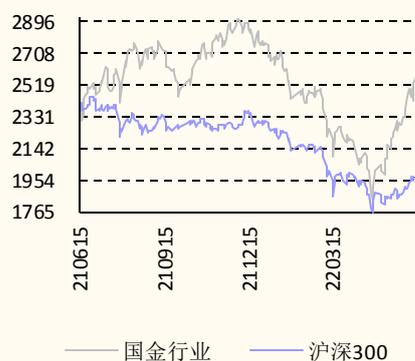


## 市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金汽车及汽车零部件指数	2575
沪深300指数	4189
上证指数	3256
深证成指	11999
中小板综指	12296



## 相关报告

- 1.《终端深度研究系列(三)-欧美供给扰动趋势性减弱,全年有望前低...》, 2022.6.8
- 2.《悬挂智能化趋势加速,龙头公司步入收获期-《2022-06-0...》, 2022.6.7
- 3.《三重底已筑,乐观看后续行情-国金电车5月第3周周报》, 2022.5.15
- 4.《欧美电车需求仍旺盛,交付受阻影响销量-电车周报-0508》, 2022.5.8
- 5.《新能源汽车周报-辨别扰动和趋势,乐观看节后电车行情》, 2022.5.3

**陈传红** 分析师 SAC 执业编号: S1130522030001  
chenchuanhong@gjzq.com.cn

**邱长伟** 分析师 SAC 执业编号: S1130521010003  
qiuchangwei@gjzq.com.cn

## 恒润和德赛对比研究: 渗透率&国产化率双提升, ADAS 域控实现良好卡位

### 行业观点

- **L2+搭载率快速提升, 智能驾驶域控国产替代空间大。**2021年国内L2+级别智能驾驶搭载率已经超过20%, 搭载量以超过50%的增速在快速增长。从智能驾驶tier1供应商的角度, 市场被以ABCD(安波福、博世、大陆、德尔福等)为代表的外资tier1占据主要份额, 国产tier1代表经纬恒润仅占4%的份额(2020年), 国产替代的空间巨大。从芯片角度, 新势力倾向英伟达, 传统车企多层次布局; 从域控的角度, 行泊一体是趋势, 产品升级从ME过渡到地平线/TV/英伟达。
- **恒润配套ME, 抢占中低端前向L2绝大部分市场; 德赛行泊一体(配套TDA4)和L3域控(配套Orin)抢占高端优质客户。**从产品矩阵进行对比, 前向ADAS, 恒润占绝对优势, 产品便宜(1000元)成熟, 性价比高; 德赛无对应产品; 环视&泊车产品, 德赛IPU01已量产百万套, 恒润定点上汽、美团、宝能; 行泊一体产品, 德赛IPU02 21年量产, 配套吉利星越L、上汽、长城等; 恒润ADCU量产红旗EHS9; L3高级别域控, 德赛IPU03(配套英伟达Xavier)已于20年小鹏量产; IPU04(配套英伟达Orin)将于22年在理想、上汽等车型量产。恒润HPC定点赢彻科技、宝能汽车。
- **商业模式有差异, 恒润人均创收低、人均薪酬高。**毛利率方面, 恒润整体比德赛高6%(2021年), 其中汽车电子毛利率比德赛高3-4%。净利率方面, 2021年恒润比德赛低4%, 主要是销售费用率、管理费用率、研发费用率都比德赛高, 分别高出3.6%/3.8%/3.8%。恒润期间费用率高的核心原因是恒润硕士学历以上占比55%, 远高于德赛(不足10%), 恒润人均薪酬比德赛高40%以上。因为商业模式有差异, 恒润的软件服务人均创收低, 恒润的人均创收比德赛低50%。
- **“量价模型”衡量控制器公司研发效率。**汽车电子是研发驱动型的领域, 并且以硬件产品销售为载体, 研发人员的人均产出, 总体上取决于公司产品的量和价。以科博达为例, 公司走的“大客户、大单品”的路线, 研发人员人均产出较高, 且毛利率较高(35%左右)。德赛智能座舱的核心产品车载娱乐系统出货量在400-500万套, 单价相对较高, 量价占优势。恒润的车身控制器大单品防夹控制器, 单价约100-150元, 销量约250万套; ADAS域控单价较高(约1000元左右), 销量约31万套, 后续随着产品的放量, 人均产出和盈利能力有望进一步提升。

### 投资建议

- 德赛西威和经纬恒润是国内智能驾驶域控的龙头公司, 分别依托于英伟达和ME的芯片, 在高性价比的L2前向ADAS方案和高算力平台方案领域分别居于国内行业领先的地位, 实现良好的卡位; 两者也继续扩大产品矩阵, 覆盖行泊一体、环视泊车等, 实现智能驾驶域控环节的国产替代, 值得重点关注。

### 风险提示

- 行业竞争加剧的风险; ADAS芯片竞争格局的不确定性; 来自主机厂的竞争。

## 内容目录

L2+搭载率快速提升，智能驾驶域控国产替代空间大.....	5
L2+搭载率快速提升，智能驾驶国产替代空间巨大.....	5
ADAS 芯片：新势力倾向英伟达，传统车企多层次布局 .....	6
ADAS 域控：行泊一体是趋势，产品升级从 ME 过渡到地平线/TI/英伟达 .....	7
智能驾驶：恒润高性价比方案快速放量，德赛中高阶方案价值量高.....	9
整体情况：德赛收入规模大、净利率高；恒润毛利率高、净利率低.....	9
ADAS 域控产品矩阵：前向 ADAS 恒润占绝对优势，高阶智能驾驶、行泊一体方案德赛领先量产.....	11
收入均保持快速增长，毛利率趋于 25%-30%.....	12
德赛持续研发投入，实现收入增长和净利率提升双击，净利润 V 型反转 ....	13
汽车电子业务：恒润聚焦车身控制器，毛利率略高；德赛聚焦智能座舱.....	15
汽车电子业务：恒润以车身控制器为主，德赛以智能座舱为主，毛利率恒润略高 .....	15
经纬恒润的研发服务：软硬结合，毛利率 40%-50%.....	16
经纬恒润的 MAAS 业务：以港口无人驾驶为主，车队规模 20 余台 .....	19
整体客户对比：德赛客户结构更均衡.....	19
商业模式有差异，恒润人均创收低、人均薪酬高.....	20
恒润毛利率较高，期间费用率高拉低净利率.....	20
恒润硕士以上员工占比 55%，人均薪酬较德赛高 40%+.....	22
商业模式有差异，恒润人均创收比德赛低 50%.....	23
“量价模型”衡量控制器公司研发效率 .....	25
投资建议 .....	26
风险提示 .....	27

## 图表目录

图表 1: L2 搭载率快速提升.....	5
图表 2: L2 搭载量同比 50%以上增长 (万套) .....	5
图表 3: 环视及自动泊车渗透率也在提升.....	5
图表 4: 21 年 1-11 月前向 ADAS 感知供应商份额 .....	6
图表 5: 20 年前视 ADAS 供应商份额.....	6
图表 6: ME 全球芯片出货量达 2800 万片.....	6
图表 7: 21 年环视+APA 供应商份额.....	6
图表 8: 新势力对 ADAS 芯片的选择 .....	7
图表 9: 部分传统车企对 ADAS 芯片的选择.....	7
图表 10: ADAS 芯片算力和量产时间 .....	7
图表 11: 行泊一体是行业发展趋势.....	8
图表 12: Tier1 产品升级对芯片的选择.....	9

图表 13: 德赛和恒润收入对比 (百万元)	10
图表 14: 德赛和恒润净利润对比 (百万元)	10
图表 15: 德赛和恒润毛利率对比	10
图表 16: 德赛和恒润净利率对比	10
图表 17: 经纬恒润汽车电子主要产品	10
图表 18: 德赛西威主要产品	11
图表 19: 德赛和恒润智能驾驶域控产品矩阵	12
图表 20: 智能驾驶收入对比 (百万元)	13
图表 21: 智能驾驶毛利率对比	13
图表 22: 德赛研发支出及研发成果	13
图表 23: 德赛 17-20 年的研发投入拉动 20 年以后收入高增长	14
图表 24: 德赛 18-21 年智驾收入复合增速 79% (百万元)	14
图表 25: 2019 年德赛净利率触底反弹	14
图表 26: 2020 年以来德赛净利润增速实现 V 型反转 (百万元)	14
图表 27: 德赛和恒润的研发支出 (百万元)	15
图表 28: 德赛研发资本化	15
图表 29: ADAS 外的业务收入对比 (2020 年, 百万元)	15
图表 30: 德赛智能座舱收入 (百万元)	15
图表 31: 恒润的其他汽车电子收入 (百万元)	16
图表 32: 恒润的其他汽车电子毛利率	16
图表 33: 恒润研发服务业务内容	16
图表 34: 恒润的研发服务 (百万元)	17
图表 35: 恒润研发服务成本结构和软件公司对比	18
图表 36: 软件服务公司收入对比 (百万元)	18
图表 37: 软件服务公司毛利率对比	18
图表 38: 恒润人均创收介于德赛和创达之间 (万元)	18
图表 39: 恒润人均薪酬高于德赛和创达 (万元)	18
图表 40: 经纬恒润 MaaS 解决方案	19
图表 41: 恒润 MaaS 收入及毛利率 (百万元)	19
图表 42: 无人驾驶重卡相关公司经营情况	19
图表 43: 恒润主要客户占比	20
图表 44: 德赛主要客户占比	20
图表 45: 恒润毛利率高于德赛	20
图表 46: 德赛净利率高于恒润	20
图表 47: 恒润销售费用率比德赛高 3pct+	21
图表 48: 销售费用主要是薪酬和质保	21
图表 49: 恒润管理费用率比德赛高 3pct+	21
图表 50: 管理费用主要是职工薪酬	21
图表 51: 恒润研发费用率比德赛高 3pct+	21

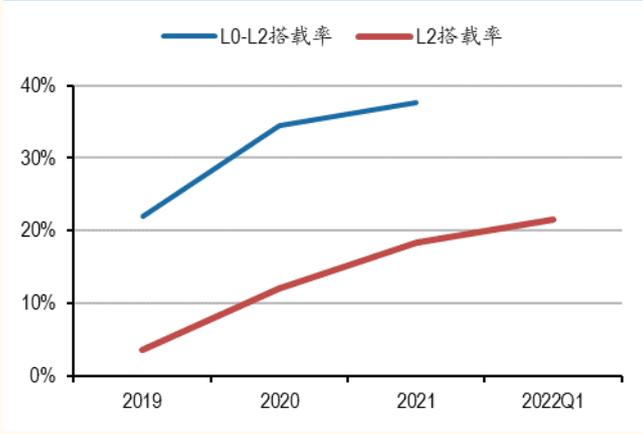
图表 52: 研发费用主要是薪酬和物料消耗.....	21
图表 53: 德赛和恒润员工人数对比.....	22
图表 54: 德赛和恒润员工结构 (以研发人员为基数).....	22
图表 55: 恒润硕士学历以上占比 55%, 远高于德赛.....	22
图表 56: 恒润人均薪酬比德赛高 40%+ (万元).....	22
图表 57: 恒润生产人员人均薪酬比德赛高 200%+ (万元).....	23
图表 58: 恒润销售人员人均薪酬比德赛高 65%+ (万元).....	23
图表 59: 恒润研发人员人均薪酬比德赛高 37%+ (万元).....	23
图表 60: 恒润管理人员人均薪酬比德赛高 65% (万元).....	23
图表 61: 恒润人均创收介于德赛和创达之间 (万元).....	24
图表 62: 20 年恒润研发人员人均创收比德赛低 50% (万元).....	24
图表 63: 20 年恒润生产人员人均创收比德赛低 38% (万元).....	24
图表 64: 20 年恒润销售人员人均创收比德赛低 60% (万元).....	24
图表 65: 德赛和恒润成本结构.....	25
图表 66: 德赛和恒润人均创收分解 (万元).....	25
图表 67: 德赛的原材料结构.....	25
图表 68: 恒润的原材料结构.....	25
图表 69: 研发人员人均创收对比 (万元).....	26
图表 70: 控制器公司毛利率对比.....	26
图表 71: 汽车电子公司的量价模型对比.....	26
图表 72: 德赛和恒润估值对比.....	27

## L2+搭载率快速提升，智能驾驶域控国产替代空间大

### L2+搭载率快速提升，智能驾驶国产替代空间巨大

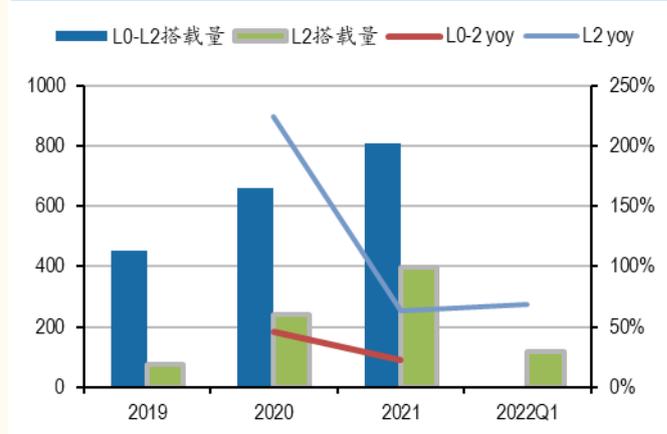
- **汽车智能化，L2+搭载率快速提升。**智能驾驶是汽车智能化最核心的升级方向之一，伴随着特斯拉 FDS (Full Self Driving) beta 在北美的大范围推送 (10 万辆级别)、小鹏宣称今年推出城市版的 NGP (Navigation Guided Pilot, 智能导航辅助驾驶)、长城汽车宣布今年推出 NOH (Navigation on HI Pilot), 消费者对于智能驾驶感知和需求更加强烈。根据高工智能汽车的统计, 2021 年国内 L2+级别智能驾驶搭载率已经超过 20%, 搭载量以超过 50% 的增速在快速增长。同时, 自动泊车这一低速智能驾驶功能的渗透率也在提升。

