

核心客户配套比重提升，ADAS 有望成为新盈利增长点

——汽车零部件系列报告之十三



核心观点

- 公司是国内车载娱乐信息系统龙头。公司主营业务为乘用车车载信息娱乐系统产品，属于汽车电子产品，17 年车载娱乐信息系统产品收入比重为 82.4%，是公司主要收入和盈利来源。随着下游乘用车配套量增长及公司 ADAS 产品的布局，公司盈利能力有望稳定增长。
- 车载娱乐系统：单价提升、盈利能力提高。车载娱乐系统单价从 2014 年 448 元/套提高至 2017 年 708 元/套，毛利率提升至 24.33%。车载娱乐系统核心客户配套比重提升。18 年随着下游客户一汽大众、通用五菱、广汽等配套量增长，预计其收入同比增长 11.7% 左右。公司获得了马自达新平台项目、沃尔沃全球项目、德国大众新项目定点，预计车载娱乐系统未来稳定增长。
- 车载信息系统：盈利能力较高，收入有望稳定增长。车载信息系统是第二大业务，近三年来收入复合平均增速 32.6%。前五大客户销售占比从 2014 年的 39% 上升为 2017 上半年的 89%。2017 年车载信息系统新增配套哈弗 H6 及上汽 RX5、名爵 ZS 等车型，有望形成新的增长点。18 年随着下游客户配套量增长，预计其收入同比增长 13.8% 左右。
- 驾驶信息显示系统：新产品有望成为新的增长点。驾驶信息系统产品单车价值量由 14 年的单价 155 元提高至 2017 年的 211 元，单价提升导致毛利率逐年向上。全液晶仪表：有望成为新的盈利增长点。
- 公司布局 ADAS 产品，有望成为新的盈利增长点。国内 ADAS 市场成长空间较大。公司 IPO 募投资金主要投于 ADAS 产品，达产后将新增 400 多万台 ADAS 配套。公司在研项目中，包括 Android 操作系统、智能倒车摄像 (RVC)、自动泊车环视系统等，这些产品未来将成为公司新的盈利增长点。

财务预测与投资建议

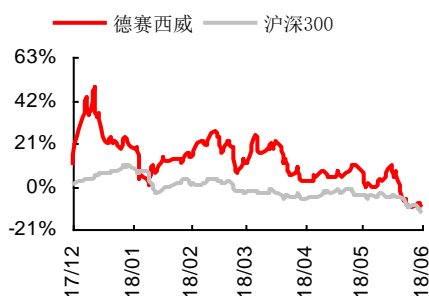
- 预计 2018-2020 年 EPS 分别为 1.23、1.42、1.59 元，可比公司为汽车电子及零部件相关公司，可比公司 18 年 PE 平均估值 32 倍，给予公司 18 年 32 倍估值，目标价 39.36 元，首次给予买入评级。

风险提示：车载娱乐系统配套量低于预期、车载信息系统和驾驶信息系统配套量低于预期、乘用车行业需求低于预期。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价 (2018 年 06 月 28 日)	28.96 元
目标价格	39.36 元
52 周最高价/最低价	47.99/28.74 元
总股本/流通 A 股 (万股)	55,000/10,000
A 股市值 (百万元)	15,928
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2018 年 06 月 28 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	0.8	-15.9	-19.6	
相对表现 (%)	5.5	-5.2	-8.7	
沪深 300 (%)	-4.7	-10.7	-10.9	-6.1



资料来源：WIND、东方证券研究所

公司主要财务信息

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	5,678	6,010	6,747	7,611	8,358
同比增长	54.8%	5.9%	12.3%	12.8%	9.8%
营业利润 (百万元)	659	687	790	910	1,009
同比增长	66.9%	4.3%	15.0%	15.2%	10.9%
归属母公司净利润 (百万元)	590	616	674	781	874
同比增长	64.5%	4.4%	9.4%	15.9%	11.8%
每股收益 (元)	1.07	1.12	1.23	1.42	1.59
毛利率	26.9%	25.8%	26.8%	26.8%	26.6%
净利率	10.4%	10.3%	10.0%	10.3%	10.5%
净资产收益率	54.9%	24.6%	17.0%	17.2%	16.8%
市盈率 (倍)	27.0	25.8	23.6	20.4	18.2
市净率 (倍)	12.4	4.3	3.8	3.3	2.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

证券分析师 姜雪晴
021-63325888*6097
jiangxueqing@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860512060001

目 录

1 公司是国内车载娱乐信息系统龙头	5
2 车载信息娱乐系统：行业龙头，主要盈利来源	5
2.1 车载信息娱乐系统：公司主要盈利来源之一	5
2.2 车载娱乐系统：量、价齐升	6
2.2.1 车载娱乐系统：单价提升、盈利能力提高	6
2.2.2 车载娱乐系统：核心客户配套量提升	7
2.2.3 车载娱乐系统：盈利稳定增长	8
2.3 车载信息系统：盈利能力较高，收入有望稳定增长	8
2.3.1 车载信息系统：第二大盈利来源	8
2.3.2 车载信息系统：核心客户收入贡献比重逐步提升	9
2.3.3 车载信息系统：盈利有望稳定增长	9
3 驾驶信息显示系统：新产品有望成为新的增长点	10
3.1 驾驶信息显示系统产品	10
3.2 驾驶信息显示系统：收入贡献比重提升	11
3.3 驾驶信息显示系统：核心客户配套比重提升	12
3.4 全液晶仪表：有望成为新的盈利增长点	13
3.5 驾驶信息显示系统：预计盈利稳定增长	13
4 公司积极布局智能驾驶 ADAS 产品	14
4.1 ADAS 产品市场空间	14
4.2 公司布局 ADAS 产品	15
5.1 全球竞争格局分析	16
5.2 国内竞争格局分析	17
6 盈利预测及估值	18
7 主要风险	20

图表目录

图 1：公司收入构成.....	5
图 2：公司前装与后装市场收入比重.....	5
图 3：公司车载信息娱乐系统产品	5
图 4：车载娱乐系统收入及增速（亿元）	6
图 5：车载娱乐系统单价及毛利率（元）	6
图 6：车载娱乐系统前五大客户销售额及占比（亿元）	7
图 7：车载娱乐系统产品收入及增速预测.....	8
图 8：车载信息系统收入及增速（亿元）	8
图 9：车载信息系统单价及毛利率（元）	8
图 10：车载信息系统前五大客户销售额及占比（亿元）	9
图 11：车载信息系统产品收入及增速预测	10
图 12：驾驶信息显示系统产品.....	10
图 13：驾驶信息显示系统产品单价及毛利率	11
图 14： 驾驶信息显示系统产品收入及增速	11
图 15：驾驶信息显示系统产品收入比重	11
图 16：驾驶信息系统前五大客户销售额及占比（万元）	12
图 17：驾驶信息系统液晶显示仪表.....	13
图 18：驾驶信息系统产品收入及增速预测	14
图 19：ADAS 系统市场空间	14
图 20：2015 年车载信息娱乐系统全球市场格局	16
图 21：上市公司毛利率比较	18
图 22：上市公司研发费用比较	18

表 1：车载娱乐系统大客户主要配套车型.....	7
表 2：车载娱乐系统向大客户配套比重（万辆）	7
表 3：车载信息系统大客户主要配套车型.....	9
表 4：车载信息系统向大客户配套比重（万辆）	9
表 5：车载信息系统新配套车型销量（辆）	10
表 6：驾驶信息系统大客户主要配套车型.....	12
表 7：驾驶信息系统向大客户配套比重（万辆）	12
表 8：募投项目	15
表 9：在研项目	16
表 10：全球主要车载信息娱乐系统厂家.....	17
表 11：国内主要车载信息娱乐系统厂商.....	17
表 12：收入分类预测表	19
表 13：可比公司估值比较.....	20

