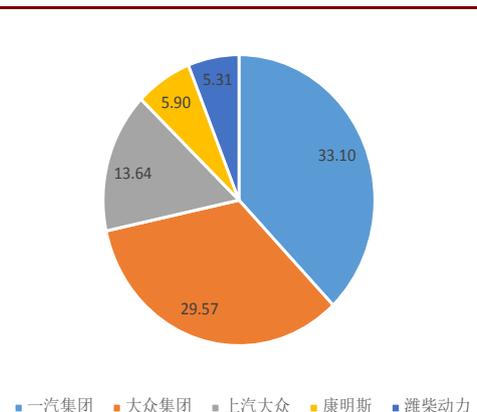
公司拥有众多国内外一流整车厂客户，并与主要终端用户保持了长期紧密的合作关系。其中，公司核心客户包括大众集团（包括其下属子公司奥迪公司、保时捷汽车、宾利汽车和兰博基尼汽车）、戴姆勒、捷豹路虎、一汽集团及上汽大众等数十家全球知名整车厂商，已先后成为上汽大众、奥迪公司、一汽大众和保时捷汽车的 A 级供应商。具体来看，公司前五大终端客户分别为一汽集团、大众集团、上汽大众、康明斯与潍柴动力，对应销售额从 2015 年的 11.28 亿元增长到 2018 年的 23.41 亿元，占比超 80%，其中，2018 年达到 87.52%。2019 年公司前五大客户销售额仅为 12.63 亿元，占比降至 43.22%，显示公司在客户多元化上取得了不错成效，有助于降低客户结构过于集中的经营风险。

图 5: 公司前五大客户销售额及占比



资料来源：公司公告，渤海证券

图 6: 公司前五大客户销售额占比（2018，%）

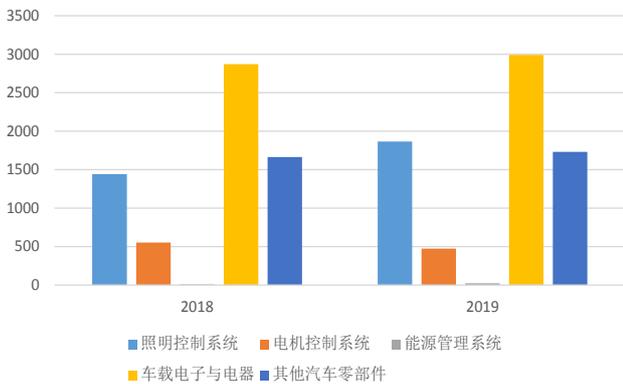


资料来源：公司公告，渤海证券

近几年公司各类产品销量实现快速增长，其中核心产品主光源控制器销量由 2016 年的 398 万只增长至 2018 年的 741 万只，年复合增速 36.45%；辅助光源

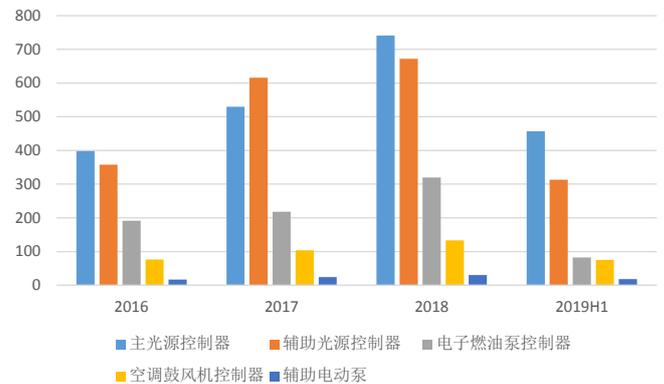
控制器销量从 2016 年的 358 万只增长至 2018 年的 672 万只，年复合增速 37.01%；其他产品如电子燃油泵控制器/空调鼓风机控制器/辅助电动泵的同期年复合增速分别为 29.44%/32.29%/32.84%。随着公司规模持续扩张，公司产销率与产能利用率指标整体处于正常水平。

图 7：公司主要业务对应产品销量（万只）



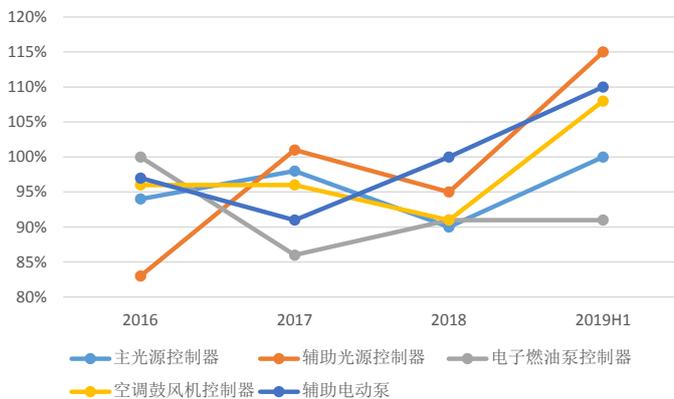
资料来源：公司公告，渤海证券

图 8：公司细分产品销量（万只）



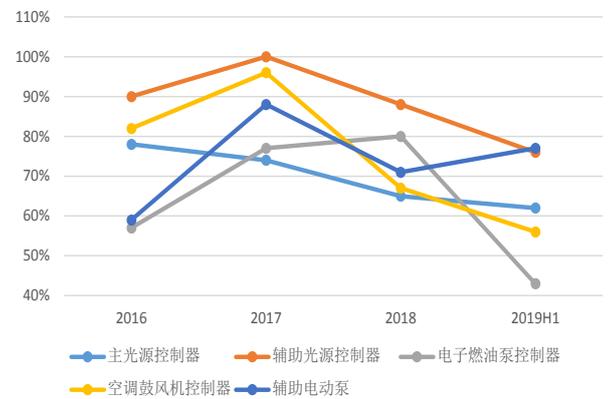
资料来源：公司招股书，渤海证券

图 9：公司产品产销率



资料来源：公司招股说明书，渤海证券

图 10：公司产品产能利用率

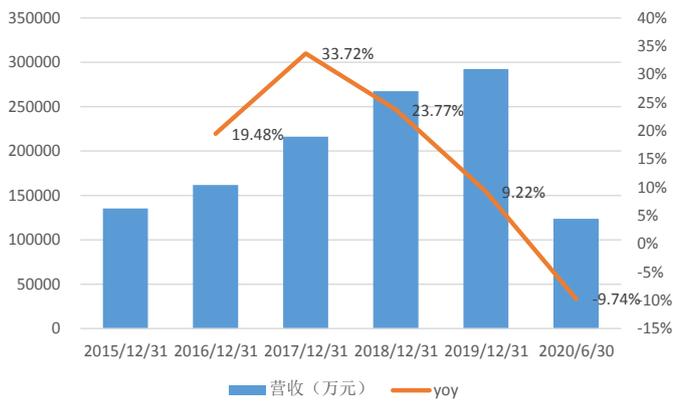


资料来源：公司招股说明书，渤海证券

## 1.2 公司财务情况：经营较快增长，盈利能力强

公司营收快速增长，近五年复合增长率 21.23%，其中，2019/2020H1 实现营收 29.22/12.37 亿元，同比变动+9.22%/-9.74%，今年上半年受疫情影响致收入下滑。公司净利润近五年复合增速为 16.58%，其中，2019/2020H1 净利润 5.38/2.34 亿元，同比变动+1.94%/-2.44%，表现明显好于下游汽车产销走势。

图 11: 公司营收情况



资料来源: 公司公告, 渤海证券

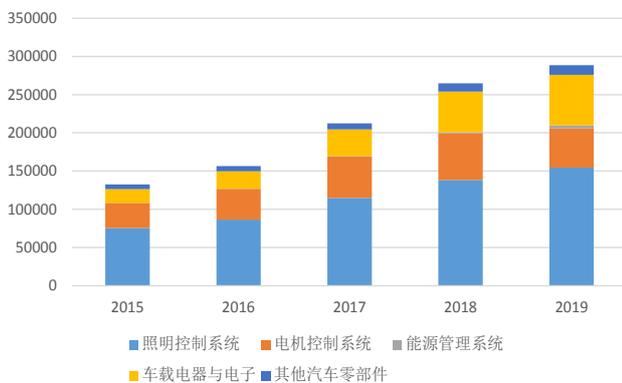
图 12: 公司净利润情况



资料来源: 公司公告, 渤海证券

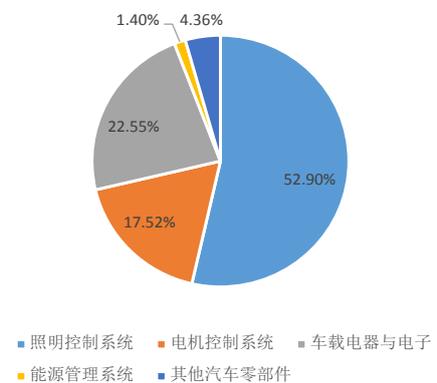
分业务看, 2015-19 年公司照明控制系统收入年复合增速 19.60%, 车载电器与电子业务年复合增速 38.50%, 两大业务是公司收入增长的主要贡献力量。结构上, 目前公司收入的一半以上来自于照明控制系统, 其中, 2019 年照明控制系统收入占比 52.90%, 而车载电器与电子业务收入占比由 2015 年的 13.24% 提升至 2019 年的 22.55%, 电机控制系统占比降至 2019 年的 17.52%。

图 13: 公司主营业务收入情况 (万元)