图表 1: L2 搭载率快速提升



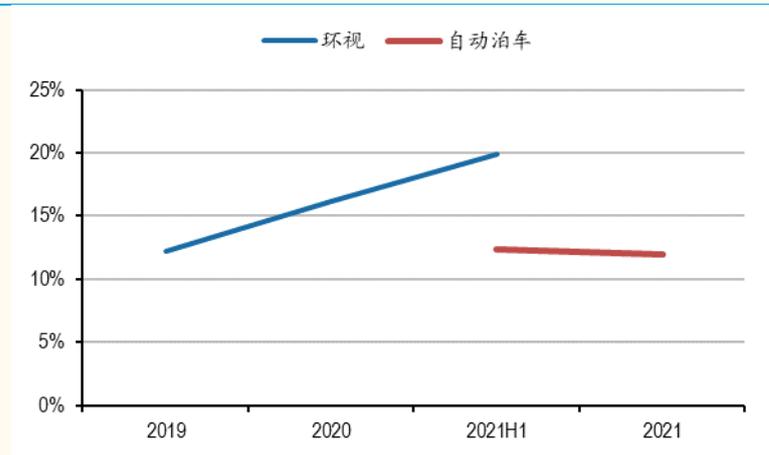
来源: 高工智能汽车, 国金证券研究所

图表 2: L2 搭载量同比 50%以上增长 (万套)



来源: 高工智能汽车, 国金证券研究所

图表 3: 环视及自动泊车渗透率也在提升

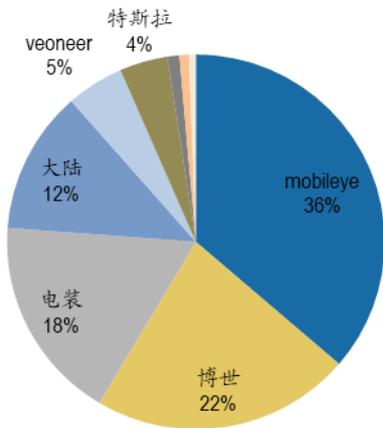


来源: 高工智能汽车, 国金证券研究所

- **智能驾驶国产率低，国产替代空间巨大。**根据高工智能汽车和佐思汽研的数据, 从 ADAS 感知供应商的角度, Mobileye (以下简称 ME) 份额遥遥领先。2021 年 ME 全球出货量 2800 万辆, 在 ADAS 市场份额约 70%。从智能驾驶 tier1 供应商的角度, 市场被以 ABCD (安波福、博世、大陆、德尔福等) 为代表的外资 tier1 占据主要份额, 国产 tier1 代表经纬恒润仅占 4%

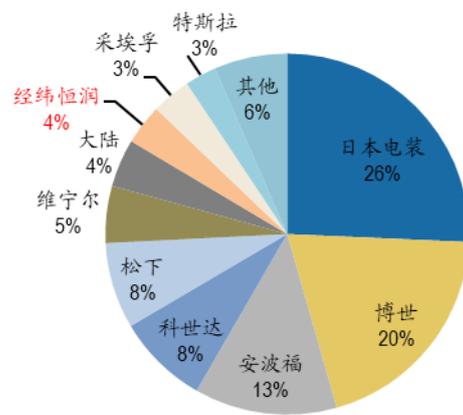
的份额（2020年），国产替代的空间巨大。在自动泊车市场，国产供应商加速替代外资，如德赛西威占到10%以上的份额。

图表 4: 21 年 1-11 月前向 ADAS 感知供应商份额



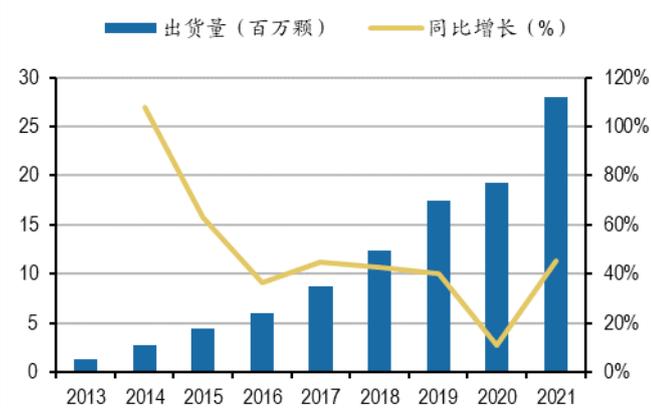
来源：高工智能汽车，国金证券研究所

图表 5: 20 年前视 ADAS 供应商份额



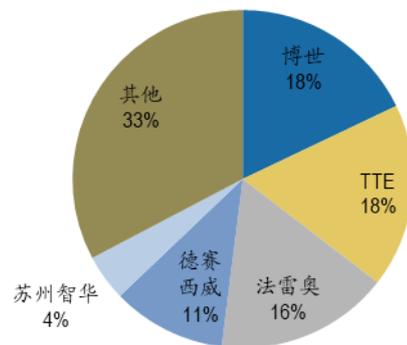
来源：佐思汽研，国金证券研究所

图表 6: ME 全球芯片出货量达 2800 万片



来源：Mobileye，国金证券研究所

图表 7: 21 年环视+APA 供应商份额



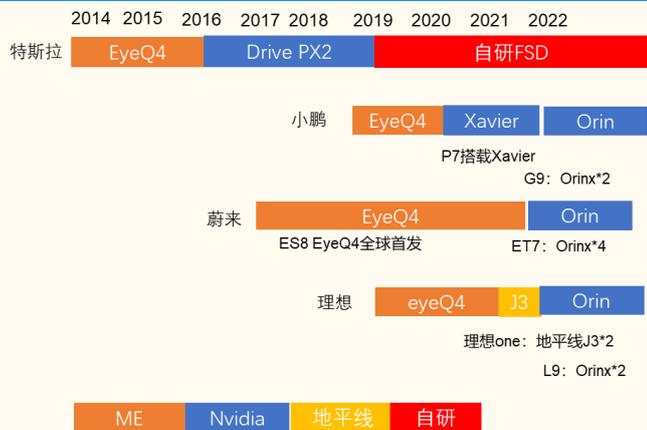
来源：高工智能汽车，国金证券研究所

### ADAS 芯片：新势力倾向英伟达，传统车企多层次布局

- **新势力选择英伟达，传统车企多种芯片多层次布局。** 从主机厂对智能驾驶芯片的选择上，在特斯拉的标杆带动下，新势力在第一代产品使用 ME 的芯片实现基础的智能驾驶功能后，转为全栈自研，并锁定大算力的英伟达 Orin 芯片。而部分传统车企，车型众多，目前 ADAS 方案中普遍以外资或者国产 tier1 的 ME 芯片为主，但同时布局实现行泊一体功能的 TDA4 和地平线方案，以及更大算力的英伟达 Orin 芯片。
  - 高级别自动驾驶：英伟达 Orin 芯片大算力，完善的工具链，成为全栈自研的新势力车企高级别自动驾驶的一致选择；
  - 中端行泊一体：行泊一体方案，地平线、TI、ME 的芯片单独或组合使用，提供较高算力的，同时软硬解耦的方式更符合主机厂对于掌握智能驾驶算法（包括感知和规控算法）的诉求；

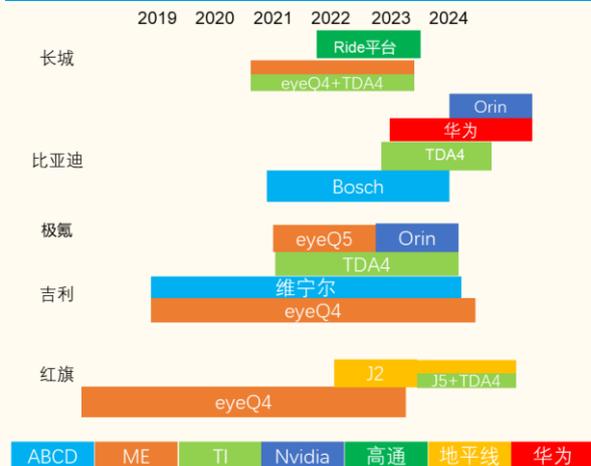
- 中低端前向 ADAS: eyeQ4 芯片的一体机方案 (1V0R), 产品成熟, 性价比突出, 国产 tier1 (如经纬恒润) 加速抢占外资 tier1 的份额。

图表 8: 新势力对 ADAS 芯片的选择



来源: 高工智能汽车, 国金证券研究所

图表 9: 部分传统车企对 ADAS 芯片的选择



来源: 高工智能汽车, 国金证券研究所

图表 10: ADAS 芯片算力和量产时间



来源: 高工智能汽车, 国金证券研究所

ADAS 域控: 行泊一体是趋势, 产品升级从 ME 过渡到地平线/TI/英伟达

- 行泊一体是行业发展趋势。L0-L2 级别 ADAS 仍旧是分布式架构, 正在往集中式架构演进。分布式架构的 ADAS 部件模块 (子系统) 多采用一体机整体方案, 以前视 ADAS 为例, 整个模块将镜头模组、计算平台主板被整合在一起, 主板内含 2 个芯片: 安全核和性能核。安全核一般由 MCU (Micro-Controller Unit) 充当, 典型的如英飞凌的 AURIX TC397 等; 性能核一般是 MPU (Micro-Processor Unit) 充当, 对算力较高, 基本采用“片上系统”SOC 芯片形式存在。随着电子电气架构升级 (从分布式向集中式升级), 行泊一体的方案, 在成本上具有优势, 是行业发展的趋势。根

据东软睿驰介绍，通过泊车与行车功能的集成以及传感器的共用，可实现L2+的增强感知能力，提高安全性和用户体验，相比传统 1V1R+APA 的技术方案成本节省 20%~30%。

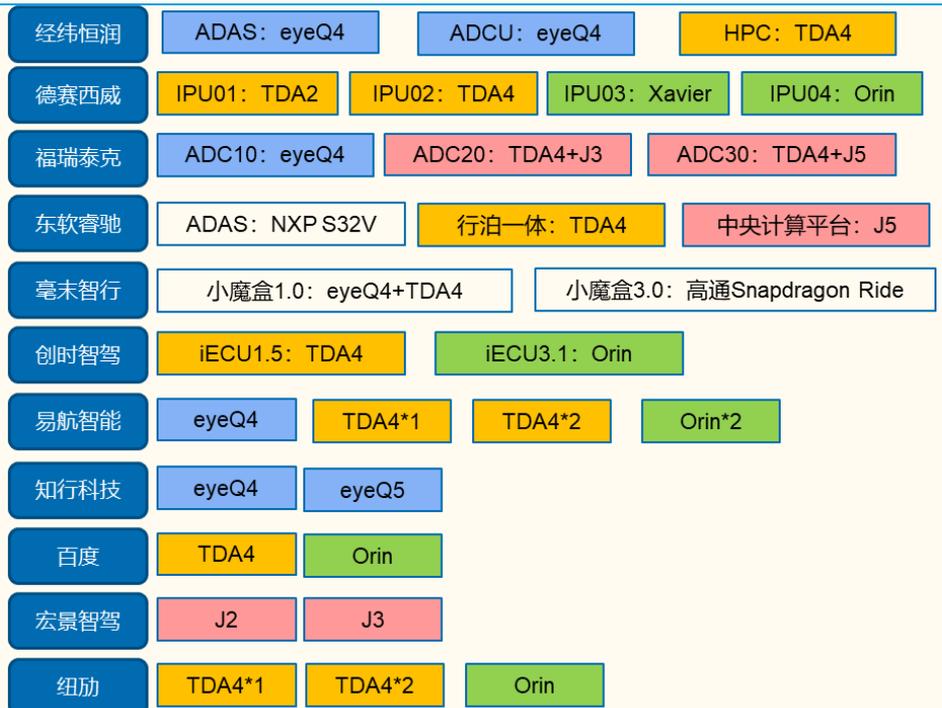
图表 11：行泊一体是行业发展趋势

	行车		泊车		产品及芯片	产品特性
	前向ADAS	侧后ADAS	泊车	环视		
1V0R	●				经纬恒润: eyeQ4+英飞凌 TC234	感知能力好, 性价比高, 但开放性不好
1V1R	●					
1V3R	●	●			经纬恒润、福瑞泰克等: EyeQ4*1+TC297	行泊分离, 上车速度快, 对车企软件能力要求不高
1V5R	●	●				
5V5R	●	●	●	●	德赛西威IPU02: TDA4 毫末智行: eyeQ4+TDA4 宏景: J3*2 福瑞泰克: TDA4*2+J3	行泊一体成本低、集中式架构, 是发展趋势

来源：高工智能汽车，国金证券研究所

- 域控厂商产品升级：从 ME 过渡到地平线/TI/英伟达。**从 ADAS tier1 的产品升级对芯片的选择，第一代产品往往是以 eyeQ4 芯片为主导，有成熟的感知算法，性价比较高，容易走量。但受制于 ME 的“黑盒”交付，修改较为困难。后续升级产品为以 TDA4 或地平线征程系列芯片的行泊一体方案，算力相较于 eyeQ4 有明显提升，同时增加感知和规控算法的开发度；同时，处于对产业链安全可控的要求，部分主机厂倾向于国产芯片，如地平线等。在高级别自动驾驶域控方面，tier1 往往选择高算力的英伟达 Orin、地平线 J5 和高通 Snapdragon Ride 等芯片。

