

优质独立汽车设计公司，电动智能化提升成长预期

——阿尔特（300825）深度报告

分析师： 郑连声

SAC NO: S1150513080003

2021年06月24日

汽车——汽车经销服务

证券分析师

022-28451904

zhengls@bhq.com

陈兰芳

SACNo: S1150520090001

022-23839069

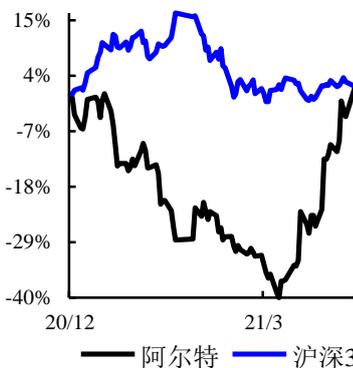
chenlf@bhq.com

首次评级： 增持

目标价格：

最新收盘价： 28.14

最近半年股价相对走势



相关研究报告

投资要点：

● A股首家优质独立汽车设计公司

1) 公司主营业务包括新能源汽车和燃油汽车全流程研发设计服务、汽车定制改装以及汽车零部件制造等，是目前国内技术领先的A股首家独立汽车设计公司。2) 公司客户群体涵盖国际主流品牌、合资品牌、国内主流品牌及造车新势力等，已累计服务客户超过60家，成功研发超过200款车型。3) 公司实控人为宣奇武先生和刘剑女士，夫妻两合计持有公司15.91%的股份。4) 近五年公司营收/归母净利润年复合增速分别达20.69%/81.67%，整体呈现快速增长。

● 电动智能化推升独立设计公司成长空间，公司有望充分受益

1) 汽车设计行业的市场容量主要取决于车企研发投入。未来随着汽车电动智能化的趋势加速，传统车企与造车新势力正全力竞争以角逐未来市场制高点，行业研发投入预计将持续较快增长，第三方独立汽车研发设计公司有望在此过程中分到更大的“蛋糕”。公司在委外研发设计市场拥有领先优势，尤其是新能源汽车设计收入占比持续提升，订单充足，未来有望实现持续快速增长。

● 零部件制造业务将成为公司未来新增长点

公司积极拓展核心零部件制造领域，未来有望与研发设计形成双轮驱动的业务格局。根据年报披露，公司存量的零部件销售业务订单预计总收入规模有望在35亿-65亿元区间，从而为未来零部件制造业务持续放量增长提供有力支撑。

● 盈利预测，首次覆盖给予“增持”评级

综上分析，暂不考虑定增事项，我们预计2021-23年公司实现营收11.46/18.34/28.53亿元，同比增长39.63%/59.97%/55.58%，归母净利润2.06/3.28/5.15亿元，同比增长85.44%/59.39%/56.96%，EPS为0.67/1.07/1.68元/股，对应2021-23年PE为42/26/17倍。考虑到公司在手整车设计与零部件订单充足，未来高成长性值得期待，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：公司订单收入确认低于预期；公司造车新势力客户回款风险；新订单获取低于预期；原材料涨价超预期；费用增长超预期。

财务摘要(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	885	821	1,146	1,834	2,853
(+/-)%	11%	-7%	40%	60%	56%
经营利润(EBIT)	152	134	242	393	619
(+/-)%	14%	-11%	80%	62%	57%
归母净利润	130	111	206	328	515
(+/-)%	6%	-15%	85%	59%	57%
每股收益(元)	0.57	0.36	0.67	1.07	1.68

表：三张表及主要财务指标

资产负债表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	380	140	287	367	428	营业收入	885	821	1146	1834	2853
应收票据	27	2	6	23	19	营业成本	592	545	709	1117	1721
应收账款	199	188	267	419	656	营业税金及附加	2	2	2	4	6
应收款项融资	0	0	0	0	0	销售费用	32	34	48	79	124
预付款项	13	9	4	1	-9	管理费用	71	77	109	176	277
其他应收款	20	23	30	47	77	研发费用	59	32	69	110	171
存货	331	304	388	606	949	财务费用	2	1	4	14	23
合同资产	0	19	19	19	19	资产减值损失	0	-3	-3	-3	-3
划分为持有待售的资产	0	0	0	0	0	信用减值损失	-17	1	-2	-2	-2
其他流动资产	27	39	39	39	39	公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
可供出售金融资产	0	0	0	0	0	其他收益	11	17	17	17	17
长期股权投资	146	61	61	61	61	投资净收益	17	-24	0	0	0
固定资产	87	176	238	334	449	资产处置收益	0	-1	0	0	0
在建工程	0	1	75	113	136	营业利润	140	121	217	346	544
工程物资	0	0	0	0	0	营业外收支净额	0	0	0	0	0
无形资产	40	151	121	90	60	税前利润	139	122	217	347	544
长期待摊费用	7	42	37	33	29	减：所得税	20	22	33	52	82
资产总计	1588	2106	2529	3114	3886	净利润	120	99	185	295	462
短期借款	0	26	233	478	685	归属于母公司的净利润	130	111	206	328	515
应付票据	61	29	39	79	103	少数股东损益	-11	-12	-21	-33	-52
应付账款	96	81	103	139	248	基本每股收益	0.57	0.36	0.67	1.07	1.68
预收款项	135	0	0	0	0	稀释每股收益	0.57	0.36	0.67	1.07	1.68
应付职工薪酬	77	77	77	77	77	财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
应交税费	6	10	10	10	10	成长性					
其他应付款	1	2	2	2	2	营收增长率	11.4%	-7.3%	39.6%	60.0%	55.6%
其他流动负债	0	5	5	5	5	EBIT 增长率	13.5%	-11.3%	80.2%	62.4%	57.3%
长期借款	1	21	21	21	21	净利润增长率	6.2%	-14.9%	85.4%	59.4%	57.0%
负债合计	462	404	642	964	1304	盈利性					
股东权益合计	1126	1702	1887	2151	2583	销售毛利率	33.1%	33.7%	38.2%	39.1%	39.7%
现金流量表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	销售净利率	14.7%	13.5%	17.9%	17.9%	18.0%
净利润	120	99	185	295	462	ROE	11.6%	6.5%	10.9%	15.2%	19.9%
折旧与摊销	18	24	48	51	56	ROIC	10.77%	6.01%	9.28%	12.26%	15.62%
经营活动现金流	60	61	94	29	67	估值倍数					
投资活动现金流	35	-702	-150	-150	-160	PE	49.5	77.5	41.81	26.23	16.7
融资活动现金流	-8	401	203	201	154	P/S	7.3	10.5	7.5	4.7	3.0
现金净变动	88	-240	147	80	61	P/B	5.73	5.05	4.56	4.00	3.33
期初现金余额	290	378	137	284	364	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	0.4%
期末现金余额	378	137	284	364	425	EV/EBITDA	36.2	50.9	27.9	18.5	12.3

目 录

1. A 股首家优质独立汽车设计公司	6
2. 电动智能化浪潮下独立设计公司前景广阔	12
2.1 汽车电动智能化推升独立设计公司成长空间，公司有望充分受益	12
2.2 零部件制造业务将成为公司未来新增长点	20
3. 盈利预测与估值讨论	22

