

海外和国内需求最差均已过去，新能源车配套及布局汽车电子是盈利增长点



核心观点

- 海外业务最差时期已经过去。**从收入情况来看，近年来公司海外业务收入比重在20%左右，受制于海外生产成本较高，海外业务占公司毛利比重在12%左右。随着海外疫情逐步控制，海外车企逐步复工，二季度末三季度初，全球主要车企均已基本恢复正常生产活动。美国、德国、日本汽车市场4月至6月乘用车销量下滑幅度逐月收窄，环比逐月增长，法国6月销量已经转正。预计2季度公司海外业务受一定影响，3季度有望迎来拐点。
- 新能源车配套业务将是公司盈利新的增长点。**根据大众官网及公开资料，预计2025年大众中国区MEB销量规划150万辆，2025年大众全球电动车销量目标是300万辆以上。今年下半年开始，随着大众ID系列车型逐步投产，华域麦格纳将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，将覆盖大众、奥迪品牌多款MEB平台纯电动车型。华域麦格纳融合了华域和麦格纳在电机电控领域技术优势，在配套大众MEB基础上，未来有望拓展到其他新能源车平台，成为公司新能源业务增长点。特斯拉在全球新能源乘用车市场市占率稳步提升，华域给特斯拉配套单车价值量最高，随着大众MEB及特斯拉新能源车销量规模扩大，新能源车业务给公司收入和盈利贡献有望逐步提升。假设考虑特斯拉及大众MEB平台销量及配套单车价值量，预计2022年二者给公司收入比重在8%左右。
- 公司积极布局智能座舱及ADAS业务。**公司智能汽车电子领域主要包括智能座舱系统和智能驾驶辅助ADAS系统。公司智能座舱系统以座舱域控制器为核心，包含显示屏、HMI交互、座舱声学等；依托子公司延锋旗下延锋科技进行智能座舱系统的研制。延锋科技通过与歌尔股份、京东方等合作，共同打造智能座舱系统方案。公司智能座舱已开发出的包括ID16、XiM17、XiM18、XiM20等多款智能座舱概念解决方案，未来智能座舱及ADAS业务有望成为盈利增长点。

财务预测与投资建议：略调整收入及毛利率预测，预计2020-2022年EPS1.49、2.10、2.41元（原1.60、1.98、2.23元），参照可比公司估值，给予2021年15倍PE估值，目标价31.50元，维持买入评级。

风险提示：乘用车行业需求低于预期影响公司盈利；公司主要配套的整车降价影响盈利。

公司主要财务信息

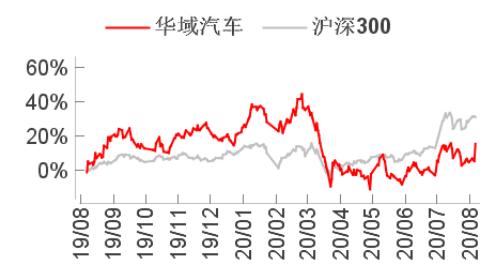
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	157,170	144,024	120,056	136,908	148,966
同比增长(%)	11.9%	-8.4%	-16.6%	14.0%	8.8%
营业利润(百万元)	10,966	9,157	6,577	9,247	10,624
同比增长(%)	6.4%	-16.5%	-28.2%	40.6%	14.9%
归属母公司净利润(百万元)	8,027	6,463	4,690	6,619	7,595
同比增长(%)	22.5%	-19.5%	-27.4%	41.1%	14.8%
每股收益(元)	2.55	2.05	1.49	2.10	2.41
毛利率(%)	13.8%	14.5%	13.9%	14.6%	15.0%
净利率(%)	5.1%	4.5%	3.9%	4.8%	5.1%
净资产收益率(%)	18.5%	13.6%	9.3%	12.3%	13.0%
市盈率	8.2	10.2	14.1	10.0	8.7
市净率	1.5	1.3	1.3	1.2	1.1

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 **(维持)**

股价(2020年08月06日)	23.14元
目标价格	31.5元
52周最高价/最低价	30.05/18.56元
总股本/流通A股(万股)	315,272/315,272
A股市值(百万元)	72,954
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2020年08月06日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	9.56	-2.57	7.58	11.09
相对表现	7.27	-4.55	-13.42	-19.89
沪深300	2.29	1.98	21.00	30.98