加入“知识星球 行业与管理资源”库，免费下载报告合集

1. 每月上传分享2000+份最新行业资源（涵盖科技、金融、教育、互联网、房地产、生物制药、医疗健康等行研报告、科技动态、管理方案）；
2. 免费下载资源库已存行业报告。
3. 免费下载资源库已存国内外咨询公司管理方案、企业运营制度。
4. 免费下载资源库已存科技方案、论文、报告及课件。



微信扫描加入“知识星球 行业与管理资源”，
获取更多行业报告、管理文案、大师笔记

加入微信群，每日获取免费3+份报告

1. 扫一扫二维码，添加群主微信（微信号：Teamkon）
2. 添加好友请备注：**姓名+单位+业务领域**
3. 群主将邀请您进专业行业报告资源群



微信扫描二维码，免费报告轻松领

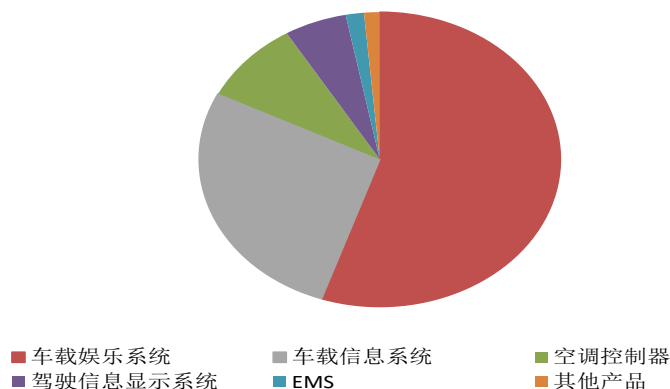
报告整理于网络，只用于分享，如有侵权，请联系我们

1 公司是国内车载娱乐信息系统龙头

公司主营业务为乘用车车载信息娱乐系统产品，属于汽车电子产品，主要包括车载娱乐系统、车载信息系统及车载驾驶信息显示系统等，其中 17 年车载娱乐信息系统产品收入比重为 82.4%，是公司主要收入和盈利来源。

公司是国内车载信息娱乐系统产品的龙头企业，随着下游乘用车配套量增长及公司 ADAS 产品的布局，公司盈利有望稳定增长。

图 1：公司收入构成



数据来源：公司公告，东方证券研究所

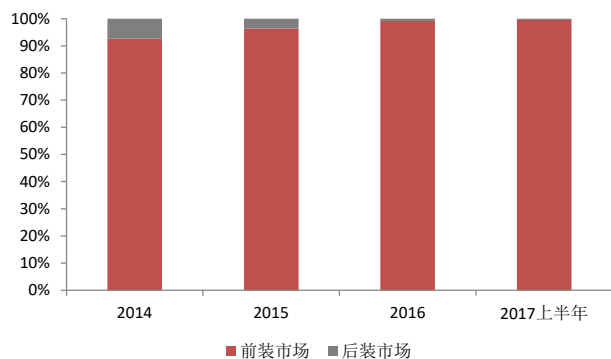
2 车载信息娱乐系统：行业龙头，主要盈利来源

2.1 车载信息娱乐系统：公司主要盈利来源之一

车载信息娱乐系统是公司主要盈利来源之一，2017 年占公司营业收入比重为 82%。其中，车载娱乐系统主要通过 CD、VCD、收音机、多媒体等音频设备为车内驾乘人员提供娱乐服务；车载信息系统主要通过导航引擎与软件、电子地图、无线广播信息、远程通信等设备为驾乘人员提供信息服务。公司产品主要通过前装市场销售，且前装市场销售占比逐年增大，2016 年，前装销售收入比重为 99.14%。

图 2：公司前装与后装市场收入比重

图 3：公司车载信息娱乐系统产品



数据来源：公司公告，东方证券研究所



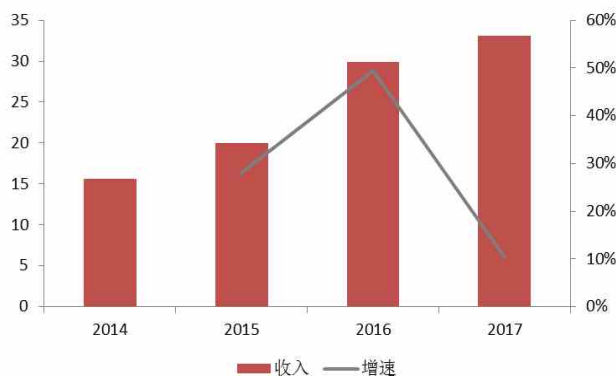
数据来源：招股说明书，东方证券研究所

2.2 车载娱乐系统：量、价齐升

2.2.1 车载娱乐系统：单价提升、盈利能力提高

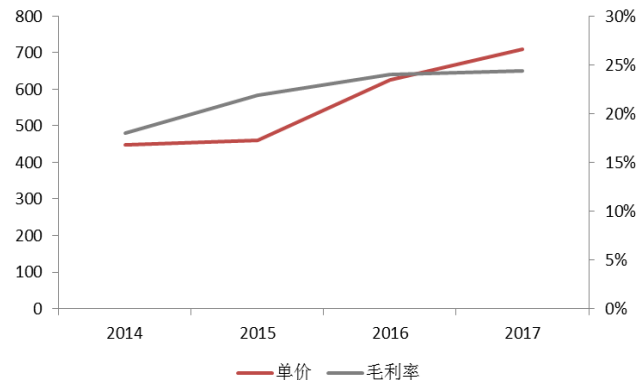
车载娱乐系统是公司第一大业务，2017 年收入 33 亿元，占公司营业收入比重为 55%，近三年来车载娱乐系统增长较快，收入平均复合增速为 28.3%。同时随着产品与配套车型的升级，公司车载娱乐系统单价从 2014 年的 448 元/套提高至 2017 年的 708 元/套，毛利率从 18% 提升至 24.33%。单价、毛利率上升的主要原因是：2015 年，一汽大众彩屏收音机量产，量产的彩屏收音机单价较高为 1393.8 元/件，带动了当年车载娱乐产品单价上升，同时公司 15 年对 MAZDA MOTOR 的车载娱乐系统销售额从 14 年的 2.87 亿元上升至 15 年的 5.91 亿元，而该部分产品毛利率为 24.3%，带动了当年的毛利率。2016 年，公司对通用五菱的车载娱乐系统销售额从 15 年的 0.35 亿元上升到 16 年的 3.08 亿元，该部分产品主要是 MP5，均价为 1458 元/件，带动了当年的单价。2017 年公司向一汽大众销售的车载娱乐系统改款换代，从原来的 5 寸屏改为 6.5 寸屏，单价及毛利率均有较大幅度上升。

图 4：车载娱乐系统收入及增速（亿元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 5：车载娱乐系统单价及毛利率（元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