图 目 录

图 1: 公司整车设计流程	6
图 2: 公司服务的主要客户	7
图 3: 2019 年公司前五大客户销售额及占比 (单位: 万元)	7
图 4: 公司近 5 年前五大客户销售额及占比 (单位: 万元)	7
图 5: 公司最新股权结构	8
图 6: 公司分业务收入结构: 新能源汽车设计占主导	11
图 7: 公司近五年营业收入及同比 (单位: 万元)	11
图 8: 公司近五年归母净利润及同比 (单位: 万元)	11
图 9: 阿尔特与可比公司及行业毛利率比较	12
图 10: 阿尔特与可比公司及行业净利率比较	12
图 11: 德国汽车行业研发支出近 10 年稳步增长	13
图 12: 大众/戴姆勒/宝马/Stellantis 研发支出情况 (亿欧元)	13
图 13: 通用/福特/特斯拉研发支出情况 (亿美元)	13
图 14: 丰田/本田汽车研发支出情况 (亿日元)	13
图 15: 整车 2014 年以来资本性支出情况 (单位: 亿元)	14
图 16: 整车 2014 年以来研发支出持续明显增加	14
图 17: 戴姆勒集团“ Ambition2039”规划	15
图 18: 宝马集团电动化智能化领域目标与规划	15
图 19: 通用汽车电动智能化战略目标与具体规划	15
图 20: 福特汽车电动智能化发展目标及规划	15
图 21: 丰田汽车电动智能化规划	15
图 22: 本田 2030 年愿景规划	15
图 23: 日产汽车电动智能化规划	16
图 24: 中美欧电动车渗透率	16
图 25: 国际车企巨头电动车销量及占比	16
图 26: 国内车企电动车销量及占比	16
图 27: 汽车电动智能化的参与方越来越多	17
图 28: 汽车电动智能化趋势势不可挡	17
图 29: A 股部分整车委外研发费用占比	17
图 30: A 股整车委外研发设计市场规模测算 (单位: 亿元)	17
图 31: 三大因素成就公司作为独立第三方研发设计公司的市场领先优势	18
图 32: 公司新能源汽车设计业务收入占比持续快速提升	19
图 33: 公司新能源汽车设计业务毛利率较高	19
图 34: 公司存量设计研发订单情况: 新能源汽车占大头	20
图 35: 按时间区分的公司在手订单情况	20
图 36: 公司整车设计与核心零部件业务形成双轮驱动格局	21
图 37: 公司主要零部件子公司及主营产品	21
图 38: 公司零部件制造业务收入走势: 波动较大	21

表 目 录

表 1: 公司开展的研发项目情况	8
表 2: 公司 IPO 项目进展情况(单位:万元)	9
表 3: 公司拟定增项目(单位:万元)	9
表 4: 在建工程情况 (2020 年报, 单位: 万元)	10
表 5: 公司近五年在建工程总金额 (单位: 万元)	10
表 6: 大众汽车集团 2019 年第 68 轮战略规划加速推进电动化进程	14
表 7: 2020 年 12 月至 2021 年 3 月期间公司获取的新能源汽车等相关研发设计订单	20
表 8: 公司分业务盈利预测	22
表 9: 可比公司估值比较	23

1. A 股首家优质独立汽车设计公司

公司主营业务为新能源汽车和燃油汽车全流程研发及其他汽车行业相关的技术服务，可为客户提供全流程的整车设计开发方案，是目前国内技术领先的独立汽车设计公司。除上述整车设计服务外，公司其他产品及服务还包括汽车定制改装业务和汽车零部件制造等。目前为止是国内首家 A 股汽车设计上市公司。

燃油汽车整车研发业务内容包括商品企划、造型创意、工程可行性分析、结构设计、性能开发、SE 同步工程、样车试制及管理、样车试验及管理八个业务模块。新能源汽车整车研发业务内容除包含上述八大业务模块外，还增加了新能源汽车的核心业务模块，包括新能源整车开发、电控系统设计开发、电驱动系统开发、电源系统开发以及电子电气架构开发、SOA 架构开发、新能源汽车平台开发等。另外公司还可提供对于燃油车和新能源汽车均越来越重要的感知质量提升的技术服务以及符合国际标准的 ADAS 和自动驾驶系统开发支持服务。公司业务模块基本涵盖了汽车整车开发的全流程，无论是燃油汽车还是新能源汽车整车开发，公司均既可以提供整车全产业链的研发服务，又可以提供单独和组合型的研发服务。核心零部件制造业务包括混合动力系统、V6 发动机、插电式混合动力耦合器、纯电动车减速器、整车控制器等单体或动力总成。

图 1：公司整车设计流程



资料来源：公司公告，渤海证券

公司客户群体涵盖国际主流品牌、合资品牌、国内主流品牌及造车新势力等，已累计服务客户超过 60 家，成功研发超过 200 款车型。国内前十大汽车集团中有八家为公司客户，同时也与日产、大众、奔驰、现代和本田等外资品牌有项目合作或战略协同。在此基础上，公司积极拓展与造车新势力客户的合作，蔚来、理想、小鹏、天际、合众、威马等均为公司的长期客户。另外，公司还为滴滴、美

团等知名互联网公司开发专用新能源车型。

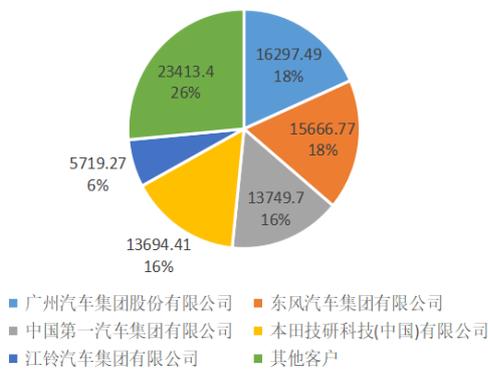
图 2：公司服务的主要客户

合资企业	
自主品牌	
互联网及新兴造车公司	

资料来源：公司官网，渤海证券

近五年公司前五大客户销售额由 2016 年的 1.70 亿元增至 2020 年的 6.72 亿元，年复合增速达 40.95%，占营收比重由 43.98% 升至 81.82%。从具体客户情况来看，公司前五大客户及排序变动大，最新披露的 2019 年公司前五大客户分别为广汽集团、东风汽车集团、一汽集团、本田技研科技和江铃汽车集团，合计销售金额 6.51 亿元，占年度销售总额比例为 73.56%。

图 3：2019 年公司前五大客户销售额及占比（单位：万元）



数据来源：公司公告，渤海证券

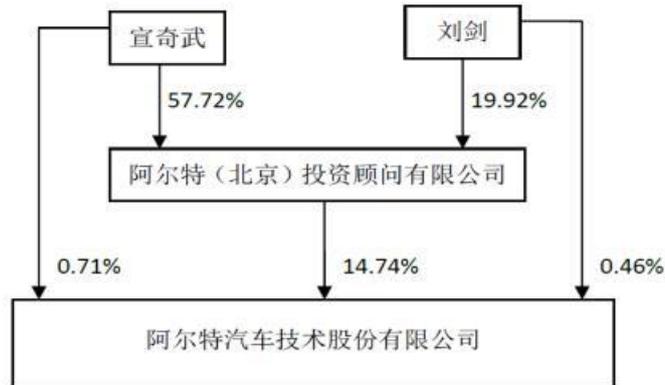
图 4：公司近 5 年前五大客户销售额及占比（单位：万元）



数据来源：公司公告，渤海证券

股权结构上，公司大股东为阿尔特（北京）投资顾问有限公司，实际控制人为董事长宣奇武先生和公司董事兼副总经理刘剑女士，夫妻两通过实际控制的阿尔特（北京）投资顾问有限公司而间接持有公司 14.74% 的股份，同时直接持有公司 1.17% 的股份，合计持有公司 15.91% 的股份。

图 5：公司最新股权结构



资料来源：公司公告，渤海证券

公司极其重视创新研发，截至 2020 年底，公司现有已开展的研发项目主要涉及新能源汽车核心部件及智能驾驶技术。

表 1：公司开展的研发项目情况

项目名称	在研发内容	目标产品具体类别	主要功能及目标客户
基于特定场景下的智能驾驶与智能交互技术	开发一款特定场景下的智能驾驶汽车	汽车领域整车设计研发	1、主要功能：为客户提供特定场景下的智能驾驶汽车和相关技术 2、目标客户：无人驾驶车辆生产企业，物流企业、互联网零售企业、港口运输及大型高端社区
车身轻量化技术	开发一款多复合材料的轻量化车身	汽车领域车身设计开发	1、主要功能：为客户提供多复合材料的轻量化技术，从而降低能耗，减少排放，并有利于改善汽车的动力性、舒适性和操纵稳定性 2、目标客户：汽车生产企业
P1M40 耦合器开发项	开发一款安全、高效、稳定的动力耦合器，实现在纯电、串联及并联工况下，通过电磁离合器实现发动机动力的切换	汽车领域耦合器设计开发	1、主要功能：为客户混合动力车型提供全新一代产品 2、目标客户：纯电动乘用车（轿车、SUV、MPV）生产企业、混动车型生产企业
E1M30C 减速器项目	开发一款技术先进、成本经济的减速器产品	汽车领域减速器设计开发	1、主要功能：为客户提供一款满足电动物流车全新减速器 2、目标客户：纯电动乘用车（轿车、SUV、MPV）生产企业、混动车型生产企业