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 姜雪晴

021-63325888*6097

jiangxueqing@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860512060001

联系人 周翰

021-63325888*7524

zhouhan@orientsec.com.cn

相关报告

预计2季度盈利逐步改善，拓展新客户新订单是增长点： 2020-04-28

毛利率逆市增长，特斯拉及大众MEB配套 2020-04-12

目 录

1 海外业务最差时期已经过去	5
2 新能源车配套业务将是公司盈利新的增长点.....	7
2.1 大众 MEB 配套有望推动华域麦格纳盈利贡献提升.....	7
2.2 给特斯拉配套将是新的盈利增长点.....	12
2.3 给特斯拉、大众 MEB 配套盈利贡献逐渐提升.....	15
3 公司积极布局智能座舱及 ADAS 业务.....	16
4 盈利预测及投资评级.....	19
5 主要风险	21

图表目录

图 1：华域汽车海外业务收入情况.....	5
图 2：华域汽车海外业务毛利情况.....	5
图 3：美国乘用车销量及增速情况.....	7
图 4：日本乘用车销量及增速情况.....	7
图 5：德国乘用车销量及增速情况.....	7
图 6：法国乘用车销量及增速情况.....	7
图 7：大众中国区 MEB 年销量规划（万辆）.....	8
图 8：大众全球及 MEB 销量规划.....	8
图 9：大众集团及各品牌 MEB 车型规划.....	9
图 10：华域麦格纳业务发展历程	10
图 11：麦格纳电驱动总成相关产品	11
图 12：麦格纳电机电控集成系统模块化部件	11
图 13：华域电动的驱动电机技术持续进步.....	12
图 14：华域电动驱动电机产品.....	12
图 15：MEB 产业链公司配套单车价值量（元）	12
图 16：特斯拉汽车交付量情况.....	13
图 17：特斯拉单季度汽车交付量情况	13
图 18：特斯拉全球新能源乘用车市占率情况	13
图 19：2020 年 H1 全球新能源乘用车市场份额情况	13
图 20：特斯拉国产 Model 3 销量情况	14
图 21：特斯拉国产 Model 3 市占率情况	14
图 22：特斯拉汽车销售毛利率情况	14
图 23：特斯拉单季度归母净利率情况	14
图 24：部分上市公司配套特斯拉单车价值量情况	15
图 25：公司配套特斯拉及大众 MEB 收入弹性分析	15
图 26：华域汽车智能汽车电子布局情况	16
图 27：华域汽车智能座舱系统研制与构成情况	17
图 28：华域汽车 ID16 智能座舱概念图	17
图 29：京东方 TFT-LCD 显示产品示意图	17
图 30：歌尔股份语音交互系统示意图	17
图 31：华域汽车智能驾驶传感器研制	18
图 32：华域汽车毫米波雷达配套情况	19
图 33：搭载华域汽车毫米波雷达的上汽荣威 Marvel X	19

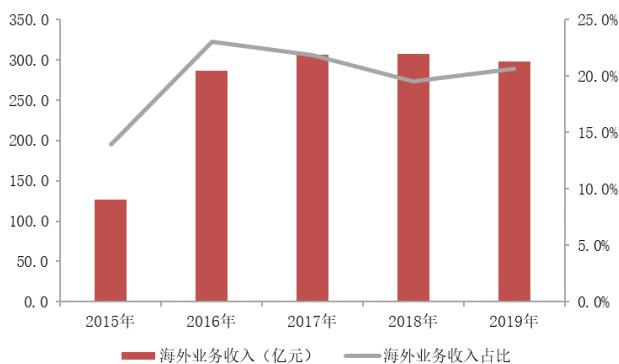
表 1：部分国家复产复工时间情况.....	5
表 2：海外主要车企复产复工时间情况.....	6
表 3：收入分类预测	20
表 4：可比公司估值比较	20

1 海外业务最差时期已经过去

2015 年之前，华域汽车业务主要以国内业务为主，海外业务收入占比较低，在 2% 以下。2015 年，子公司延锋与江森自控开展全球内饰业务重组，江森自控将下属生产基地整合成延锋内饰英国以及延锋内饰马来西亚纳入延锋内饰。交易完成后延锋持有延锋内饰 70% 的控股权，延锋内饰纳入华域汽车的合并报表，公司海外业务收入及占比提升。