图表 12: Tier1 产品升级对芯片的选择



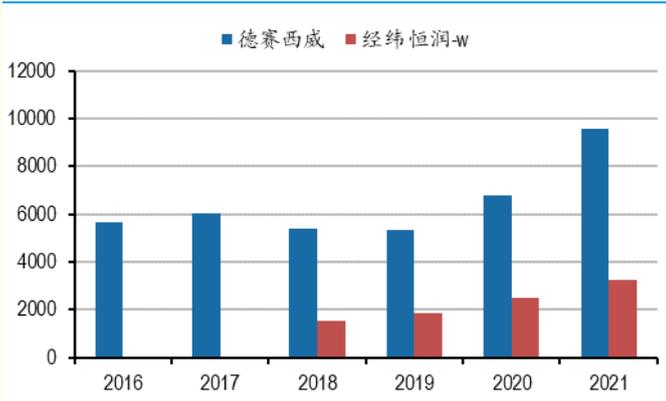
来源: 各公司官网, 国金证券研究所

### 智能驾驶: 恒润高性价比方案快速放量, 德赛中高阶方案价值量高

整体情况: 德赛收入规模大、净利率高; 恒润毛利率高、净利率低

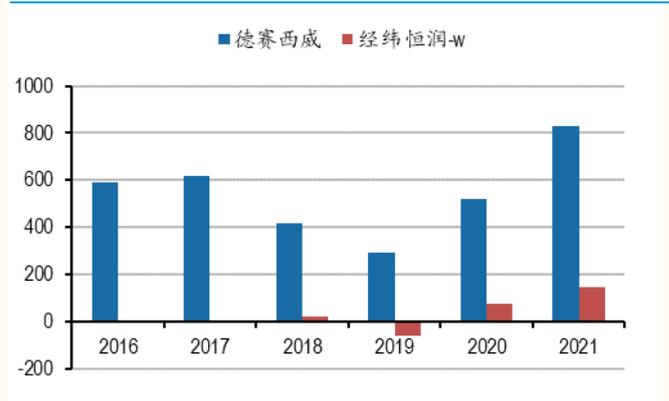
- 德赛西威和经纬恒润是汽车智能化方面的龙头公司。德赛西威主营业务分为三大板块: 智能驾驶、智能座舱和智能网联, 其中智能驾驶域控方面, 公司 IPU03 和 IPU04 分别搭载英伟达的 Xavier 和 Orin 芯片, 配套小鹏、理想等客户量产。经纬恒润主业为汽车电子产品 (包括智能驾驶域控及车身、底盘等控制器)、研发服务、高阶别智能驾驶解决方案, 其中智能驾驶域控主要搭载 ME 的芯片, 2020 年在国内前向 ADAS 自主供应商中排名第一。
- 恒润毛利率较高, 但净利率较低。德赛西威 2021 年收入 96 亿元, 其中智能座舱和智能驾驶收入分别为 79 亿元和 14 亿元, 占比分别为 82% 和 14%; 经纬恒润 2021 年收入 33 亿元, 其中汽车电子产品和研发服务收入分别为 25 亿元和 7 亿元, 占比分别为 77% 和 22%。从毛利率的角度, 2021 年经纬恒润毛利率比德赛西威高 6pct, 主要是经纬恒润研发服务毛利率较高 (40% 以上), 剔除研发服务, 2021 年经纬恒润的汽车电子业务毛利率比德赛西威高 3pct。2021 年, 经纬恒润净利率为 4.5%, 比德赛西威低 4.2pct, 主要是经纬恒润研发费用率、管理费用率、销售费用率较高所致。

图表 13: 德赛和恒润收入对比 (百万元)



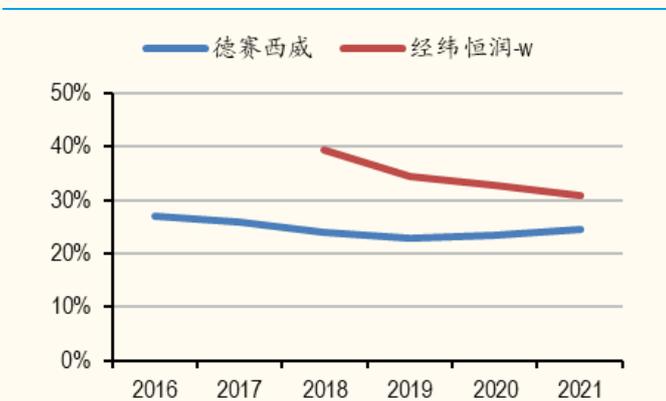
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 14: 德赛和恒润净利润对比 (百万元)



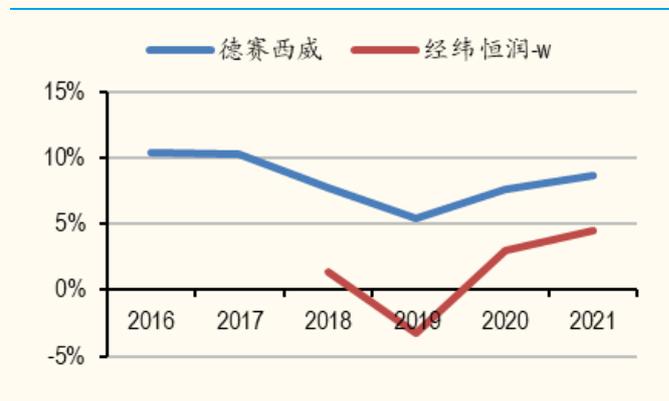
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 15: 德赛和恒润毛利率对比



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 16: 德赛和恒润净利率对比



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 17: 经纬恒润汽车电子主要产品

<p><b>辅助驾驶类</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 前视主动安全摄像头</li> <li>✓ 高性能车规级激光雷达</li> <li>✓ ADAS域控制器</li> <li>✓ APA控制器</li> <li>✓ 高精地图及定位模块</li> <li>✓ 驾驶员监控模块</li> <li>✓ 电动助力转向系统</li> </ul>	<p><b>灯光控制类</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 自适应前照灯控制系统</li> <li>✓ LED ADB控制系统</li> <li>✓ 车内饰氛围灯系统</li> <li>✓ 车顶控制器</li> </ul>	<p><b>新能源类</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 充电转换模块</li> <li>✓ 新能源车整车控制器VCU</li> <li>✓ 电池管理系统BMS</li> <li>✓ 智能执行器控制器</li> <li>✓ 动力系统通用控制器</li> </ul>
<p><b>门窗控制类</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 车/天窗控制器 (防夹) 产品</li> <li>✓ 门模块产品</li> <li>✓ 电动尾门控制器</li> <li>✓ 脚踏传感器</li> </ul>	<p><b>车身控制类</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 车身控制器/车身域控制器</li> <li>✓ 无钥匙进入及启动系统</li> <li>✓ 座椅控制器</li> <li>✓ 车载无线充电产品</li> </ul>	<p><b>制动传动类</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 电子驻车制动系统</li> <li>✓ 电子制动助力系统 (IBAS)</li> <li>✓ P档锁止控制器</li> <li>✓ 分动器/四驱控制器</li> <li>✓ 差速锁控制器</li> </ul>
<p><b>网络类</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ T-BOX/ 5G/V2X T-BOX</li> <li>✓ 网关</li> </ul>		

来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表 18: 德赛西威主要产品



来源：公司公告，国金证券研究所

**ADAS 域控产品矩阵：前向 ADAS 恒润占绝对优势，高阶智能驾驶、行泊一体方案德赛领先量产**

- 前向 ADAS 恒润占绝对优势，高阶智能驾驶、行泊一体方案德赛领先量产。从产品矩阵进行对比，前向 ADAS 方面，恒润占绝对优势，该产品于 2016 年首次搭载于上汽荣威 RX5，产品经过多年迭代，价格便宜（1000 元左右）、感知算法成熟，性价比高；德赛无对应产品；环视&泊车产品，德赛 IPU01 已量产百万套，恒润泊车产品已定点上汽、美团、宝能；行泊一体产品，德赛 IPU02 21 年量产，配套吉利星越 L、上汽、长城等；恒润 ADCU 在红旗 EHS9 上量产；L3 高级别智能驾驶域控，德赛 IPU03（配套英伟达 Xavier）已于 20 年在小鹏量产；IPU04（配套英伟达 Orin）将在于 22 年在理想、上汽、路特斯、华人运通等车型量产。恒润 HPC 定点赢彻科技、宝能汽车。

图表 19: 德赛和恒润智能驾驶域控产品矩阵

	前向ADAS		环视&泊车		行泊一体		L3高级别自动驾驶		
	德赛	恒润	德赛	恒润	德赛	恒润	德赛		恒润
产品		ADAS	IPU01	APA	IPU02	ADCU	IPU03	IPU04	HPC
芯片		eyeQ4+英飞凌TC系列		TC297+TDA2 TC397+TDA4	TDA4	EyeQ4*1+TC297TA*2	xavier*2	orin*2	TDA4+TC397
AI算力		2.5		8		2.5	60	512	8
配套车型		已量产, 红旗全系、上汽RX5、吉利博越Pro/新缤越/帝豪	量产, 上汽通用、长城、上汽、吉利	定点: 上汽大通、美团、宝能汽车、小马智行	量产: 星越L、上汽、长城	量产: 红旗EHS9	量产: 小鹏P7/P5	定点: 理想L9等	定点: 赢彻科技、宝能汽车
单价(元)		1000	1400		2000	2000	7000-10000	15000	
21年出货量		预计60万套	百万套			0.5万套	3万套		
简介		2016年量产	2017年之前量产, 主要是环视系统; 2019年自动泊车在吉利车型量产		19年7月启动研发, 21年11月量产		2018年11月和英伟达、小鹏签署合作协议, 20年在小鹏P7量产	2020年9月宣布和英伟达、理想签署合作协议, 22年年中量产	2019年启动研发, 至今已推出两代产品

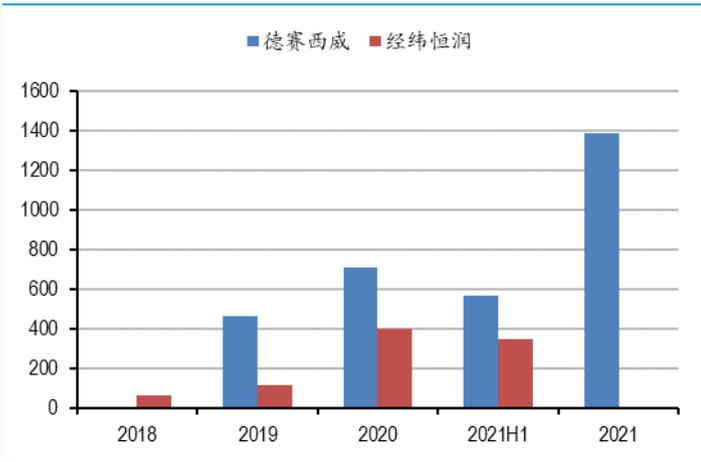
来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 从客户结构上, 德赛主要有新势力、长城、吉利等; 恒润主要有商用车、红旗、上汽、吉利等。前向 ADAS 方面, 恒润客户包括红旗、上汽、吉利和部分商用车如一汽解放等; 泊车产品方面, 德赛客户广泛, 包括上汽通用、长城、上汽、吉利等车企; 恒润定点车企包括上汽大通、美团、宝能汽车、小马智行等。行泊一体方案, 德赛量产客户包括星越 L、上汽、长城等客户; 恒润 ADCU 在红旗 EHS9 上量产搭载。L3 高级别自动驾驶方案, 德赛量产的客户是小鹏, 即将量产的客户包括理想等; 恒润 HPC 定点客户包括: 赢彻科技、宝能汽车。

#### 收入均保持快速增长, 毛利率趋于 25%-30%

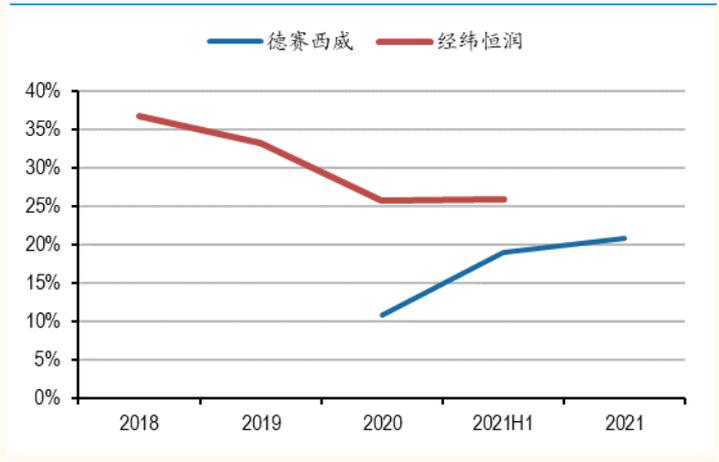
- 收入对比: 2021H1 德赛和恒润智能驾驶收入分别为 5.7 和 3.5 亿元, 均快速增长。德赛智能驾驶收入快速增长, 21 年收入 13.9 亿元, 同比增长 95%。21 年主要是 IPU01 (环视系统) 和 IPU03 (小鹏搭载) 贡献; 预计随着 IPU02、IPU04 量产后, 公司智能驾驶收入仍将快速增长。恒润 21 年上半年收入 3.5 亿元, 出货量达到 29 万套, 接近 2020 年全年的水平, 主要来自商用车、红旗、上汽、吉利等客户贡献, 21 年公司新增吉利车型量产, 预计包括吉利在内的新增车型量产, 恒润智能驾驶收入也有望保持较快增长。
- 毛利率对比: 恒润约 25%左右, 德赛尚有修复空间。恒润 21 年出货量预计在 60 万套以上, 毛利率下降至 25%左右。德赛毛利率在修复通道中, 目前 IPU03 的量不大, 后续等 IPU02、IPU04 放量 (分别于 2021 年下半年和 2022 年下半年量产), 毛利率有望进一步提升。

图表 20: 智能驾驶收入对比 (百万元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 21: 智能驾驶毛利率对比