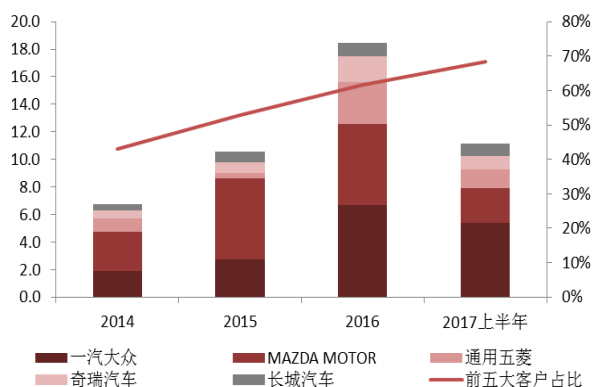
说明：2017 年价格是 2017 年上半年单价

2.2.2 车载娱乐系统：核心客户配套量提升

公司车载娱乐系统的前五大客户为一汽大众、MAZDA MOTOR、通用五菱、奇瑞和长城，2016年向前五大客户销售额为 18.4 亿元，占比 62%，2017 年上半年该比重为 68%，近几年一直稳步提升。

伴随着配套车型的销量爆发以及公司配套比重的增加，对相应客户车载娱乐系统的销售额也大幅增长。公司车载娱乐系统对一汽大众配套车型的配套比重由 2014 年的 30% 提高稳步提升至 2017 年的 80.7%，相应的，2015、2016 年公司在一汽大众的车载娱乐系统的销售额同比增长 44%、143%。2016 年，公司对通用五菱的车载娱乐产品销售额大幅增长，主要是由于当年所配套车型宝骏 560 和宝骏 730 的销量大幅增长，公司对通用五菱配套车型的配套率也由 14 年的 2% 上升为 15.6%。

图 6：车载娱乐系统前五大客户销售额及占比（亿元）



数据来源：招股说明书，东方证券研究所

表 1：车载娱乐系统大客户主要配套车型

	配套车型
一汽大众	高尔夫、高尔夫嘉旅、迈腾、速腾、新宝来、捷达
通用五菱	宝骏560、宝骏730、五菱宏光MPV
奇瑞汽车	艾瑞泽5、艾瑞泽7、瑞虎、奇瑞A3、瑞虎3X
长城汽车	哈弗H1、哈弗H2、哈弗H6、腾翼C30

数据来源：招股说明书，东方证券研究所

表 2：车载娱乐系统向大客户配套比重（万辆）

	2014			2015			2016			2017 上半年		
	配套整车产量	公司向其配套量	占比	配套整车产量	公司向其配套量	占比	配套整车产量	公司向其配套量	占比	配套整车产量	公司向其配套量	占比
一汽大众	123.0	37.4	30%	111.4	45.2	41%	132.1	79.5	60.2%	61.0	49.2	80.7%
通用五菱	81.4	27.4	34%	111.1	2.6	2%	135.8	21.1	15.6%	51.9	9.9	19.1%
奇瑞汽车	14.6	11.0	76%	18.9	14.8	79%	36.2	19.1	52.6%	16.0	11.2	69.9%
长城汽车	24.1	4.4	18%	35.5	7.0	20%	43.5	5.7	13.1%	36.5	6.4	17.7%

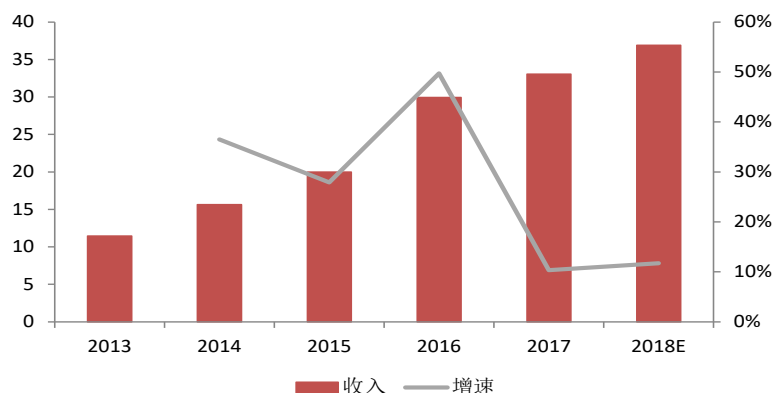
数据来源：招股说明书，东方证券研究所

2.2.3 车载娱乐系统：盈利稳定增长

公司车载娱乐系统 17 年收入 33 亿元，同比增长 10%，18 年随着下游客户一汽大众、通用五菱、广汽等配套量增长，预计 18 年其收入同比增长 11.7% 左右。

公司披露，获得了马自达新平台项目、沃尔沃全球项目、德国大众的新项目定点，预计车载娱乐系统盈利未来有望稳定增长。

图 7：车载娱乐系统产品收入及增速预测



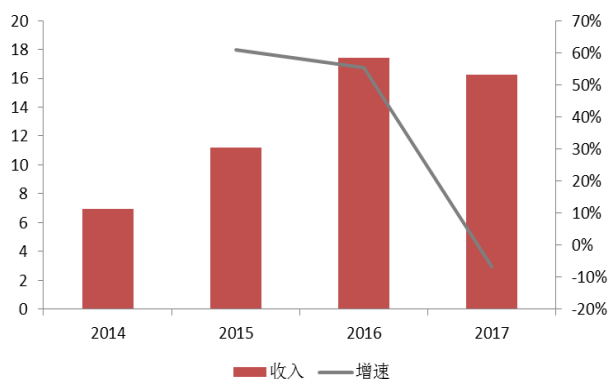
数据来源：公司公告，东方证券研究所

2.3 车载信息系统：盈利能力较高，收入有望稳定增长

2.3.1 车载信息系统：第二大盈利来源

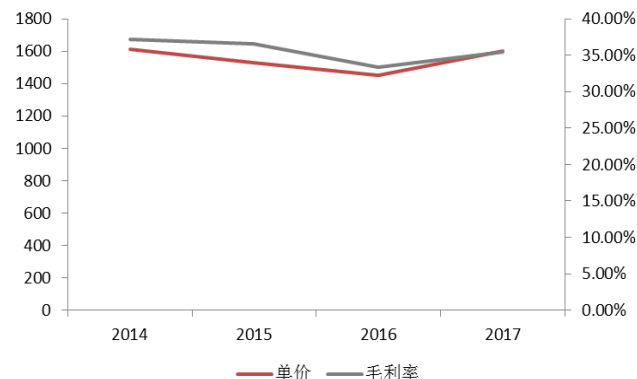
车载信息系统是公司第二大业务，2017 年营收 16.24 亿元，占营业收入比重为 27%，近三年来收入复合平均增速为 32.6%，2017 年单价为 1599 元/套，同比上升 149 元，毛利率为 35.44%，同比上升 2.12 个百分点。

图 8：车载信息系统收入及增速（亿元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 9：车载信息系统单价及毛利率（元）

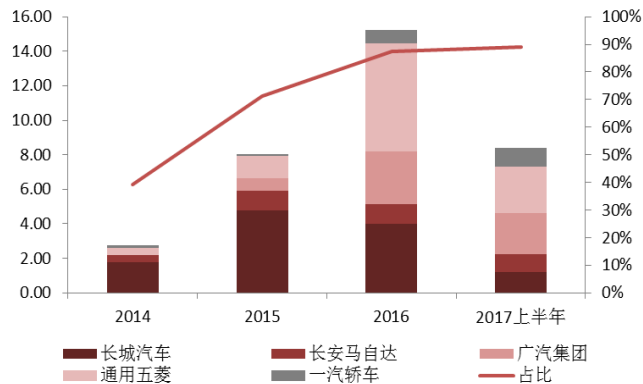


数据来源：公司公告，东方证券研究所

2.3.2 车载信息系统：核心客户收入贡献比重逐步提升

公司车载信息系统的前五大客户为长城汽车、长安马自达、广汽、通用五菱和一汽轿车，2016 年前五大客户销售收入合计 15.23 亿元，占比 87%，近几年来，前五大客户销售占比稳步提升，从 2014 年的 39% 上升为 2017 上半年的 89%。

