

华域汽车(600741)

行业变革中底气十足、从“合资”到“自主”勇往直前

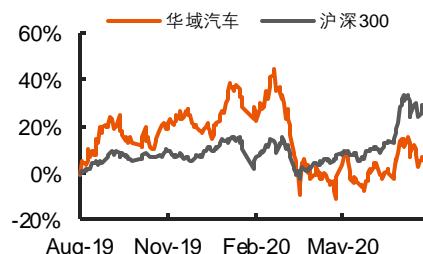
推荐(首次)

现价：21.13元

主要数据

行业	汽车和汽车零部件
公司网址	www.huayu-auto.com www.hasco-group.com
大股东/持股	上汽集团/58.32%
实际控制人	上海汽车工业(集团)总公司
总股本(百万股)	3,153
流通A股(百万股)	3,153
流通B/H股(百万股)	0
总市值(亿元)	666.17
流通A股市值(亿元)	666.17
每股净资产(元)	15.56
资产负债率(%)	55.9

行情走势图



证券分析师

王德安 投资咨询资格编号
S1060511010006
021-38638428
WANGDEAN002@PINGAN.COM.CN

曹群海 投资咨询资格编号
S1060518100001
021-38630860
CAOQUNHAI345@PINGAN.COM.CN

研究助理

李鶴 一般从业资格编号
S1060119070028
LIYAO157@PINGAN.COM.CN



平安观点：

- **华域汽车是国内最大的汽车综合零部件企业，内外饰业务是公司的主要收入来源。**主要客户集中在上汽集团所属的整车企业，与江森资产重组提高了公司海外营收占比。公司正逐步朝以内外饰为基础、电动化为快速增长点、加大布局智能化的综合性零部件企业迈进。
 - **积极调整业务结构，由“合资”到“自主”不断演进。**公司一直在积极调整业务结构，剥离非主营及盈利能力较差的业务，加大对核心业务的控制力度。通过对核心业务的全面把控，不受子公司的外方股东的牵制，将更好的实现公司的既定战略。
 - **内饰行业龙头，智能化趋势中优势凸显。**1) 较早完成了全球资源整合，进行了全球布局及主流客户的就近配套，具备很强的先发优势；2) 产品种类丰富，有望赢得未来智能移动终端内饰的机遇；3) 高研发投入为未来的智能驾驶时代储备前瞻性的内饰技术。
 - **控股华域视觉，将实现更好的经营效果。**通过全资控股，华域视觉可以在决策上更具有自主性，尤其是全球化的进程。同时，全资控股之后有助于在整个华域管理体系下，零部件采购和生产方面获得进一步降本的空间。此外，车灯有望与华域其他电动化和智能化产品产生更好的协同效应，在系统集成化研发和整体解决方案方面将更有优势。
 - **独特优势助力汽车座椅业务攀登新高度。**1) 由安道拓和延锋公司合资成立，强强联合，可充分发挥各自在技术、生产和管理等方面的优势；2) 背靠上汽集团，客户优势明显；3) 全产业链布局，尤其是上游的座椅轨道、骨架、面套、线束等均具有相应技术储备和良好的成本控制能力；4) 华域汽车加大对座椅业务的控制力度，在经营层面将具有更高的自主性。
 - **配套特斯拉和大众 MEB，电动化业务扬帆起航。**公司获得特斯拉众多零部件，包括座椅、电池盒及车身分拼总成件、侧围和后盖模具等业务定点，
- | | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 157,170 | 144,024 | 131,818 | 138,398 | 149,445 |
| YoY(%) | 11.9 | -8.4 | -8.5 | 5.0 | 8.0 |
| 净利润(百万元) | 8,027 | 6,463 | 4,791 | 5,773 | 6,998 |
| YoY(%) | 22.5 | -19.5 | -25.9 | 20.5 | 21.2 |
| 毛利率(%) | 13.8 | 14.5 | 13.4 | 13.9 | 14.4 |
| 净利率(%) | 5.1 | 4.5 | 3.6 | 4.2 | 4.7 |
| ROE(%) | 19.1 | 14.5 | 10.4 | 11.5 | 12.7 |
| EPS(摊薄/元) | 2.55 | 2.05 | 1.52 | 1.83 | 2.22 |
| P/E(倍) | 8.3 | 10.3 | 13.9 | 11.5 | 9.5 |
| P/B(倍) | 1.5 | 1.3 | 1.3 | 1.2 | 1.1 |

同时获得大众 MEB 平台和通用汽车 BEV3 平台的三合一及驱动电机的订单。公司在电动化领域的布局还包括热管理系统和新能源汽车空调系统，后者将受益于热泵空调的逐渐普及。

- **投资建议。**公司作为综合型汽车零部件巨头，独特优势在于通过与巨头合资积累了优质技术及客户，核心业务具备强大同步开发及集成能力，近年的子公司中的外方股权回收又增强自主可控，有利于实施公司中性化、零级化、全球化三大战略。我们认为公司过去所积累的优势在汽车智能化快速发展阶段会发挥出更突出的相对优势。首次覆盖，给予“推荐”评级，预计 2020-2022 年归母净利润分别为 47.91 亿元、57.73 亿元和 69.98 亿元，对应 PE 为 13.9 倍、11.5 倍和 9.5 倍。
- **风险提示：**1) 汽车行业销量不及预期：受全球疫情和宏观经济下滑影响，汽车作为可选消费品，其销量如果出现大幅下滑，对公司将产生巨大的影响；2) 电动化、智能化、LED 渗透率不及预期：公司零部件范围较广，涉及电动化、智能化和 LED 车灯等，如果以上产品的渗透率不及预期，公司的业绩将无法达到如期水平；3) 上汽集团销量不达预期。公司目前 50-60% 依然为上汽集团客户配套，受上汽集团产销情况影响较大。若上汽集团复苏低于预期，将影响公司业绩。

我们区别于市场上的主流观点有：

- 1) 市场一些观点认为华域汽车主业做汽车内饰，虽然规模大，但利润率低于竞争对手，盈利能力较低。我们认为公司利润率较低的原因是产品种类较多，不同单品的利润率相差较大，如果只做少数单品的话（如专做仪表板、或专做门板等），利润率较高，但如果做总装类的零部件（如座椅总成），则毛利率较低。华域汽车内饰产品种类众多，因此拉低了综合毛利率，**但同时相较于只做单品的企业，华域具有更好的系统集成能力和同步开发能力，而这些能力在汽车个性化、智能化快速发展的时代，是关乎零部件企业能否做好全球化，能否进一步做大規模的关键。**
- 2) 市场上认为华域汽车靠合资和并购获得了规模的扩大，未来这种模式不可持续。我们认为这是中国配件企业抓住发展机遇并快速做大的必经之路，全球汽车业已进入平台期，靠纯内生做大的时间成本过高，而全球配件企业的战略调整、在华合资的大环境给了华域汽车做大做强主业的机遇，华域汽车经历了必要的合资期、并购期，探索出了成熟的经营模式：前期通过与外资合资，加大研发投入，提升技术水平，在适合的时机进行外方股权收购，自主经营，兼具外资技术积累与自主把控的发展战略。我们认为华域汽车走在很多汽车配件企业之前，随着未来行业竞争的进一步加剧，公司有望依靠过去发展中积累的经验更好地实现中性化、全球化突围。
- 3) 市场上认为公司业务规模体量较大，成长性不强。汽车行业未来发展的十年，其进化程度可能超越过去的一百年。华域汽车的主业围绕智能座舱，包含全面而广泛的内外饰产品（内饰，座椅，车灯等），且一直以来坚持“零级化”战略，与整车进化几乎同步，甚至更前瞻，我们认为随着汽车智能化发展，人的注意力及肢体从驾驶中逐步解放出来，对所处的座舱提出了更多可能及更高要求，汽车座舱未来的发展会进入一个全新的发展阶段，公司有能力打造智能座舱“全产品一体化”，包括智能内饰、智能座椅、人机交互等，且具有较强的系统化集成能力，有望受益于智能化内饰带动的行业空间的提升。而这种能力是专注于某一单品的汽车配件企业不具备的。

此外，我们认为公司一直在积极调整业务结构，剥离非主营及盈利能力较差的业务，加大对核心业务的控制力度。如全资控股华域视觉和上海萨克斯、加强座椅核心机械部件的控制、拟对延锋内饰全资控股，出售上海天合、上海李尔实业交通等；重组百利得资产等。此外，公司在新能源领域凭借较强的竞争力，多品类产品进入特斯拉和大众 MEB 的订单，有望使公司的业务更加合理。

公司二级市场表现可能的催化因素：

- 1) 公司目前受上汽系销量影响仍较大，因此上汽集团的销量回暖将带动公司业绩和估值的双升。
- 2) 公司一直积极拓展高端客户，非上汽系客户拓展取得较大突破。
- 3) 公司费用管控能力增强，盈利能力得到提升。
- 4) 智能化内饰渗透率提升，华域作为“零级化”供应商，智能座舱获得高速发展。

正文目录

一、 公司是汽车零部件行业的龙头.....	6
二、 内外饰业务稳扎稳打、智能化趋势拓宽市场空间.....	9
2.1 智能化趋势下内饰加速创新、全球龙头具备明显先发优势	10
2.2 汽车座椅全产业链优势、智能座舱为座椅赋能.....	15
2.3 车灯业务国内龙头、将充分受益于智能化+LED 趋势.....	16
三、 配套特斯拉和大众 MEB、新能源业务扬帆起航	19
3.1 特斯拉配套产品丰富、价值量大	19
3.2 大众 MEB 量产在即、蓄势待发	21
3.3 智能化产品逐步量产	24
四、 盈利预测和估值分析.....	25
五、 投资建议	26
六、 风险提示	27