串联混动系统	开发一套将发动机、减速器、增速器、差速器、发电机、驱动、电机控制器集成为一体化的整套串联混合动力系统	汽车领域动力设计开发	1、主要功能: 为客户提供燃油热效率高, 总体能量消耗小于燃油车, 同时无纯电动车的里程焦虑的混合动力系统 2、目标客户: 中小型轿车、中小型 SUV、中小型 MPV 汽车生产企业
--------	--	------------	---

资料来源: 公司公告, 渤海证券

公司积极扩建产能满足订单需求, IPO 项目今年底开始有望陆续达产, 同时公司拟定增投资“先进性产业化研发项目”以及成都及柳州基地。根据年报披露数据, 2020 年末公司在建工程余额比期初增加 50.85 万元, 主要系设备改造及新能源动力系统及零部件生产基地项目投建所致。未来随着公司 IPO 及定增项目建设持续推进, 公司在建工程及固定资产将持续增长。

表 2: 公司 IPO 项目进展情况(单位:万元)

募投项目	投资总额	截至期末累计投入金额	截至期末投资进度	项目达到预定可使用状态日期
造型中心升级扩建项目	10609.21	7921.12	74.66%	2021 年 11 月 30 日
整车工程开发中心升级扩建项目	19322.96	7658.83	39.64%	2021 年 12 月 31 日
前沿技术研发项目	10334.16	4709.61	45.57%	2022 年 1 月 31 日

资料来源: 公司公告, 渤海证券

表 3: 公司拟定增项目(单位:万元)

项目名称	实施主体	总投资金额	募集资金投入金额
先进性产业化研发项目	发行人	79281.52	64281.52
阿尔特成都新能源动力系统及零部件生产基地建设项目	阿尔特成都	21855.28	5000.00
柳州菱特一期工程年产 5 万台 V6 发动机技改项目	柳州菱特	10921.00	9600.00
合计		112057.80	78881.52

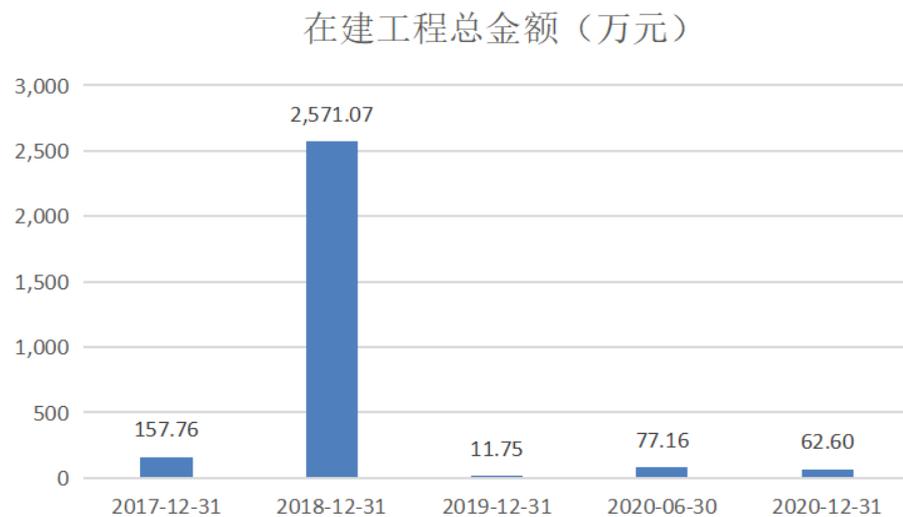
资料来源: 公司公告, 渤海证券

表 4：在建工程情况（2020 年报，单位：万元）

项目	期末余额		期初余额	
	账面余额	账面价值	账面余额	账面价值
电焊装备			11.75	11.75
设备改造	30.22	30.22		
新能源动力系统及零部件生产基地项目	32.38	32.38		
合计	62.60	62.60	11.75	11.75

资料来源：公司公告，渤海证券

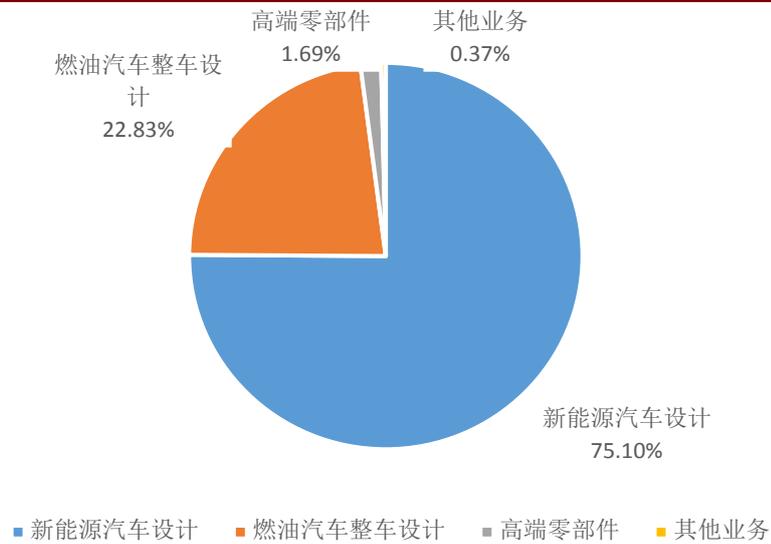
表 5：公司近五年在建工程总金额（单位：万元）



数据来源：公司公告，渤海证券

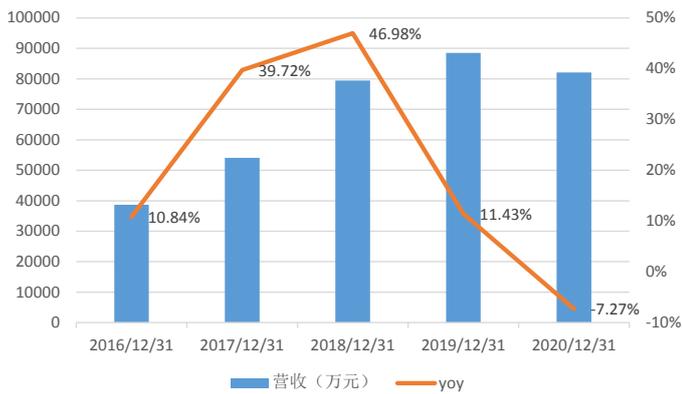
公司经营业绩方面，2020 年公司实现营业收入 8.21 亿元，同比下降 7.27%，主要是受疫情影响所致；其中，燃油汽车整车设计业务实现营业收入 1.87 亿元，同比下降 20.70%，占营业收入比例为 22.83%；新能源汽车设计业务实现营业收入 6.17 亿元，同比下降 1.43%，占营业收入比例为 75.10%，占比持续提升，已成为公司收入的主要来源；公司高端零部件业务营收占比 1.69%。近五年，公司营收从 2016 年的 3.87 亿元增至 2020 年的 8.21 亿元，年复合增速达 20.69%，整体呈现快速增长的态势；近五年公司归母净利润由 0.10 亿元增长至 1.11 亿元，年复合增速达 81.67%，实现了高速增长，其中，2020 年同比下降 14.87%。