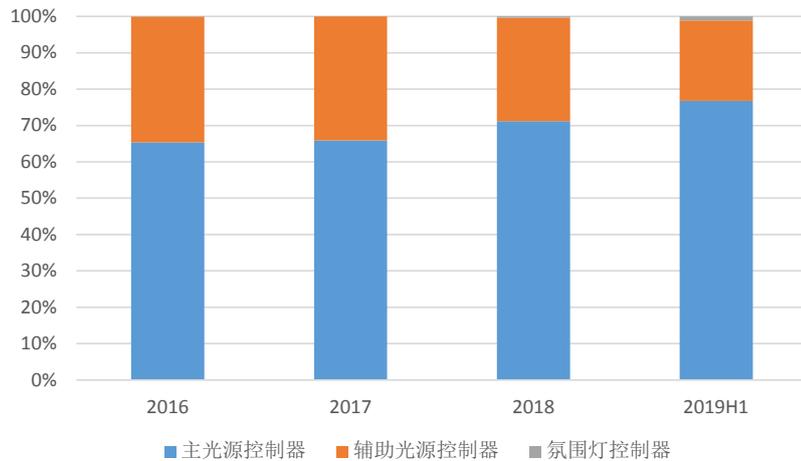
资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 14: 公司照明控制系统收入占比过半 (2019)



资料来源: Wind, 渤海证券

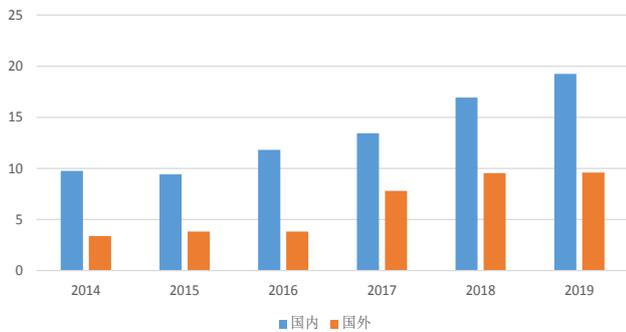
图 15: 公司照明控制系统收入主要来自自主光源与辅助光源控制器



资料来源: 招股说明书, 渤海证券

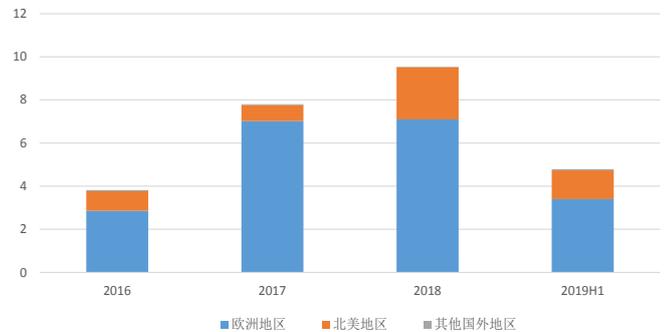
从地区业务看, 2014-19 年公司海外收入年复合增速为 23.13%, 高于同期的整体营收复合增速 (16.76%), 对应占比从 2014 年的 25.19% 提升至 2019 年的 32.85%, 尽管期间有波动, 但整体走势向上。因此, 公司海外市场的持续拓展成为公司收入增长的重要贡献力量。海外收入结构中, 欧洲占据近 3/4, 是公司海外收入的主要来源。2018/2019H1 北美地区收入占整体营收比重不到 10%, 因此, 整体来看, 中美经贸摩擦对公司经营影响整体有限。

图 16: 公司国内外收入情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 渤海证券

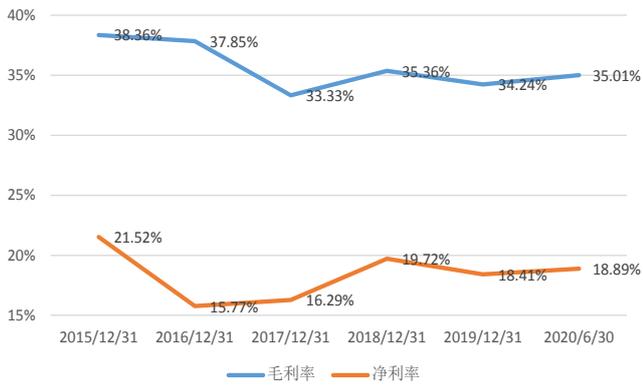
图 17: 公司海外收入主要来自欧洲 (亿元)



资料来源: 公司公告, 渤海证券

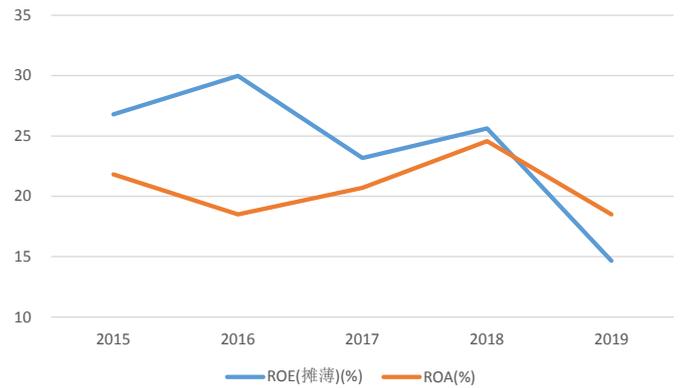
**公司盈利能力较强:** 近几年销售毛利率始终维持在 33% 以上, 销售净利率维持在 15% 以上, 均高于车灯领域的星宇股份与通宝光电。ROE (摊薄) 近几年呈现波动下降的走势, 最新 2019 年为 14.65%, 略低于星宇。

图 18: 公司毛利率与净利率



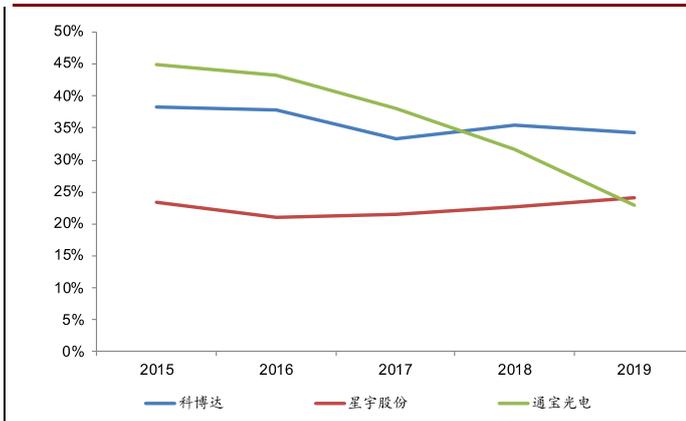
资料来源: Wind, 渤海证券

图 19: 公司 ROE (摊薄) 与 ROA



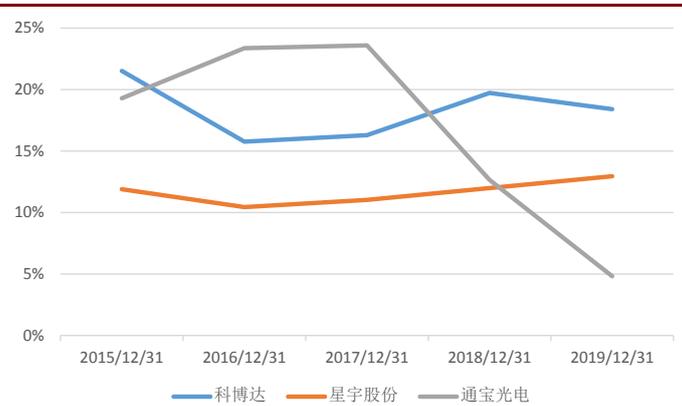
资料来源: Wind, 渤海证券

图 20: 可比公司毛利率比较



资料来源: Wind, 渤海证券

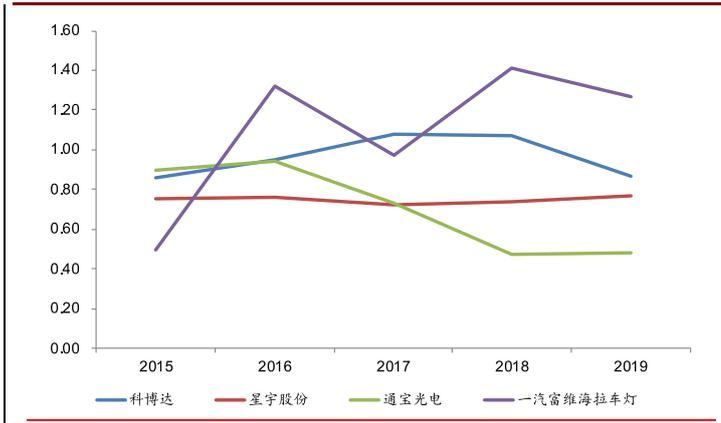
图 21: 可比公司净利率比较



资料来源: Wind, 渤海证券

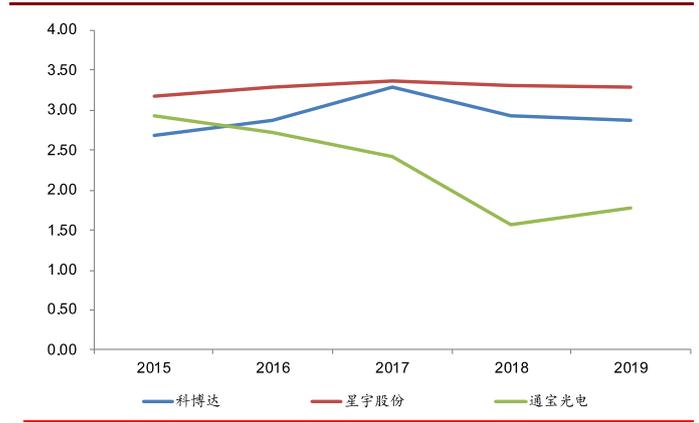
从营运能力指标看, 2019 年公司总资产周转率为 0.87, 同比有所下滑, 高于星宇股份的 0.77 和通宝电光的 0.48。2019 年公司存货周转率为 2.87, 近两年呈小幅下降趋势, 星宇股份平稳在 3.3 左右, 2019 年通宝电光为 1.78。综合来看, 公司营运能力较强。

图 22: 可比公司总资产周转率比较 (次)