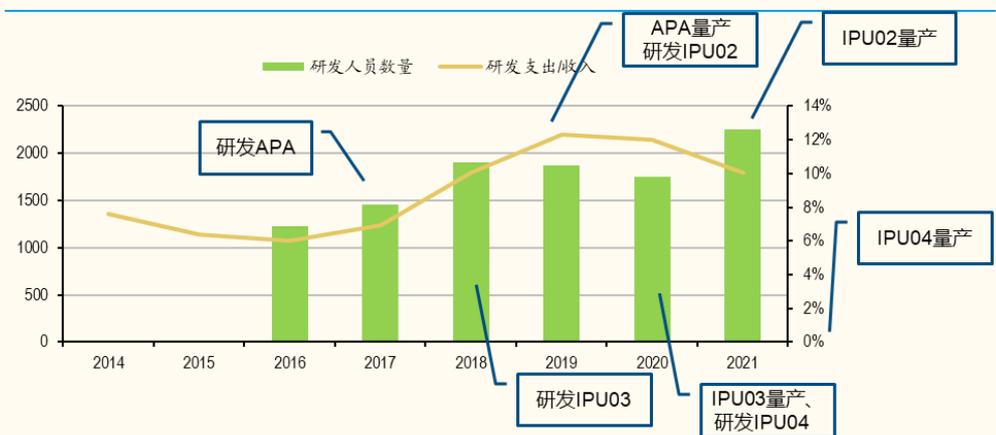


来源: Wind, 国金证券研究所

### 德赛持续研发投入, 实现收入增长和净利率提升双击, 净利润V型反转

- **德赛: 持续研发投入见效, 迎来收入增长和净利率提升的双击。**和德赛 17 年上市前后研发人员大幅扩充, 扩充近 700 人 (+55%), 即便是在收入增速大幅下滑的 17-19 年, 研发投入维持 20-30% 的高增长。研发成果斐然, 17 年以来, APA、IPU02、IPU03、IPU04 于 2019/2020/2021/2022 年量产, 并带动智能驾驶收入 18-21 年复合 79% 的高增长。公司加大研发、行业销量下行, 公司 17-19 年净利率连续下跌, 净利润大幅下滑, 但随着公司研发成果放量, 德赛 20 年以来净利润实现 V 型反转。

图表 22: 德赛研发支出及研发成果



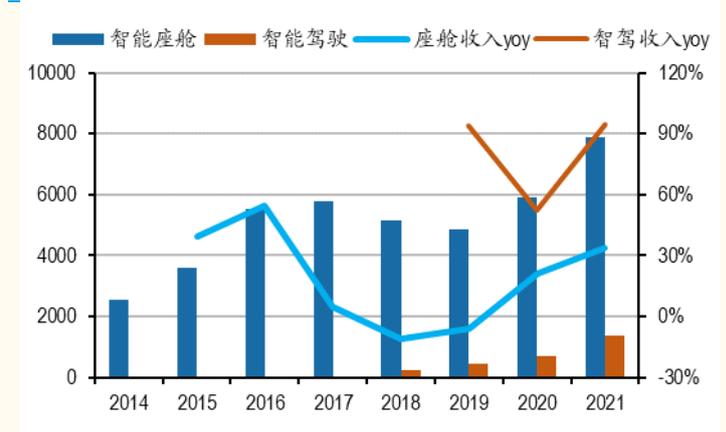
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 23: 德赛 17-20 年的研发投入拉动 20 年以后收入高增长



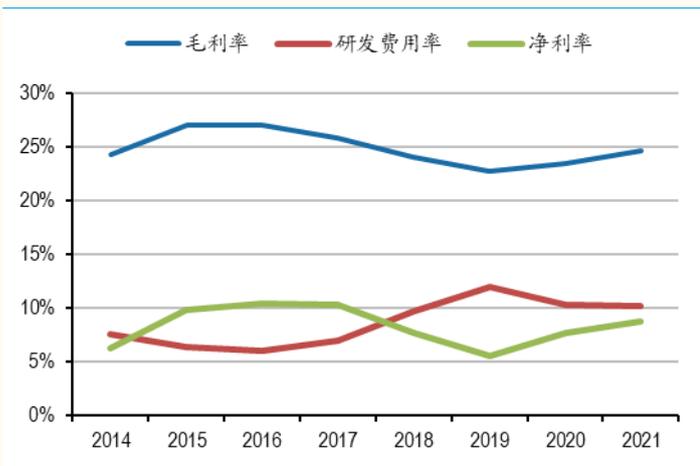
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 24: 德赛 18-21 年智驾收入复合增速 79% (百万元)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 25: 2019 年德赛净利率触底反弹



来源: Wind, 国金证券研究所

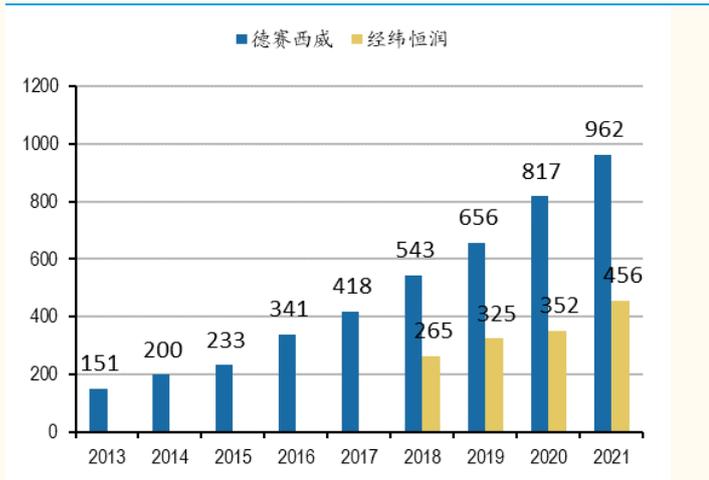
图表 26: 2020 年以来德赛净利润增速实现 V 型反转 (百万元)



来源: Wind, 国金证券研究所

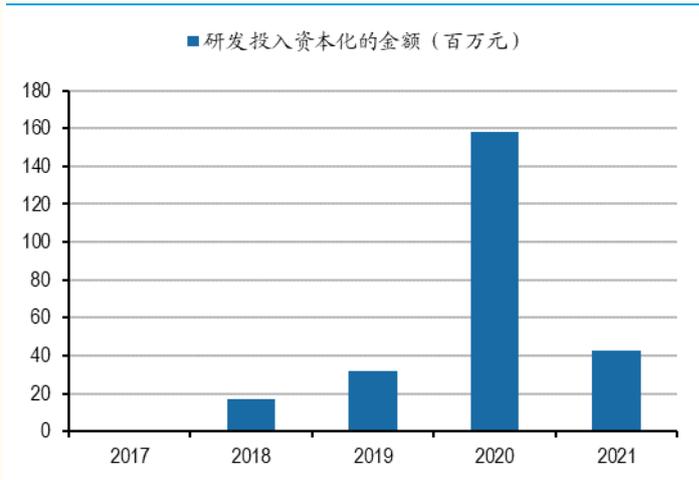
- **恒润 IPO 募资 36 亿元, 或将加快与高算力芯片公司战略合作。**使用英伟达芯片及开发工具, 需要支付一笔巨额开发费, 部分主机厂 (如上汽、蔚来等) 选择自己支付开发费, 部分主机厂 (如小鹏、理想等) 通过英伟达指定的 tier1 (如德赛西威) 实现配套开发。德赛 2020 年研发投入资本化 1.6 亿, 主要是对英伟达合作开发自动驾驶系统平台的资本化确认。恒润 IPO 募集资金 36 亿元, 或将加大跟其他芯片公司的战略合作。2022 年 2 月, 经纬恒润与黑芝麻签署战略合作协议, 共同打造全场景智能驾驶解决方案。

图表 27: 德赛和恒润的研发支出 (百万元)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 28: 德赛研发资本化



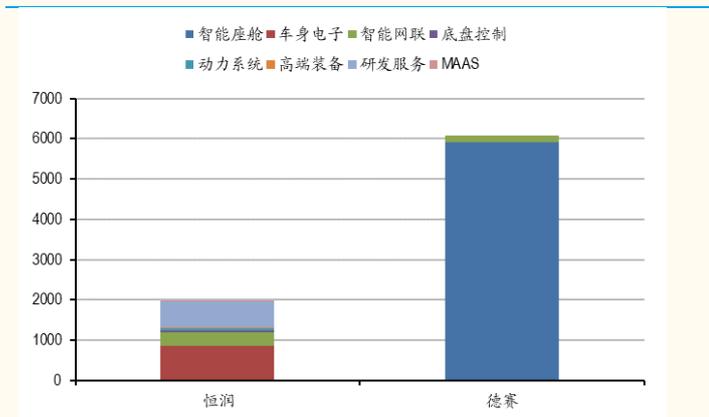
来源: 公司公告, 国金证券研究所

**汽车电子业务: 恒润聚焦车身控制器, 毛利率略高; 德赛聚焦智能座舱**

**汽车电子业务: 恒润以车身控制器为主, 德赛以智能座舱为主, 毛利率恒润略高**

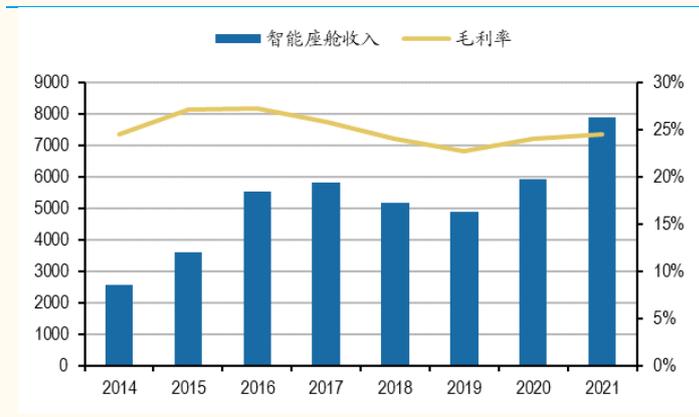
- **汽车电子业务: 恒润以车身控制器为主, 德赛以智能座舱为主, 毛利率恒润略高。**恒润车身控制器是第一大业务, 2021 年上半年收入 5.3 亿元, 占比 39%, 其中量最大的是防夹控制器, 出货量在 300 万套/年。此外恒润还有各类控制器, 包括底盘域控制器 (定点蔚来)、车身域控制器 (量产一汽、华人运通)。恒润汽车电子业务 (除智能驾驶外) 20 年收入 14 亿元, 同比增长 27%, 毛利率约为 26%-30%左右。德赛西威第一大业务是智能座舱, 2021 年收入 79 亿元, 收入占比 82%。2020 年公司位列国内车载信息娱乐系统供应商排名第一, 搭载量 268 万套, 份额 16%。德赛智能座舱毛利率在 25%左右小幅波动。

图表 29: ADAS 外的业务收入对比 (2020 年, 百万元)



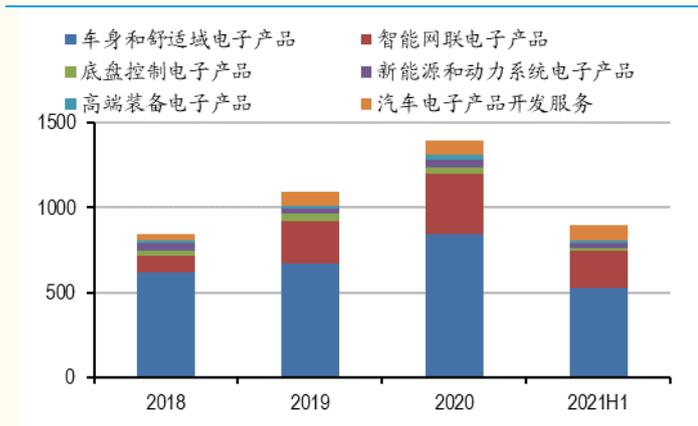
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 30: 德赛智能座舱收入 (百万元)



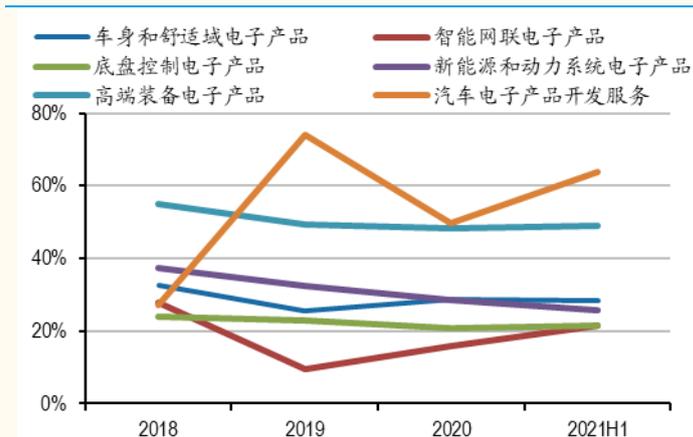
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 31: 恒润的其他汽车电子收入 (百万元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 32: 恒润的其他汽车电子毛利率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

经纬恒润的研发服务: 软硬结合, 毛利率 40%-50%

- 恒润研发服务收入 6-7 亿元, 毛利率约 40%-50%。恒润的研发服务及解决方案业务包括汽车电子系统研发服务与高端装备电子系统研发服务, 为不同行业客户的电子系统研发过程提供各类技术解决方案、工具开发和流程支撑服务, 包括电子电气架构咨询服务、网络安全开发服务、航电系统解决方案等。2018-2021 年收入维持约 6-7 亿元, 毛利率为 40%-50%, 维持较高水平。