图表目录

图表 1	华域汽车业务分部情况一览	6
图表 2	公司主要产品	6
图表 3	公司业务结构调整主要事件	7
图表 4	华域汽车净利润结构以内外饰和功能件板块为主 单位：亿	8
图表 5	华域汽车各业务盈利概貌 单位：亿元、%	8
图表 6	2019 华域汽车收入主要客户为上汽集团旗下公司 单位：亿元	9
图表 7	华域汽车应收占当期收入比例持续降低	9
图表 8	华域汽车应收与应付比例持续降低	9
图表 9	延锋内饰产品及特点	10
图表 10	延锋 YF17 概念车	12
图表 11	国内主要内外饰件上市公司对比	13
图表 12	华域汽车内外饰投资金额 单位：亿元	14
图表 13	华域汽车各业务资本开支情况 单位：亿元	14
图表 14	零部件公司应收占收入比（2017-2019）	14
图表 15	零部件公司应收与应付比（2017-2019）	14
图表 16	延锋安道拓拥有从汽车座椅零部件到整椅的各部分的生产制造能力	15
图表 17	国内汽车座椅行业格局（2017年）	16
图表 18	华域视觉历史沿革	17
图表 19	华域视觉车灯销量 单位：万件	17
图表 20	2019 年营收和车灯单价 单位：亿元（左），元（右）	17
图表 21	LED 车灯的市场规模 单位：亿美元	18
图表 22	LED 车灯的渗透率	18
图表 23	特斯拉 Model3 车身结构	20
图表 24	上海赛科利热成型主要产品	20
图表 25	大众 MEB 平台主要车型规划	22
图表 26	大众 MEB 平台中国区销量预测 单位：万辆	22
图表 27	大众 MEB 平台全球销量目标	22
图表 28	华域汽车新能源汽车核心零部件	23
图表 29	主要热泵技术方案应用车型和供应商	24
图表 30	毫米波雷达未来发展趋势	24
图表 31	华域汽车分业务业绩预测 单位：百万元	25
图表 32	同行业估值对比	26

一、公司是汽车零部件行业的龙头

华域汽车 2009 年借壳巴士股份登陆 A 股，由上汽集团下属 23 家零部件企业组合而成。公司业务主要包括金属成型与模具、内外饰、电子电器、功能件、热加工、新能源等。旗下主要公司有延锋汽车饰件、华域视觉（原上海小糸）、上海赛科利模具、华域麦格纳电驱动等企业。

公司拥有较为完善的汽车零部件供应链体系。在全国设立有 368 个研发、制造和服务基地，在全球其他地区设立有 95 个生产制造（含研发）基地。2019 年公司收入 1440 亿，净利润 65 亿元，上汽集团持股 58.32%。

图表1 华域汽车业务分部情况一览

现板块分类	合并企业	按权益法核算的合营和联营企业
内外饰件	延锋（除延锋电子）	延锋百利得
	华域视觉	延锋彼欧
	延锋安道拓	陕西庆华
	华域正大	
金属成型和模具	华域车身零件	爱德夏
	赛科利模具	
	联谊工贸	纳铁福公司
	粉末冶金	天纳克
功能件	华域麦格纳	马勒热系统
	中弹公司	菲莫轴瓦
	华域三电	博世华域
	制动系统公司	华域活塞
	华域动力部件	华域皮尔博格泵
	汇众	克虏伯汇众
	上实交通	博泽部件
		李尔实业
		法雷奥雨刮
		恩坦华门
电子电器件	华域电动	法雷奥电器
	乾通公司	皮尔博格
	圣德曼公司	镁镁合金
热加工件	华域上海	华东泰克西
		爱知锻造
		KS铝技术

资料来源：公司公告、平安证券研究所

注：颜色由深到浅分别为：合并企业、合营企业、联营企业。

图表2 公司主要产品

业务板块	主要产品
内外饰	仪表板、门板、保险杠总成、座椅系统、车灯、安全带、安全气囊等
功能件	空调压缩机、传动轴、万向节、制动钳、助力转向机、后桥、副车架等
电子电器	天窗、摇窗机、门锁、线束、车身控制单元、信息娱乐系统、发电机、起动机等
金属成型和模具	汽车覆盖件、门盖/地板冲压件、车身机构件、冲压模具等

热加工	机油泵、水泵、有色金属压铸件、发动机缸体等
新能源部件	驱动电机、电驱动系统、电子空调压缩机、电子转向机、电池托盘、电子泵、电子制动等

资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

调整业务结构, 由“合资”到“自主”不断演进。公司一直在积极调整业务结构, 剥离非主营及盈利能力较差的业务, 加大对核心业务的控制力度。如全资控股华域视觉、加强座椅核心机械部件的控制、计划对延锋内饰全资控股、全资控股上海萨克斯, 出售上海天合、上海李尔实业交通等; 重组百利得资产等。

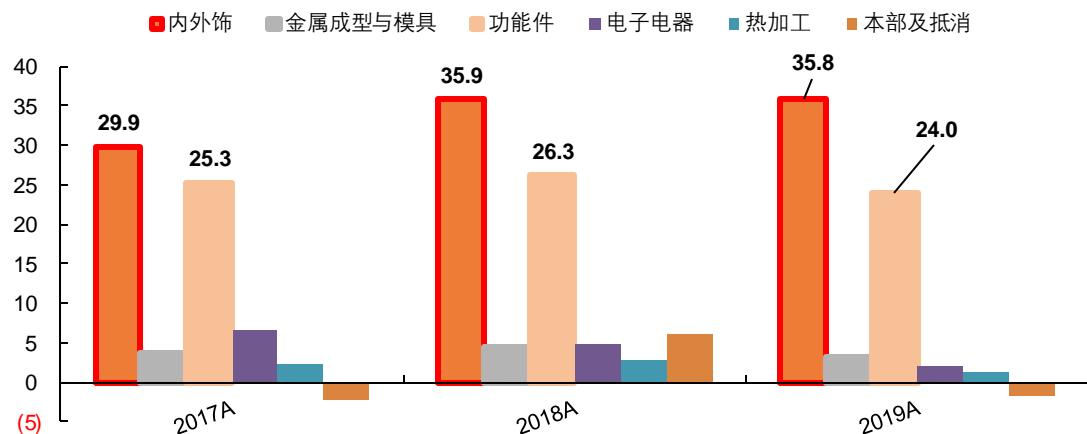
图表3 公司业务结构调整主要事件

公告时间	事件
2010 年 12 月	收购上汽集团持有的上海圣德曼铸造有限公司 100% 股权; 收购上汽集团持有的上海萨克斯动力总成部件系统有限公司 50% 的股权 收购上汽集团持有的上海幸福摩托有限公司 100% 的股权
2013 年 8 月	收购美国伟世通所持有的延锋伟世通汽车饰件系统有限公司 50% 的股权, 公司得以全资控股延锋伟世通, 2014 年 1 月延锋伟世通更名为延锋汽车饰件系统有限公司
2014 年 3 月	控股子公司上海赛科利收购南京南汽模具装备有限公司 100% 股权。
2014 年 9 月	出售申雅密封件有限公司 47.5% 股权
2015 年 3 月	延锋公司与江森自控成立延锋内饰公司, 持股比例分别是 70% 和 30%
2015 年 4 月	收购上汽集团持有的上海汇众 100% 股权
2018 年 3 月	收购上海小糸车灯有限公司 50% 股权, 全资控股后更名为华域视觉
2017 年 10 月	设立华域麦格纳电驱动系统有限公司, 华域股权比例为 50.1%
2019 年 7 月	出售上海天合汽车安全系统有限公司 50% 股权
2019 年 7 月	收购上海萨克斯动力总成部件系统有限公司 50% 股权, 公司成为全资控股
2019 年 4 月	华域香港拟以自有资金收购上汽欧洲公司持有的实业交通 30% 股权
2019 年 12 月	延锋公司购买延锋百利得(上海)汽车安全系统有限公司部分业务及资产
2020 年 2 月	延锋安道拓机械部件系统有限公司购买安道拓有关各国机械部件知识产权
2020 年 3 月	延锋公司拟收购延锋汽车内饰系统有限公司 30% 股权, 以全资控股延锋内饰
2020 年 7 月	上海实业交通电器有限公司出售上海李尔实业交通汽车部件有限公司 45% 股权

资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

内外饰业务是公司的主要收入来源, 2019 年占比为 64%。公司在逐渐横向拓宽产品线的过程中, 内外饰的占比逐渐降低, 但依旧是公司最主要的营收和利润来源。毛利率最高的是电子电器业务, 基本稳定在 16%-17% 之间, 内外饰的毛利率 2019 年提升至 14.7%, 热加工业务毛利率下滑明显, 主要由于传统发动机的缸体缸盖竞争加剧。净利润中内外饰和结构件的贡献最高, 其中内外饰的净利润为 35.8 亿元, 占比为 55%, 功能件净利润为 24 亿元, 占比为 37%。

图表4 华域汽车净利润结构以内外饰和功能件板块为主 单位：亿



资料来源：公司公告，平安证券研究所

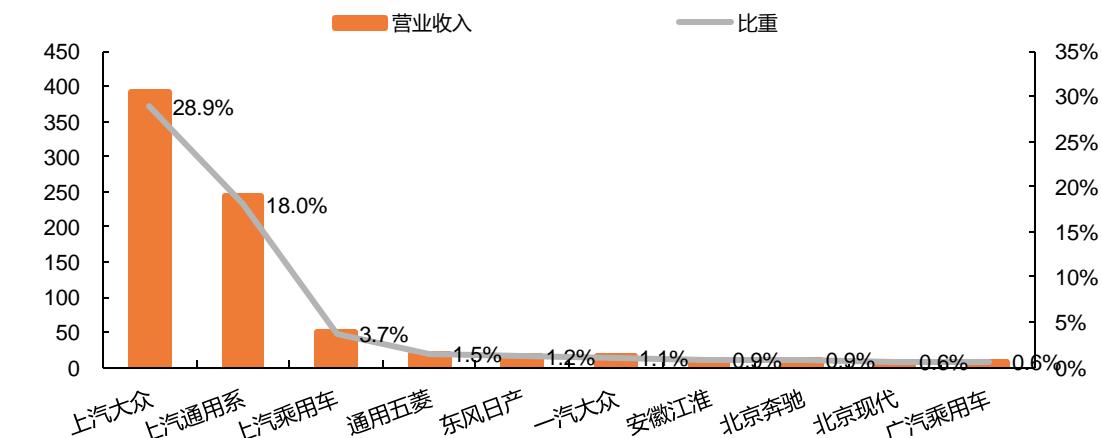
图表5 华域汽车各业务盈利概貌 单位：亿元、%

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
内外饰件类						
收入	497	668	822	904	1007	920
毛利率	14.2	13.1	14.2	14.5	13.4	14.7
收入占比	67.2	73.3	66.2	64.4	64.1	63.9
功能性总成件类						
收入	102	98	256	291	316	284
毛利率	18.0	19.0	14.6	14.7	14.1	12.6
收入占比	13.8	10.8	20.6	20.7	20.1	19.8
金属成型和模具						
收入	62	65	66	82	112	97
毛利率	16.9	16.2	14.8	13.3	12.7	12.9
收入占比	8.4	7.1	5.3	5.9	7.1	6.7
电子电器件						
收入	24	25	33	42	47	46
毛利率	16.0	16.6	17.4	16.8	16.9	16.2
收入占比	3.3	2.8	2.6	3.0	3.0	3.2
热加工类						
收入	19	14	11	10	9	7
毛利率	13.8	14.0	17.3	13.4	9.6	8.8
收入占比	2.5	1.5	0.9	0.7	0.6	0.5
收入总计	740	911	1243	1405	1572	1440
综合毛利率	15.4	14.3	14.7	14.5	13.8	14.5
ROE	18.9	17.5	15.9	15.9	17.7	13.1