图 6：公司分业务收入结构：新能源汽车设计占主导



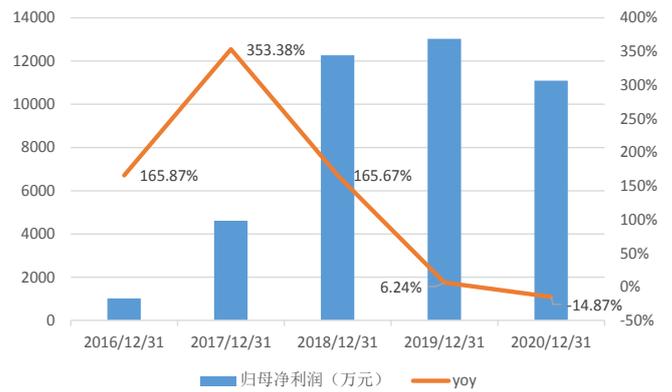
数据来源：公司公告，渤海证券

图 7：公司近五年营业收入及同比（单位：万元）



数据来源：公司公告，渤海证券

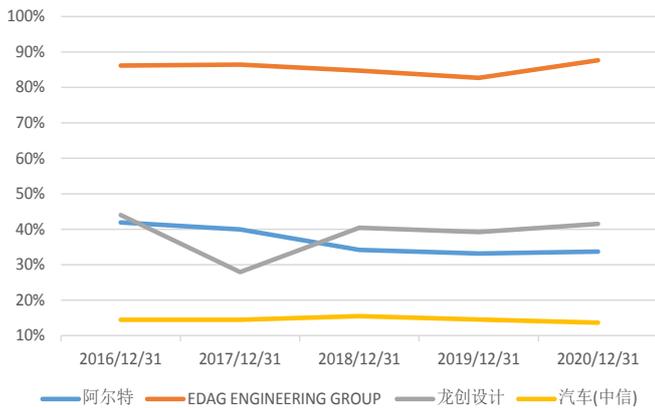
图 8：公司近五年归母净利润及同比（单位：万元）



数据来源：公司公告，渤海证券

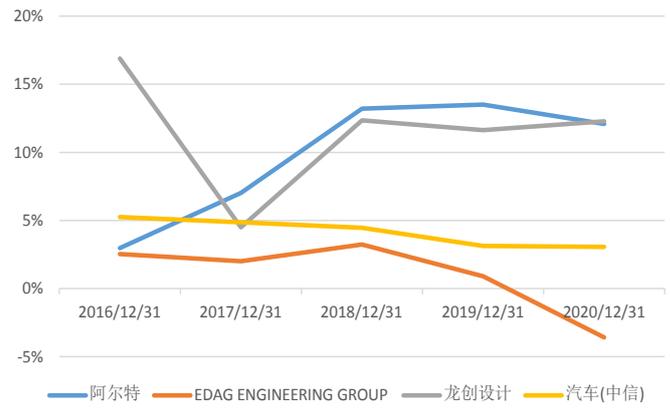
盈利能力方面，公司与同为汽车设计公司的爱达克、龙创设计比较，毛利率没有优势，爱达克毛利率近五年均超过 80%，龙创设计近三年毛利率在 40%左右，而公司近三年稳定在 33%-34%区间。净利率方面，公司具备较为明显的优势，近三年超过 12%，而爱达克基本处于微利的境地，2020 年亏损；龙创设计 2018/2019 的净利率低于公司，2020 年略高于公司。从行业层面来看，公司的盈利能力明显高于汽车行业。因此，整体判断，公司具备较强的盈利能力。

图 9：阿尔特与可比公司及行业毛利率比较



数据来源：Wind，渤海证券

图 10：阿尔特与可比公司及行业净利率比较



数据来源：Wind，渤海证券

2. 电动智能化浪潮下独立设计公司前景广阔

2.1 汽车电动智能化推升独立设计公司成长空间，公司有望充分受益

车企开发一款全新车型的研发支出主要包括两个阶段：整车设计阶段和生产准备阶段。整车设计阶段的研发支出主要包括造型设计、工程可行性分析、结构设计等设计费用以及整车设计过程中零部件的开发费用、整车试制过程中的模具费用和整车试验的费用。整车试验完成可视为研发第一阶段结束，第二阶段便进入生产准备。因此，汽车设计行业的市场容量主要取决于汽车生产企业的研发投入。

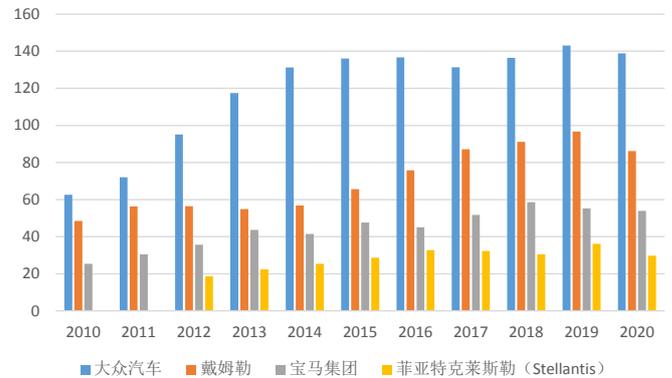
我们通过 Wind 及国际主流车企公开披露的数据整理发现，1) 全球汽车制造强国德国的汽车行业研发支出自 2010 年以来持续稳步增长，从 2010 年的 148.12 亿欧元增长至 2019 年的 270.76 亿欧元，年复合增速 6.93%；2) 全球主流车企的研发支出亦稳步上行，德系的大众/戴姆勒/宝马传统三巨头 2010 年合计研发支出为 136.43 亿欧元，2019 年为 294.96 亿欧元，年复合增速达 8.94%，2020 年因全球疫情影响小幅下降至 278.93 亿欧元。美系的通用/福特两大传统车企 2010 年研发支出近 120 亿美元，2019 年 142 亿美元，期间虽有波动，但年复合增速近 2%，2020 年小幅下降至 133 亿美元。全球电动车独角兽特斯拉的研发支出由 2010 年的 0.93 亿美元飙升至 2020 年的 14.91 亿美元，年复合增速高达 32%，充分显示了公司在电动车领域深耕的决心。另外，日系的丰田/本田两大车企巨头的研发支出由 2010 年的 1.21 万亿日元持续增至 2020 年的 1.85 万亿日元，年复合增速达 4.31%。而 2010-19 年全球汽车销量年复合增速仅为 2.21%，明显低于主要车企（美系传统车企除外）的研发支出增速。

图 11: 德国汽车行业研发支出近 10 年稳步增长



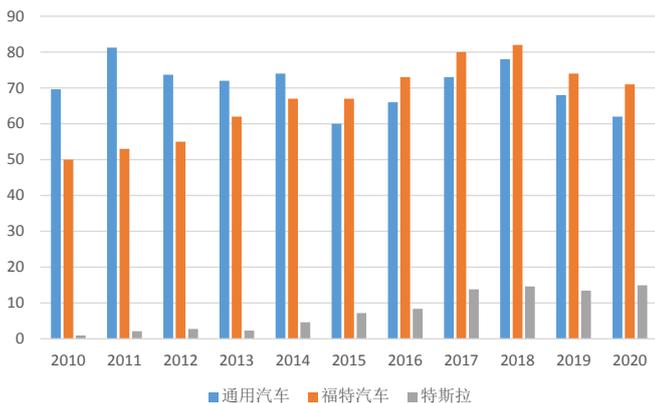
数据来源: Wind, 渤海证券

图 12: 大众/戴姆勒/宝马/Stellantis 研发支出情况 (亿欧元)



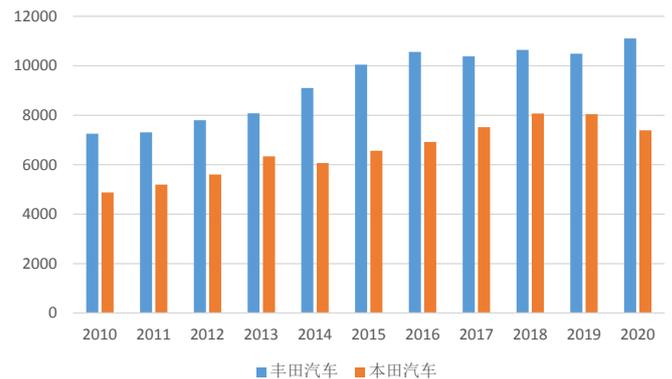
数据来源: 公司年报, Wind, 渤海证券

图 13: 通用/福特/特斯拉研发支出情况 (亿美元)