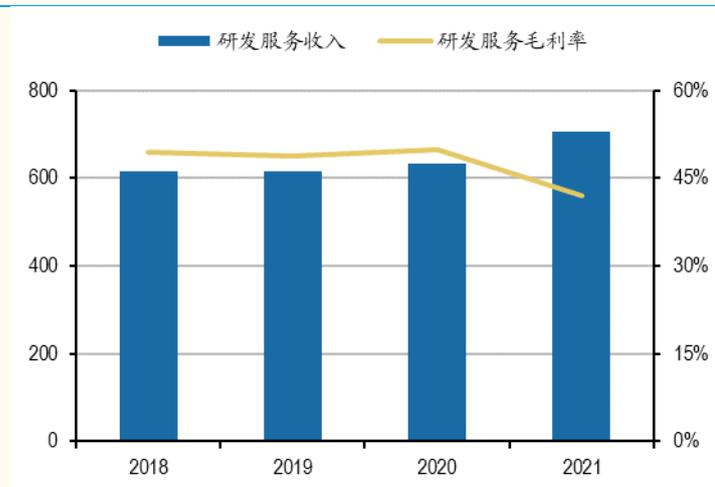
图表 33: 恒润研发服务业务内容

序号	业务种类	业务内容
1	汽车电子系统研发服务	
1.1	整车电子电气架构咨询服务	已为包括北汽集团、华人运通、吉利、上汽集团、一汽集团、中国重汽等多家整车生产企业提供了整车电子电气架构开发咨询服务
1.2	汽车网络开发服务	公司作为 OPEN 联盟 (OPEN Alliance)、AVnu (AVnu Alliance) 和 AUTOSAR 联盟的成员, 目前已有数十个项目的实践经验
1.3	汽车电子安全咨询服务	已为一汽集团、东风集团、北汽集团等多家国内外整车及零部件企业提供汽车电子安全咨询服务
1.4	汽车基础软件开发服务	发行人开发的 AUTOSAR Classic 平台软件, 面向微控制器搭建高实时精简操作系统, 可以满足汽车应用高实时性的需求; 发行人开发的 AUTOSAR Adaptive 平台软件面向车载高性能计算平台 (HPC), 可以满足汽车互联和自动驾驶领域的应用, 已为包括吉利、蔚来汽车、安波福、博士视听、麦格纳、法雷奥在内的多家客户提供了汽车嵌入式软件开发服务
1.5	整车电子电气仿真测试解决方案	为包括小鹏汽车、东风集团、吉利、上汽集团、泛亚汽车技术中心、一汽集团、蔚来汽车、比亚迪等在内的多家整车生产企业、零部件供应商等客户提供了电子电气仿真测试解决方案
1.6	汽车网络测试服务	为包括北汽集团、华晨宝马、上汽集团、一汽集团、长城控股在内的多家客户提供了汽车网络测试服务。凭借在汽车网络相关领域的技术积累, 发行人通过了长城控股、吉利、北汽新能源、一汽红旗的第三方实验室资质认证, 合作共建以太网实验室, 为客户及其供应商提供以太网测试服务。
1.7	实车测试服务	已为包括一汽集团、北汽集团、比亚迪、理想汽车、威马汽车、蔚来汽车、吉利在内等多家整车生产企业提供了实车测试服务
1.8	多学科建模仿真服务	提供针对光-机-电-软产品研发阶段的建模仿真服务
1.9	过程改进与流程优化服务	基于 ASPICE 标准, 帮助客户建立符合要求的汽车软件研发过程
1.10	协同研发管理服务	为客户提供针对软件、电子电气以及机电系统的协同研发管理方案
1.11	电子系统研发工具业务	通过与 IBM、达索、ANSYS 等软件供应商合作, 为客户提供基于“V 模式”开发流程的 60 多种研发工具
2	高端装备电子系统研发服务	

2.1	航电系统解决方案	公司研制的航电系统综合试验平台服务于中国商飞国产民用大飞机 C919 的航电系统集成试验，也服务于国产民用水陆两栖大飞机 AG600 航电系统集成试验工作
2.2	控制系统解决方案	以飞行器控制系统、无人系统和空间飞行器为主要研究对象，主要产品及服务包括控制系统半实物仿真平台和飞控液压系统综合试验解决方案
2.3	机电系统解决方案	为客户提供完整的复杂机电系统仿真测试解决方案
2.4	信号处理解决方案	在试验室模拟真实的电磁环境，完成复杂电子系统开环、闭环的半实物仿真试验，以及复杂电子系统的控制、射频综合以及数据融合等方面的仿真试验
2.5	列车电子系统解决方案	提供列车电子系统的数字建模、算法设计、半实物仿真以及系统测试的解决方案，为包括中车青岛四方机车车辆股份有限公司、中车唐山机车车辆有限公司、中车株洲电力机车研究所有限公司、中国铁道科学研究院在内的多家客户提供了列车电子系统解决方案

来源：公司公告，国金证券研究所

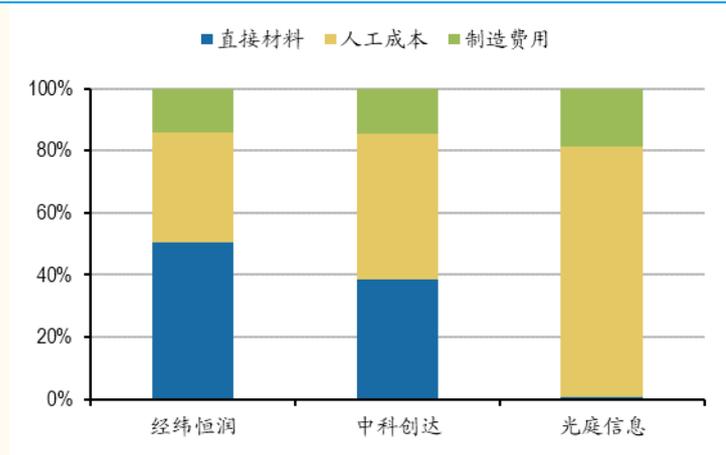
图表 34：恒润的研发服务（百万元）



来源：Wind，国金证券研究所

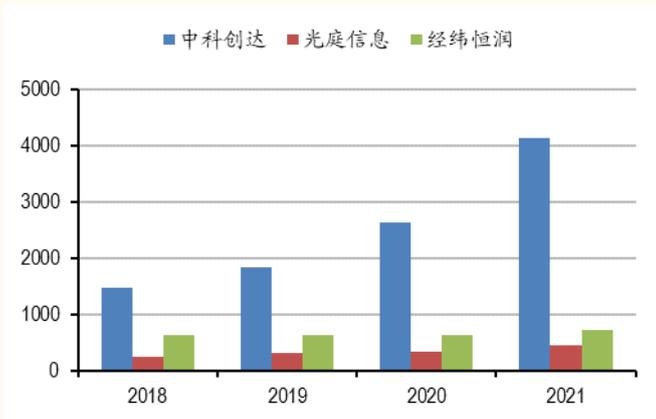
- **恒润的研发服务业务软硬结合。**跟中科创达和光庭信息对比，恒润的研发服务产品和商业模式跟创达接近，部分产品为含有部分硬件的软硬件一体整体解决方案的销售，相比之下光庭信息成本结构中硬件占比非常少。恒润的毛利率跟可比公司接近。而从公司整体人均创收的角度，恒润高于创达和光庭信息，主要是恒润的汽车电子等硬件业务拉动（硬件收入为主的德赛西威人均创收更高）；从人均薪酬的角度比，恒润的人均薪酬也远高于中科创达、光庭信息这类偏软件的公司。

图表 35: 恒润研发服务成本结构和软件公司对比



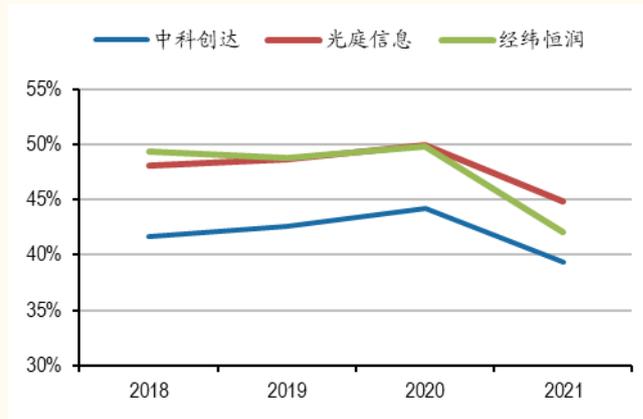
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 36: 软件服务公司收入对比 (百万元)



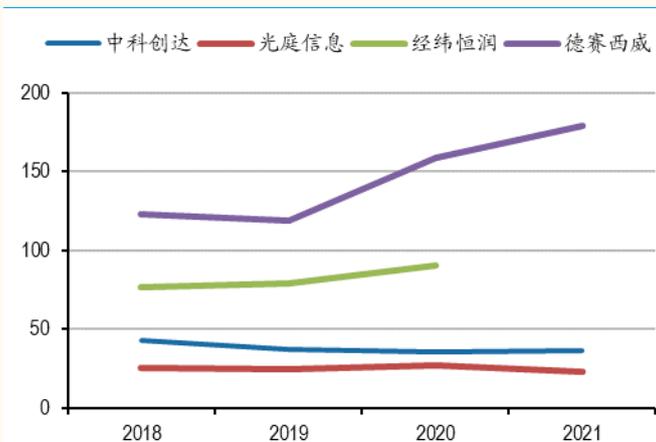
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 37: 软件服务公司毛利率对比



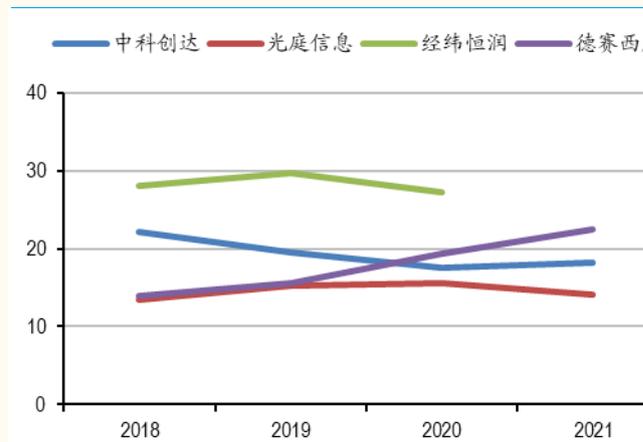
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 38: 恒润人均创收介于德赛和创达之间 (万元)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 39: 恒润人均薪酬高于德赛和创达 (万元)

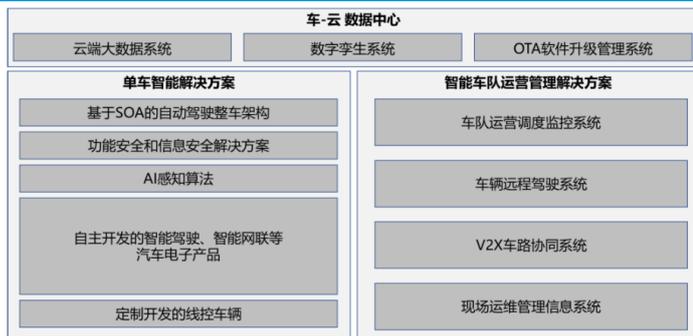


来源: Wind, 国金证券研究所

经纬恒润的 MAAS 业务：以港口无人驾驶为主，车队规模 20 余台

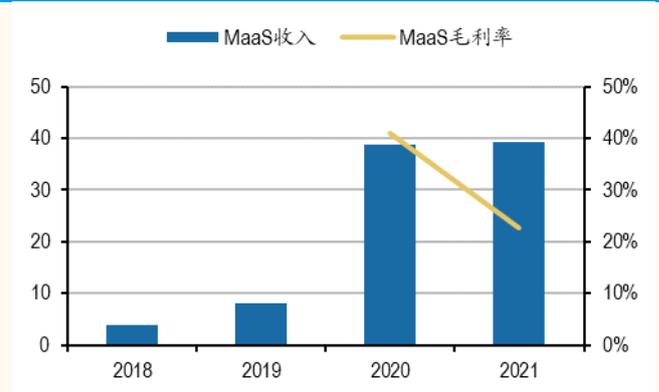
- 以港口无人驾驶为主，车队规模 20 余台。恒润于 2015 年进入高级别智能驾驶业务领域。为了实现高级别智能驾驶系统出行即服务 (MaaS) 解决方案的商业化运营，恒润开发了单车智能解决方案、智能车队运营管理解决方案和车-云数据中心解决方案。恒润高级别智能驾驶业务已与多家整车厂合作，产品、服务覆盖多个场景，包括港口智能集卡、智能环卫车、智能园区物流车、智能接驳车等。2018 年至今，恒润先后在青岛港、唐山港和日照港开展港口 MaaS 业务。目前，恒润在唐山港、日照港两个港口共投放二十余台智能驾驶港口车开展运营。2020-2021 年，恒润的 MAAS 收入约 4000 万元。

图表 40：经纬恒润 MaaS 解决方案



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 41：恒润 MaaS 收入及毛利率（百万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 42：无人驾驶重卡相关公司经营情况

公司	经营情况	产品路线	车队规模	21 年收入 (百万元)	估值 (亿美元)
图森未来	截至 2021 年 12 月 31 日，图森未来车队测试里程达到 630 万英里，卡车预订量达到 6975 辆	干线物流	100 辆	41	18
主线科技	参与了天津港、宁波舟山港、中海油、招商局港口等多个国内智慧物流枢纽项目	港口无人驾驶 干线物流	累计交付超百台无人驾驶集卡		
赢彻科技	搭载赢彻轩辕系统的智能重卡的自动驾驶商业运营里程已累计超过 200 万公里。	干线物流			
智加科技	布局多条线路，联合荣庆物流、华润万家、鑫志鸿等合作伙伴展开商业化运营。携手挚途、助力一汽解放打造的自动驾驶 J7 超级卡车在行业内率先量产交付	干线物流	拿到了亚马逊先期 1000 辆订单		33
经纬恒润	恒润在唐山港、日照港两个港口共投放二十余台智能驾驶港口车开展运营	港口无人驾驶 整体解决方案	二十余台	39	