资料来源：公司公告，平安证券研究所

主要客户集中在上汽集团所属的整车企业，与江森资产重组提高公司海外营收占比。公司对上汽集团内主机厂配套占比约 60%。2019 年对上汽大众的销售占总合并收入 28.9%，对上汽通用系销售（含上汽通用、通用北盛、通用东岳、通用东岳总成）占 18.0%。按合并统计口径，2014 年上汽集团外的客户销售比例为 28.8%，2019 年为 42.4%（其中海外比例为 22.7%），我们认为主要原因是重组江森的内饰及座椅业务后，海外业务占比提升所致。

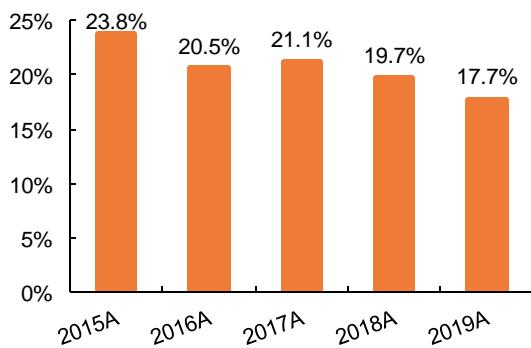
图表6 2019 华域汽车收入主要客户为上汽集团旗下公司 单位：亿元



资料来源：公司公告，平安证券研究所

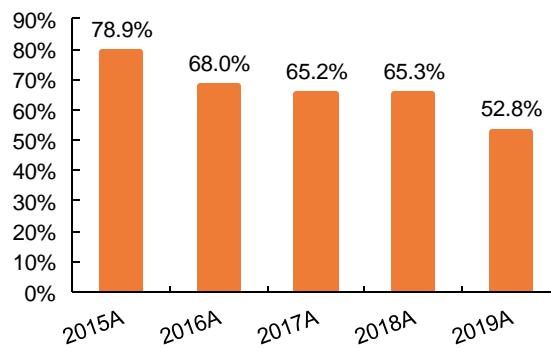
公司打造零极化战略，主要产品为一级供应商，汽车产业链地位较高：营业收入中应收占比低于 20%，应收账款及票据额只有应付账款及票据额的一半左右，两项数据均处于零部件行业前列，且从 2015 年至 2019 年呈下降趋势。

图表7 华域汽车应收占当期收入比例持续降低



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表8 华域汽车应收与应付比例持续降低



资料来源：公司公告，平安证券研究所

二、内外饰业务稳扎稳打、智能化趋势拓宽市场空间

延锋内饰和华域视觉是内外饰业务板块的核心资产。

延锋内饰在整合了江森全球的资源之后，成为全球内饰龙头，与竞争对手相比，公司具有显著的先发优势及客户优势，且已形成较为完善的国内外布局。

华域视觉在成为华域全资子公司后，在决策上更具有自主性，尤其是全球化布局的推进方面。同时，全资控股之后零部件采购和生产方面有进一步降本的空间。此外，车灯有望与华域其他电动化和智能化产品产生更好的协同效应，在系统集成化研发和整体解决方案方面将更有优势。

2.1 智能化趋势下内饰加速创新、全球龙头具备明显先发优势

延锋汽车内饰是全球领先的汽车内饰供应商，在全球 20 个国家拥有 110 多个工厂与技术中心。延锋汽车内饰系统有限公司在全球汽车内饰市场占有率保持较高，2016 年延锋门内板和副仪表板在全球市场占有率分别达到 14% 及 9%，位居第一位；仪表板全球市场份额 11%，排名第二。

延锋内饰主要生产基地分布中国、北美、欧洲、南非、东南亚等区域，主要覆盖奔驰、宝马、福特、大众、通用等全球整车企业。

图表9 延锋内饰产品及特点

主要产品	图例	特点
座舱		系统整合：将仪表板和座舱系统融合 模块化：满足汽车制造商不同需求 全球支持：深入北美、欧洲和亚洲地区
门板		多功能性：能源管理、NVH； 轻量化：轻量化塑料和天然纤维 皮革包覆：公司是全球最大的豪华车门板供应商 全球布局：临近客户的工厂生产，及时供应
仪表板		垂直整合：上下游产业链垂直整合 安全设计：将安全气囊整合至仪表板 质量一致性：全球工厂高品质
副仪表板		创新设计：储物、无线充电和个性化设计 轻量化：轻量化塑料和天然纤维
顶部控制台		差异化设计：背光镀铬装饰表面和薄膜技术 完整开发能力：表面材料、电子、灯光等各个方面的专业技术
装饰件		创新工艺：三维模内装饰（IMD）工艺、模内镶嵌（IML）工艺
智能表面		智能化：将控制、信息显示、照明和加热功能无缝整合至同一表面 自定义 HMI：智能表面提供可由用户自己设置的灵活界面
照明		LED：将皮革、织物、真铝、真木等实体表面做成半透明 个性化：可定制的灯光主题使驾驶者可以随时改变车内风格

资料来源：公司官网，平安证券研究所

内饰行业特征决定了在位龙头具备长期稳固的优势。

特征 1 汽车内饰属于资本和资金密集型产业，规模效应突出，前期投入大。

1) 随着技术的进步、整车厂生产规模的扩大，整车及内饰件产品的价格存在下降的趋势，只有达到一定的规模，内饰件企业才能既满足整车厂的规模化生产和及时供货的需求，又能通过规模优势提升自身盈利，内饰件企业走向规模化是长期趋势。

2) 整车厂对内饰件的安全性、可靠性等指标要求更加严格，内饰件厂商需要投入更加精密的生产及检测设备，投建符合整车厂要求的先进实验室，才能保障公司产品质量符合整车厂越加严格的质量要求。

3) 整车厂对内饰件厂商的同步设计研发能力的高要求，必然需要内饰件厂商购进先进研发设备、引进高端研发人才，这都必然造成内饰件厂商的大量资金的投入。

此外，拥有国际化的高端管理销售团队才能保证内饰件厂商持续长远的发展，这也需要企业大量的资金投入。由此可见，内饰件行业新进入者需要在产品设计研发、生产、监测等一系列过程中投入大量的资金。

特征 2 行业集中度较低、客户配套关系稳固。

相较于玻璃、安全气囊等产品，内饰行业市场集中度较低，如 2016 年汽车内饰市场占有率最高的为延锋，约为 11%，其次是佛吉亚，市占率约 8%，安通林约为 5%。

由于供应商在技术水平、产品质量、物流能力、供货稳定性、对整车厂的工艺要求和设计风格的熟悉程度等各方面发展成熟需要经过相当长的时间，因此整车厂一旦选定某供应商后，一般都会与其形成长期合作的关系。整车厂在为其新车型选择内饰件供应商时，一般也会优先考虑合作时间长、信誉度高、品牌口碑良好的企业，即将在相对固定的几个供应商中选择，不会轻易更换。

特征 3 产品种类多、工艺差别较大。

首先，内饰包括仪表板、门内护板、顶棚、中央通道、扶手、踏板、方向盘等，产品种类繁多，各产品之间功能较为独立，较难做到集成化。内饰是汽车上装饰属性较强的汽车零部件，消费者存在差异化和个性化需求，这就导致内饰的标准化程度远不及汽车玻璃、安全气囊等产品。

此外，内外饰件的制造工艺差别大，通用性不强：内饰工艺主要包括搪塑成型、PU(聚氨酯)喷涂、模内转印 (IMD)、模内嵌膜 (INS)、水辅注塑、低压注塑等。

内外饰件单品价值量不高，且其产品差异大、技术要求多样，导致其模具通用性较弱。不同内饰件单品需要不同模具，不同车企的同一种内饰件产品也需不同模具，导致内饰企业一般在具有相对优势的产品上做大规模，而不会覆盖更广的品类。

特征 4 全球布局对于扩大业务至关重要。

在行业中高端领域，国际化的管理及布局是公司持续发展壮大的重要基础。基于国内整车行业的特点，内饰件企业所面对的中高端客户多为外资或合资企业，整车厂采用与国际接轨的管理方式，对供应链管理更加国际化。企业需要全球化布局，这样才能深入了解国内外市场需求动态，推动企业不断发展壮大。对新进入者而言，缺乏海外研发机构、工厂的布局、海外管理的人才，较难获得全球整车巨头的全球平台订单。这是阻碍很多本土内饰企业在全球持续扩张的壁垒。

内饰行业升级空间广阔、车辆智能化加速内饰创新。

趋势 1 汽车的消费升级趋势确定，促进内饰升级。

我国汽车产业已经结束普及期进入升级期，总量盘整结构上移，疫情后升级需求率先复苏，豪车占比持续提升，未来相当长时间，豪华品牌市占率还有较大提升空间，一方面是豪华品牌价格持续下探，覆盖的客户群体更广泛，另一方面，复购增购的群体对汽车品牌、汽车品质的要求有很大提升，我国豪车占比仅 15%左右，与成熟市场 1/4 的渗透率相比还有较大提升空间。高端汽车渗透率的快速提升，促使汽车内饰产品升级换代。

趋势 2 车辆智能化程度愈来愈高、内饰升级具备很大想象空间。

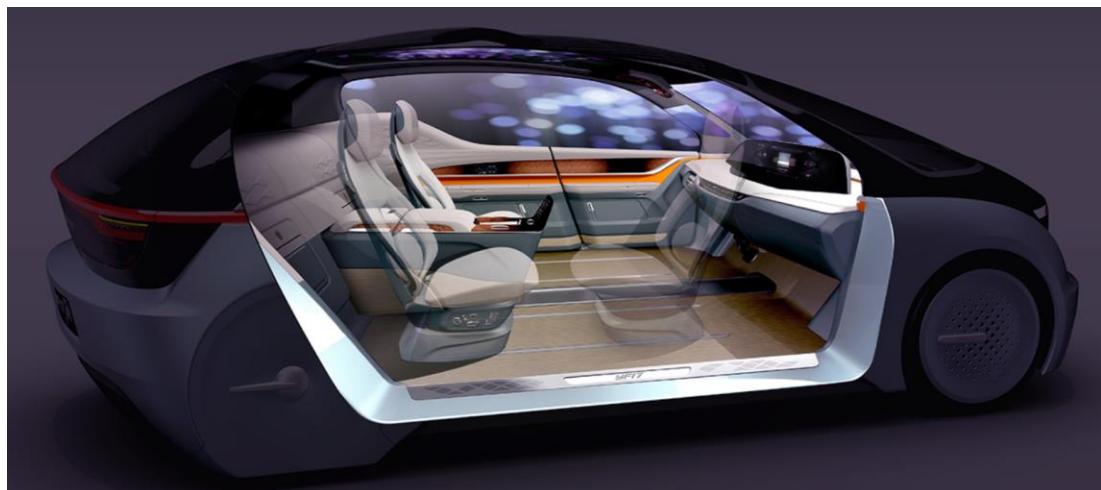
内饰作为人机交互界面的载体，将承载的功能。在新技术、新材料、新需求的推动下会变得越来越智能，智能座舱不仅新增了智能化的电子部件，如语音/手势识别、驾驶员识别系统、信息娱乐系统、座椅记忆等功能，传统的内饰件也得到升级，如门内护板集成了更多的操作按钮、流媒体后视镜等。