图 10：车载信息系统前五大客户销售额及占比（亿元）



数据来源：招股说明书，东方证券研究所

表 3：车载信息系统大客户主要配套车型

	配套车型
长城汽车	哈弗H1、哈弗H2、腾翼C30、哈弗H6
长安马自达	CX-5、昂科塞拉
广汽集团	传祺GA3、传祺GA6、传祺GS4、传祺GS5 速博、传祺GA8
通用五菱	宝骏560、宝骏730、五菱宏光MPV
一汽轿车	阿特兹、奔腾B70、马自达CX-4

数据来源：招股说明书，东方证券研究所

表 4：车载信息系统向大客户配套比重（万辆）

	2014			2015			2016			2017 上半年		
	配套整车产量	公司向其配套量	占比	配套整车产量	公司向其配套量	占比	配套整车产量	公司向其配套量	占比	配套整车产量	公司向其配套量	占比
长城汽车	24.1	11.5	48%	35.5	27.5	77%	43.5	24.56	56%	36.5	8.9	24%
长安马自达	9.6	3.4	35%	14.7	7.2	49%	18.5	7.34	40%	8.8	5.4	62%
广汽集团	0.0	0.0		18.0	4.1	23%	36.8	18.61	51%	24.9	13.2	53%
通用五菱	81.4	3.9	5%	111.1	8.4	8%	135.8	39.35	29%	51.9	18.9	36%
一汽轿车	11.1	0.5	5%	9.1	0.2	2%	8.3	4.74	57%	6.1	4.2	68%

数据来源：招股说明书，东方证券研究所

2.3.3 车载信息系统：盈利有望稳定增长

2016 年车载信息系统产品的毛利率下降与公司的客户拓展战略有关，公司从 2015 年起开始为广汽集团配套车载信息系统产品，当年实现收入 0.74 亿元，2016 年配套收入为 3.01 亿元，收入大幅增长的原因为配套车型传祺 GS4 的销量大增（从 13 万辆上升为 32.7 万辆），2016 年，公司与广汽集团签订的合同针对车载信息系统计提销售折扣 0.34 亿元，这部分折扣是当年公司产品毛利率下降的主要原因，但同时也提升了公司在广汽配套比重（从 23% 提升到 51%）。

2017 上半年公司为广汽配套信息系统产品均价 1799 元/套，均价提升 181 元，公司在扩大配套份额之后开始通过产品升级逐渐提升配套价格，2017 年产品毛利率同比提升 2.12 个百分点。

公司信息系统产品在大客户长安马自达、广汽集团、通用五菱和一汽轿车配套车型的配套比重在稳步提升同时受益于相应配套车型销量的爆发，公司的配套收入也相应大幅上升。

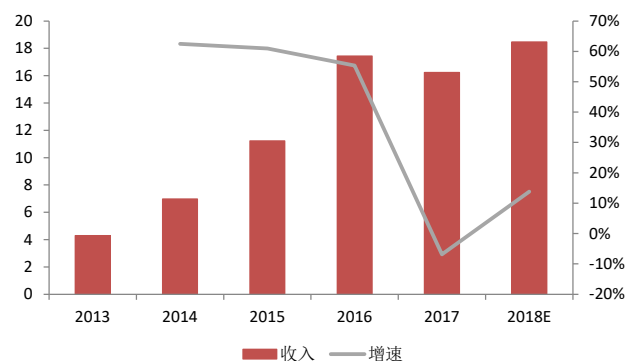
2017 年公司车载信息系统新增配套哈弗 H6 车型以及上汽 RX5、名爵 ZS、荣威 i6 等爆款车型，有望在 18 年形成新的增长点。18 年随着下游客户通用五菱、广汽、上汽等配套量增长，预计 18 年其收入同比增长 13.8% 左右。

表 5：车载信息系统新配套车型销量（辆）

	2017年销量	2018年前4个月销量
荣威RX5	237374	85690
名爵GS	33414	7401
名爵ZS	70325	33062
荣威i6	63770	30243
哈弗H6	506418	161758

数据来源：中汽协，东方证券研究所

图 11：车载信息系统产品收入及增速预测



数据来源：招股说明书，东方证券研究所

3 驾驶信息显示系统：新产品有望成为新的增长点

3.1 驾驶信息显示系统产品

驾驶信息显示系统是将车辆相关信息向驾驶员反映的重要端口，负责监测车辆的运行状态以及对故障进行智能报警，以实现节能省油和安全驾驶。驾驶信息显示系统主要包括乘用车常规仪表、乘用车 TFT 仪表、乘用车全液晶仪表、商用车 TFT 仪表等产品。驾驶信息系统上主要反映的信息包括车速、发动机转速、里程、时间以及方向灯指示灯，在紧急情况时也会发出报警信号。

图 12：驾驶信息显示系统产品



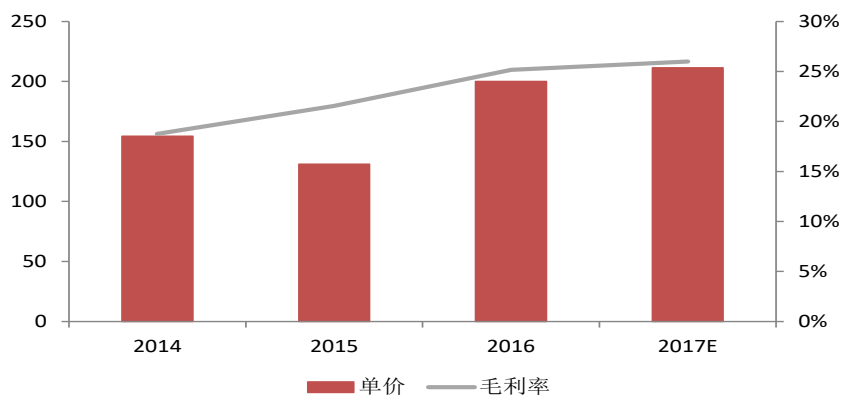
数据来源：招股说明书，东方证券研究所

3.2 驾驶信息显示系统：收入贡献比重提升

公司驾驶信息系统产品近几年收入维持较高增长，15、16年收入增速分别为 161%、171%，即使在 17 年乘用车行业增速较低下，驾驶信息系统产品收入仍实现同比增长 13.5%。在收入增长的同时，收入贡献比重逐年提升，由 14 年的 1.55% 上升至 17 年的 5.6%。