资料来源: wind、渤海证券

图 23: 可比公司存货周转率比较 (次)



资料来源: wind、渤海证券

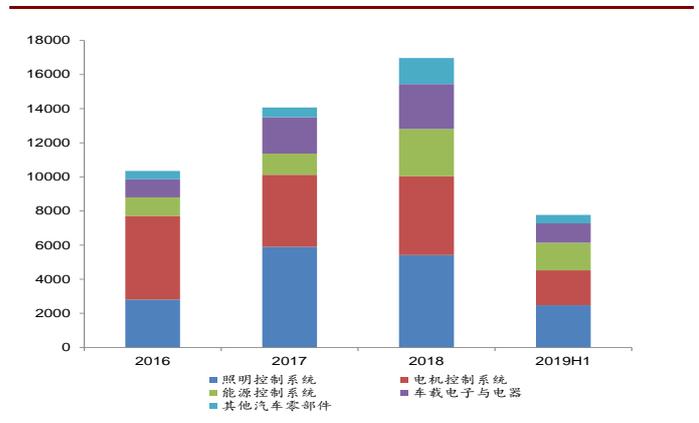
公司注重产品研发, 研发费用从 2015 年的 0.9 亿元不断增长至 2019 年的 1.92 亿元, 年复合增速 20.96%, 对应公司研发投入占同年营收比例均在 6% 以上, 最新 2020H1 升至 7.60%。具体来看, 照明控制系统与电机控制系统的研发费用占据主要部分 (2018 年占比 59%), 而 2016-18 年能源控制系统、车载电子与电器及其他汽车零部件业务的研发费用快速增长, 显示公司持续推进产品多元化, 从而将助推公司未来经营持续增长。

图 24: 公司研发投入情况



资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 25: 公司研发费用细分情况 (亿元)



资料来源: 招股说明书, 渤海证券

## 2. 汽车电子领域优质标的, 内外兼修, 成长可期

### 2.1 深耕汽车电子领域, 产品与客户发力助推公司成长

公司所属行业为汽车电子行业, 产品主要配套大众、奥迪、保时捷、捷豹路虎、奔驰等国际车企, 近几年公司前五大客户配套销售额均保持了较快增长, 为公司经营持续增长提供了重要支撑。在德日系等中高端及豪华品牌表现优于整体的消费升级背景下, 依靠优质的客户资源, 未来公司产品配套有望持续保持好于汽车

行业的较快增长。

表 2: 公司各类产品及应用品牌

产品类型	主要产品	主要应用品牌
照明控制系统	主光源控制器: HID 主光源控制器、LED 主光源控制器	大众、奥迪、保时捷、宾利、斯柯达、捷豹、路虎等
	辅助光源控制器	大众、奥迪、保时捷、斯柯达、西雅特等
	氛围灯控制器	大众等
电机控制系统	中小型电机控制系统: 燃油泵控制系统 (FPC)、空调鼓风机控制系统 (ABC) 等	大众、奥迪、斯柯达等
	机电一体化: 辅助电动油泵、主动进气格栅控制系统 (AGS) 等	康明斯、潍柴动力、东风轻发等
能源管理系统	DC/DC 转换模块、DC/AC 逆变器等	奔驰等
车载电器与电子	汽车电器: 点烟器、洗涤器、预热器等; 电磁阀: 电磁阀控制器、电磁阀执行器	大众、斯柯达、标致雪铁龙、上汽通用、比亚迪等
其他汽车零部件	线束、卡箍等	大众、奥迪、奔驰、标致雪铁龙等

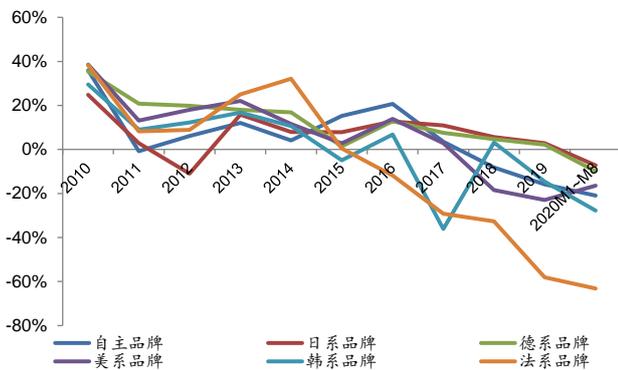
资料来源: 招股说明书, 渤海证券

表 3: 公司前五大客户配套销售额整体较快增长

年份	一汽集团	大众集团	上汽大众	康明斯	潍柴动力
2015	0.70%	9.83%	6.86%	23.69%	-35.48%
2016	7.37%	5.19%	51.98%	51.39%	38.92%
2017	5.72%	109.57%	25.48%	17.06%	56.66%
2018	34.65%	21.00%	67.16%	16.19%	6.72%

资料来源: 招股说明书, 渤海证券

图 26: 德日系合资品牌表现明显好于其他品牌



资料来源: Wind, 渤海证券

图 27: 大众在华战略积极, 积极转型电动化

**一汽-大众2025战略**

- 将推出第三品牌-捷达, 与原有的大众品牌、奥迪品牌形成“三驾马车”的合力, 更大程度满足市场需求。2018-2019年一汽-大众将迎来公司史上最密集的新产品投放期, 预计到2020年, 将推出近30款新产品。具体来看, 2018年共有11款新品投放, 其中大众品牌7款, 奥迪品牌4款; 2019年到目前为止投放了途昂X、途铠、Polo Plus、探歌、捷达VA3/VS5等新车型。产品方面, 未来大众的SUV产品线将由之前的三款(途观、途昂、途锐)翻倍至目前的七款(途观、途昂、途锐、途铠、探歌、探岳、探影), 根据规划到2020年有望达12款(预计含MEB平台车型)。
- 新能源战略将成为一汽-大众未来发展的重点, 将极大的扩充产品线, 并大力发展新能源汽车, 深耕新能源领域, 持续扩大市场份额。
- 在移动出行方面, 一汽-大众力争在全国一批重点城市移动出行达到市场前三, 车联网前装率达到100%, 为用户提供更多元化、智能化的出行解决方案。

**大众在华SUV战略**

- 大众品牌发布了在华SUV战略, 未来大众将在 SUV 方面发起三波攻势。在第一波攻势中, 大众品牌会在 2018 年在中国市场投放 4 款新车, 其中两款车型针对中国市场打造, 只在中国发售; 第二波攻势为 2019 年推出的三款车型, 在 2020 年的第三波攻势中, 还将推出三款车型。

**大众集团新能源战略**

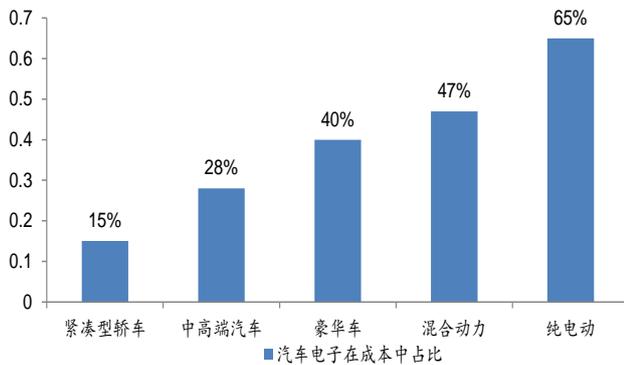
- 大众集团发布了名为“Roadmap E”的全新新能源战略, 规划到2025年要向全球提供约300万辆新能源汽车, 而消费潜力巨大的中国市场占150万辆。
- 到2025年, 大众中国计划与合资企业在电动化方面共投约100亿欧元。2022年中国率先投放ID. VIZZION, ID. 系列将至少推出4款国产电动SUV, MEB平台到2025年, 大众汽车品牌希望能够在至少投放10款MEB平台车型。

资料来源: 盖世汽车网等, 渤海证券

从全球范围来看, 随着汽车技术不断升级, 汽车智能化浪潮来临, 汽车电子在整车成本中的比例从 2000 年的 25% 增长到 2015 年的约 40%, 预计 2020 年将升

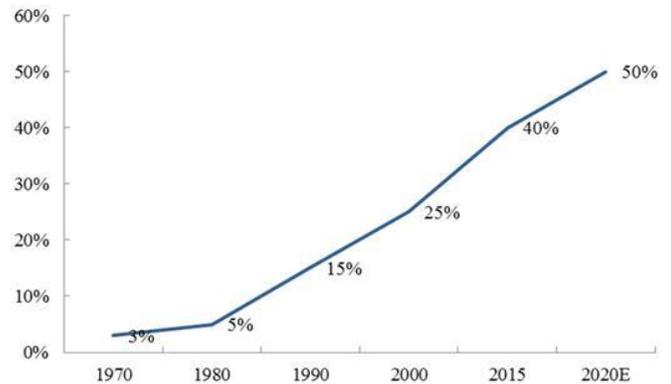
至 50%，呈快速提升态势。同时，汽车电子成本占比随着汽车档次升高而上升，豪华车与紧凑车型占比相差 25%；新能源汽车占比偏高，纯电动汽车占比最高为 65%，混动汽车为 47%。因此，随着汽车电动化智能化趋势的持续快速推进，消费升级需求持续释放，未来汽车电子渗透率有望快速提升。