智能表面是未来汽车内饰发展的方向。它通过某种介质材料来增加电子功能的产品结构，在我们不需要的时候隐藏，需要时通过接近，手势或语音控制等形式来激活，获得反馈和响应。在信息展现上，智能表面也是能够将车内所有功能无缝整合至统一表面，实现无缝衔接。比如延锋研发的新品门饰板和车把手可以通过触控技术集成后视镜、影视娱乐、座椅调节等为一体。

汽车的智能化也会催生丰富的个性化、定制化需求。尤其是在未来共享汽车环境下，共享车队中的单个车辆都可以轻松完成定制，而车里的一切也都是可以定制的，这从另一方面也降低了更换按钮等配置的生产成本。如移动出行公司与整车厂进行定制化车辆的研发，滴滴与车和家的定制化车辆可能会取消副驾驶的座位，将其改造成放置行李物品的空间，内部座椅将更耐脏并方便清洁、内部空间要比同级别车型更大或更小、车辆轮胎要更耐磨、车身颜色要更丰富多彩。个性化如内饰氛围灯、香薰等也将成为消费者的追求。

车辆内饰将转变为可定制的第二生活空间，实现情感化设计。新的空间可以用于家庭娱乐、车家互联、车机互联、氛围灯或其他数字用途，从而提供更丰富的用户体验。而另一方面，智能表面提供了可由用户自己设置的灵活界面，这些功能都可以根据需求定制，提供个性化的视图，更方便使用。因此，我们可以实现将个性化功能集成到内饰表面。

图表10 延锋 YF17 概念车



资料来源:公司官网, 平安证券研究所

趋势 3：行业加速整合，机遇与挑战并存。

汽车行业竞争加剧，传导至上游零部件供应商，成本控制的重要性更加凸显，同时，对新技术的投入仍不能降低，企业面临较大的压力。中国成为世界汽车生产中心，海外配件企业业务调整，剥离其汽车内饰业务，给了本土内饰企业以整合的机遇期。如延锋内饰正是整合了伟世通及江森自控的相关业务。

延锋作为全球内饰龙头，具备较为突出的优势。

1) 较早完成了全球资源整合。延锋整合了伟世通及江森自控的全球内饰业务，完成了全球布局及主流客户配套。内饰业务属于物流成本高的汽车零部件，就近配套很关键，延锋具备很强的先发优势。

图表11 国内主要内外饰件上市公司对比

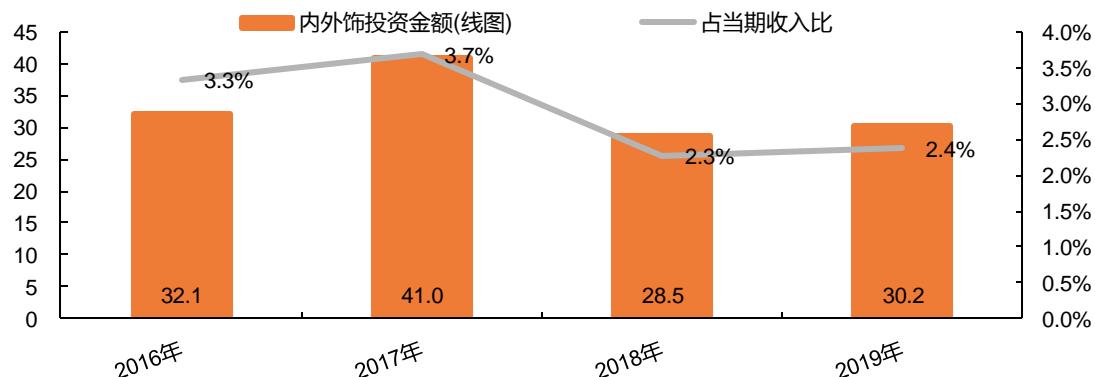
主要企业	业务营收占比	内外饰业务发展模式	核心客户	2019年内(外)饰营收	2019年内(外)饰毛利率
华域汽车	内外饰 64%	合资起家、加大研发力度、逐步把握控制权	上汽系	920 亿元	14.65%
新泉股份	内饰 78%	先商用车、再分别吉利、大众供应体系	吉利、大众（捷达、奥迪）	30 亿	21.22%
宁波华翔	内饰 47%	合资参股方式，扩大客户	上汽大众、一汽大众（共 30%）	81 亿元	21.88%
常熟汽饰	内饰 95%	合资，进入高端客户	奇瑞捷豹路虎、吉利	17 亿元	21%
岱美股份	遮阳板、头枕、顶棚控制器	最初作为 tier2，后来发展至 tier1；首购拓展客户	通用、福特、克莱斯勒	48 亿元	30%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

2) 产品种类丰富、具备资源投入前瞻性的研发，赢得未来智能移动终端内饰新机遇。延锋的创新产品，涉及装饰与灯光解决方案、轻量化解决方案、领先的表面技术、功能性内饰表面、适应性内饰等。车辆智能化将趋势汽车内饰加快变革创新，适应新需求，这个过程需要较高投入。延锋公司收入超千亿，内外饰投资金额在 30-40 亿（根据华域汽车披露的年度汇总口径投资金额），有实力为未来的智能驾驶时代储备前瞻性的内饰技术。

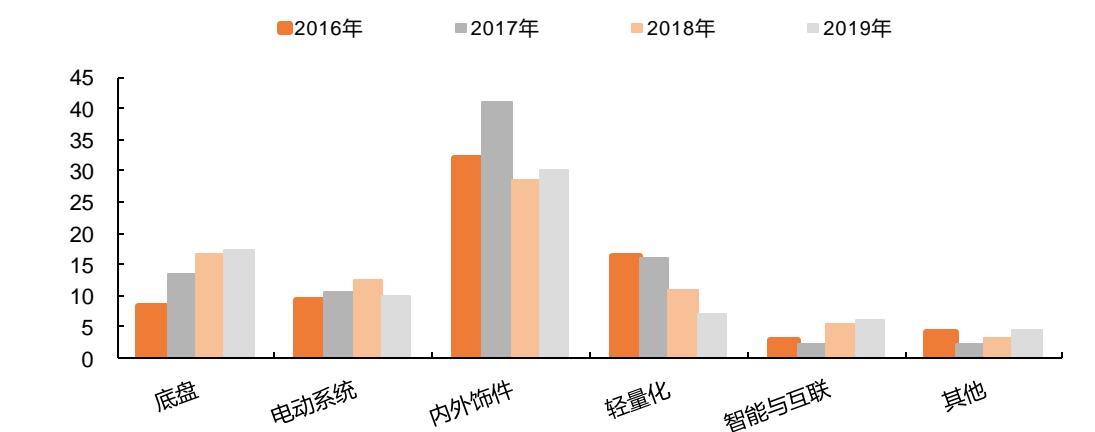
图表12 华域汽车内外饰投资金额

单位：亿元



资料来源：公司公告，平安证券研究所

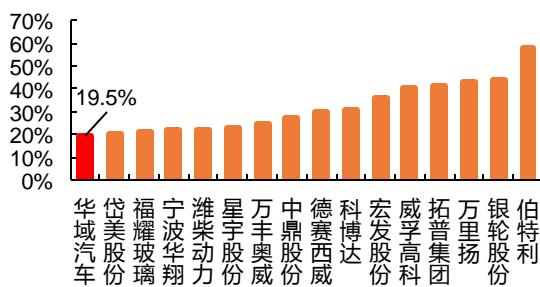
图表13 华域汽车各业务资本开支情况 单位：亿元



资料来源：公司公告，平安证券研究所

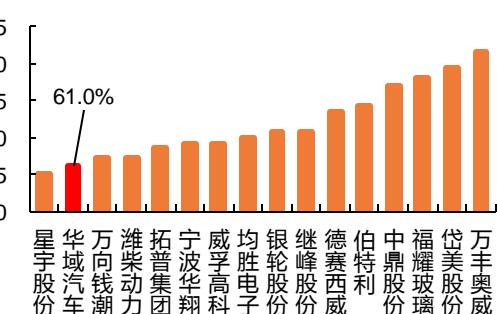
3) 产业链话语权较强。与国内其他主要上市零部件企业相比，华域汽车的应收占比最低，体现了上游产业链有较强的控制力度。同时，应收与应付的比值较低，也体现了对上下游的综合能力较强。

图表14 零部件公司应收占比（2017-2019）



资料来源：公司公告 平安证券研究所

图表15 零部件公司应收与应付比（2017-2019）



資料來源：公司公告 平安證券研究所

2.2 汽车座椅全产业链优势、智能座舱为座椅赋能

延锋安道拓是中国汽车座椅行业的领军企业，国内份额约 1/3，2018 年合并销售额 333.2 亿元，出口销售额 1.67 亿美元。

公司由延锋汽车饰件系统有限公司占股 50.1%，安道拓占股 49.9%。安道拓是全球汽车座椅行业领导者，全球市占率约 40%。1997 年 12 月，上汽集团和江森控股共同投资成立上海延锋江森座椅有限公司，2016 年安道拓正式从江森分拆后，2017 年上海延锋江森座椅有限公司正式改名为延锋安道拓座椅有限公司。2013 年，为实现汽车座椅生产的垂直整合，延锋和安道拓成立了合资公司——延锋安道拓座椅机械部件有限公司。

延锋拥有从汽车座椅零部件到整椅的各部分的生产制造能力。涵盖整个汽车座椅产业链，包括整椅、金属骨架及机械装置、发泡、面套和头枕在内的创新座椅系统，同时还提供灵活、经济高效的顶饰解决方案。

近期延锋与安道拓达成协议，延锋将取得对延锋安道拓机械部件的董事会控制权，并将其纳入并表范围，同时延锋安道拓机械部件业务范围将扩展至于全球，并可在境外设立子公司。为满足全球业务拓展需要，由延锋安道拓机械部件出资 2000 万美元向安道拓购买汽车座椅的滑道、调角器、锁扣和调节机构等机械部件包括各国专利在内的知识产权，有利于延锋公司座椅业务的全球拓展。