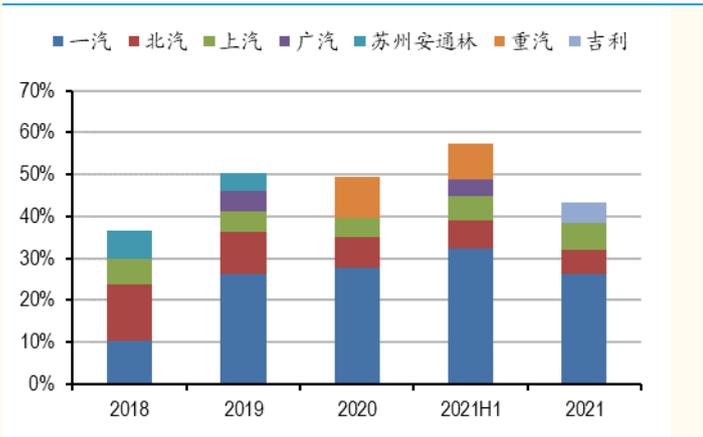
来源：各公司官网，国金证券研究所

注：图森未来估值截至 2022/6/10；智加科技估值截至 2021 年底美股上市之前，后上市终止，估值仅供参考。

整体客户对比：德赛客户结构更均衡

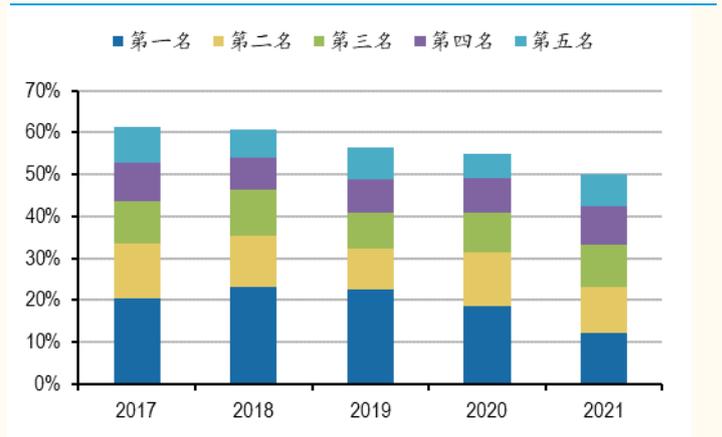
- 整体客户对比：德赛客户结构更均衡。从客户结构上看，恒润第一大客户一汽占比约 26% (2021 年上半年)，前五大客户占比 49%。德赛的前五大客户较为均衡，占比均为 10% 左右，前五大客户收入占比约为 50%。

图表 43: 恒润主要客户占比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 44: 德赛主要客户占比



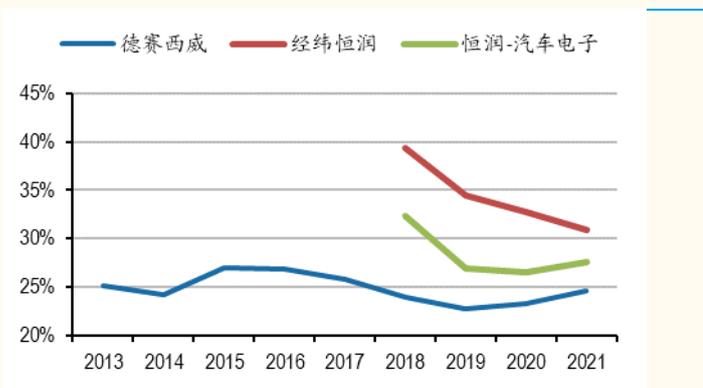
来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 商业模式有差异, 恒润人均创收低、人均薪酬高

#### 恒润毛利率较高, 期间费用率高拉低净利率

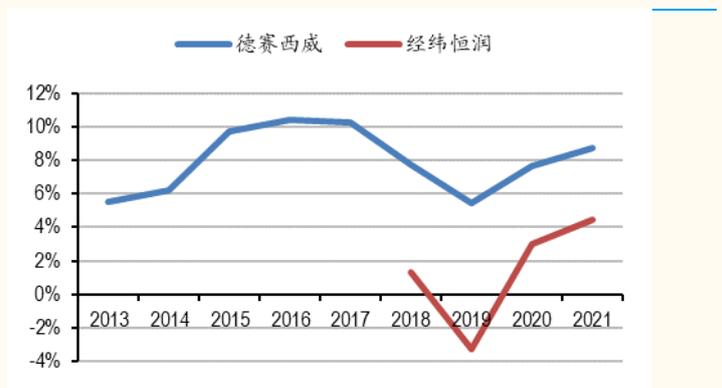
- 恒润毛利率较高, 但期间费用率高, 净利率较低。毛利率方面, 恒润整体比德赛高 6% (2021 年), 其中汽车电子毛利率比德赛高 3-4%。净利率方面, 2021 年恒润比德赛低 4%, 主要是销售费用率、管理费用率、研发费用率都比德赛高, 分别高出 3.6%/3.8%/3.8%。
- 恒润期间费用率高的核心原因是人均薪酬较高。销售费用、管理费用和研发费用的主题是职工薪酬, 恒润期间费用率高, 核心是职工薪酬较高所致。2020 年人均薪酬恒润 27 万元, 而德赛为 19 万元, 恒润比德赛高出 40%。

图表 45: 恒润毛利率高于德赛



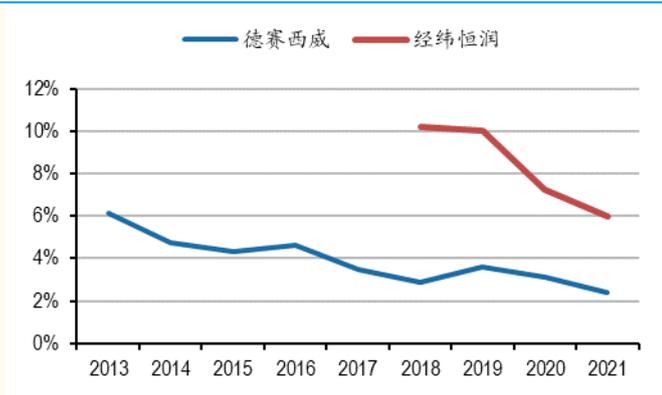
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 46: 德赛净利率高于恒润



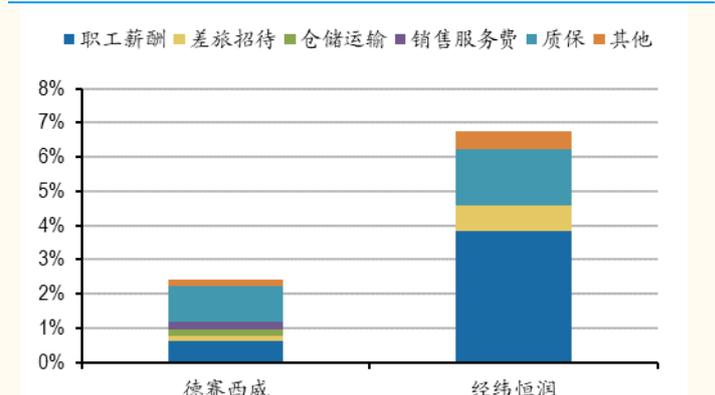
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 47: 恒润销售费用率比德赛高 3pct+



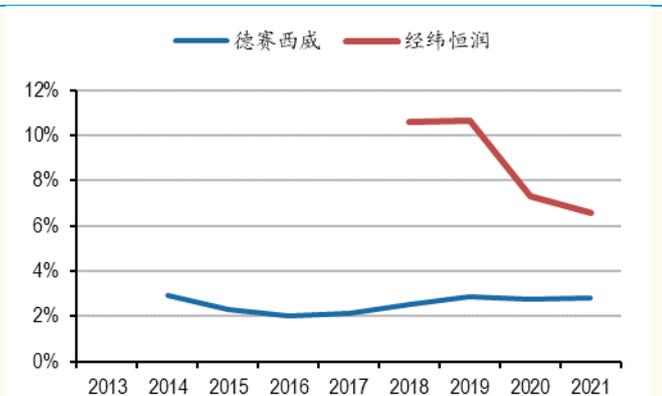
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 48: 销售费用主要是薪酬和质保



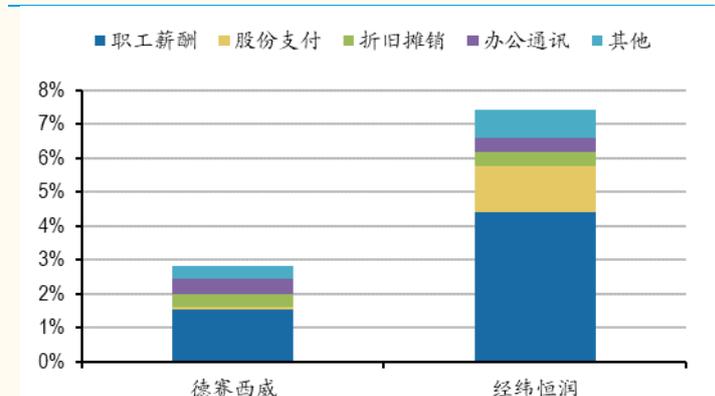
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 49: 恒润管理费用率比德赛高 3pct+



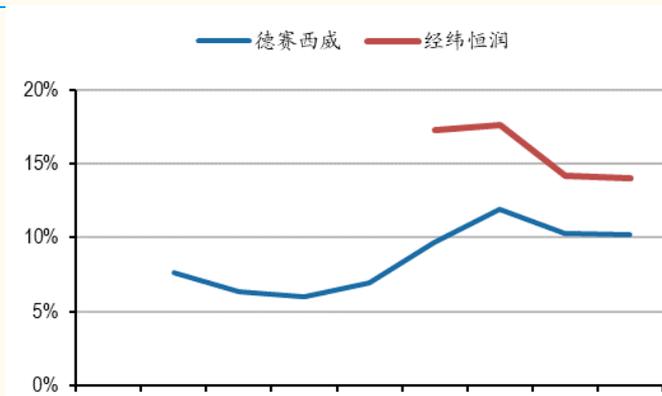
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 50: 管理费用主要是职工薪酬



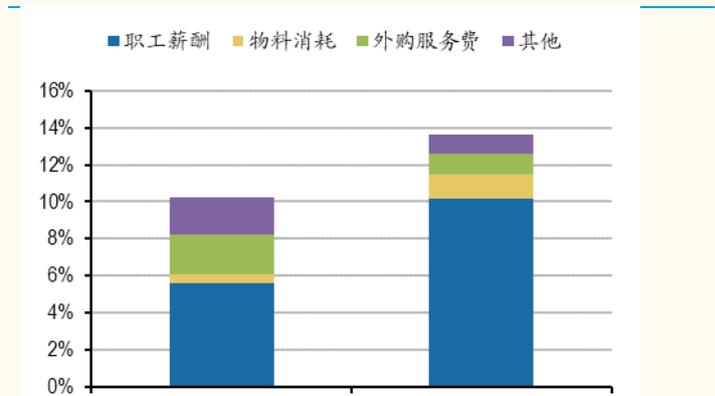
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 51: 恒润研发费用率比德赛高 3pct+



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 52: 研发费用主要是薪酬和物料消耗

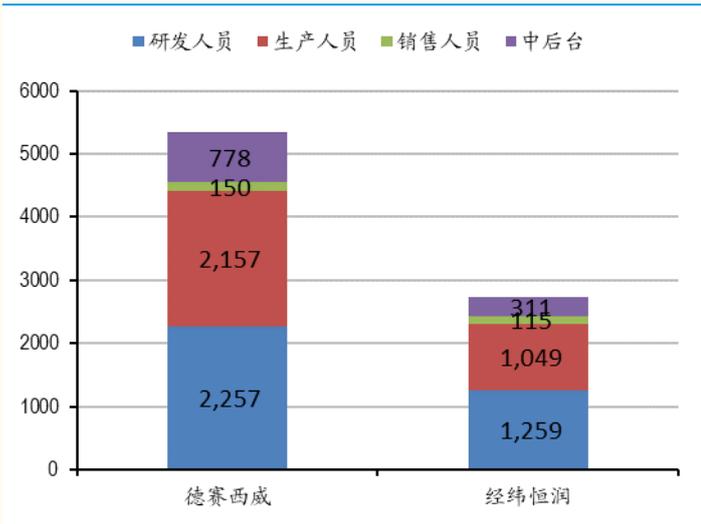


来源: 国金证券研究所

恒润硕士以上员工占比 55%，人均薪酬较德赛高 40%+

- 恒润硕士以上学历占比高达 55%，远高于德赛。人员配比上，德赛通过硬件生产将研发的杠杆作用放大，1 个研发人员对应 1 个生产人员。恒润 1 个研发对应 0.3 个硬件生产人员和 0.7 个技术人员（主要从事研发服务业务），这部分技术人员响应的学历和人均薪酬较高，因此拉高了公司整体学历水平和薪酬水平。恒润硕士学历以上占比 55%，远高于德赛（不足 10%），恒润人均薪酬比德赛高 40%以上。