驾驶信息系统产品单车价值量也逐年提高，由 14 年的单价 155 元提高至 2017 年的 211 元，单价提升导致毛利率逐年向上。

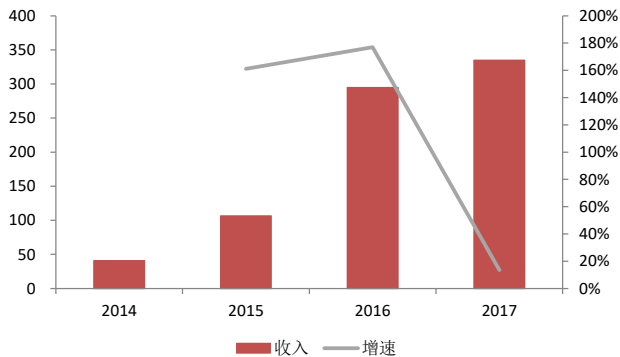
图 13：驾驶信息显示系统产品单价及毛利率



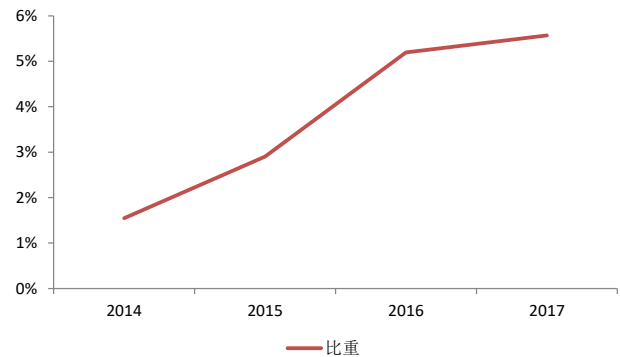
数据来源：招股说明书，东方证券研究所

图 14：驾驶信息显示系统产品收入及增速

图 15：驾驶信息显示系统产品收入比重



数据来源：招股说明书，东方证券研究所

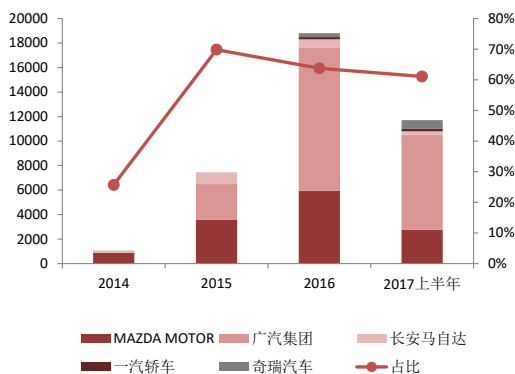


数据来源：招股说明书，东方证券研究所

3.3 驾驶信息显示系统：核心客户配套比重提升

驾驶信息显示系统前五大客户为广汽集团、MAZDA MOTOR、一汽轿车、长安马自达和奇瑞。2016 年向前五大客户销售额为 1.8 亿元，占比 64%。2017 年上半年，该比重为 61%，维持稳定状态。伴随着配套车型销量以及公司配套比重的增加，驾驶信息显示系统的销售额也得到了增长。公司驾驶信息显示系统对广汽集团配套车型的配套比重由 2015 年的 51.8% 快速提升至 2017 年的 91.6%。相应的，2016 年公司对广汽集团的驾驶信息显示系统的销售额同比增长 300%，这主要是由于销售数量的大幅增长造成的。从图表中我们也可以发现，其他四家主要客户 2016 年的销售额较 2015 年也有了明显的上升。同时，公司对长安马自达的配套率也由原来的 66.7% 增长到了 2017 年的 69.3%，公司对五大主要客户的配套率都在逐步上升。

图 16：驾驶信息系统前五大客户销售额及占比（万元）



数据来源：招股说明书，东方证券研究所

表 6：驾驶信息系统大客户主要配套车型

	配套车型
广汽集团	传祺GS4、传祺GA3、传祺GA8、传祺GA6、传祺GS5速博
长安马自达	昂克塞拉、CX-5
一汽轿车	阿特兹、CX-4
奇瑞汽车	瑞虎3X

数据来源：招股说明书，东方证券研究所

表 7：驾驶信息系统向大客户配套比重（万辆）

	2014			2015			2016			2017上半年		
	配套整车产量	公司向其配套量	占比	配套整车产量	公司向其配套量	占比	配套整车产量	公司向其配套量	占比	配套整车产量	公司向其配套量	占比
广汽集团	0	0		13.7	7.1	51.8%	34.9	34.3	98.3%	24.9	22.8	91.6%
长安马自达	5.1	3.4	66.7%	15.3	10.1	66.0%	18.9	14.8	78.3%	8.8	6.1	69.3%
一汽轿车	0	0		0	0		8	2.3	28.8%	6	2.6	43.3%
奇瑞汽车	1.9	0.03	1.6%	1.6	0.02	1.3%	2	1.3	65.0%	2.7	3	111.1%

数据来源：招股说明书，东方证券研究所

3.4 全液晶仪表：有望成为新的盈利增长点

全液晶仪表是驾驶信息系统产品的组成部分，是液晶屏上显示仪表的信息。相对传统仪表的优势：一是，未来新能源汽车将是需求之一，因为新能源汽车不需要显示转速、水温等，而需要提供电压、电量等信息；二是，在传统车上，采用液晶仪表，可把导航、油耗等信息显示出来，还可根据车型、动力模式等作出适配，传统仪表没有这类功能。

公司在 2017 年推出了多款具备领先光学性能的显示模组及系统，不断在 AutoSAR、功能安全方面进行技术提升，并成功应用于多个车厂项目。作为国内首批投入研发并量产全液晶仪表的本土企业，公司获取了多个传统及新能源车的项目订单。

未来液晶仪表产品有望成为新的盈利增长点。

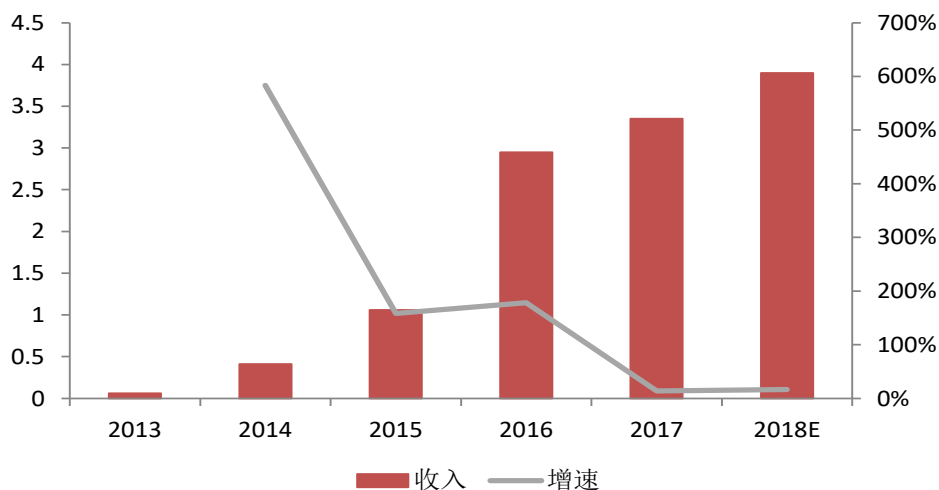
图 17：驾驶信息系统液晶显示仪表



数据来源：百度网页，东方证券研究所

3.5 驾驶信息显示系统：预计盈利稳定增长

17 年公司驾驶信息显示系统收入 3.34 亿元，同比增长 13.5%，预计 18 年在下游客户广汽集团、长安马自达车型配套下，18 年收入将同比增长 16.5%左右。