图表16 延锋安道拓拥有从汽车座椅零部件到整椅的各部分的生产制造能力



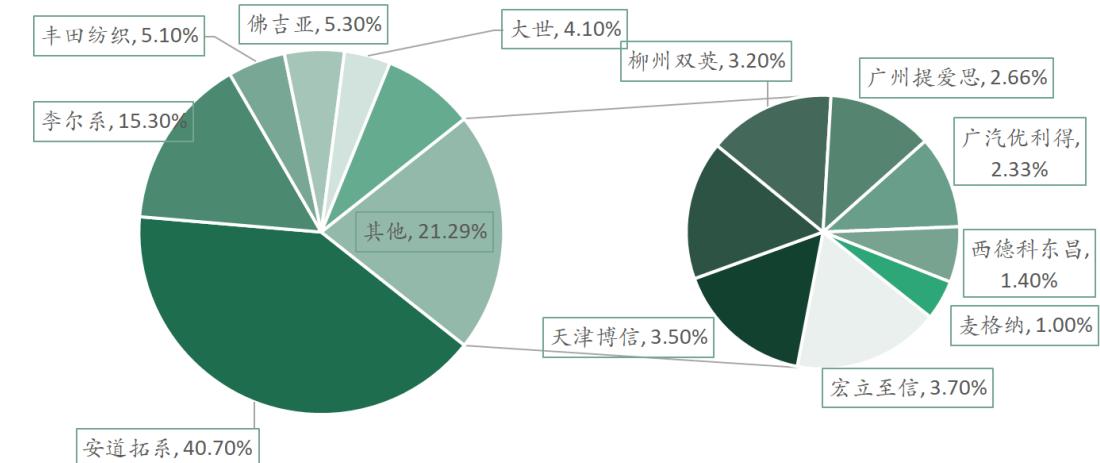
资料来源：公司官网，平安证券研究所

座椅行业特点：汽车座椅技术要求高，制造难度大，占整车成本较高。

座椅上游零部件包括骨架、导轨、电机、头枕、面套、线束等，核心零部件的设计制造难度较大，整椅的系统集成难度较高。汽车座椅成本约占整个汽车成本的 5%，在整个汽车零部件系统排名第三。

中国的座椅行业以合资企业的形式为主，其中安道拓系的份额最高。**2019 年全球汽车座椅市场规模约 800 亿美元，中国乘用车座椅市场规模约 1148 亿人民币。预计至 2025 年，中国乘用车座椅市场规模将超过 1200 亿元人民币。**

图表17 国内汽车座椅行业格局(2017年)



资料来源: NE 时代, 平安证券研究所

汽车座椅未来发展趋势:

- 1) **更加舒适性。**目前座椅按摩、加热、通风等功能比较普遍,未来在自动舒适调节、更多的乘坐模式和体验方面演进,如新的热传导技术使座椅除了加热功能之外,也可具备制冷的功能。
- 2) **更加智能化。**除了座椅记忆和健康数据监测,座椅将更具有安全性,如通过与 ADAS 系统连接,在预测前方危险信号,座椅自动调节角度和位置;也可与安全带和安全气囊实现更好的配合。
- 3) **人机交互更加友好。**通过声音和震动与乘坐人员实现更好的交互,如李尔公司的 SoundZone 系统,可以使头枕具备感知和执行功能,与乘客在不同的音乐中有差异性的互动。

延锋安道拓在汽车座椅领域具有以下优势:

- 1) 由安道拓和延锋公司合资成立,双方在各自领域均处于行业领先地位,强强联合,可充分发挥各自在技术、生产和管理等方面的优势;
- 2) 背靠上汽集团,客户优势明显。上汽系尤其是上汽通用、上汽大众和上汽通用五菱销量位于行业领先,充足的客户资源使公司的技术和产品有的放矢;
- 3) 公司全产业链布局,尤其是上游的座椅轨道、骨架、调角器、电机、头枕、面套、线束等均具有相应的知识产权和技术储备,同时具有良好的成本控制能力。

从延锋安道拓自身的劣势和近期华域汽车的布局,可以看出,华域汽车在加大对座椅的控制力度,未来在经营层面将具有更高的自主性,结合自身优势,未来公司在汽车座椅领域有望继续领先,在智能化趋势下,公司的座椅单车价值量有望持续提升。

2.3 车灯业务国内龙头、将充分受益于智能化+LED 趋势

华域视觉的前身是上海小糸车灯有限公司，创建于 1989 年。中方股东为华域汽车系统股份有限公司，外方股东为株式会社小糸制作所和丰田通商株式会社。华域汽车 2018 年收购外资方持有的上海小糸 50% 股权，实现全资控股上海小糸，全资控股之后将上海小糸改名为华域视觉。

主要客户有上海通用、上海大众、上汽乘用车、天津一汽丰田、一汽大众等。

公司在美国、上海、常州、武汉、重庆、吉林、烟台、长沙等地设有生产基地，2019 年营业务收入为 125 亿。净利率方面，据公司披露，2016 年净利率为 4.1%。

图表18 华域视觉历史沿革

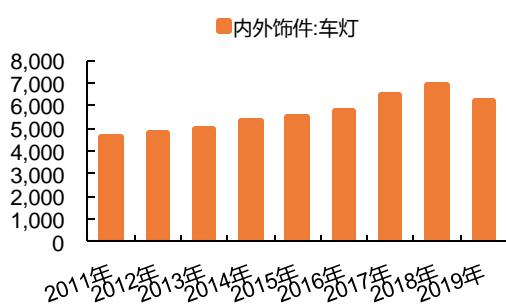
时间	事件
1984 年	上海车灯厂成立
1996 年	在上海市嘉定区建立新工厂
1997 年	成立重庆小糸车灯有限公司
1999 年	开始为上汽通用汽车配套车灯
2002 年	成立技术中心
2004 年	成立山东烟台工厂
2007 年	上海嘉定北工业开发区工厂开工
2010 年	收购吉林东光瑞宝车灯
2018 年	上海小糸车灯有限公司更名为华域视觉科技（上海）有限公司
2018 年	长沙浏阳生产基地签约落户

资料来源：公司官网，平安证券研究所

华域视觉是国内车灯龙头企业，具有技术优势和客户优势。按车灯单车价值量 2000 元计算，2019 年全国车灯行业市场空间为 515 亿元，华域视觉 2019 年以 125 亿元的收入，占据国内 24% 的市场份额（星宇股份市占率为 11%）。华域视觉通过早期与日本小糸的合资，技术上不断积累，生产设备和工艺上的不断更新，2006 年华域视觉自主获得了美国通用新君越平台前灯订单。

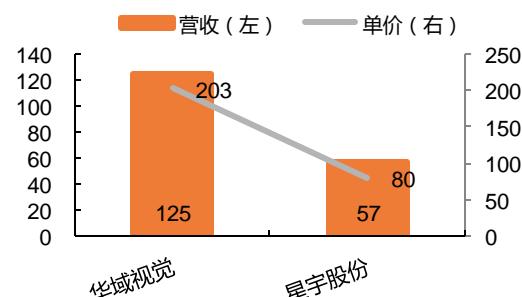
销量持续增长，单价较高。华域视觉的车灯销售数量从 2011 年的 4606 万件上升至 2019 年的 6158 万件，复合增长率为 3.6%。单价方面，2019 年华域视觉的单个车灯价格为 202 元，而星宇股份的为 80 元，主要原因是华域视觉的车灯产品中，前大灯和后组合灯的占比较星宇股份更高。

图表19 华域视觉车灯销量 单位：万件



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表20 2019年营收和车灯单价 单位：亿元（左），元（右）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

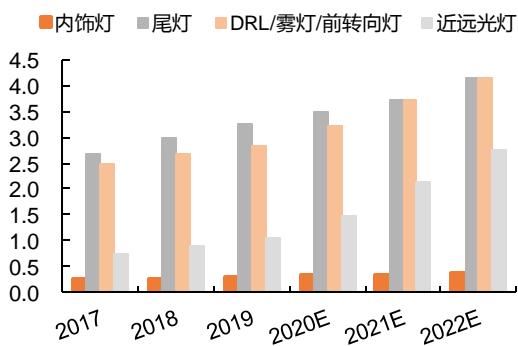
国内车灯行业格局“一超多强”，华域视觉为龙头。“一超”指的是华域视觉，“多强”指的是星宇股份、斯坦雷、法雷奥、海拉、日本小糸等，与华域视觉相比不具备规模优势。全球车灯行业集中度也较高，其中日本小糸、法雷奥、海拉、斯坦雷、马瑞利占据了绝大部分的市场份额。

车灯发展趋势：LED 化和智能化趋势确定，对车灯提出了更高要求。

LED 车灯优势明显。LED 车灯优势包括：1) 寿命长，一般可达几万乃至十万小时；2) 高效率、低能耗，能耗为卤素灯的 1/20；3) 光线质量高，属于环保产品基本上无辐射；4) 结构简单，抗震性能好；5) 点亮无延迟，亮灯响应速度快，适用于智能化车灯场景；6) 适用低电压工作，直流电压 12V 就可点亮，而氙气车灯需要超过两万伏的电压；7) LED 占用体积小，使用多样化造型设计。

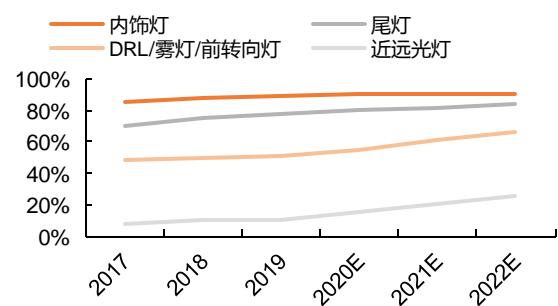
LED 渗透率逐渐提升。根据 LEDinside 数据，2017 年国内 LED 前大灯的渗透率为 2%，LED 尾灯的渗透率是 50%。我们预计未来 LED 前大灯的渗透率每年可提升 5%。由于 LED 的属性，前大灯、后组合灯、内饰氛围灯均适合使用 LED 灯，而雾灯则不适合。价格方面，LED 前大灯价值量最大，单车价值约为 1500-2000 元，后组合灯约为 600-900 元。