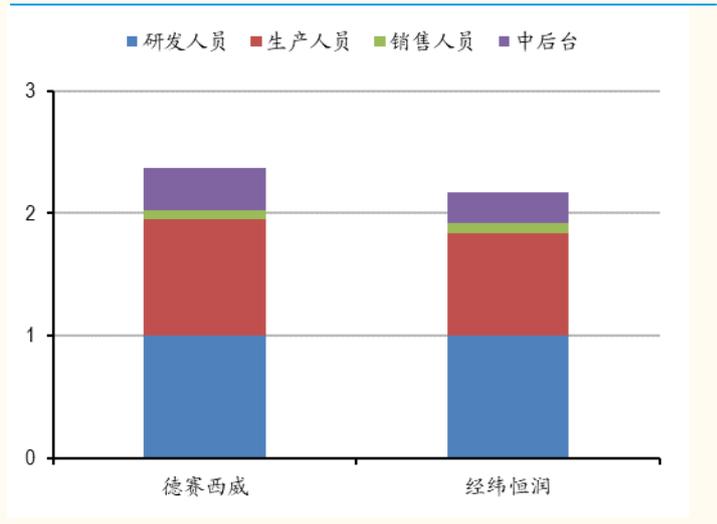
图表 53：德赛和恒润员工人数对比



来源：公司公告，国金证券研究所

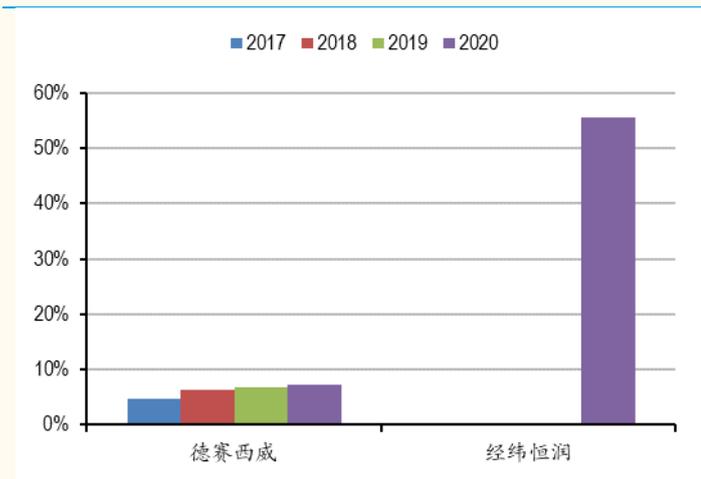
注：恒润软件业务中，人员薪酬计入营业成本，为了与会计口径一致，此处把恒润的技术人员计入生产人员

图表 54：德赛和恒润员工结构（以研发人员为基数）



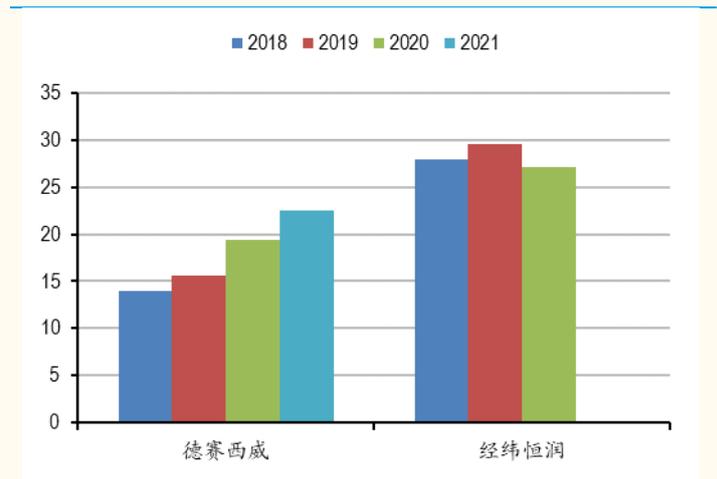
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 55：恒润硕士学历以上占比 55%，远高于德赛



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 56：恒润人均薪酬比德赛高 40%+（万元）

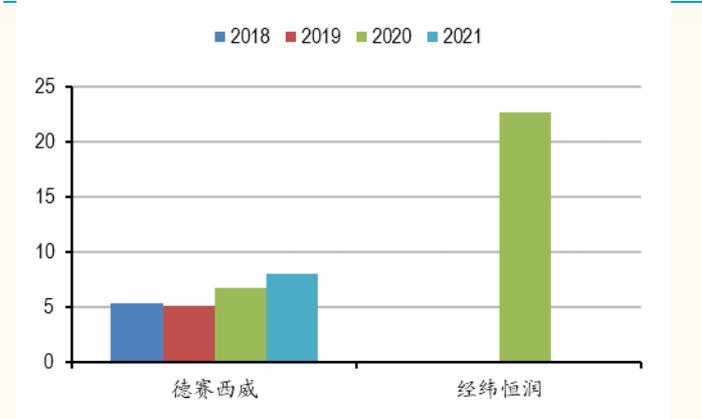


来源：公司公告，国金证券研究所

- 恒润技术、研发、管理、销售等人均薪酬均较德赛高。经纬恒润的研发服务等软件业务中，人员薪酬计入营业成本，为了与会计口径一致，此处把恒润的技术人员计入生产人员。因此，恒润生产人员人均薪酬比德赛高 200%以上，是拉高恒润整体薪酬的主要部分。恒润销售人员人均薪酬比德

赛高 65%以上，恒润研发人员人均薪酬比德赛高 37%以上，恒润管理人员人均薪酬比德赛高 65%（2020 年）。

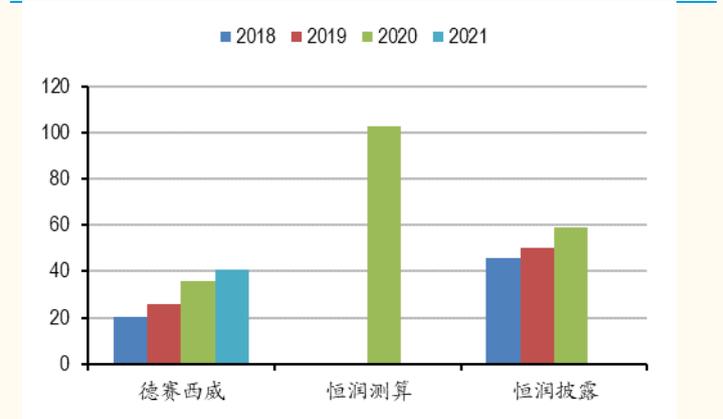
图表 57: 恒润生产人员人均薪酬比德赛高 200%+ (万元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

注: 恒润软件业务中, 人员薪酬计入营业成本, 此处把恒润的技术人员计入生产人员

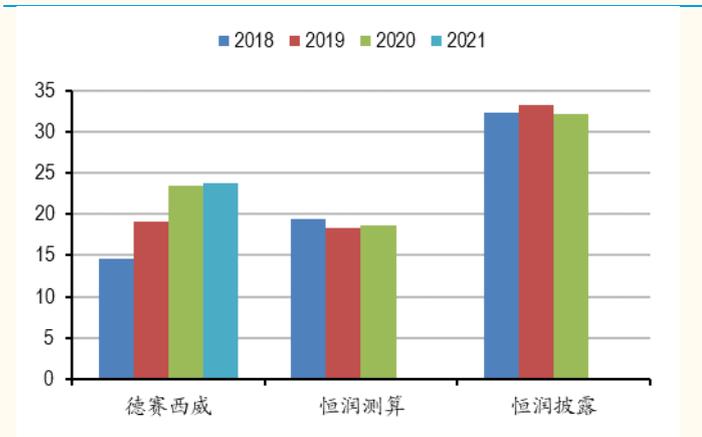
图表 58: 恒润销售人员人均薪酬比德赛高 65%+ (万元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

注: 恒润销售人员人均薪酬测算为销售费用中职工薪酬除以销售人员数量, 跟恒润实际披露的人均薪酬有差异, 以公司披露口径为准

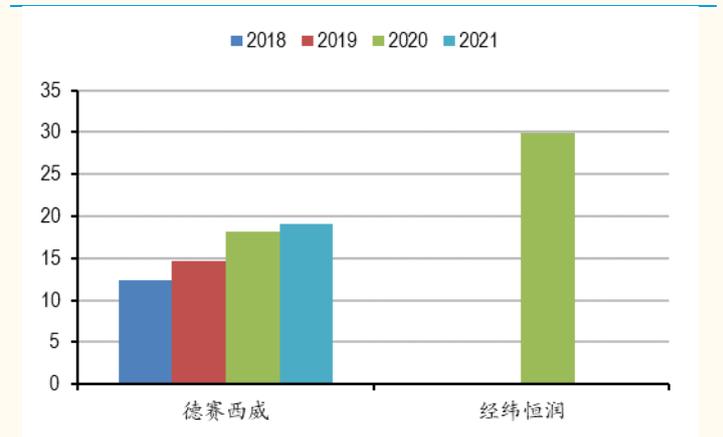
图表 59: 恒润研发人员人均薪酬比德赛高 37%+ (万元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

注: 恒润的测算值为研发费用中的职工薪酬除以研发人员得出, 跟恒润实际披露的人均薪酬有差异, 以公司披露口径为准

图表 60: 恒润管理人员人均薪酬比德赛高 65% (万元)

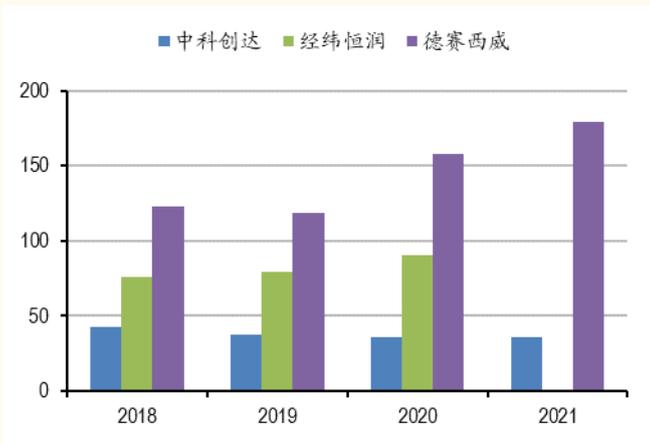


来源: 公司公告, 国金证券研究所

商业模式有差异, 恒润人均创收比德赛低 50%

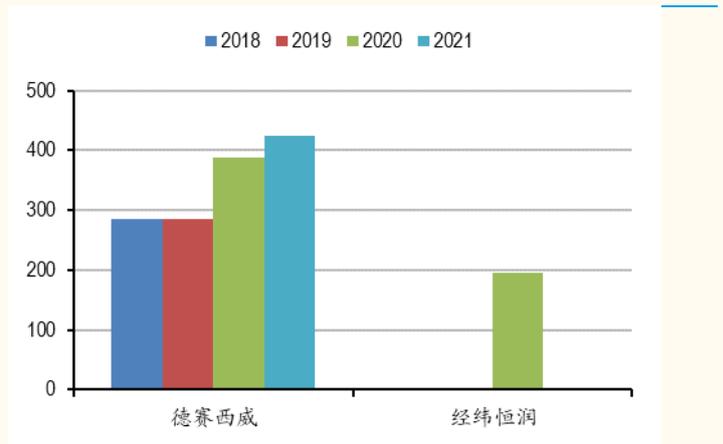
- 恒润人均创收比德赛低 50%。核心原因之一为软件服务人均创收低。从人均创收的角度, 恒润比德赛低 50% (2020 年), 其中一个重要的原因是商业模式不同, 硬件业务的产品容易标准化, 而软件业务的产品相对不容易标准化, 因此硬件研发杠杆高, 相应的人均创收比较高 (2021 年恒润: 德赛: 创达人均创收分别是 91 万/179 万/36 万元)。

图表 61: 恒润人均创收介于德赛和创达之间 (万元)



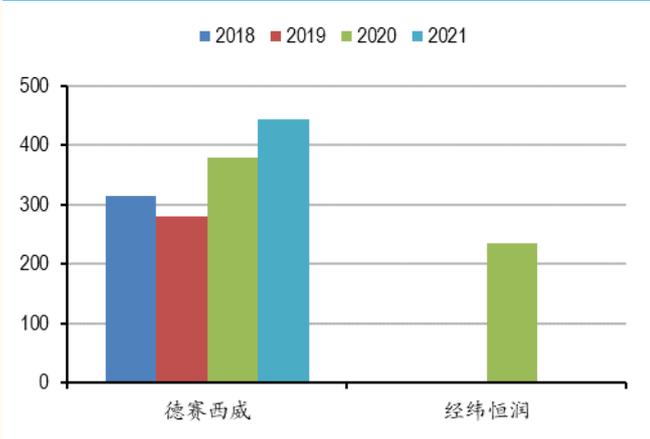
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 62: 20 年恒润研发人员人均创收比德赛低 50% (万元)



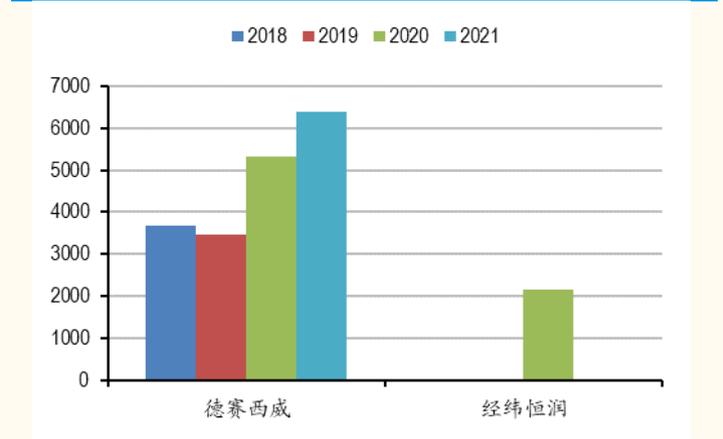
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 63: 20 年恒润生产人员人均创收比德赛低 38% (万元)



来源: Wind, 国金证券研究所

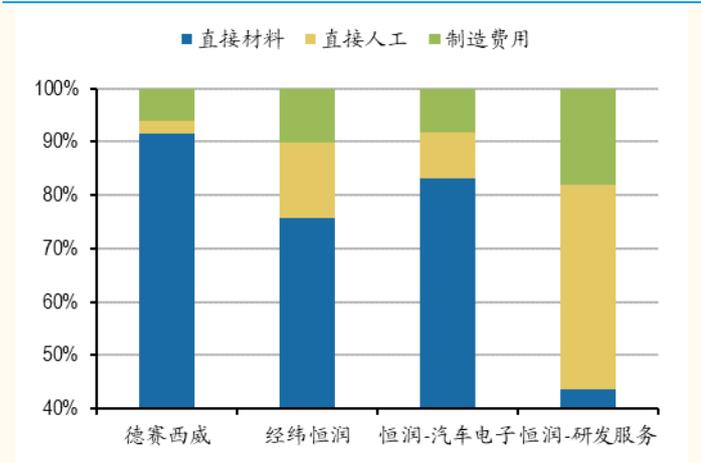
图表 64: 20 年恒润销售人员人均创收比德赛低 60% (万元)