图 28: 汽车电子在成本中占比



资料来源: 前瞻产业研究院, 公司招股书, 渤海证券

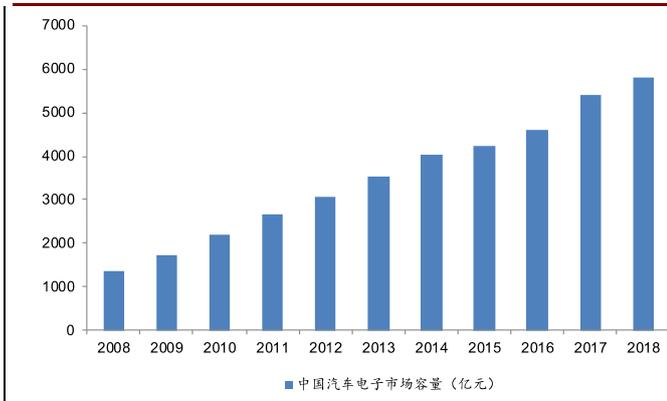
图 29: 全球汽车电子占整车成本比例



资料来源: 公司招股书, 渤海证券

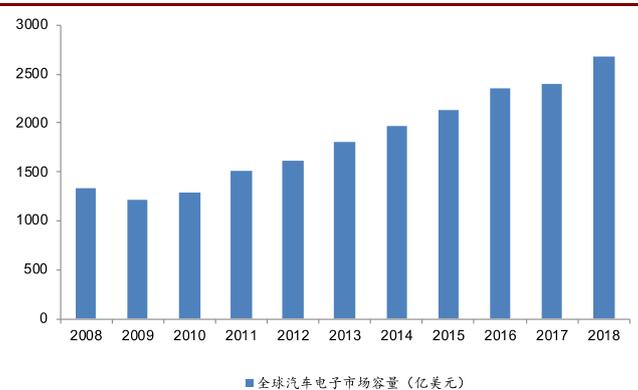
汽车电子市场发展迅速，2008 年至 2018 年，全球市场规模从 1340 亿美元增至 2676 亿美元，年复合增长率 7.16%，高于全球汽车销量 3.36% 的增速；国内市场从 1354 亿元增长至 5800 亿元，复合增长率 15.66%，高于国内汽车销量 11.59% 的增速。随着消费升级下汽车电子配置率持续提升，电子化配置率高的新能源汽车市场快速增长，汽车电子市场发展前景广阔。根据智研咨询、前瞻产业研究院预测，2022 年全球汽车电子规模预计将达 3379 亿美元，对应 2018-22 年复合增速 6%，2022 年我国汽车电子市场规模预计将达 7100 亿元，对应 2018-22 年复合增速 5%，仍将高于下游汽车产销微增长的水平。

图 30: 中国汽车电子市场规模



资料来源: 前瞻产业研究院, 公司招股书, 渤海证券

图 31: 全球汽车电子市场规模

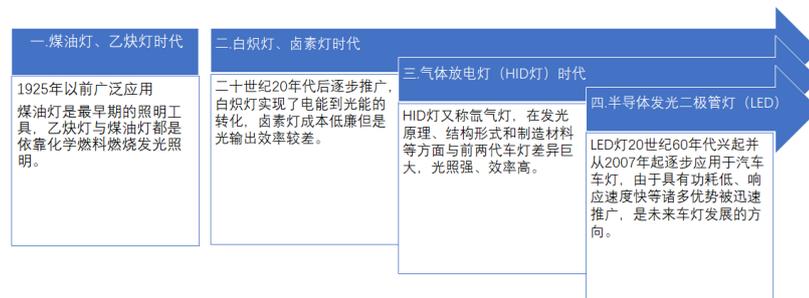


资料来源: 中国产业信息网, 智研咨询, 渤海证券

## 汽车照明控制系统

车灯作为汽车的重要部件，起着照明与提供驾驶信号的作用，对驾驶安全至关重要。车灯产品经历了煤油灯/乙炔灯时代和白炽灯/卤素灯时代，正逐步向氙气灯和 LED 灯升级。与白炽灯的发光原理不同，氙气灯依靠高压击穿惰性气体电离发光，LED 灯依靠二极管通电发光。相比于卤素灯、氙气灯，LED 灯有光照效果更强、能耗更低、响应速度更快、使用寿命更长等优点，已经成为行业未来发展的方向。

图 32: 车灯发展历程



资料来源: Wind, 招股说明书, 渤海证券

表 4: 不同车灯产品比较

车灯种类	发光原理	发光效率	使用寿命	优点	缺点
煤油灯、乙炔灯	煤油、乙炔的燃烧	-	-	-	发光效率低，光照强度、稳定性和耐用性较差
白炽灯、卤素灯	灯丝通电加热到白炽状态	17-33 流明/瓦	350-500 小时	成本低廉	光输出效率低下、使用寿命短、射照距离有限
气体放电灯（HID）	高压击穿惰性气体电离发光	50-100 流明/瓦	2000-3000 小时	光照强度高、色温高、穿透力强，流明是卤素灯的 3 倍	启动耗时长，5-7 秒才能到达全光输出
半导体发光二极管灯（LED）	半导体发光二极管通电发光	50-200 流明/瓦	20000-100000 小时	功耗低、响应速度快、使用寿命长	技术壁垒高、造价成本高

资料来源: 通宝光电招股书, 中国产业信息网, 渤海证券

**LED 化助力车灯行业量价齐升，优质龙头公司充分受益。**欧盟从 2011 年起强制安装（LED 为主导的）日间行车灯，并从 2018 年 9 月 1 日开始禁止销售卤素灯系列产品。当前，海外成熟市场 LED 渗透率超过 30%，相比之下，国内汽车车灯市场中卤素灯为主流占据约 65% 的份额，而 HID 灯与 LED 灯的渗透率分别仅为 25% 和 10% 左右，尤其是自主品牌渗透率更低。根据智研咨询数据，2019 年中国 LED 配套市场规模为 171 亿元，2016-19 年复合增速达 10.62%，明显高于整体车灯，对应占比持续提升至 34.5%。因此，随着消费升级趋势下 LED 车灯

渗透率的持续提升（以 LED 日间行车灯为例，渗透率确实在持续提升），未来国内 LED 车灯市场增长空间大。

同时，LED 车灯价格远高于卤素灯与氙气灯（HID），对应利润率也更高，因此，随着 LED 渗透率提升，车灯行业的盈利能力也将持续提升。整体来看，在车灯市场量价提升逻辑的带动下，产业链优质龙头公司有望充分受益。

图 33: 国内汽车前照灯 LED 渗透率比较

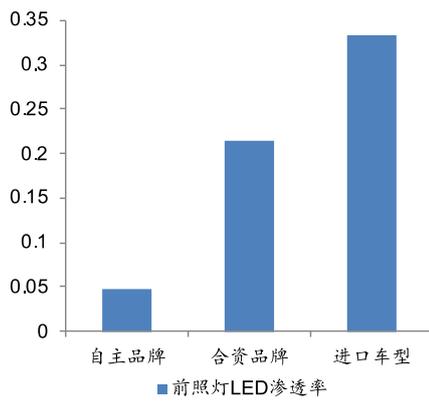


图 34: 国内汽车车灯市场结构

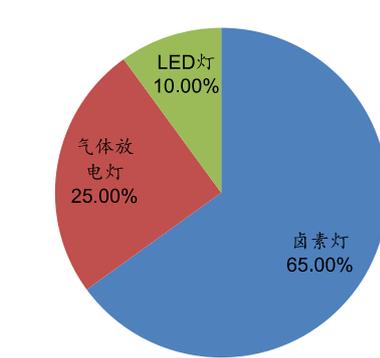
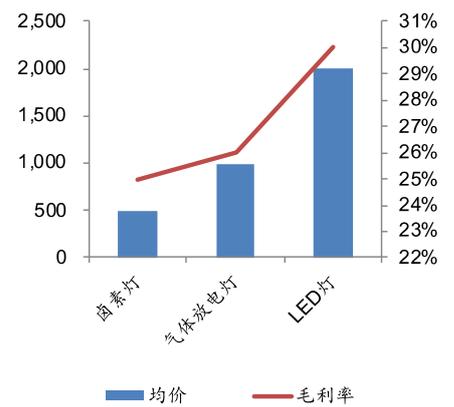