图 18：驾驶信息系统产品收入及增速预测


资料来源：公司公告、东方证券研究所

4 公司积极布局智能驾驶 ADAS 产品

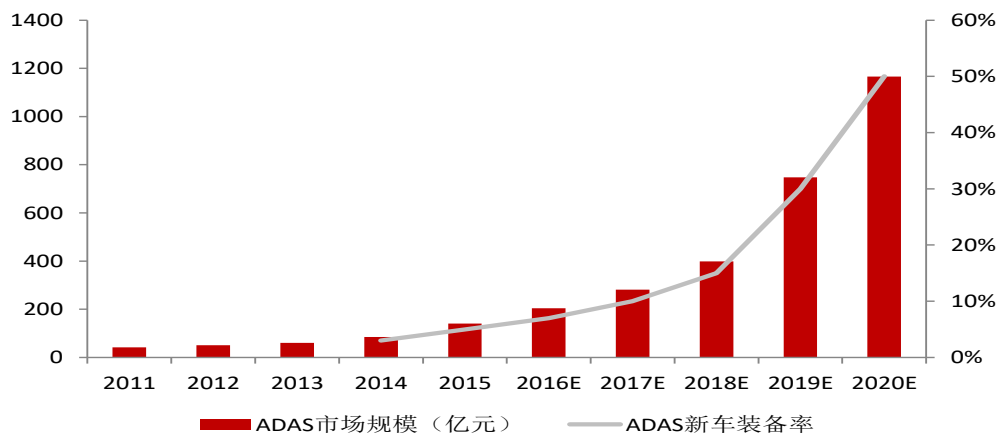
4.1 ADAS 产品市场空间

随着汽车安全从被动保护转移到主动保护，达到政策装车目标，智能汽车的 ADAS 系统需求有望迎来快速发展。

根据 IMS 数据显示，国内 ADAS 系统 12 年、13 年市场规模分别为 50.4 亿元、60.2 亿元。

若按《节能与新能源汽车技术路线图》中对智能网联提出的战略目标测算，若 2020 年新车装载 ADAS 市场占有率 50%，假设 ADAS 系统价格逐年下降，则测算出 2020 年 ADAS 市场空间为 1165 亿元，而 2013 年 ADAS 市场仅为 60 亿元，成长空间较大。

图 19：ADAS 系统市场空间



数据来源：IMS、东方证券研究所

4.2 公司布局 ADAS 产品

公司 IPO 募投资金主要投资于汽车 ADAS 产品，拟投入汽车电子智能工厂项目、汽车电子移动互联技术集成产业化建设项目、汽车电子移动互联技术研发中心建设项目和补充流动资金。

募投项目达产后将新增 400 多万台 ADAS 配套，募投项目可以引进先进的研发和检测设备，可以进行自动化产线的改造，逐步提升公司在汽车电子领域的研发能力。

公司在研项目中，包括 Android 操作系统、智能倒车摄像 (RVC)、自动泊车环视系统 (APS01 Pre-study) 等 ADAS 产品，这些产品未来将成为公司新的盈利增长点。

表 8：募投项目

项目名称	项目总投资 (万元)	拟用募集资金投资总额 (万元)
电子汽车智能工厂建设项目	66685.98	61205.42
汽车电子移动互联技术集成产业化建设项目	98451.99	98451.99
汽车电子移动互联技术研发中心建设项目	21625.31	21625.31
补充流动资金	77000.00	48059.13
—	263763.28	229341.85

资料来源：公司公告、东方证券研究所

表 9：在研项目

项目名称	项目主要内容	是否在研
标清全景环视系统平台（AB01）	国内领先的标清全景泊车系统，并拓展LDW、BSD、MOD、可视化雷达等ADAS功能的高性价比解决方案	已经发布
Android操作系统	研究Andorid操作系统，为后继的双操作系统做技术储备	在研阶段
智能倒车摄像（RVC）	研究倒车后视摄像头，进军ADAS领域进行传感器技术积累	在研阶段
双操作系统(Hypervisor)	Linux+Android双操作系统	在研阶段
AR0143小尺寸HD Camera	小尺寸的720P高清摄像头	在研阶段
Eastone ADAS	研究智能驾驶中，摄像头、毫米波雷达等各种感知传感器的融合算法和车身控制策略	在研阶段
自动泊车环视系统（APS01 Pre-study）	360全景融合超声波雷达的自动泊车	在研阶段
多功能高清环视平台（AB02A）	集成式全景环视系统，不仅带自动泊车功能，同时还集成盲区监测、车道偏离、移动物体侦测、行人识别等驾驶辅助功能	在研阶段
高清倒车摄像头（RG02GN）	研究百万像素高清倒车摄像头	在研阶段
红外夜视系统Demo	研究国际新一代夜视系统解决方案，进行技术积累，拟提高夜晚工况下驾驶辅助系统的可靠性	在研阶段

资料来源：公司公告、东方证券研究所

5 行业竞争格局

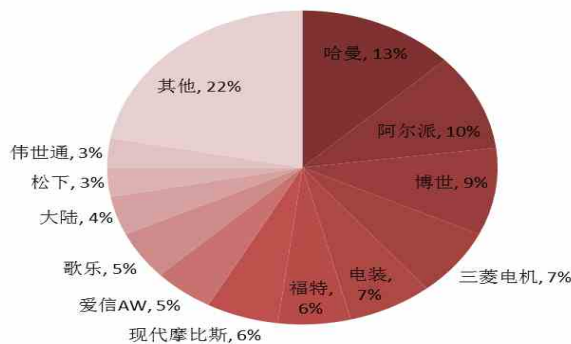
5.1 全球竞争格局分析

从全球看，车载信息娱乐系统行业市场化水平较高，生产厂家较为分散，行业中的厂商分为两类，一类是传统的零部件厂商如博世、电装等，这类公司资本与技术实力雄厚，与整车企业的关联较大，所生产的车载信息娱乐系统在前装市场占据了大部分市场份额。

第二类厂商是电子企业如松下、先锋电子等，电子企业的优势在于更加领先的技术和产业链的整合能力，在全球市场也占据了一定的份额。

2015 年车载信息娱乐系统的供应商分别为哈曼、阿尔派、博世、三菱电机、电装，前五大厂商的市场份额合计为 46%。

图 20：2015 年车载信息娱乐系统全球市场格局



数据来源：中国产业信息网，东方证券研究所

表 10：全球主要车载信息娱乐系统厂家

公司名称	分类	相关业务	主要客户
博世	汽车零部件	导航系统、车载信息设备	大众、奔驰、宝马、日产、雷诺、三菱
德尔福	汽车零部件	控制音响、车载信息娱乐	通用、福特、丰田、日产、雷诺、大众等
大陆集团	汽车零部件	导航系统	大众、奔驰、宝马、雷诺、通用、福特
电装	汽车零部件	导航系统、移动通信	丰田、大发、斯巴鲁、铃木
伟世通	汽车零部件	音响、信息娱乐、驾驶信息	福特、日产、大众、通用、马自达等
爱信 AW	汽车零部件	车载信息娱乐系统、导航面板、视听产品	丰田、斯巴鲁、大众、奥迪、保时捷、富士通天、阿尔派
三菱电机	汽车零部件	车载信息娱乐系统	本田、三菱、奔驰、沃尔沃
先锋	电子	大型车载音响、汽车导航系统、高精度地图	本田、上汽、三菱
松下	电子	导航系统	丰田、本田、马自达、通用、欧宝
哈曼	电子	影音娱乐、汽车音响、信息娱乐系统	宝马、奔驰、奥迪、法拉利、保时捷、克莱斯勒、丰田
歌乐	电子	车载音响、车载导航系统	本田、日产、斯巴鲁、三菱、大发、铃木、奥迪
阿尔派	电子	车载导航系统、监视器、汽车	马自达、本田、三菱、宝马、奔驰等
JVC 建伍	电子	车载导航设备、车载音响、家	本田、马自达、三菱、铃木、斯巴鲁