数据来源: 公司年报, Wind, 渤海证券

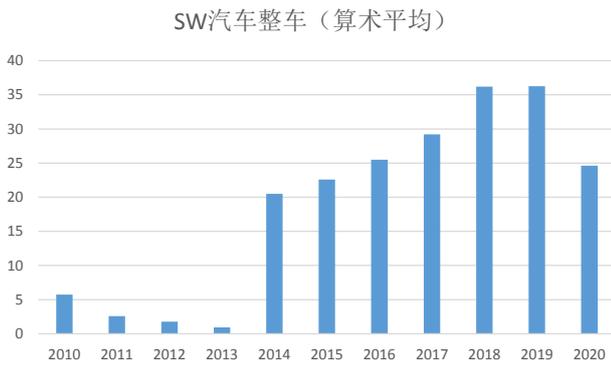
图 14: 丰田/本田汽车研发支出情况 (亿日元)



数据来源: 公司年报, Wind, 渤海证券

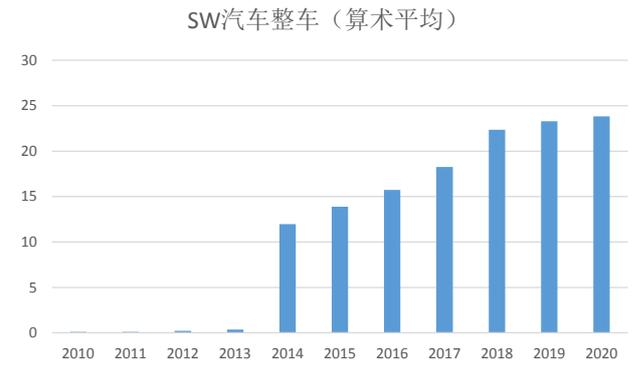
国内方面, 根据 Wind 数据统计, 2014 年以来整车行业资本性支出与研发投入持续增长 (2020 年资本开支因疫情影响而同比下滑。另外, 考虑到有整车标的在统计期间上市, 我们采取算术平均数据来进行平滑处理。2010-2013 年数据较小主要是整车标的数量变动以及投资研发金额较小的缘故)。其中, 2014-20 年国内上市车企研发支出年复合增速达 12.16%。

图 15: 整车 2014 年以来资本性支出情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 渤海证券

图 16: 整车 2014 年以来研发支出持续明显增加



数据来源: Wind, 渤海证券

环视全球, 德系、美系与日系车企巨头都在发力转型电动智能化领域, 均各自提出了相对比较激进的投资与车型规划以及销量、渗透率目标。从政府角度看, 中国计划到 2025 年电动车销量渗透率达到 20%, 美国根据最新的提案来看, 在电动车销量渗透率达到 50%之前计划相应的消费税抵免补贴不退坡。而根据中美欧电动车渗透率以及国际主流车企巨头 2020 年的电动车销量与渗透率来看, 未来全球电动智能化的发展道路仍比较远, 需要持续加大研发投入, 不断推动技术产品迭代升级, 从根本上保证电动车的安全性, 同时能在购车及使用成本、续航里程以及充电时间等方面的综合考量上能够基本与燃油车相媲美, 从而才能最终激发终端购买需求, 推动全球电动车的快速普及。

表 6: 大众汽车集团 2019 年第 68 轮战略规划加速推进电动化进程

		2018 年五年规划 (PR67)	2019 年五年规划 (PR68)	变化幅度
投资金额	总额	440 亿欧元	600 亿欧元	增长 36%
	电动化	300 亿欧元	330 亿欧元	增长 10%
	数字化	77 亿欧元	144 亿欧元	增长 87%
	其它	63 亿欧元	126 亿欧元	增长 100%
新车型数量	EV	到 2028 年推出 70 款	到 2029 年推出 75 款	
	PHEV/HV		到 2029 年推出 60 款	
产销目标	2020 年	4%EV 渗透率, 50 万辆 EV	4%EV 渗透率	
	2025 年	20%EV 渗透率, 300 万辆 EV	20%EV 渗透率, 300 万辆 EV	
	未来十年	到 2028 年, 2200 万辆 EV	到 2029 年, 2600 万辆 EV, 600 万辆 PHEV/HV	