图 35: 汽车车灯产品均价比较



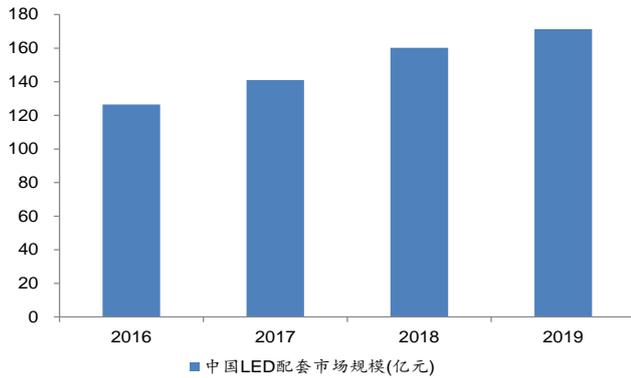
资料来源: 中国报告网, 渤海证券

图 36: 汽车 LED 日间行车灯装配率持续提升



资料来源: 易车研究院, 渤海证券

图 37: 国内 LED 配套市场规模



资料来源: 智研咨询, 中国产业信息网, 渤海证券

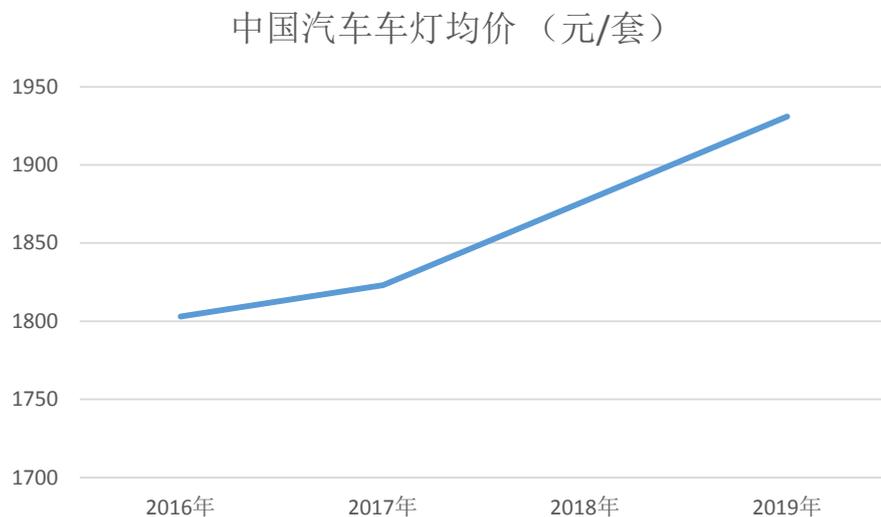
图 38: 国内 LED 车灯市场占比持续提升



资料来源: 智研咨询, 中国产业信息网, 渤海证券

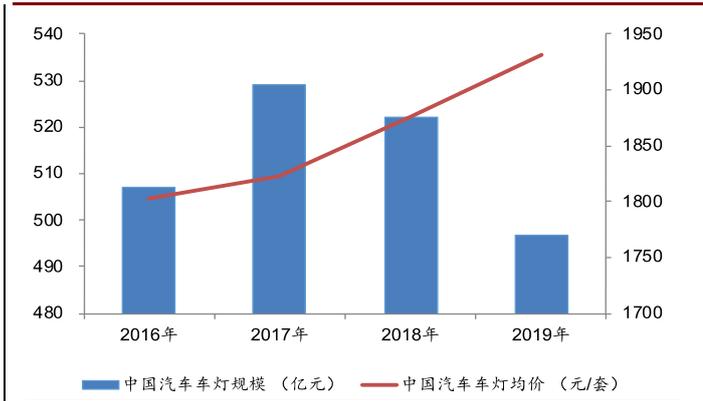
**车灯市场规模:** 汽车车灯市场规模与汽车销量联动, 主要为配合新车的定制型产品, 目前车灯单车配套价值在 1500-2500 元左右, 随着性能更优的 LED 车灯渗透率的持续提升, 未来车灯配套价值有望持续上升。根据智研咨询数据, 2019 年, 中国汽车车灯市场规模为 496.67 亿元, 受汽车产销下滑影响同比下降 4.85%, 我们判断, 未来车灯跟随汽车产销保持稳健增长, 其中, LED 车灯增长将明显高于整体。2018 年全球汽车车灯市场规模为 317 亿美元, 近五年复合增速 12.77%, 预计未来随着汽车产销复苏亦有望保持稳健增长, LED 车灯将是增长亮点。

图 39: 公司照明控制系统收入主要来自自主光源与辅助光源控制器



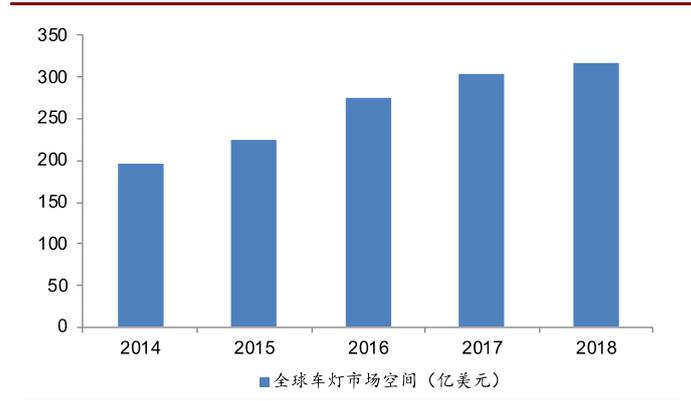
资料来源: 智研咨询, 中国产业信息网, 渤海证券

图 40: 中国汽车车灯市场规模



资料来源: 智研咨询, 中国产业信息网, 渤海证券

图 41: 全球汽车车灯市场规模



资料来源: 智研咨询, 中国产业信息网, 渤海证券

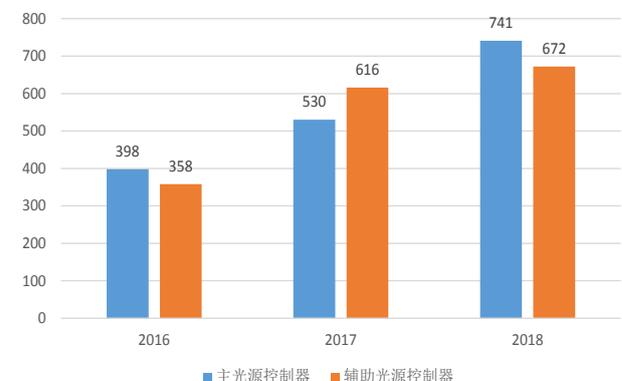
公司第一大主业照明控制系统是汽车照明产业链上游的重要组成部分, 在车灯成本构成中占比较高, 随着新产品与新项目持续开发, 公司照明控制系统收入实现较快增长, 2018 年公司生产的主光源控制器和辅助光源控制器在全球市场市占率分别达到 5.26%/4.77%, 且近年来市场份额持续提升, 其中, LED 主光源控制器 2016 年批量供货以来高速增长, 2016-18 年复合增速高达近 7 倍, 占公司主光源控制器的营收比重从 2016 的 1.81% 大幅提升至 2019H1 的 83.98%。科博达是少数几家进入国际知名整车厂商全球配套体系, 同步开发汽车电子部件的中国本土公司, 作为国内光源控制器领域领先企业, 公司将受益于车灯行业整体的 LED 化及智能化产品升级。未来凭借产品技术与市场优势, 公司积极开发的 LED 光源控制器有望持续快速增长, 整体市场份额有望持续提升。目前公司 LED 主光源控制器、LED 辅助光源控制器、LED 氛围灯控制器均已量产, LED 尾灯控制器获得宝马的提名信, 整体订单较为充足, 随着 IPO 募投产能释放, 未来公司 LED 光源控制器业务增长值得期待。随着 LED 光源控制器占比持续提升, 照明控制系统业务利润率有望持续稳步提升。

图 42: 汽车照明行业产业链



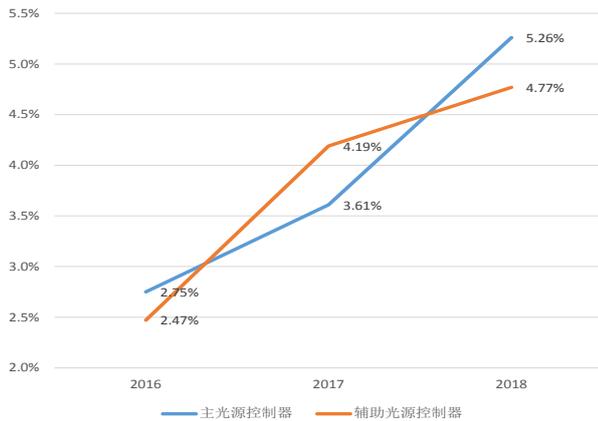
资料来源: 公司招股书, 渤海证券

图 43: 公司主要照明控制系统产品销量持续增长 (万只)



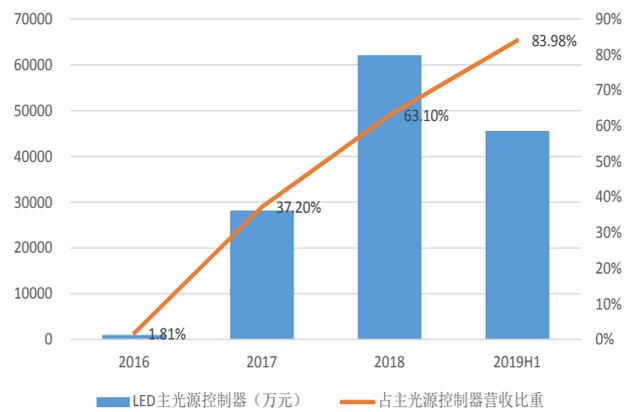
资料来源: 公司招股书, 渤海证券

图 44: 公司主光源与辅助光源控制器全球市场份额持续提升



资料来源: 公司招股书, 渤海证券

图 45: 公司 LED 主光源控制器放量高增, 营收占比大幅提升



资料来源: 公司招股书, 渤海证券

表 5: 公司照明控制系统产品主要销售合同情况

客户	供货产品	合同期限
奥迪公司	HID 主光源控制器	2010 年 1 月 29 日起生效
Lumileds Germany GmbH	车灯零部件	自 2011 年 11 月 15 日生效, 有效期自动延长
Lumileds Germany GmbH	车灯零部件	自 2014 年 5 月 21 日生效, 有效期自动延长
Automotive Lighting		
Jihlava,s.r.o	车灯零部件	2012 年 4 月 2 日起生效
保时捷	LED 日间行车灯控制器	2013 年 9 月 26 日起生效
	车灯零部件 (型号:	
奥迪公司	LTM211)	2013 年 10 月 15 日起生效
	车灯零部件 (型号:	
奥迪公司	LTM111)	2014 年 1 月 15 日起生效
嘉兴海拉	车灯零部件	2014 年 5 月 10 日起生效
嘉兴海拉	车灯零部件	2014 年 8 月 25 日起生效
保时捷	LED 主光源控制器	2015 年 12 月 1 日起生效
一汽大众、长春一汽富维海拉	LED 控制器	2015 年 12 月 5 日起生效
一汽大众、成都一汽富维海拉	LED 控制器及 HID 控制器	2015 年 12 月 5 日起生效
一汽大众、成都一汽富维海拉	LED 控制器	2015 年 12 月 5 日起生效
保时捷	LED 主光源控制器	2016 年 11 月 20 日起生效
		2019 年 1 月 18 日至 2021 年 1 月 17 日, 可延长两次有效期 (每
华域视觉	车灯零部件	次 2 两年)
一汽大众	LED 驱动器	2017 年 3 月 21 日起生效
Valeo Iluminacion S.A.U.	车灯零部件	2017 年 3 月 31 日起生效
Valeo Iluminacion S.A.U.	车灯零部件	2017 年 9 月 4 日起生效
Valeo Iluminacion S.A.	车灯零部件	2017 年 9 月 7 日起生效