数据来源：中国产业信息网，东方证券研究所

5.2 国内竞争格局分析

与国外相比，国内厂商起步较晚，在一段时间内主要做后装市场，在后装市场占据很大的份额。相对于前装市场，后装市场生产厂商技术、产品的要求较低，随着技术的不断积累，部分国内厂商也逐渐渗透到前装市场，如德赛西威、航盛电子、索菱股份等。

国内车载信息娱乐系统领域厂商同样可以分为两种：第一种是通过外延并购获取客户和技术，同时整合资源扩展国内市场份额，如均胜电子、德赛西威；第二种是之前主要业务在后装市场的厂商，逐渐向前装市场发展，如华阳集团、航盛电子等。

目前外资与合资品牌的车载信息娱乐系统主要由国际零部件厂商供应，如博世、大陆、松下等，国内厂商前装供应比重较低，国内厂商主要为自主品牌配套，凭借着产品的性价比和快速响应的能力，国内厂商在自主车企配套上占据了大部分的比重，在自主品牌市场站稳了地位之后，国内厂商开始积极地向合资品牌渗透，取得了较好的效果，如德赛西威和华阳集团等。

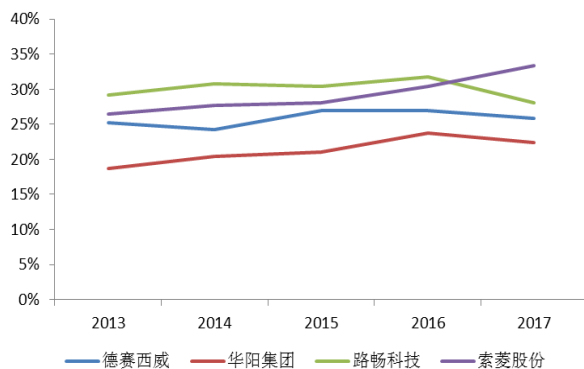
表 11：国内主要车载信息娱乐系统厂商

公司名称	主要产品	主要客户	2017年收入(亿元)	2017年净利润(亿元)
德赛西威	车载信息娱乐系统、空调控制器、驾驶信息显示系统	一汽大众、通用五菱、长城汽车、广汽、马自达、奇瑞、一汽轿车、上汽集团	60.1	6.2
均胜电子	驾驶信息显示系统、空调控制系统	大众、宝马、通用、福特、奔驰、保时捷	266.1	7.4
华阳集团	车载视频播放器、车载影音导航系统、车载音频播放器	长城、北汽银翔、吉利、江铃、东风柳汽、通用五菱、北汽集团	41.7	2.8
索菱股份	娱乐车载信息终端、导航车载信息终端	东风乘用车、上汽通用、华晨、吉利、众泰	15	1.48
路畅科技	车载导航产品	恒信汽车、吉利等	7.7	0.24
航盛电子	车载信息娱乐系统、空调控制器、驾驶信息显示系统	大众、日产、三菱、福特、标致、雪铁龙、菲亚特、本田		
飞歌	车载智能导航系统	长安福特、北京现代、东风日产、广汽丰田、比亚迪		
好帮手	车载娱乐、车载导航	一汽、长安、奇瑞、吉利、众泰、南京依维柯		

数据来源：中汽电子电器信息，东方证券研究所

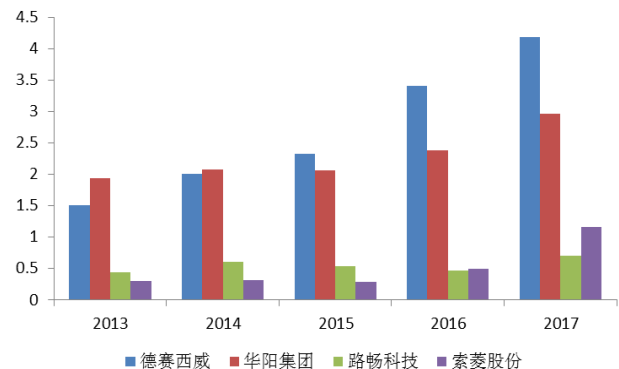
德赛西威在国内车载多媒体娱乐系统领域市场龙头，占有率约为 30%，2017 年营业收入 60.1 亿元，净利润 6.2 亿元，相比国内竞争对手，公司规模优势显著。此外，德赛西威的研发费用投入也逐年递长，2017 年研发费用 4.18 亿元，占收入比重 7%，远超其他同行，为公司的后续发展进一步打下基础。

图 21：上市公司毛利率比较



数据来源：Wind, 东方证券研究所

图 22：上市公司研发费用比较



数据来源：Wind, 东方证券研究所

6 盈利预测及估值

预计公司车载信息娱乐系统产品随着下游客户配套量增长而增长，且受益于核心客户配套量的提升，未来 ADAS 产品有望成为新的盈利增长点。

- 1) 预测车载娱乐产品 2018-20 年收入分别为 36.5 亿元、41.1 亿元、44.7 亿元，分别增长 11%、12%、9%；
- 2) 预测公司车载信息产品 2018-20 年收入分别为 18.3 亿元、20.6 亿元、22.6 亿元，分别增长 13%、13%、9%；
- 3) 预测公司车载驾驶信息系统 2018-20 年收入分别为 3.9 亿元、4.3 亿元、4.7 亿元；分别增长 16%、10%、11%。

在可比公司估值选择上，公司产品主要是汽车车载信息娱乐系统，属于汽车电子相关产品，上市公司中，我们选取了汽车电子和汽车零部件公司，如华阳集团、索菱股份、均胜电子、中科创达、星宇股份、宁波高发等，这些可比公司 18 年平均估值为 32 倍左右，因此给予公司 2018 年 PE 32 倍估值，目标价 39.36 元，首次给予买入评级。

表 12：收入分类预测表

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
车载信息系统					
销售收入（百万元）	1,743.8	1,624.0	1,829.4	2,066.2	2,257.3
增长率	55.4%	-6.9%	12.6%	12.9%	9.3%
毛利率	33.3%	35.4%	35.4%	35.5%	35.5%
车载娱乐系统					
销售收入（百万元）	2,994.4	3,304.5	3,655.4	4,113.8	4,469.5
增长率	49.5%	10.4%	10.6%	12.5%	8.6%
毛利率	24.0%	24.3%	24.0%	24.0%	24.0%
空调控制器					
销售收入（百万元）	504.2	538.6	597.2	656.9	722.6
增长率	41.3%	6.8%	10.9%	10.0%	10.0%
毛利率	27.0%	23.0%	20.0%	20.0%	20.0%
驾驶信息显示系统					
销售收入（百万元）	294.9	334.7	389.8	428.5	473.8
增长率	177.0%	13.5%	16.5%	9.9%	10.6%
毛利率	25.2%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%
EMS					
销售收入（百万元）	89.2	97.7	136.7	177.7	231.0
增长率	125.7%	9.4%	40.0%	30.0%	30.0%
毛利率	4.1%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
其他主营产品					
销售收入（百万元）	40.5	80.6	104.8	131.1	163.8
增长率	29.3%	98.9%	30.0%	25.0%	25.0%
毛利率	23.4%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%
其他业务					
销售收入（百万元）	10.8	30.3	33.3	36.6	40.3
增长率	29.9%	179.4%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	64.8%	-207.4%	100.0%	100.0%	100.0%
合计	5,678.0	6,010.3	6,746.6	7,610.9	8,358.3
增长率	54.8%	5.9%	12.3%	12.8%	9.8%
综合毛利率	26.9%	25.8%	26.8%	26.8%	26.6%