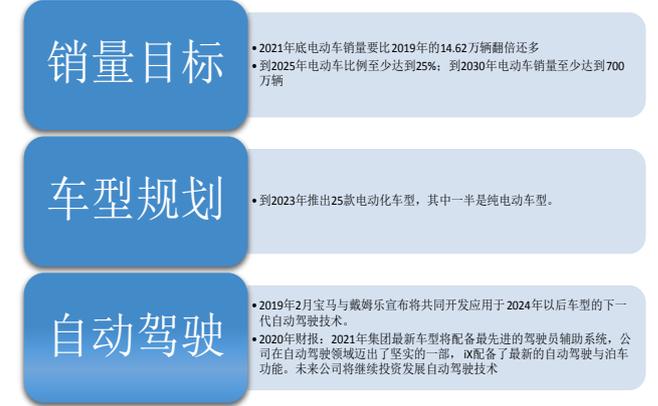
资料来源: 公司官网, 渤海证券

图 17: 戴姆勒集团 “Ambition2039” 规划



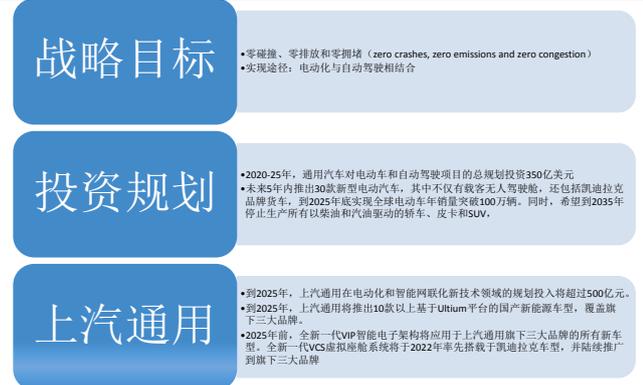
资料来源: 戴姆勒集团官网, 渤海证券

图 18: 宝马集团电动化智能化领域目标与规划



数据来源: 宝马集团年报, 渤海证券

图 19: 通用汽车电动智能化战略目标与具体规划



资料来源: 通用汽车年报, 搜狐汽车等公开资料, 渤海证券

图 20: 福特汽车电动智能化发展目标及规划



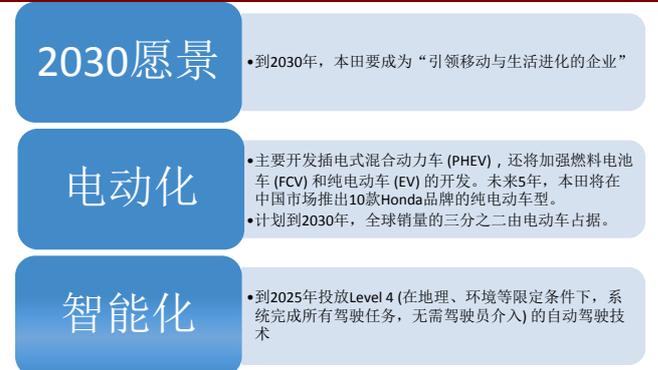
数据来源: 福特年报, 搜狐汽车等公开资料, 渤海证券

图 21: 丰田汽车电动智能化规划



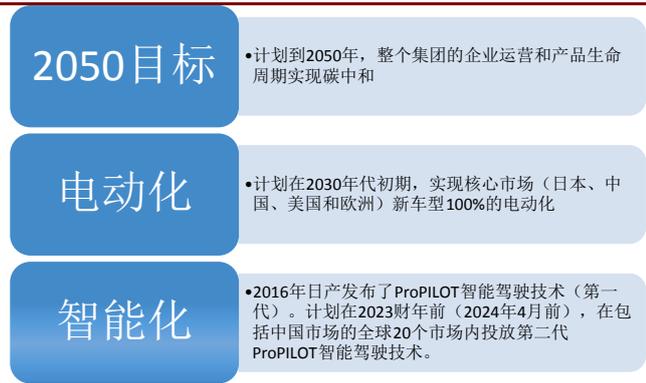
资料来源: 丰田汽车年报, 搜狐汽车等公开资料, 渤海证券

图 22: 本田 2030 年愿景规划



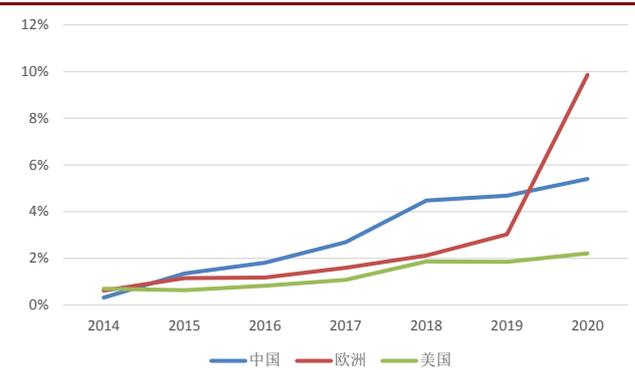
数据来源: 本田年报, 搜狐汽车等公开资料, 渤海证券

图 23: 日产汽车电动智能化规划



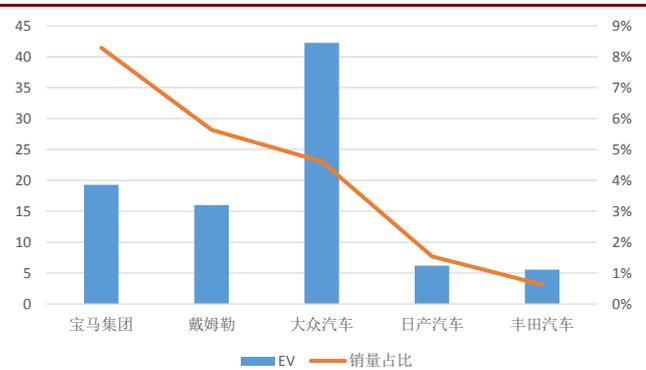
资料来源：腾讯网，汽车之家，渤海证券

图 24: 中美欧电动车渗透率



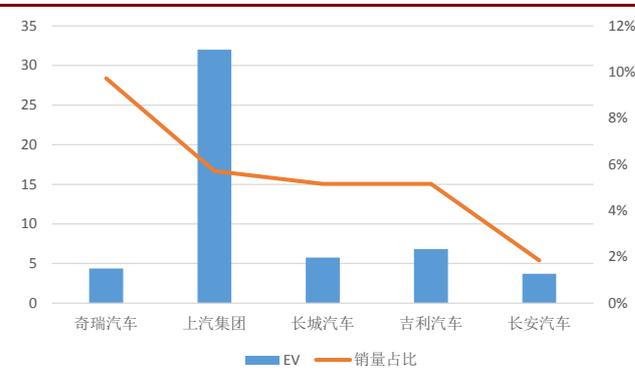
数据来源：Wind，Insideevs，ACEA，autoalliance，渤海证券

图 25: 国际车企巨头电动车销量及占比



资料来源：公司年报，ev-sales，搜狐汽车，渤海证券

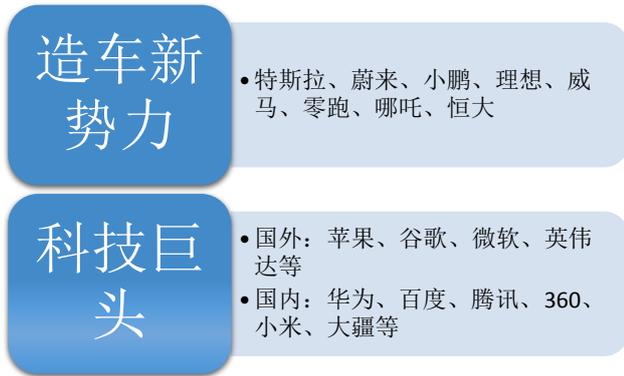
图 26: 国内车企电动车销量及占比



数据来源：公司年报及公告，搜狐汽车，渤海证券

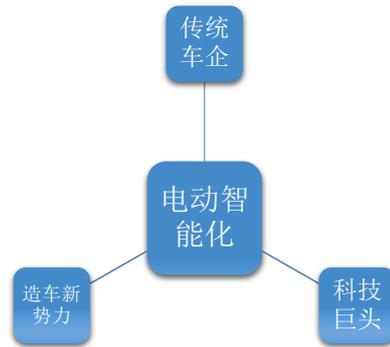
综合分析，我们可以得出以下结论：过去 10 年全球汽车研发支出稳步增长，且明显高于同期汽车销量增速。未来随着汽车行业电动智能化的趋势加速，传统车企与造车新势力正全力竞争以角逐未来市场制高点，因此，汽车行业研发投入预计将持续较快增长，从而推动行业技术不断迭代升级、车型性能日益完善，最终满足用户的终端使用需求。随着造车经验欠缺的各方新势力陆续入局，行业竞争加剧，新车推出节奏有望加速，我们预计第三方独立汽车研发设计公司有望在此过程中分到更大的“蛋糕”。

图 27: 汽车电动智能化的参与方越来越多



资料来源: 渤海证券

图 28: 汽车电动智能化趋势势不可挡

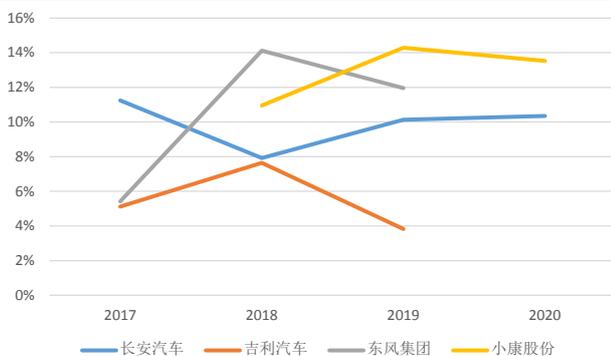


数据来源: 渤海证券

第三方独立汽车研发设计市场规模测算

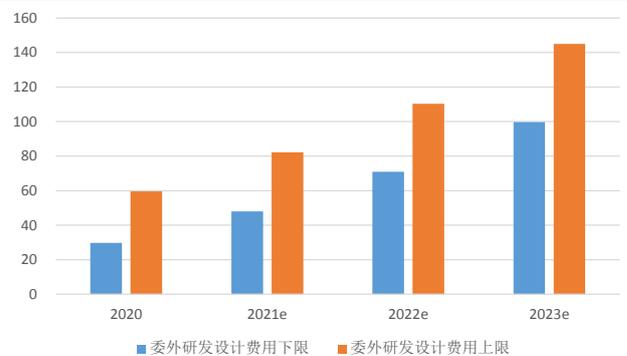
我们统计了 A 股整车上市公司（含拟上市公司吉利汽车、东风集团）中披露委外研发设计费用的情况，长安、东风及小康的委外研发设计费用占研发费用的比例较高，近两年均超过 10%，而吉利汽车的委外费用占比较低，2017-19 年分别为 5.11%/7.64%/3.82%，不同公司之间比例差距较大。因此，我们假设 1) 2020 年国内 A 股整车委外研发设计费用占比为【5%，10%】，未来每年比例增长 2%，则到 2023 年为【11%，16%】；2) 考虑到车企加快智能电动化领域的投资与布局，假设未来车企研发支出（含资本化研发支出）年均增长 15%，则根据 2020 年 SW 整车研发支出（合计）为 595.87 亿元测算，到 2023 年国内 A 股整车公司委外研发设计市场规模在【99.69，145】亿元之间，年复合增速在 34.50%~49.57%，如加上非上市整车企业，则委外市场规模更大。2020 年公司设计收入 8.04 亿元，根据上述假设，公司在委外研发设计的市场份额区间为【13%，27%】，相比龙创设计（2020 年营收 3.77 亿元）等独立汽车设计公司同行拥有一定的市场优势地位。