资料来源: 招股说明书, 渤海证券

表 6: 公司已取得提名信或协议的照明控制系统在研项目

在研产品	产品类别	未来面向终端客户	未来面向品牌	未来应用技术领域	备注
LLP G3、LLP MIN2	主光源控制器	大众集团	保时捷、大众、斯柯达、西雅特等	主要用于汽车全 LED 大灯模组、矩阵式前大灯及转向、日行灯控制	
LDU	主光源控制器	雷诺	雷诺	主要用于汽车全 LED 大灯模组、前大灯及转向、日行灯控制	2021 量产
LDM112	辅助光源控制器	大众集团	保时捷、大众、斯柯达、西雅特等	主要用于汽车全 LED 大灯模组、矩阵式前大灯及转向、日行灯控制	
RGB	氛围灯控制器	一汽大众、上汽大众	大众	主要用于汽车内部氛围照明控制器	
RLM	尾灯控制器	宝马	宝马	主要用于汽车全 LED 尾灯模组、尾灯控制及转向	2021 量产
RLT110/110A	触读阅灯控制器	上汽大众	大众	用于车内阅读照明用	
SLC1541	智能灯控	上汽大众	大众	汽车内饰智能灯组，内置多个灯光场景的剧本，并与导航，语音助手，抬头显示等设备结合，以灯光动态效果的方式，实现车与驾驶员，及车与乘客之间的信息交互	

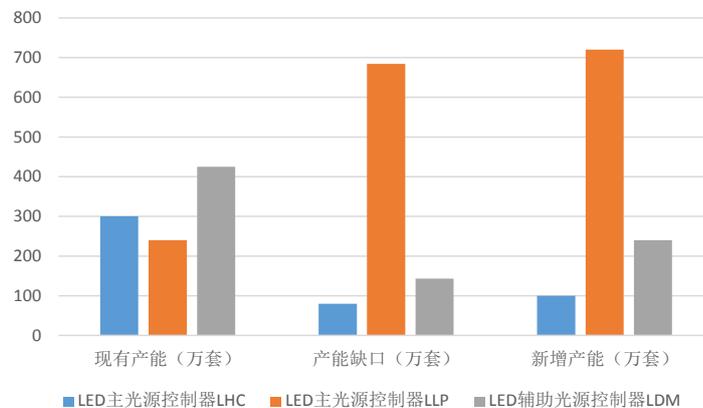
资料来源：招股说明书，公司公告，渤海证券

表 7: 公司照明控制系统定点项目情况

客户	配套项目	公布报告期	备注
大众	主光源控制器项目	2019	全球平台
大众	氛围灯控制器项目	2019	全球平台
福特	主光源控制器项目	2019	全球平台
德国大众/上汽大众/一汽-大众	智能光源项目	2020H1	共 12 个新定点项目

资料来源：公司公告，渤海证券

图 46: 公司 IPO 募投项目投产后将缓解公司照明控制系统产能瓶颈



资料来源：招股说明书，渤海证券

产品方面，公司主光源控制系统优势突出，集中于生产前沿车灯产品，HID 主光源控制器应用于氙气灯，LED 主光源控制器应用于 LED 前大灯。公司无汞 HID 电子镇流器达到国际先进水平，快速、稳定、安全且寿命超 3000 小时，获得奥迪 Q7 项目定点；公司曾获保时捷集成式/矩阵式 LED 主光源控制器的开发权，产品 LED 主光源控制器安全等级为 ASIL B，可实现高精度、全方位的车灯调整，被应用于大众旗下多个品牌。另外，氛围灯控制器与尾灯控制器经过持续开发也陆续拿到客户订单，实现量产供货。

图 47: 公司 HID 主光源控制器



资料来源: 公司招股书, 渤海证券

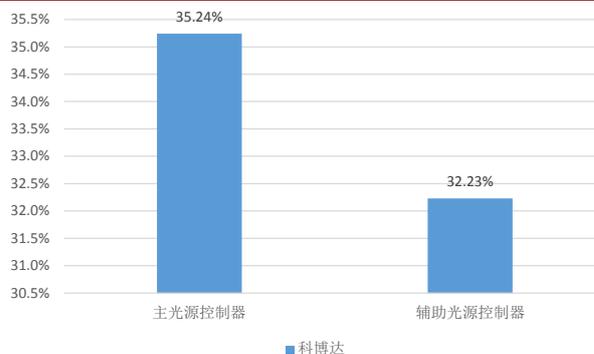
图 48: 公司 LED 主光源控制器



资料来源: 公司招股书, 渤海证券

公司与主要客户大众集团（包括其下属子公司奥迪公司、保时捷汽车、宾利汽车和兰博基尼汽车）、上汽大众和一汽-大众保持着紧密稳定的合作关系，合作时间超过 10 年。2019 年，公司获得福特的光源控制器定点项目，首次进入美系汽车全球市场，还获得了大众的主光源控制器项目及氛围灯控制器定点项目。目前公司是大众汽车光源控制器的主要提供者，2018 年公司主光源与辅助光源控制器分别占大众集团同类产品采购量的 35%和 32%。目前公司深度绑定大众，配套产品与项目多，同时公司也在积极开发戴姆勒、宝马、PSA、雷诺、日产、福特等客户，实现配套客户多元化，一方面提升公司配套广度，打开公司成长空间；另一方面可以降低公司单一配套客户集中度过高的风险。

图 49: 公司主要产品占大众集团及关联公司同类产品采购总额比例（2018）



资料来源: 招股说明书, 渤海证券

## 电机控制系统、能源管理系统及车载电器与电子业务

电机控制系统、能源管理系统与照明控制系统都属于车体汽车电子控制装置系统，需要和汽车上其他机械系统进行配合使用，直接影响汽车的整车性能和安全性。

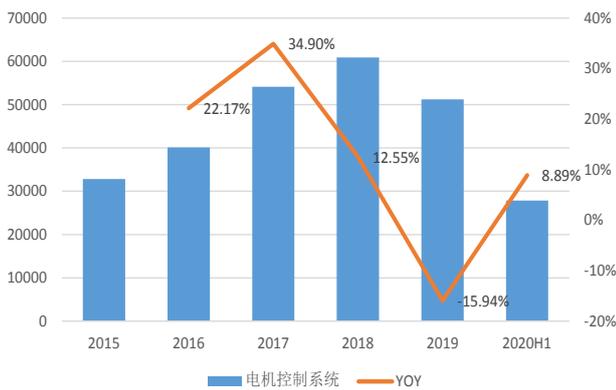
首先，公司**电机控制系统产品**主要为两大类：一类是中小型电机控制系统，包括燃油泵控制系统（FPC）、空调鼓风机控制系统（ABC）等，主要配套乘用车，客户为大众、奥迪、斯柯达等；另一类是机电一体化产品，包括辅助电动油泵、主动进气格栅控制系统（AGS）等，辅助电动泵主要用于柴油发动机低压燃油系统，客户为康明斯、潍柴动力、道依茨（大连）、玉柴、一汽锡柴等。

随着汽车电子配置率持续提升，为了实现各种电子功能，车用电机需求越来越多。目前平均每辆车电机使用量在 30-40 个，部分高端车型电机使用量可达 80 个。我们判断，未来车用电机市场将受益于汽车电动化与智能化趋势而实现持续增长。其中，随着安全性、舒适性和环保性等要求的日益提高，**汽车空调、电动燃油泵等的装配率越来越高，与之配套的智能化汽车电机控制器亦将迎来同步较快增长。**

公司电机控制系统业务近两年营收增长明显放缓，其中，2019 年收入下滑 15.94%，预计主要是受到下游汽车产销下滑的影响。目前公司的燃油泵控制系统、空调鼓风机控制系统以及辅助电动泵均已量产，**未来公司将大力发展主动进气格栅控制系统（AGS）、变量机油泵、电子节气门等机电一体化新产品，孕育新的利润增长点。**其中，AGS 已获订单并已经量产。

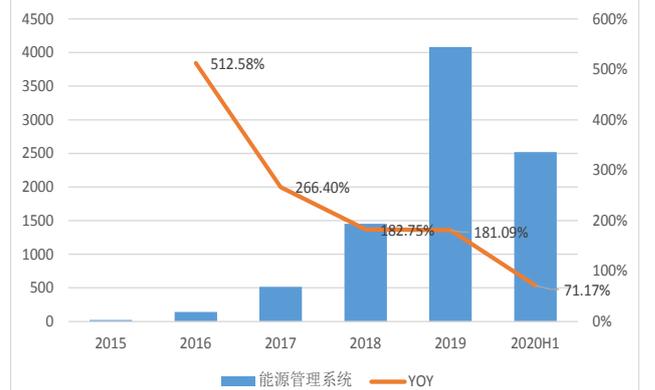
其次，公司**能源管理系统产品**主要为 DC/DC 转换模块、DC/AC 逆变器等，其中 DC/DC 转换模块作为公司重点发展产品，已与 TDK 开展合作，为知名整车厂商生产 DC/DC 转换模块。**DC/DC 转换模块是新能源汽车的重要部件**，可将电动车中高压电池的直流电转换为隔离的 12V 直流电，实现高压电池包向低压蓄电池和低压电器的供电，以及低压蓄电池向高压母线上逆变器输入电容的预充电，替代传统汽车 12V 电池发电机。目前大众集团、奥迪公司、长安汽车、吉利汽车等整车厂商将陆续推出多个装配 DC/DC 转换模块的新能源车型，为高压 DC/DC 变换器孕育了广阔的市场空间。因此，未来新能源汽车市场的快速发展将持续带动公司能源管理系统业务的快速增长。2016 年以来，公司能源管理系统业务实现了连年的高速增长，其中，2019/2020H1 收入达到 4083.32/2519.67 万元，同比增长 181.09%/71.17%、未来随着公司加快开发产品（比如 48V 逆变器、车载充电模块 OBC 等新产品）与客户从而实现规模效应，该项业务将逐步贡献盈利（目前毛利率为负）。

图 50: 公司电机控制系统营收走势 (万元)