资料来源：WIND、东方证券研究所

表 13：可比公司估值比较

公司	代码	最新价格(元)	每股收益(元)				市盈率			
		2018年6月28日	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
华阳集团	002906	17.90	0.59	0.69	0.76	0.82	30.24	25.94	23.55	21.83
索菱股份	002766	11.89	0.34	0.56	0.73	0.89	35.26	21.07	16.26	13.42
均胜电子	600699	25.24	0.42	1.00	1.28	1.48	60.53	25.23	19.74	17.02
兴民智通	002355	7.59	0.10	0.14	0.17	0.20	76.28	55.97	45.92	37.08
宁波高发	603788	24.22	1.01	1.37	1.73	2.20	23.92	17.71	13.99	10.99
中科创达	300496	27.98	0.19	0.42	0.65	0.93	144.67	66.26	42.80	30.16
	调整后平均						50.58	32.05	25.59	20.61

资料来源：WIND、东方证券研究所

7 主要风险

车载娱乐系统配套量低于预期。17 年车载娱乐系统收入 33 亿元，我们预测 18 年、19 年收入分别为 36.5 亿元、41.1 亿元，对盈利影响较大。若下游乘用车客户配套量低于预期，则会影响公司车载娱乐系统产品的销量，进而影响公司盈利增长。

车载信息系统和驾驶信息系统配套量低于预期。17 年车载信息系统收入 16.2 亿元，我们预测 18 年、19 年收入分别为 18.3 亿元、21 亿元；17 年车载驾驶信息系统收入 3.3 亿元，我们预测 18、19 年收入分别为 3.9 亿元、4.3 亿元，若下游车企客户配套量低于预期，则将影响当期盈利增长。

乘用车行业需求低于预期。若 18 年经济形势低于预期，将影响乘用车行业需求，若乘用车销量增速低于预期，则将影响公司车载娱乐信息系统、驾驶系统配套量，进而影响公司盈利增长。

加入“知识星球 行业与管理资源”库，免费下载报告合集

1. 每月上传分享2000+份最新行业资源（涵盖科技、金融、教育、互联网、房地产、生物制药、医疗健康等行业研究报告、科技动态、管理方案）；
2. 免费下载资源库已存行业报告。
3. 免费下载资源库已存国内外咨询公司管理方案、企业运营制度。
4. 免费下载资源库已存科技方案、论文、报告及课件。



微信扫描加入“知识星球 行业与管理资源”，获取更多行业报告、管理文案、大师笔记

加入微信群，每日获取免费3+份报告

1. 扫一扫二维码，添加群主微信（微信号：Teamkon）
2. 添加好友请备注：**姓名+单位+业务领域**
3. 群主将邀请您进入专业行业报告资源群



微信扫描二维码，免费报告轻松领

报告整理于网络，只用于分享，如有侵权，请联系我们

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	435	2,375	2,084	2,598	3,153	营业收入	5,678	6,010	6,747	7,611	8,358
应收账款	1,220	1,157	1,346	1,540	1,656	营业成本	4,148	4,461	4,939	5,575	6,131
预付账款	20	11	0	0	0	营业税金及附加	34	40	45	51	56
存货	1,196	919	1,422	1,454	1,542	营业费用	262	208	270	304	334
其他	740	803	830	920	975	管理费用	454	546	661	746	811
流动资产合计	3,611	5,266	5,682	6,512	7,327	财务费用	64	12	21	21	15
长期股权投资	6	4	6	5	5	资产减值损失	58	30	28	12	10
固定资产	501	538	1,161	1,209	1,181	公允价值变动收益	3	(6)	0	0	0
在建工程	24	30	82	25	19	投资净收益	(2)	(28)	0	0	0
无形资产	137	158	136	113	91	其他	0	8	8	8	8
其他	205	226	51	1	0	营业利润	659	687	790	910	1,009
非流动资产合计	872	955	1,436	1,353	1,295	营业外收入	13	7	4	10	20
资产总计	4,483	6,221	7,118	7,865	8,622	营业外支出	0	3	1	1	1
短期借款	755	676	700	700	700	利润总额	672	692	793	919	1,028
应付账款	1,440	1,000	1,635	1,677	1,749	所得税	82	76	119	138	154
其他	722	517	550	638	613	净利润	590	616	674	781	874
流动负债合计	2,917	2,193	2,884	3,015	3,062	少数股东损益	0	(1)	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	590	616	674	781	874
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益 (元)	1.07	1.12	1.23	1.42	1.59
其他	290	314	10	10	10	主要财务比率					
非流动负债合计	290	314	10	10	10		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	3,207	2,507	2,894	3,025	3,073	成长能力					
少数股东权益	(5)	(6)	(6)	(6)	(6)	营业收入	54.8%	5.9%	12.3%	12.8%	9.8%
股本	450	550	550	550	550	营业利润	66.9%	4.3%	15.0%	15.2%	10.9%
资本公积	198	2,070	2,070	2,070	2,070	归属于母公司净利润	64.5%	4.4%	9.4%	15.9%	11.8%
留存收益	634	1,100	1,609	2,226	2,935	获利能力					
其他	(0)	0	0	0	0	毛利率	26.9%	25.8%	26.8%	26.8%	26.6%
股东权益合计	1,276	3,715	4,224	4,840	5,549	净利率	10.4%	10.3%	10.0%	10.3%	10.5%
负债和股东权益	4,483	6,221	7,118	7,865	8,622	ROE	54.9%	24.6%	17.0%	17.2%	16.8%
现金流量表						ROIC	35.4%	19.4%	14.8%	15.1%	14.8%
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	偿债能力					
净利润	590	616	674	781	874	资产负债率	71.5%	40.3%	40.7%	38.5%	35.6%
折旧摊销	112	141	186	246	222	净负债率	25.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	64	12	21	21	15	流动比率	1.24	2.40	1.97	2.16	2.39
投资损失	2	28	0	0	0	速动比率	0.82	1.97	1.46	1.66	1.87
营运资金变动	(272)	(370)	(66)	(196)	(221)	营运能力					
其它	62	219	(171)	12	10	应收账款周转率	5.6	4.8	5.1	5.0	5.0
经营活动现金流	558	646	645	864	900	存货周转率	3.7	4.1	4.1	3.7	3.9
资本支出	(303)	(120)	(789)	(164)	(164)	总资产周转率	1.5	1.1	1.0	1.0	1.0
长期投资	2	(18)	18	1	0	每股指标 (元)					
其他	(92)	(204)	(3)	(1)	(1)	每股收益	1.07	1.12	1.23	1.42	1.59
投资活动现金流	(392)	(342)	(774)	(164)	(164)	每股经营现金流	1.01	1.17	1.17	1.57	1.64
债权融资	(1)	1	(0)	0	0	每股净资产	2.33	6.76	7.69	8.81	10.10
股权融资	0	1,972	0	0	0	估值比率					
其他	(156)	(225)	(162)	(186)	(180)	市盈率	27.0	25.8	23.6	20.4	18.2
筹资活动现金流	(158)	1,748	(163)	(186)	(180)	市净率	12.4	4.3	3.8	3.3	2.9
汇率变动影响	4	(2)	0	0	0	EV/EBITDA	18.6	18.5	15.6	13.2	12.5
现金净增加额	11	2,050	(292)	514	555	EV/EBIT	21.5	22.2	19.1	16.7	15.2

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