来源: Wind, 国金证券研究所

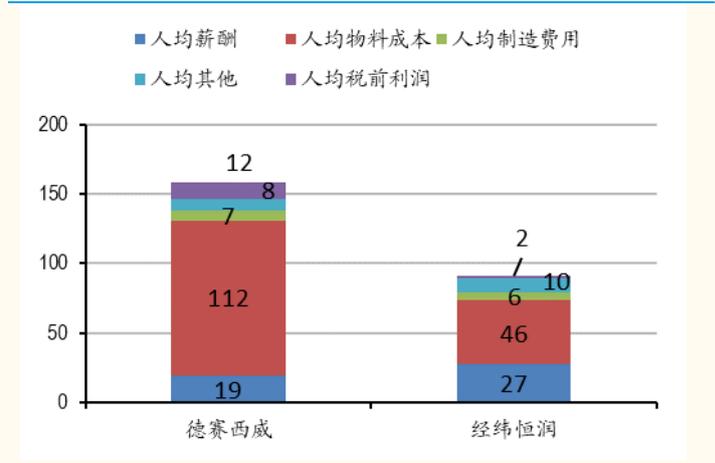
- 成本结构中，恒润人工和制造费用占比略高。**从成本结构的角度看，恒润的人工、制造费用占比较高。剔除掉软件服务的影响，单纯看汽车电子业务，恒润人工和制造费用占比也略高（2020 年德赛的人工和制造费用占比分别为 2%/6%，恒润的汽车电子业务人工和制造费用占比分别为 9%/8%）。从物料来看，恒润和德赛两者电子元器件成本占比分别 35%和 50%左右，其中恒润采购 ME 的芯片成本占比约 10%以上；德赛屏幕相关的成本占比约 26%（2017H1 数据）。

图表 65: 德赛和恒润成本结构



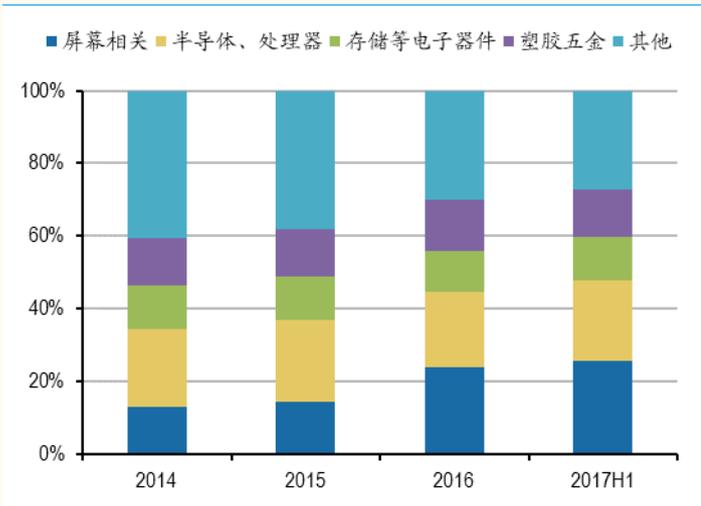
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 66: 德赛和恒润人均创收分解 (万元)



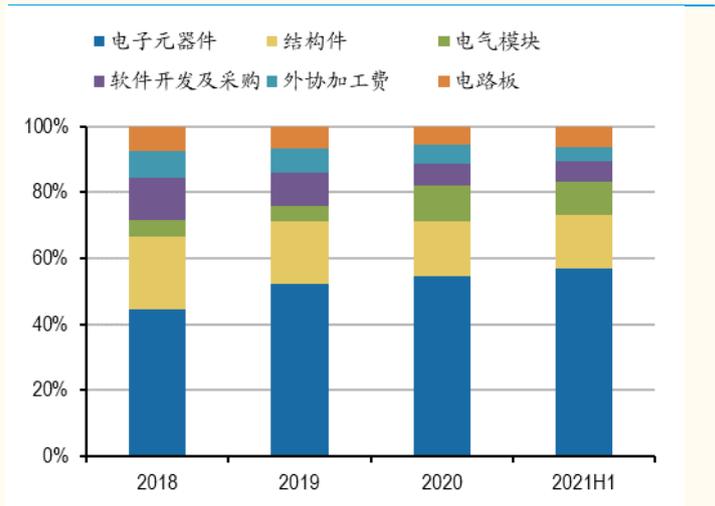
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 67: 德赛的原材料结构



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 68: 恒润的原材料结构

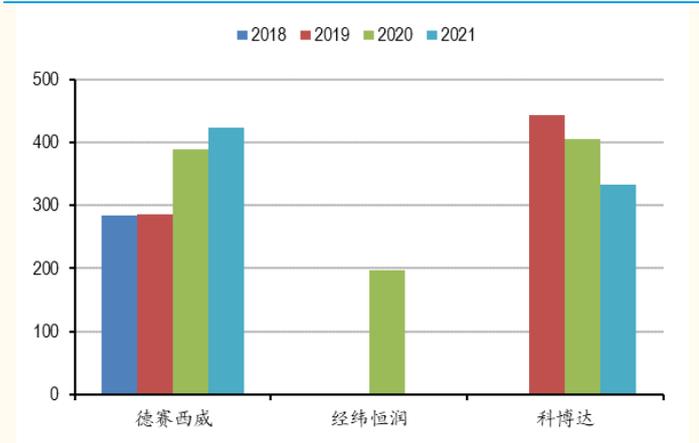


来源: 公司公告, 国金证券研究所

### “量价模型”衡量控制器公司研发效率

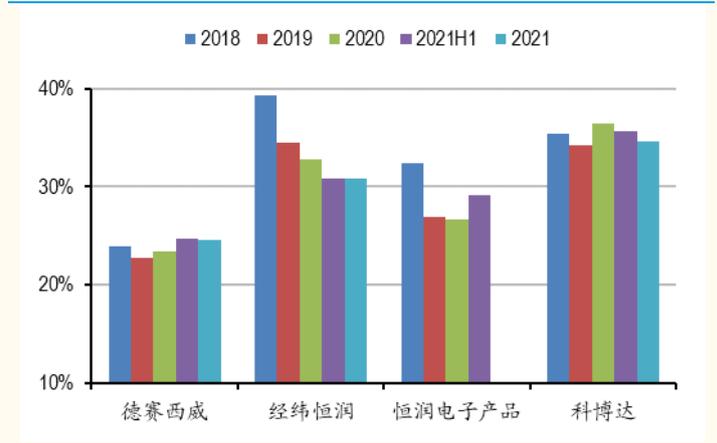
- “量价模型”衡量控制器公司研发效率。** 硬件生产的效率。控制器和域控制器是研发驱动型的领域，并且以硬件产品销售为载体。研发人员的人均产出，总体上取决于公司产品的量和价。以科博达为例，公司走的“大客户、大单品”的路线，科博达的核心产品车灯控制器出货量在接近 1000 万只（2018 年数据为 741 万只），平均单价 150 元，并且 90% 以上供大众集团，通过规模效应进行产品平台化降低成本，因此科博达的研发人员人均产出较高，且毛利率较高（35% 左右）。德赛智能座舱的核心产品车载娱乐系统出货量在 400-500 万套（2016 年），单价相对较高（600 元以上，2016 年），量价占优势。恒润的车身控制器大单品防夹控制器，单价约 100-150 元，2020 年销量约 250 万套；ADAS 域控 2020 年单价较高（约 1000 元左右），销量约 31 万套，后续随着产品的放量，人均产出和盈利能力有望进一步提升。

图表 69: 研发人员人均创收对比 (万元)



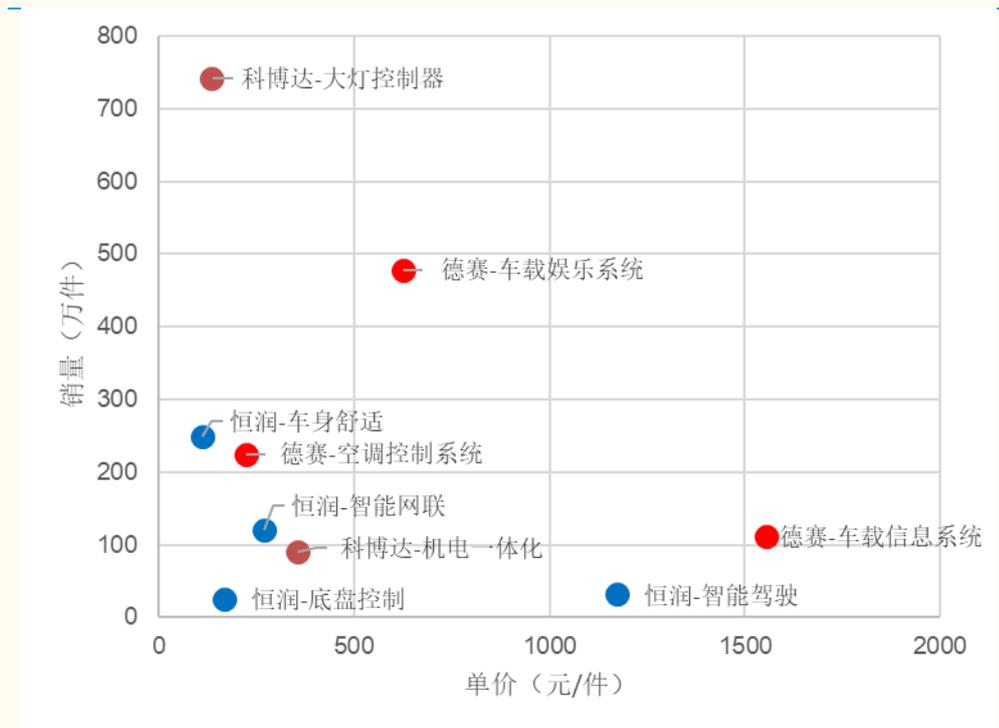
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 70: 控制器公司毛利率对比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 71: 汽车电子公司的量价模型对比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 投资建议

- 德赛西威和经纬恒润是国内智能驾驶域控的龙头公司, 分别依托于英伟达和 ME 的芯片, 在高性价比的 L2 前向 ADAS 方案和高算力平台方案领域分别居于国内行业领先的地位, 实现良好的卡位; 两者也继续扩大产品矩阵, 覆盖行泊一体、环视泊车等, 共同实现智能驾驶域控环节的国产替代, 值得重点关注。

- 德赛西威是国内智能化龙头公司，在智能驾驶域控方面，公司和英伟达合作紧密，英伟达汽车智能驾驶芯片市场地位强劲，近期新增客户比亚迪，未来 6 年在手订单 110 亿美元，同比增加 30 亿美元。公司基于英伟达 Orin 芯片的域控制器 IPU04 已获包括小鹏、理想等在内多个项目定点，公司是国内英伟达自动驾驶芯片落地最受益的 Tier1。ADAS 产品（智能泊车、360 环视等）获得理想汽车、小鹏汽车、蔚来汽车、一汽红旗、吉利汽车、奇瑞汽车、广汽乘用车等客户的新项目订单，ADAS 产品放量带动收入增长。智能座舱方面，公司本身客户基础优质，加上大屏化业务规模快速提升带动单车价值量，带来量价齐升。
- 经纬恒润。公司基于 ME 的前向 ADAS 方案，实现 L2 级别智能驾驶，算法成熟、性价比高，价格 1000 元左右，有望迅速抢占中低端 L2 市场，并实现在该市场的国产替代。恒润 2020 年在中国乘用车市场前向 ADAS 销量占比 3.6%，位列本土供应商第一，2021 年上半年公司 ADAS 产品出货量为 29.01 万套，远高于国内同行，规模优势明显，未来随着公司新定点车型放量及高级别域控制器发布，公司盈利能力有望进一步提升。在车身域控领域，公司车身域控制器配套量产于一汽集团、华人运通，底盘域控制器定点蔚来汽车，凭借公司在车身控制器的优势地位，有望受益于车身域控制器的升级。

图表 72：德赛和恒润估值对比

公司简称	市值 (亿元)	净利润(亿元)				PE			净利润增速			PS		
		2021	2022E	2023E	2024E									
德赛西威	813	8.3	11.7	16.1	21.2	70	50	38	40%	38%	31%	6.4	4.9	3.8
经纬恒润	147	1.5	2.1	3.1	4.3	71	47	35	42%	49%	37%	3.5	2.7	2.1

来源：Wind，国金证券研究所

注：盈利预测来自 Wind 一致预测

## 风险提示

### ■ 行业竞争加剧的风险

随着 L2+智能驾驶渗透率提升，众多公司进入智能驾驶域控领域，如福瑞泰克、百度、联电、东软睿驰、创时智驾、知行科技、纽劭科技、宏景智驾等，存在行业竞争加剧的风险。

### ■ ADAS 芯片竞争格局的不确定性

目前域控制器公司普遍采取跟芯片厂商战略合作的模式，如芯片环节的竞争格局发生较大变化，也将影响对应域控制器公司的竞争地位。

### ■ 来自主机厂的竞争

目前部分主机厂采取全栈自研的模式，将域控制器环节交给代工企业（如蔚来等），或者成立下属公司负责域控制器的开发（如上汽旗下的创时智驾、长城汽车旗下的诺博），将挤占一部分 tier1 的市场空间。

**公司投资评级的说明:**

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上;

增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%;

中性: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%;

减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**行业投资评级的说明:**

买入: 预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%-15%;

中性: 预期未来 3-6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%-5%;

减持: 预期未来 3-6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402