图 29: A 股部分整车委外研发费用占比



资料来源: 公司公告, 渤海证券

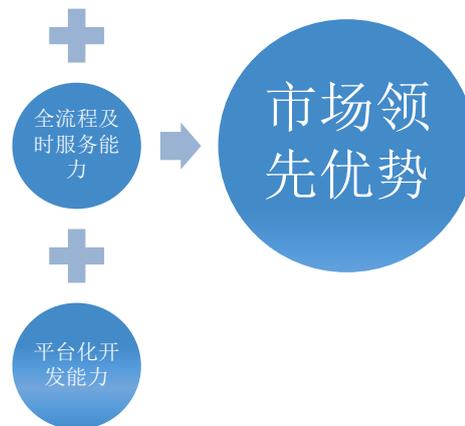
图 30: A 股整车委外研发设计市场规模测算（单位：亿元）



数据来源: Wind, 渤海证券

重要。公司成立以来，陆续签约了百余位国内外知名汽车创意大师及工程领域资深专家来保障公司的前瞻研发设计能力，这些专家拥有意大利博通、宝马美国设计中心、通用汽车、日本三菱、梅赛德斯奔驰、日产、丰田、五十铃、韩国现代、捷豹路虎、起亚等世界著名汽车企业及设计公司的多年开发经验，尤其在汽车整车、造型、发动机、耦合器、减速器及新能源汽车设计开发等方面具备显著的优势。同时，公司拥有覆盖整车设计的全产业链能力，可为主机厂提供全流程的整车设计开发方案，而且公司也是极少数具有整车研发平台开发能力的独立开发企业，自主开发的多级别平台能够满足 A0 到 C 级轿车的开发需求，可实现 10 余款车的同步开发。近些年，公司在承接整车开发项目的同时，也曾协助或单独承接客户的平台开发需求。因此，雄厚的人才储备、全流程服务能力与平台化开发能力有力的支撑了公司在汽车委外研发设计市场的领先地位。

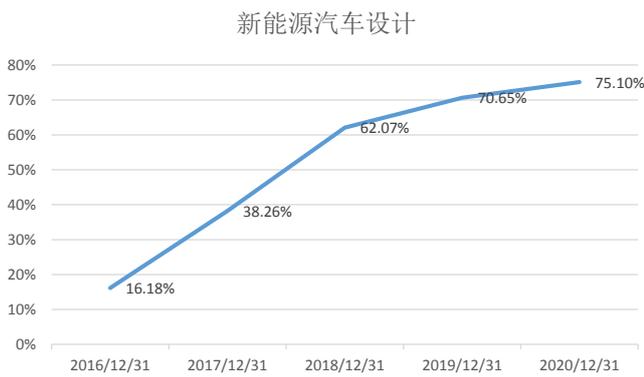
图 31：三大因素成就公司作为独立第三方研发设计公司的市场领先优势



资料来源：渤海证券

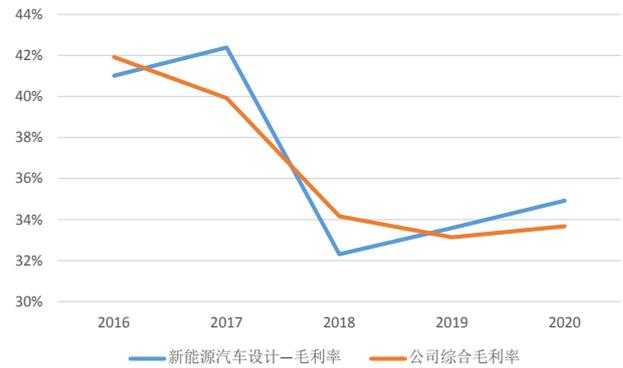
为迎合汽车电动智能化潮流，公司加快新能源汽车设计市场业务的开发，2016-2020 年公司新能源汽车设计业务收入由 0.63 亿元增至 6.17 亿元，年复合增速高达 77.14%，明显高于收入增速（20.69%），对应收入占比由 2016 年的 16.18% 快速提升至 2020 年的 75.10%，同时毛利率自 2019 年以来稳中有升，2020 年达到 34.92%，盈利能力较强。整体来看，新能源汽车设计业务已逐渐成为公司收入与盈利的主要来源。

图 32: 公司新能源汽车设计业务收入占比持续快速提升



资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 33: 公司新能源汽车设计业务毛利率较高



数据来源: 公司公告, 渤海证券

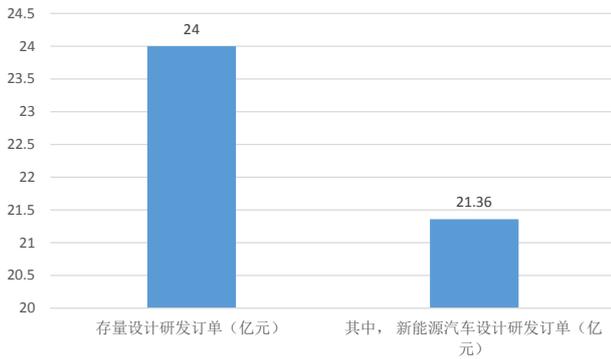
公司多年来深耕新能源汽车与燃油汽车整车研发, 并逐步强化了在核心零部件制造领域的技术积累。截止公司 2020 年报披露时, 公司存量设计研发订单近 24 亿元, 89%为新能源汽车设计研发业务(即近 21.36 亿元), 其中, 光 2021Q1 公司就签订了三个新能源汽车研发设计订单, 合同金额总计 13.18 亿元。公司控股子公司四川阿尔特新能源致力于纯电动、插混等新能源动力系统的研发与制造, 目前主要完成了 4 种减速器、3 种耦合器、2 种增程器系列产品的设计开发工作, 自 2018 年 11 月起开始为多家合资品牌汽车整车厂批量配套, 一直是广汽本田、东风本田电动车减速器的供应商。

另外, 去年 7 月 9 日公司还通过合资成立公司(株式会社 BEAT POWER)的形式与日本技术领先的混动开发公司 BST 团队进行合作, 将公司混动开发能力和技术储备提升到一个新的高度。今年 3 月, BEAT POWER 在成都设立全资子公司成都倍力特, 将主要开展增程式混合动力系统的研发、制造及销售业务。

智能化方面, 公司在智能化领域投入了大量的研发资源, 积累了一定的技术成果, 已经初步具备为客户提供低速场景下自动驾驶设计和自动驾驶车型改制方案的能力。其中, 公司已具备为客户提供座舱系统整体解决方案、整车电子电气架构系统解决方案以及满足国际标准的 ADAS 和自动驾驶系统开发技术支持的能力。

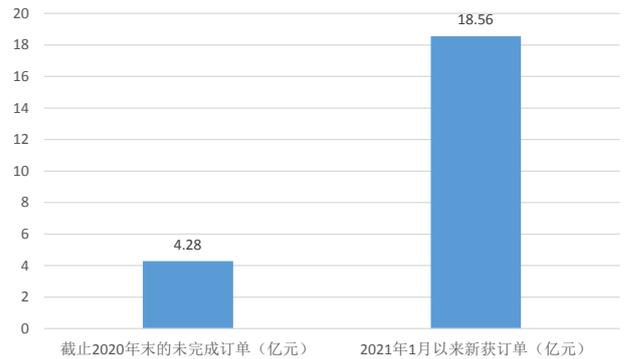
整体来看, 我们认为, 得益于在新能源汽车研发设计与核心部件制造领域的技术积累与深耕, 未来公司有望乘国内与全球电动智能化快速发展与普及的东风, 实现新能源汽车业务(包括整车研发设计与核心部件制造)的快速增长, 成为公司中长期的增长点。

图 34: 公司存量设计研发订单情况: 新能源汽车占大头



资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 35: 按时间区分的公司在手订单情况



数据来源: 公司公告, 渤海证券

表 7: 2020 年 12 月至 2021 年 3 月期间公司获取的新能源汽车等相关研发设计订单

业务类型	客户名称	服务内容	项目金额/周期产量	项目进展
设计研发	客户 N	新能源汽车开发	5.6 亿元	设计研发阶段
	南宁产投汽车	新能源汽车相关零部件	3.37 亿元	2021 年 3 月签署合同
	某国际品牌汽车制造公司	新能源汽车开发	4.21 亿元	2021 年 3 月签署合同
核心零部件制造	东风本田	减速器	视车型销量而定	已进入量产阶段
	广汽本田	减速器	视车型销量而定	已进入量产阶段
	宝能汽车	EDU+双电机控制器总成	20 万~30 万台	搭载试验已完成, 在做细化设计阶段
	上汽通用五菱	DHT 变速箱	预计搭载多款车型, 其中一款车型预计项目总额 5-6 亿元	搭载试验已完成, 在做细化设计阶段
	德国大陆	纯电动减速器	已达成样件定点, 正在推进量产定点, 相关需求量尚未最终确定	A 轮样件阶段