图表21 LED 车灯的市场规模 单位：亿美元



资料来源：高工 LED，平安证券研究所

图表22 LED 车灯的渗透率



资料来源：高工 LED，平安证券研究所

AFS 和 ADB 拉开车灯智能化序幕。AFS (Adaptive front-lighting system) 自适应前照灯系统，是一种智能前照灯照明系统，能根据车辆所处的天气、环境以及车辆自身的状态，自动调节前大灯的照明模式，以达到最佳的效果。ADB (Adaptive Driving Beam) 自适应远光灯，能根据路况自适应变换远光光型，可智能化地照射或跟踪目标，同时有效避免强光照射对面的车辆。

奥迪引领车灯智能化发展、自主品牌积极追赶。奥迪 A8 从 1994 年的第一代开始，就配备了当时最先进的氙气大灯，2003 年第二代配备了动态前大灯和 LED 日间行车灯，为全球首创。2010 年第三代配备了 LED 光源的前大灯，同时采用了与导航数据相连接的智能大灯。2013 年，第三代 A8 中期改款搭载矩阵式 LED 前大灯，同时具备随动转向、自适应远光、行人提醒等功能。2018 年第四代 A8 搭载奥迪激光大灯和高清矩阵式的 LED 远光灯，车速达到 70km/h 时启动激光束，夜间行驶时尾灯可自动调节亮度。

长城 WEY 品牌是国内首款搭载 ADB 智能大灯的品牌。长城汽车下属公司曼德光电进行车灯的设计研发和生产。在 VV6 搭载了智能 ADB 大灯、智能激光大灯和智能像素大灯技术，掌握了使灯光像素化的两种核心技术：千级像素化 LED 高清照明和百万像素的 DLP 影像照明。激光大灯作为远光的辅助光源，可将车辆的照射范围从常规的 170 米提升至 600 米，车速在 75km/h 以上时，激光远光辅助功能即可激活，较大程度提高车辆行驶安全性。

竞争优势：龙头企业更能把握行业发展机遇。

华域车灯与众多车企客户从前期设计阶段就深度参与，积累了大量技术经验，同时具有众多客户资源，在车灯 LED 化和智能化渗透率加速的背景下，华域视觉有望成为最受益的企业之一。

华域视觉持续技术创新，多项新技术同步研发：

1) 矩阵照明技术——LED 大灯实现对照明区域矩阵光束的精确控制的技术，系统可以选择特定区域进行照明；

2) DLP 照明技术——DLP 技术是集成可编程性和高分辨率特性的技术，可为每个车前大灯提供超过 100 万个可寻址像素点，分辨率是现有自适应远光技术的一万多倍；

3) 光导技术——利用全反射和折射原理，精准控制在光导内传导的光线，可与多种光学系统组合；

4) 悬浮式线发光技术——通过厚壁光学零件传导光线，形成悬浮的效果；

5) 面发光技术——通过乳白/红色散射材料与内部光学系统相配合，实现大面积均匀发光。

全资控股，有助于最大限度发挥优势。2017 年 9 月，华域汽车出资 17.16 亿元，收购日方持有的上海小糸 50% 的股权，上海小糸成为华域汽车的全资子公司，并于 2018 年 3 月更名为华域视觉并纳入合并报表。通过全资控股，华域可以在决策上更具有自主性，尤其是全球化的进程：日本小糸是全球化成熟的企业，对上海小糸的定位是仅针对于中国市场，这与华域汽车的全球化战略相违背。同时，全资控股之后有助于纳入整个华域管理体系下，零部件采购和生产方面有进一步降本的空间。此外，车灯有望与华域其他电动化和智能化产品产生更好的协同效应，在系统集成化研发和整体解决方案方面将更有优势。

三、配套特斯拉和大众 MEB、新能源业务扬帆起航

全球汽车产业正加速向电动化、智能网联化等方向变革，汽车行业已进入技术创新、产业转型、产品升级的重要阶段，这给零部件企业未来发展带来诸多机会和挑战。电动化、轻量化和智能化是公司近些年重点发展的新业务，未来有望成为公司新的增长点。

3.1 特斯拉配套产品丰富、价值量大

公司抓住特斯拉在华投产的机会，各业务板块发挥在质量、服务、技术、成本上的综合优势，贴近客户需求，内饰、座椅、保险杠、电池盒及车身分拼总成件、稳定杆等业务实现了对特斯拉上海公司相关车型的配套供货。

据公司 2019 年中报披露，子公司上海赛科利汽车模具技术应用有限公司获得特斯拉上海国产车型电池盒及车身分拼总成件、侧围和后盖模具等业务定点。我们推断，特斯拉将电池盒和车身分拼总成件由华域汽车生产，而侧围和后盖自制，由上海赛科利进行模具设计和制造。

1) 赛科利模具为特斯拉提供热成型钢。

Model3 使用不同强度的钢铝结构设计。Model S 和 Model X 都采用了全铝车身结构，重量相较传统钢车身更轻，以尽可能的弥补沉重电池组所增加的重量，提高性能并增加续航。但全铝车身的成本高昂，因此全铝车身一般只会被应用于最新一代的高端豪华车上。根据维修指南，Model 3 白车身主要由四种材料组成：铝材（灰色）、低碳钢（蓝色）、高强度钢（黄色）、超高强度钢（红色）。超高强度钢集中于乘客舱，形成了数个 H 形防撞结构。车头使用高强度钢材制成，以抵御常见的追尾事故，车头纵向防撞梁两侧还有一段弧形超高强度钢结构，这可能是用来应对小重叠面碰撞事故。车侧围和后翼子板使用低碳钢制成，强度较低、硬度较软，应对剐蹭等小事故。

图表23 特斯拉 Model3 车身结构

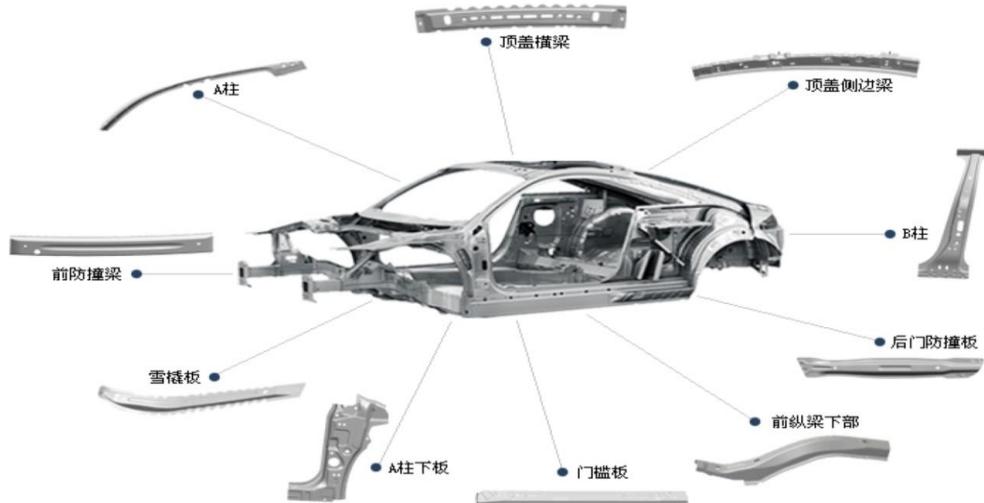


资料来源: 董车会, 平安证券研究所

Model3 碰撞测试获得五星评级, 对车内乘客具有良好冲撞防护。2019 年 7 月, E-NCAP 公布了一批新车的碰撞测试成绩, 特斯拉 Model 3、奔驰 B-Class、斯柯达 Scala 和奔驰 GLE 四款车型均获得五星评级。其中, Model 3 作为这批碰撞测试中唯一电动车型, 对车内的成年乘员保护评分达到 96%、儿童乘员保护评分达到 86%, 对于路上行人的保护也达到了 74%, 而奔驰 GLE 对应的各项成绩分别为 91%、90% 和 78%。

上海赛科利具备热成型的生产工艺。柔性轧制板 (TRB)、激光拼焊板(TWB)、补丁板(Patchwork)等复杂车身热成形结构件技术的自主开发制造能力, 主要产品包括: A 柱、B 柱、雪橇板、门防撞板、前保险杠、顶盖横梁、A 柱下板、前纵梁等。

图表24 上海赛科利热成型主要产品



资料来源: 公司官网, 平安证券研究所

热成型钢在汽车中的应用将更加普遍。热成型钢是指将钢板经过 950°C 的高温加热之后一次成形，然后又迅速冷却，全面提升了钢板强度，经过这样处理的钢材称之为热成型钢。可使车身重量变化不大的情况下，承受力提高 30% 左右。热成型钢板主要应用于前、后保险杠骨架以及 A 柱、B 柱等重点部位，由热成型钢板制成的车身提高了车身的抗碰撞能力和整体安全性，在碰撞中可有效减少驾驶舱变形，保护驾乘人员的安全。目前中高端车型使用热成型钢较多，未来有望在更多车型上使用较高比例的热成型钢。

华域在热成型领域规模优势较为明显。热成型钢的工艺壁垒较高，主要由钢材生产企业把控，针对汽车零部件企业，壁垒在于产品一致性要求高、前期产能和设备投入高，国内具有热成型钢制造能力的零部件企业还有宁波华翔和凌云股份等，相比之下，华域汽车具有上汽集团的客户优势，规模效应明显，在成本控制方面或将更具有优势。

2) 上海赛科利获得特斯拉国产项目电池盒订单。

铝电池盒单价较高，一般而言，单车价值约 2000-4000 元。受益于特斯拉国产化，2020 年预计将生产 10-15 万辆 model3，2021 年开始 model Y 车型也将上量，model Y 与 model3 零部件共用率高，华域或将持续受益。

国内电池盒供应商较多，竞争激烈。未来价格可能将下滑，电池盒受原材料成本影响较大，目前铝合金价格处于历史低位，对企业具有较好的成本优势。长期看规模效应和成本控制能力将成为核心竞争力，具有高效和精细化管理的企业将获得更好的竞争优势。

3) 传统业务座椅、内饰和保险杠等向国产特斯拉配套。

在传统业务方面，如座椅、内饰、保险杠方面，公司也获得了特斯拉的订单，座椅单车价值量大，技术壁垒较高。特斯拉作为高端品牌，对华域汽车的传统业务具有较高的认可度。长期看，华域在全球的多点布局有望为特斯拉欧洲和美国工厂配套，为进一步拓展海外市场打下良好基础。

3.2 大众 MEB 量产在即、蓄势待发

与麦格纳成立合资公司布局电机电控领域，MEB 最先发力。麦格纳在电机领域技术领先，拥有研发和制造动力总成电气化产品的技术和经验，能够提供现代化电驱动系统的所有核心部件：电机、变速箱、逆变器和控制软件。2017 年华域汽车与麦格纳合资设立华域麦格纳，其中华域汽车占 50.1%，麦格纳科技公司占 49.9%。之后公司获得了德国大众 MEB 和通用汽车 BEV3 等国际整车客户电驱动系统总成项目的全球定点。公司为大众 MEB 平台供应电机、电控、减速器“三合一”，该产品将于 2020 年下半年起陆续为德国大众欧洲工厂、上汽大众和一汽大众进行批量供货，先期将覆盖大众、奥迪品牌的多款 MEB 平台纯电动车型。