资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 51: 公司能源管理系统营收走势 (万元)



资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 52: 公司 AGS 已获订单以及项目定点

AGS

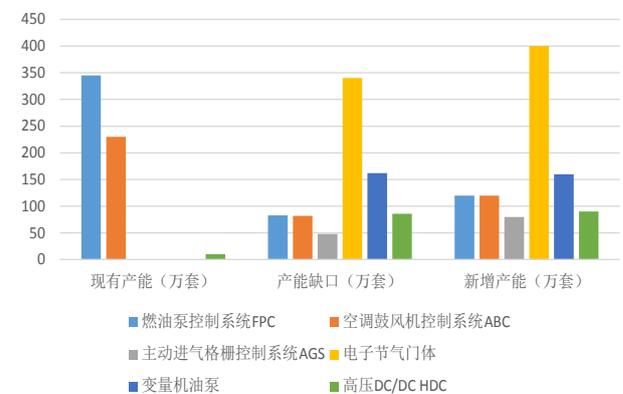
- 功能: 1) 低温时采用AGS可以减少暖机时间达到降低油耗的目的; 2) 高速时采用AGS可以减少整车风阻, 提高动力性。整体来看, AGS对商用车节能减排效果显著, 随着国六排放标准的实施, 近期成为商用车企业关注的重点产品

订单

- 已获得福特汽车的主动进气格栅系统 (AGS) 项目, 并已于2019年4月底实现量产
- 2020H1: 获得长安福特、长城等客户4个新定点项目, 预计整个生命周期内订单量250万只以上
- 公司与劳士顿针对国内商用车市场开展战略合作, 开拓国六商用车AGS市场应用

资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 53: IPO 项目提升电机控制与能源管理系统产能 (万套)

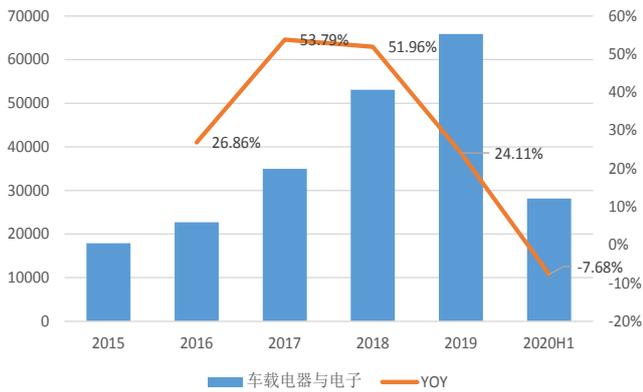


资料来源: 公司招股书, 渤海证券

最后, **车载电器与电子业务**属于车载汽车电子装置系统, 即在汽车环境下能够独立使用的电子装置, 与汽车本身性能并无直接关系。公司车载电器与电子产品包括电磁阀 (电子阀控制器、电磁阀执行器) 和汽车电器 (电压器、洗涤器、预热器等), 其中电磁阀控制器、电磁阀执行器、点烟器销售额较高, 为主要产品。

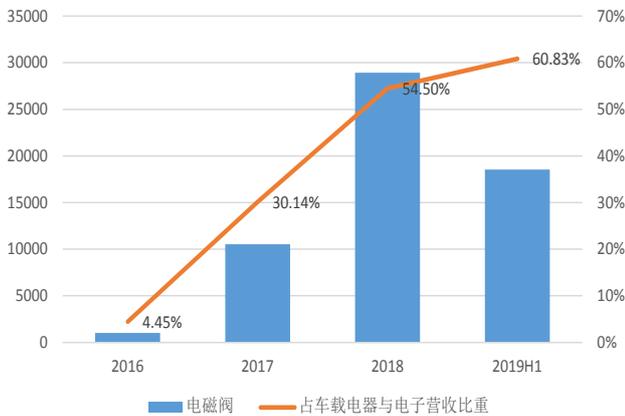
近几年公司的车载电器与电子业务持续快速增长, 2015-19 年营收年复合增速 38.50%, 其中, 电磁阀产品 2016 年以来连续高速增长, 收入占比持续提升至 2020H1 的 60.83%, 成为车载电器与电子业务快速增长的主要贡献力量。未来随着积极开发新客户与新项目, 公司车载电器与电子业务有望实现较快增长。

图 54: 公司车载电器与电子业务营收走势 (万元)



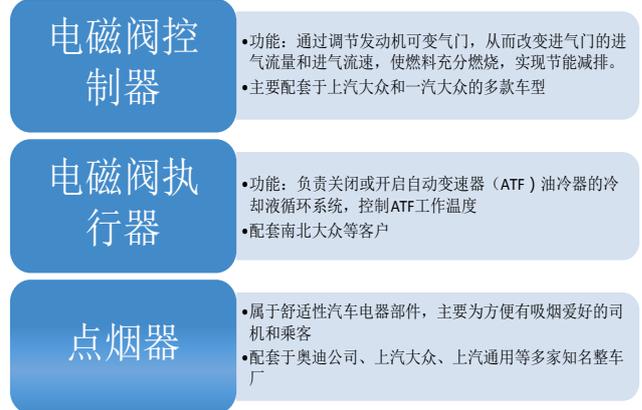
资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 56: 公司电磁阀占车载电器与电子业务的比重持续上行 (万元)



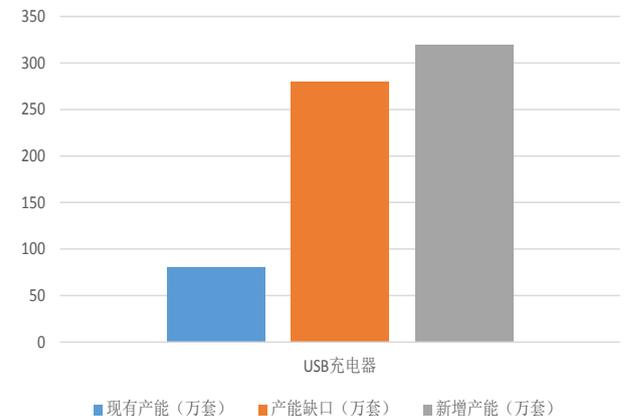
资料来源: 公司招股书, 渤海证券

图 55: 公司车载电器与电子业务主要产品及配套情况



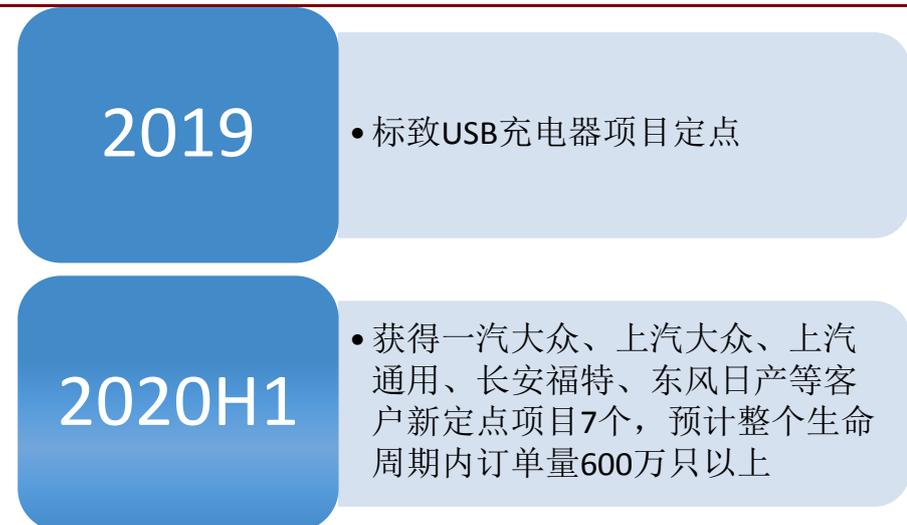
资料来源: 公司招股书, 渤海证券

图 57: 公司 IPO 项目大幅扩建 USB 充电器产能



资料来源: 公司招股书, 渤海证券

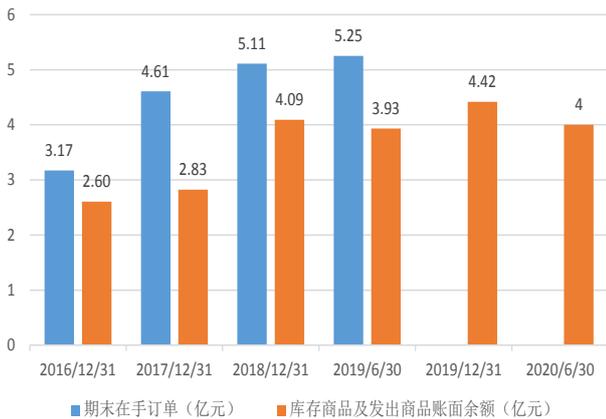
图 58: 公司车载 USB 充电器产品陆续获得项目定点



资料来源: 公司招股书, 渤海证券

总结来看，一方面，公司通过加大研发投入，不断开发新产品，持续提升产品竞争力；另一方面，积极开发非大众系客户，实现客户配套多元化。因此，依靠产品与客户双向开发，公司在手订单较为充足，助推公司持续增长。对于未来方向，公司将坚守核心竞争力，通过“设计平台化、技术标准化、产品系列化、市场全球化”，加大现有主导产品的产能扩张，提高市场占有率，充分利用规模效应，实现产业规模的内生式稳步增长。

图 59: 公司在手订单及商品存货情况



资料来源：公司公告，渤海证券

图 60: 公司订单及新产品新客户开发情况



资料来源：公司公告，渤海证券

## 2.2 公司资本结构合理，现金流充裕，存外延扩张预期

公司负债率低，最新 2020H1 资产负债率降至 9.34%，资产结构健康；同时，依靠大众、戴姆勒、宝马、PSA、福特、日产及康明斯等优质的客户渠道，公司经营规模持续扩大，回款情况较好，2018 年以来经营性现金流净额在面临国内车市持续下滑以及国内外疫情影响的情况下仍实现了持续逆势大幅增长。