资料来源: 公司公告, 渤海证券

2.2 零部件制造业务将成为公司未来新增长点

凭借在整车研发设计领域积累的客户与市场领先优势, 公司积极延伸产业链, 拓展核心零部件设计与制造业务, 实现对原有整车设计客户的业务导流, 目前已成为汽车生产企业核心零部件“Tier0.5”供应商。公司高水平的整车开发能力, 为赢得零部件订单奠定了坚实的基础, 先进的核心零部件制造优势也能够反哺整车设计业务进一步提升, 从而形成双轮驱动的业务格局, 进一步拓宽了公司的成长前景。

当前公司已经掌握了插电混动汽车发动机、V6 发动机、插电式混合动力耦合器、

纯电动车减速器、整车控制器等单体或动力总成的关键技术，并具有柔性化量产能力，已为国内外知名品牌客户量产供货。其中，柳州凌特的 6G3 系列 V6 发动机已给北汽 BJ80 批量配套供货，四川阿尔特新能源已给南北本田批量配套电动车减速器，并陆续拿到宝能、上汽通用五菱的订单，并拿到德国大陆纯电动减速器样件定点。另外，公司此次拟定增募资扩大 V6 发动机以及新能源核心部件的产能，助力公司核心零部件业务做大做强。

图 36：公司整车设计与核心零部件业务形成双轮驱动格局



资料来源：渤海证券

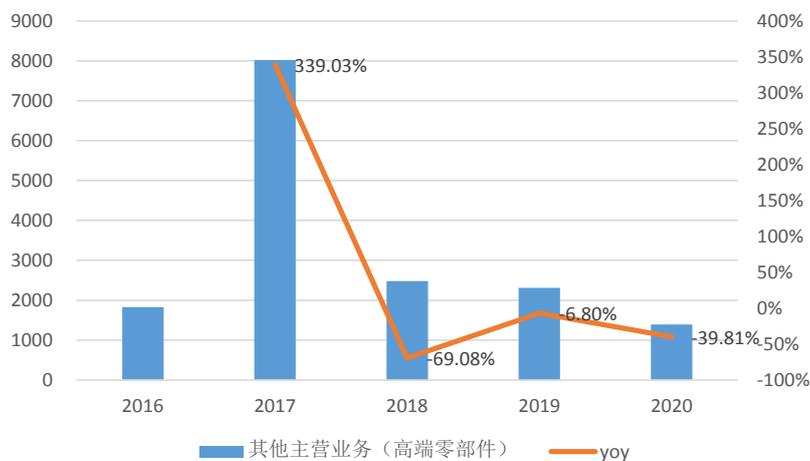
图 37：公司主要零部件子公司及主营产品

柳州凌特	<ul style="list-style-type: none"> 公司控股子公司，持股70.07% 生产V6发动机，于2020年7月正式为北汽BJ80批量配套，全年配套千台，2021将持续增加配套数量。 公司拟定增项目之一，柳州凌特一期工程年产5万台V6发动机技改项目，提升V6发动机产能
四川阿尔特新能源	<ul style="list-style-type: none"> 公司控股子公司，持股55.56% 四川阿尔特新能源公司主要生产电动车减速器、混合动力耦合器、电机控制器、DHT变速箱总成等，已获多个项目订单
阿尔特（成都）	<ul style="list-style-type: none"> 公司拟定增项目之一，阿尔特成都新能源动力系统及零部件生产基地建设项目，实施主体为阿尔特（成都）汽车设计公司，新增产能：减速器10万台、增程器5万台、集成式电驱动6万台、耦合器9万台。
成都倍力特	<ul style="list-style-type: none"> 由参股公司株式会社BEAT POWER出资6000万美元设立 主要产品为增程式混动系统

数据来源：公司公告，渤海证券

从四川阿尔特新能源与柳州凌特的产品已成功量产配套并陆续拿到多个项目订单来看，2020 年公司核心零部件制造业务已经从培育期转变为业绩贡献期，将成为公司营收的新生动力，未来营收占比有望实现快速增长。截止 2020 年报披露时，公司存量的零部件销售业务订单预计总收入规模有望在 35 亿-65 亿元区间，为未来公司零部件制造业务持续放量增长提供有力支撑。

图 38：公司零部件制造业务收入走势：波动较大



数据来源：公司公告，渤海证券

3.盈利预测与估值讨论

假设条件

- 1) 电动化浪潮下，公司新能源汽车设计业务快速增长；燃油汽车整车设计业务平稳增长；
- 2) 公司汽车零部件业务开始加速增长；
- 3) 费用控制得当。

表 8：公司分业务盈利预测

业务分类	财务项目	2019/12/31	2020/12/31	2021e	2022e	2023e
新能源汽车设计	营收（万元）	62556.98	61663.54	92495.31	157242.03	251587.26
	yoy	26.84%	-1.43%	50.00%	70.00%	60.00%
	营业成本	41542.90	40130.16	55497.19	93559.01	148436.48
	毛利率	33.59%	34.92%	40.00%	40.50%	41.00%
燃油汽车整车设计	营收（万元）	23636.88	18743.40	20617.74	23091.86	26093.81
	yoy	-13.40%	-20.70%	10.00%	12.00%	13.00%
	营业成本	15721.31	12870.85	14020.06	15702.47	17743.79
	毛利率	33.49%	31.33%	32.00%	32.00%	32.00%
零部件	营收（万元）	2310.74	1390.81	1529.89	3059.78	7649.45
	yoy	-6.80%	-39.81%	10.00%	100.00%	150.00%
	营业成本	1907.26	1334.67	1376.90	2447.82	5890.08
	毛利率	17.46%	4.04%	10.00%	20.00%	23.00%
其他业务	营收（万元）	36.44	306.79			
	营业成本	35.22	122.56			
合计	营收（万元）	88541.04	82104.54	114642.94	183393.68	285330.51
	yoy	11.43%	-7.27%	39.63%	59.97%	55.58%
	营业成本	59206.69	54458.24	70894.15	111709.30	172070.35
	毛利率	33.13%	33.67%	38.16%	39.09%	39.69%

数据来源：Wind，渤海证券

综上分析，暂不考虑定增事项，我们预计 2021-23 年公司实现营收 11.46/18.34/28.53 亿元，同比增长 39.63%/59.97%/55.58%，归母净利润 2.06/3.28/5.15 亿元，同比增长 85.44%/59.39%/56.96%，EPS 为 0.67/1.07/1.68 元/股，对应 2021-23 年 PE 为 42/26/17 倍。公司为 A 股首家汽车设计公司，以新能源汽车设计业务为主，故我们选取 A 股可比新能源整车标的进行估值比较，

当前公司估值具备一定优势，考虑到公司在手整车研发设计与零部件订单充足，未来高成长性值得期待，首次覆盖给予“增持”评级。

表 9：可比公司估值比较

证券代码	证券简称	EPS			PE	
		2021E	2022E	TTM	2021E	2022E
002594.SZ	比亚迪	1.84	2.48	156.14	129.31	96.07
601238.SH	广汽集团	0.81	1.05	15.93	15.56	11.99
600066.SH	宇通客车	0.60	0.93	52.19	21.23	13.62
	平均值			74.75	55.37	40.56
300825.SZ	阿尔特	0.67	1.07	66.37	41.81	26.23

数据来源：Wind 一致性预期（截止 2021 年 6 月 22 日收盘），渤海证券

风险提示：公司订单收入确认低于预期；公司造车新势力客户回款风险；新订单获取低于预期；原材料涨价超预期；费用增长超预期。

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

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

副所长&产品研发部经理

崔健
+86 22 2845 1618

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

银行业研究

王磊
+86 22 2845 1802
吴晓楠
+86 22 2383 9071

非银金融行业研究

王磊
+86 22 2845 1802

医药行业研究

陈晨
+86 22 2383 9062

计算机行业研究

徐中华
+86 10 6810 4898

家电行业研究

尤越
+86 22 2383 9033

传媒行业研究

姚磊
+86 22 2383 9065

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

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
韩乾
+86 22 2383 9192
杨毅飞
+86 22 2383 9154

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