三合一是未来技术趋势。相比于单独的电机、电机控制器和减速器，集成式的三合一产品由于省去了不必要的系统接口，并且由一家制造商进行整体设计调试，在物料成本、外观尺寸及重量等方面均具备显著的优势，目前国内及海外的主流电机电控供应商均在陆续推出各自的三合一集成式电驱动平台，有望逐步取代原先电机、电控由不同供应商提供的模式。

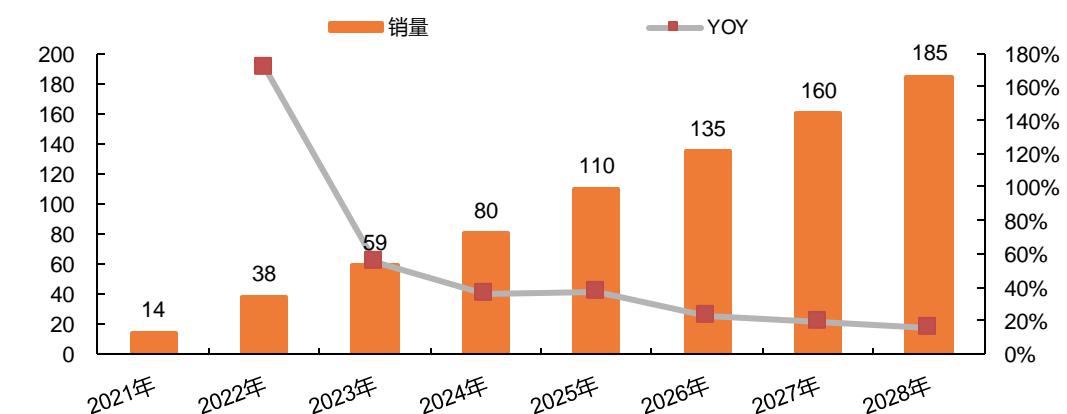
MEB 平台全新车型预计将于 2020 年底量产，在中国市场以每年 2-3 款左右车型数量向市场推出，大众即将进入电动汽车的全新车型周期。从大众的车型和销量规划来看，2025 年全球销量将超过 300 万辆，我们预计 2025 年国内销量为 110 万辆。

图表25 大众 MEB 平台主要车型规划

车型	上市时间	对标车型 (车型级别)
ID 4	2020 年 10 月	途观
ID ROOMZZ	2021 年 1 月	途观 L
AERO A	2022 年 5 月	朗逸
ID vision	2021 年 8 月	帕萨特
A CUV	2024 年	跨界车
ID 3	2025 年	高尔夫

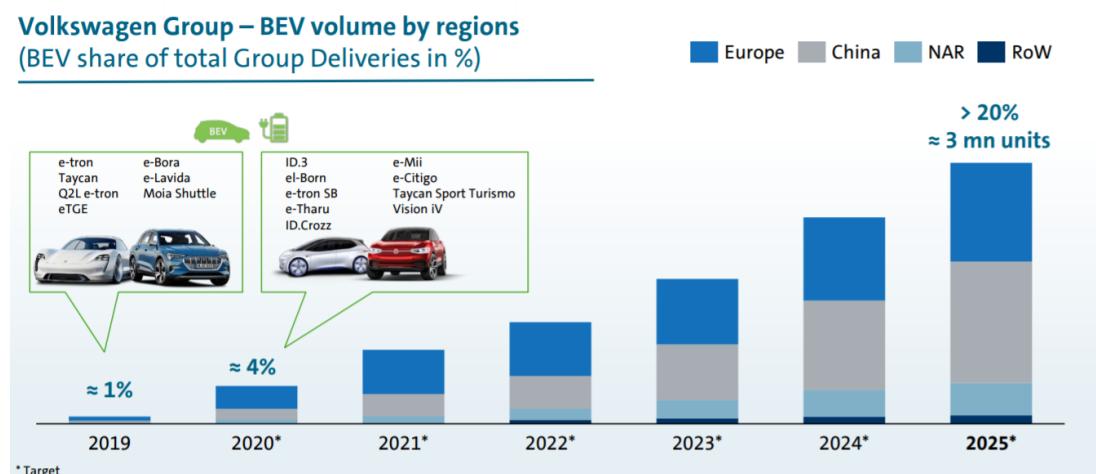
资料来源: 公司官网、平安证券研究所

图表26 大众 MEB 平台中国区销量预测 单位: 万辆



资料来源: 公司官网、平安证券研究所

图表27 大众 MEB 平台全球销量目标



资料来源:公司官网, 平安证券研究所

此外，公司在电驱、电动空调压缩机等新能源汽车领域均有成果落地。

在电驱动领域，华域汽车电动系统有限公司已形成驱动电机及电力电子箱的多平台产品系列，完成自主开发的全自动扁铜线电机生产线建设，并实现扁铜线驱动电机的批量生产。华域电动的获得了通用 BEV3 辅驱电机的订单。

华域汽车电动系统有限公司成立于 2011 年，主要产品包括驱动电机、电力电子箱、电子转向机、启停一体机等。主要客户有上汽乘用车、上通用、上汽大通。根据公司年报披露的数据，2011 年至 2013 年公司营收分别为 236 万元、3363 万元和 1173 万元。2019 年上半年，公司新增通用汽车模块化电动车平台（BEV3 平台）全球驱动电机项目定点。

新能源热泵空调增长潜力大，华域三电将受益。除了特斯拉之外，目前已有部分车型采用热泵技术。热泵的最大优势是省电，通过对压缩机供电将车外部的热量转移至车内，而 PTC 则是直接加热电热丝产生热量，对动力电池的电量消耗量极大。但热泵的缺点是在低温环境下热效率大幅降低，且成本较高，因此，目前主要在中高端车型中使用。未来热泵空调的渗透率将进一步提升，而压缩机是热泵空调的重要部件，公司将受益于热泵空调渗透率的提升。

华域三电在空调领域经验丰富。华域三电汽车空调系统有限公司，生产空调系统和压缩机，销量从 2011 年的 494 万件增长至 2019 年的 828 万件。华域三电 2019 年为上汽乘用车、上汽大众、沃尔沃等批量供货 20.8 万多台（套）各类电动压缩机。

图表28 华域汽车新能源汽车核心零部件



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表29 主要热泵技术方案应用车型和供应商

车企/品牌	车型	供应商
吉利	SMART 车型（PMA-2 平台）	银轮股份
上汽乘用车	名爵 ZS 及 eZS	松芝股份
蔚来	ES6	奥特佳
一汽丰田	卡罗拉双擎 E+	电装、丰田共同开发
大众	e-Golf	翰昂
雷诺	Zoe	电装
日产	Leaf	电装
起亚	Soul	翰昂
上汽乘用车	荣威 Ei5	华域三电
上汽乘用车	荣威 Marvel X	华域三电
江铃新能源	E400	银轮股份
丰田	普锐斯	电装

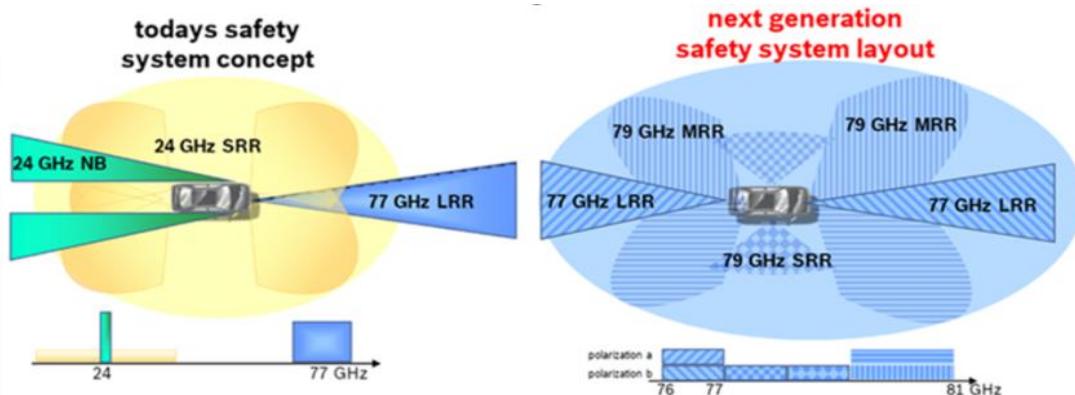
资料来源：NE 时代，平安证券研究所

3.3 智能化产品逐步量产

公司在智能化领域的布局包括：毫米波雷达、前视摄像头、360 度环视系统、智能刹车系统 E-Booster。公司电子分公司 24GHz 后向毫米波雷达实现对上汽乘用车、上汽大通等客户的稳定供货，应用于大巴的具有自动紧急刹车功能的 77GHz 前向毫米波雷达已顺利通过国家法规测试，成为国内首款通过该类测试的产品，实现对金龙客车的批产供货。

77GHz 毫米波雷达是未来的趋势。与 24GHz 毫米波雷达相比，77GHz 的距离分辨率更高，体积更小。2018 年，中国新车评价规程（C-NCAP）将自动紧急制动系统（AEBS）纳入评分体系，将带动 77GHz 毫米波雷达的市场需求。而从长远来看，77GHz 毫米波雷达的体积更小、探距更长，使得其具备更大的市场空间。

图表30 毫米波雷达未来发展趋势



资料来源：Bosch，平安证券研究所

毫米波雷达市场快速发展，传统零部件龙头优势明显。据中商产业研究院统计，2015 年全球车载毫米波雷达市场规模为 19.4 亿美元，预计到 2020 年将超过 50 亿美元。2018 年全球毫米波雷达市场出货量前三为博世、大陆和海拉，行业 CR3 为 45%，行业集中度较高。未来随着域控制器的成熟，传感器将主要完成感知的功能，技术要求降低，对成本控制要求提升，零部件巨头将更具有规模优势。