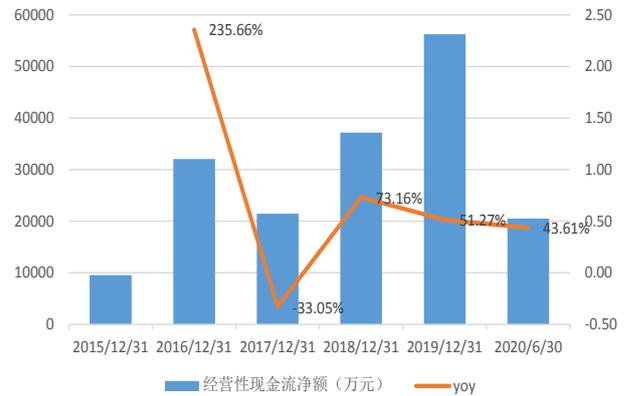
整体来看，公司经营状况较好。对于未来，除了依靠内生式增长外，公司将充分利用资本市场工具，通过产业并购和资本联合，优化资源配置，实现产业规模的外延式跨越增长，最终实现资本有效增值和公司价值最大化。

图 61: 公司资产负债率低



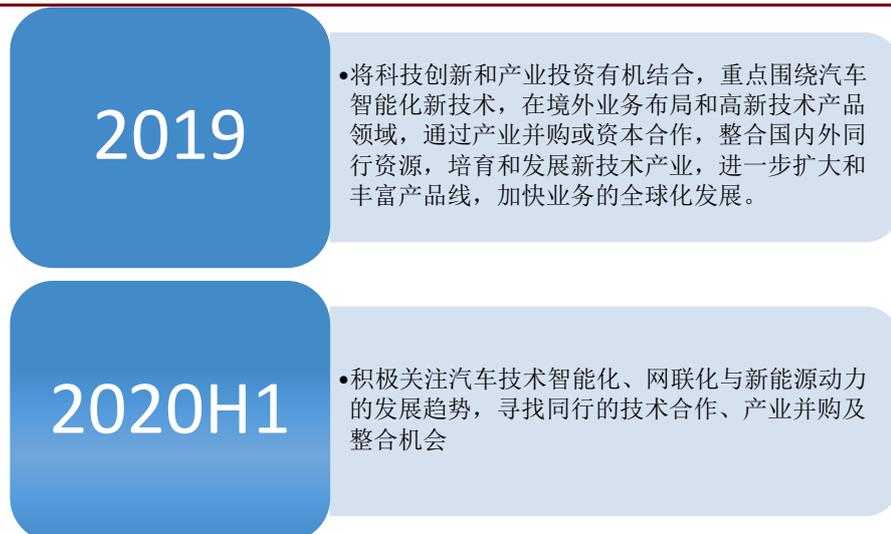
资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 62: 公司经营性现金流净额情况



资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 63: 公司积极关注外延并购机会



资料来源: 公司公告, 渤海证券

### 3.估值讨论与盈利预测

#### 假设条件:

- 1.公司照明控制系统业务稳健较快增长, 能源管理业务/电机控制系统/车载电器与电子业务整体快速增长;
- 2.LED 光源控制器快速增长叠加新业务规模效应逐步显现推动公司毛利率逐步提升;
- 3.公司主要原材料电子元器件与结构件价格无大幅波动, 同时期间费用控制得

当。

表 8: 公司分业务预测

		2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020E	2021E	2022E
照明控制系统	营收 (万元)	115034.90	138369.58	154588.51	170047.36	200655.89	238780.50
	yoy	32.67%	20.28%	11.72%	10%	18%	19%
	营业成本 (万元)	81534.13	93065.66	105765.63	117332.68	137449.28	162370.74
	毛利率	29.12%	32.74%	31.58%	31.00%	31.50%	32.00%
车载电器与电子	营收 (万元)	34940.99	53098.02	65901.24	67878.28	81453.93	98559.26
	yoy	53.79%	51.96%	24.11%	3.00%	20.00%	21.00%
	营业成本 (万元)	21805.19	32701.46	39154.14	40726.97	48465.09	58149.96
	毛利率	37.59%	38.41%	40.59%	40.00%	40.50%	41.00%
电机控制系统	营收 (万元)	54110.46	60902.12	51195.94	56315.53	67578.64	83121.73
	yoy	34.90%	12.55%	-15.94%	10%	20%	23%
	营业成本 (万元)	34664.87	38535.11	33796.32	38294.56	45615.58	55691.56
	毛利率	35.94%	36.73%	33.99%	32.00%	32.50%	33.00%
其他汽车零部件	营收 (万元)	7897.24	10863.44	12742.14	19750.32	25675.41	33378.04
	yoy	16.08%	37.56%	17.29%	55.00%	30.00%	30.00%
	营业成本 (万元)	4266.50	6050.14	8026.78	12245.20	15790.38	20360.60
	毛利率	45.97%	44.31%	37.01%	38.00%	38.50%	39.00%
能源管理系统	营收 (万元)	513.76	1452.67	4083.32	7349.98	13964.95	27929.91
	yoy	266.40%	182.75%	181.09%	80%	90%	100%
	营业成本 (万元)	491.39	1493.45	4245.26	7129.48	11171.96	19550.94
	毛利率	4.35%	-2.81%	-3.97%	3.00%	20.00%	30.00%
其他业务	营收 (万元)	3665.52	2850.25	3702.76			
	yoy						
	营业成本 (万元)	1361.73	1091.09	1164.18			
合计	营收 (万元)	216162.87	267536.08	292213.91	321341.47	389328.83	481769.44
	yoy	33.72%	23.77%	9.22%	9.97%	21.16%	23.74%
	营业成本 (万元)	144123.81	172936.91	192152.31	215728.88	258492.30	316123.80
	毛利率	33.33%	35.36%	34.24%	32.87%	33.61%	34.38%

资料来源: 公司公告, 渤海证券

综上所述, 我们预计公司 2020-22 年实现营业收入 32.13/38.93/48.18 亿元, 同比增长 9.97%/21.16%/23.74%, 实现归母净利润 4.99/6.03/7.74 亿元, 同比增长 5.07%/20.83%/28.33%, EPS 为 1.25/1.51/1.93 元/股, 对应 2020-22 年 PE 为 56/47/36 倍, 公司是纯正汽车电子标的, 产品与客户开拓双向发力, 订单较为充足, 成长性可期, 首次覆盖给予“增持”评级。

表 9: A 股可比公司估值比较

证券代码	证券简称	EPS			PE			PB	
		2020E	2021E	TTM	2020E	2021E	LF	2020E	2021E
601799.SH	星宇股份	3.41	4.28	49.67	44.43	35.35	8.36	7.48	6.45
002920.SZ	德赛西威	0.79	1.09	92.63	89.40	65.05	8.97	8.55	7.75
600741.SH	华域汽车	1.69	2.08	18.38	15.24	12.36	1.68	1.54	1.42
	平均值			53.56	49.69	37.59	6.34	5.86	5.21
603786.SH	科博达	1.25	1.51	59.49	56.38	46.66	8.48	7.44	6.48

资料来源: Wind 一致性预测 (截止 2020 年 9 月 25 日收盘), 渤海证券

**风险提示:** 国内外疫情控制低于预期; 汽车产销低迷超预期; 产品与客户开发低于预期; 电子元器件与结构件涨价超预期; 期间费用控制低于预期

**投资评级说明**

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

**免责声明：**本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券股份有限公司研究所

所长&金融行业研究

张继袖  
+86 22 2845 1845

副所长&产品研发部经理

崔健  
+86 22 2845 1618

计算机行业研究小组

徐中华  
+86 10 6810 4898  
张源  
+86 22 2383 9067

汽车行业研究小组

郑连声  
+86 22 2845 1904  
陈兰芳  
+86 22 2383 9069

机械行业研究

郑连声  
+86 22 2845 1904  
宁前羽  
+86 22 2383 9174

非银金融行业研究

张继袖  
+86 22 2845 1845  
王磊  
+86 22 2845 1802

医药行业研究小组

甘英健  
+86 22 2383 9063  
陈晨  
+86 22 2383 9062  
张山峰  
+86 22 2383 9136

通信行业研究

徐勇  
+86 10 6810 4602

传媒行业研究

姚磊  
+86 22 2383 9065

餐饮旅游行业研究

杨旭  
+86 22 2845 1879

食品饮料行业研究

刘瑀  
+86 22 2386 1670

宏观、战略研究&部门经理

周喜  
+86 22 2845 1972

固定收益研究

朱林宁  
+86 22 2387 3123  
马丽娜  
+86 22 2386 9129  
张婧怡  
+86 22 2383 9130  
李济安  
+86 22 2383 9175

金融工程研究

宋旻  
+86 22 2845 1131  
陈菊  
+86 22 2383 9135  
郭琳姗  
+86 22 2383 9127  
韩乾  
+86 22 2383 9192

金融工程研究

祝涛  
+86 22 2845 1653  
郝惊  
+86 22 2386 1600

策略研究

宋亦威  
+86 22 2386 1608  
严佩佩  
+86 22 2383 9070

博士后工作站

张佳佳 资产配置  
+86 22 2383 9072  
张一帆 公用事业、信用评级  
+86 22 2383 9073

博士后工作站

苏菲 绿色债券  
+86 22 2383 9026  
刘精山 货币政策与债券市场  
+86 22 2386 1439

综合管理

齐艳莉 (部门经理)  
+86 22 2845 1625  
李思琦  
+86 22 2383 9132

机构销售•投资顾问

朱艳君  
+86 22 2845 1995  
王文君  
+86 10 6810 4637

合规管理&部门经理

任宪功  
+86 10 6810 4615

风控专员

张敬华  
+86 10 6810 4651

## 渤海证券研究所

天津

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: [www.ewww.com.cn](http://www.ewww.com.cn)