从收入情况来看，近年来华域汽车海外业务收入大约在 300 亿元左右，占华域汽车收入的比重在 20% 左右；随着华域汽车整体收入规模的扩大，海外收入占比小幅降低。从毛利情况来看，海外业务受制于海外生产成本较高，因此毛利率相对于国内业务较低，占公司全部毛利的比重在 2018 年和 2019 年为 12% 左右。

图 1：华域汽车海外业务收入情况



资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 2：华域汽车海外业务毛利情况



资料来源：公司公告、东方证券研究所

随着新冠疫情在海外的蔓延，3月中下旬开始，包括美国、欧洲等在内的海外重要汽车市场及产地开始逐步暂停经济活动并关闭工厂，海外汽车行业的生产销售活动受到巨大的冲击。之后各国积极采取各种措施抗击疫情，主要国家均逐步有效控制了疫情，复工复产也开始有序推进。

从各国复工情况来看，德国和美国复工相对较早，德国于 4 月 20 日开始复工，美国于 5 月 1 日起各州根据各自疫情防控情况，开始逐步复工；法国、英国、日本等国则主要从 5 月中下旬开始逐步恢复生产和社会活动。对于主要的汽车生产国，三月底开始暂停生产活动到 5 月份左右开始复工复产，二季度的生产活动受冲击最大，目前最差的时间已经过去。

表 1：部分国家复工复产时间情况

序号	国家	复工复产时间
1	美国	5 月 1 日起各州根据各自情况，陆续开始复工
2	德国	4 月 20 日，德国宣布复工，一些大型制造业企业逐步复工
3	法国	5 月 11 日起开始逐步解除限制
4	英国	5 月 13 日起开始执行逐步复工的计划

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

5 日本

5月下旬开始，日本全国逐步开始恢复正常的社会活动

资料来源：搜狐新闻、东方证券研究所

从海外主要车企复工时间来看，4月中下旬开始部分车企的部分工厂开始复工，包括大众在德国及斯洛伐克工厂、奔驰德国工厂以及宝马发动机等；5月中下旬起各车企的迎来较大的复工潮，包括大众、奔驰、宝马、福特、通用、丰田、本田等在内的车企均开始逐步恢复各地的工厂。到二季度末三季度初，全球主要车企均已基本恢复正常生产活动，因此对于上游零部件公司而言，二季度是今年下游需求受冲击最大的时间段。

对于华域汽车的海外业务，二季度也受到冲击，三季度将迎来拐点，拉动公司营收盈利逐步恢复。

表 2：海外主要车企复产复工时间情况

序号	车企	复产复工时间
1	大众	4月20日开放德国及斯洛伐克工厂，4月底重启俄罗斯、西班牙等地工厂，5月后逐步开放南非、阿根廷等地工厂
2	奔驰	德国工厂于4月中下旬复工，之后逐步开放其他地区工厂
3	宝马	德国发动机工厂4月底复工，北美工厂5月4日复工，德国丁格芬工厂5月11日复工，南非及德国其余工厂5月18日起复工
4	福特	5月18日起重启北美地区生产
5	通用	5月18日起恢复部分美国工厂的生产
6	丰田	5月4日起重启北美三家工厂，至7月中旬全球工厂全面复工
7	本田	5月4日起开始逐步恢复生产

资料来源：搜狐汽车、车家号、东方证券研究所

随着海外国家复产复工的推进，海外主要国家的车市也在稳步回升。在美国汽车市场，4月至6月的乘用车销量分别为71.8万辆、112.7万辆以及110.4万辆，同比下滑45.9%、28.7%和26.9%，下滑幅度持续收窄。在日本汽车市场，5月和6月的乘用车销量分别为17.4万辆和28.4万辆，同比下滑46.7%和22.6%，6月份销量及增速明显改善。

图 3：美国乘用车销量及增速情况


资料来源：美国经济分析局、东方证券研究所

图 4：日本乘用车销量及增速情况


资料来源：日本汽车制造商协会、东方证券研究所

欧洲汽车市场也稳步恢复。在德国市场，4月至6月的乘用车销量分别为12.1万辆、16.8万辆以及22.0万辆，同比下滑61.1%、49.5%和32.3%，销量环比持续增长，下滑幅度持续收窄。在法国汽车市场，4月至6月的乘用车销量分别为2.1万辆、9.6万辆以及23.4万辆，同比下滑88.8%、50.3%以及增长1.2%，6月度销量恢复正增长，显示出市场较强的恢复趋势。