四、 盈利预测和估值分析

公司各业务板块的增长逻辑分析：

- 1) 内外饰。主要公司为延锋公司和华域视觉，其中延锋公司产品比较稳定，受下游客户的影响较大，客户中上汽系的占比较高 50%，关联度较强。华域视觉由于 LED 和智能化渗透率提升，公司营收保持高速增长，近四年复合增幅为 8%。从长期看，内饰产品高端化和集成化也将促使产品单价提升，车灯的增幅将保持较高速增长。
- 2) 功能件。假设功能件中传统的弹簧、传动轴和制动系统等跟随汽车行业整体趋势，其中华域三电和汇众具有超越行业增速的潜力。
- 3) 金属成型和模具：由于特斯拉的订单，赛科利在热成型和模具业务将有望保持较高速的增长。
- 4) 电子电器件：并表企业为上实交通和华域电动，其中上实交通于汽车行业整体趋势相关性较高，华域电动由于获得大众 MEB 和通用 BEV3 全球订单，具有较高的成长性。
- 5) 热加工：华域皮尔博格有色零部件有限公司已形成了铝合金铸造新能源汽车电池托盘和电动机壳体的应用开发及批量供货能力。2018 年累计向各类新能源汽车批量供货 1.63 万多台(套)，2019 年累计配套电池托盘 2.28 万件、电机壳体 2.81 万套。

图表31 华域汽车分业务业绩预测

单位：百万元

主要业务	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
内外饰	营收 100,685.71	92,023.69	79,376.17	83,235.15	89,893.96
	YOY 11.3%	-8.6%	-13.7%	4.9%	8.0%
	毛利率 13.41%	14.65%	13.50%	13.80%	14.00%
功能性总成件	营收 31,564.80	28,443.71	27,021.52	27,021.52	28,372.60
	YOY 8.6%	-9.9%	-5.0%	0.0%	5.0%
	毛利率 14.09%	12.57%	11.50%	12.00%	13.00%
金属成型与模具	营收 11,211.57	9,678.23	10,760.21	11,881.89	13,110.03
	YOY 36.5%	-13.7%	11.2%	10.4%	10.3%
	毛利率 12.73%	12.85%	12.00%	13.00%	14.00%
电子电器	营收 4,714.73	4,619.74	5,081.71	5,843.97	6,720.57
	YOY 11.2%	-2.0%	10.0%	15.0%	15.0%
	毛利率 16.94%	16.16%	15.00%	16.00%	17.00%
热加工	营收 890.18	712.06	605.25	544.73	490.25
	YOY -12.1%	-20.0%	-15.0%	-10.0%	-10.0%
	毛利率 9.63%	8.83%	8.80%	9.00%	10.00%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

华域汽车自上市以来，平均 PE 估值为 10 倍左右，主要受上汽集团的影响较大，近年来，随着公司在电动化和智能化方面的突破，估值中枢有望上移，与海外巨头零部件企业相比，公司的估值仍较低。

图表32 同行业估值对比

代码	股票	收盘价		PE		PB		
		2020/8/5	2020	2021	2022	2020	2021	2022
600741.SH	华域汽车	21.13	11.44	9.83	9.07	1.25	1.15	1.06
000338.SZ	潍柴动力	16.70	13.45	12.35	11.24	2.50	2.18	1.91
600660.SH	福耀玻璃	27.19	26.05	20.59	17.55	3.04	2.80	2.54
012330.KS	HYUNDAI MOBIS (韩元)	212,500.00	11.87	7.86	7.11	0.62	0.58	0.54
CON GR	德国大陆集团	84.64 (欧元)	58.98	11.64	8.18	1.15	1.08	1

备注：采用 Wind 和 Bloomberg 一致预期

资料来源：Wind、Bloomberg、平安证券研究所

五、 投资建议

华域汽车是国内最大的汽车综合零部件企业，内外饰业务是公司的主要收入来源。主要客户集中在上汽集团所属的整车企业，与江森资产重组提高了公司海外营收占比。公司正逐步朝以内外饰为基础、电动化为快速增长点、加大布局智能化的综合性零部件企业迈进。

积极调整业务结构，由“合资”到“自主”不断演进。公司一直在积极调整业务结构，剥离非主营及盈利能力较差的业务，加大对核心业务的控制力度。通过对核心业务的全面把控，不受子公司的外方股东的牵制，将更好的实现公司的既定战略。

内饰行业龙头，智能化趋势中优势凸显。1) 较早完成了全球资源整合，进行了全球布局及主流客户的就近配套，具备很强的先发优势；2) 产品种类丰富，有望赢得未来智能移动终端内饰的机遇；3) 高研发投入为未来的智能驾驶时代储备前瞻性的内饰技术。

控股华域视觉，将实现更好的经营效果。通过全资控股，华域视觉可以在决策上更具有自主性，尤其是全球化的进程。同时，全资控股之后有助于在整个华域管理体系下，零部件采购和生产方面获得进一步降本的空间。此外，车灯有望与华域其他电动化和智能化产品产生更好的协同效应，在系统集成化研发和整体解决方案方面将更有优势。

独特优势助力汽车座椅业务攀登新高度。1) 由安道拓和延锋公司合资成立，强强联合，可充分发挥各自在技术、生产和管理等方面的优势；2) 背靠上汽集团，客户优势明显；3) 全产业链布局，尤其是上游的座椅轨道、骨架、面套、线束等均具有相应技术储备和良好的成本控制能力；4) 华域汽车加大对座椅业务的控制力度，在经营层面将具有更高的自主性。

配套特斯拉和大众 MEB，电动化业务扬帆起航。公司获得特斯拉众多零部件，包括座椅、电池盒及车身分拼总成件、侧围和后盖模具等业务定点，同时获得大众 MEB 平台和通用汽车 BEV3 平台的三合一及驱动电机的订单。公司在电动化领域的布局还包括热管理系统和新能源汽车空调系统，后者将受益于热泵空调的逐渐普及。

投资建议。公司作为综合型汽车零部件巨头，独特优势在于通过与巨头合资积累了优质技术及客户，核心业务具备强大同步开发及集成能力，近年的子公司中的外方股权回收又增强自主可控，有利于实施公司中性化、零级化、全球化三大战略。我们认为公司过去所积累的优势在汽车智能化快速发展阶段会发挥出更突出的相对优势。首次覆盖，给予“推荐”评级，预计 2020-2022 年归母净利润分别为 47.91 亿元、57.73 亿元和 69.98 亿元，对应 PE 为 13.9 倍、11.5 倍和 9.5 倍。

六、 风险提示

- 1) **汽车行业销量不及预期:** 受全球疫情和宏观经济下滑影响, 汽车作为可选消费品, 其销量如果出现大幅下滑, 对公司将产生巨大的影响;
- 2) **电动化、智能化、LED 渗透率不及预期:** 公司零部件范围较广, 涉及电动化、智能化和 LED 车灯等, 如果以上产品的渗透率不及预期, 公司的业绩将无法达到如期水平;
- 3) **上汽集团销量不达预期。**公司目前 50-60%依然为上汽集团客户配套, 受上汽集团产销情况影响较大。若上汽集团复苏低于预期, 将影响公司业绩。

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产				
现金	83517	78172	94903	92650
应收票据及应收账款	32839	29097	40198	36758
其他应收款	25547	26133	28126	30464
预付账款	4791	4212	5240	4966
存货	843	600	915	721
其他流动资产	11116	9749	12043	11359
非流动资产				
长期投资	8381	8381	8381	8381
固定资产	55611	53742	54699	56309
无形资产	13958	17008	20168	23602
其他非流动资产	22406	18514	16856	15533
资产总计				
应付票据及应付账款	3861	3881	3874	3802
其他流动负债	15386	14339	13801	13372
非流动负债				
长期借款	139127	131915	149603	148958
应付账款	6580	6580	6580	6580
应付票据	48339	40288	52275	47129
其他流动负债	6742	6742	6742	6742
负债合计				
少数股东权益	3153	3153	3153	3153
股本	12814	12814	12814	12814
资本公积	9279	10977	12944	15241
留存收益	31174	34661	38928	44183
归属母公司股东权益				
负债和股东权益				

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流				
经营活动现金净流量	9656	-917	16449	2522
净利润	8516	6490	7740	9296
折旧摊销	4585	3740	3926	4250
财务费用	-57	-92	-196	-113
投资损失	-3809	-3290	-3473	-3838
营运资金变动	319	-7763	8453	-7072
其他经营现金流	103	-2	-0	-1
投资活动现金流				
资本支出	-1638	1421	-1409	-2021
长期投资	5706	-4918	-2203	-1825
其他投资现金流	411	-3050	-215	-3434
筹资活动现金流				
短期借款	4479	-6548	-3828	-7279
长期借款	-5636	-4245	-3939	-3942
普通股增加	1329	0	0	0
资本公积增加	-500	-1413	-1021	-951
其他筹资现金流	0	0	0	0
现金净增加额				

利润表

单位: 百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入				
营业成本	144024	131818	138398	149445
营业税金及附加	123195	114099	119166	127973
营业费用	493	519	528	552
管理费用	1961	1806	1896	2047
研发费用	8031	7382	7750	8369
财务费用	5265	4482	4429	4483
资产减值损失	-57	-92	-196	-113
其他收益	-177	92	71	61
公允价值变动收益	482	0	0	0
投资净收益	0	2	0	1
资产处置收益	3809	3290	3473	3838
营业利润				
营业外收入	136	0	0	0
营业外支出	9157	6822	8227	9911
利润总额				
所得税	416	484	449	502
净利润				
少数股东损益	138	117	101	114
归属于母公司净利润	9435	7190	8575	10298
EBITDA	8516	6490	7740	9296
EPS (元)	2053	1698	1967	2297
EPS (元)				
EBITDA	6463	4791	5773	6998
EPS (元)	13685	10502	11922	13822
EPS (元)	2.05	1.52	1.83	2.22

主要财务比率

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入(%)	-8.4	-8.5	5.0	8.0
营业利润(%)	-16.5	-25.5	20.6	20.5
归属于母公司净利润(%)	-19.5	-25.9	20.5	21.2
获利能力				
毛利率(%)	14.5	13.4	13.9	14.4
净利率(%)	4.5	3.6	4.2	4.7
ROE(%)	14.5	10.4	11.5	12.7
ROIC(%)	12.9	9.5	11.0	12.6
偿债能力				
资产负债率(%)	57.8	52.6	55.1	50.8
净负债比率(%)	-31.7	-26.4	-42.7	-35.7
流动比率	1.2	1.3	1.3	1.4
速动比率	0.9	1.0	1.0	1.1
营运能力				
总资产周转率	1.1	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	5.1	5.1	5.1	5.1
应付账款周转率	2.6	2.6	2.6	2.6
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	2.05	1.52	1.83	2.22
每股经营现金流(最新摊薄)	2.98	-0.29	5.22	0.80
每股净资产(最新摊薄)	15.68	16.35	17.19	18.43
估值比率				
P/E	10.3	13.9	11.5	9.5
P/B	1.3	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	4.2	5.8	4.3	4.0

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
回避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
中性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2020 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层 邮编：518033	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼 邮编：200120 传真：(021) 33830395	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层 邮编：100033
--	--	--