海外汽车市场稳步恢复，将有效拉动华域汽车海外业务的增长，三季度有望迎来拐点。

图 5：德国乘用车销量及增速情况


资料来源：德国汽车工业协会、东方证券研究所

图 6：法国乘用车销量及增速情况


资料来源：法国汽车制造商委员会、东方证券研究所

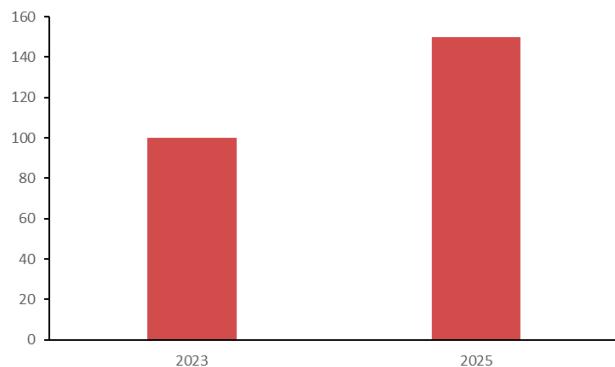
2 新能源车配套业务将是公司盈利新的增长点

2.1 大众 MEB 配套有望推动华域麦格纳盈利贡献提升

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

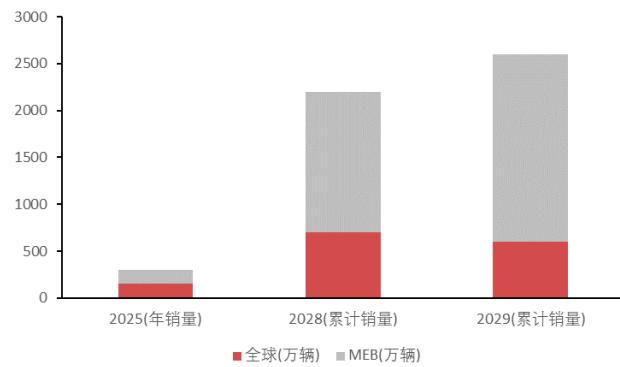
从大众中国区 MEB 电动车销量规划看，根据大众官网，由于大众中国区电动车以 MEB 平台生产为主，预计 2023 年，大众中国区 MEB 电动汽车销量规划 100 万辆，2025 年将超过 150 万辆，相比原计划 2025 年中国区电动车销量 100 万辆，大众进一步加速了电动化进程。从全球销量规划看，根据大众官网及公开资料，预计 2025 年，大众全球电动车产量和销量将达到 300 万辆以上，占大众汽车总产量比例超 25%。2028 年，大众规划累计销售 2200 万辆电动车，其中 1500 万辆 MEB 平台车型，相比原计划累计生产 1500 万辆，提高了 700 万辆。2029 年，大众电动车累计销量将增加到约 2600 万辆，其中 2000 万辆基于 MEB，600 万辆基于 PPE（由大众旗下奥迪和保时捷共同开发的电动车模块化生产平台，主要生产奥迪、保时捷、宾利等豪华品牌车型），大众电动化实力进一步得到强化。

图 7：大众中国区 MEB 年销量规划（万辆）



资料来源：大众官网、东方证券研究所

图 8：大众全球及 MEB 销量规划

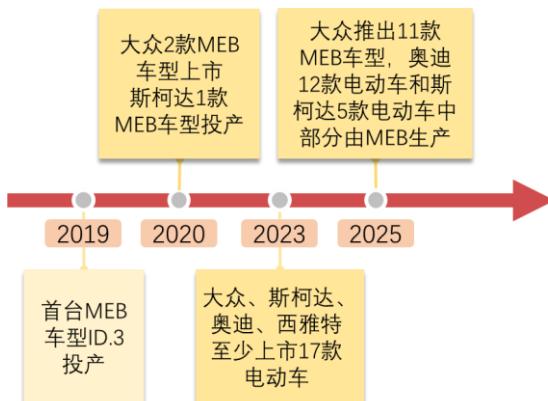


资料来源：大众官网、公开资料整理、东方证券研究所

MEB 模块化生产为大众拓展车型打下基础，根据大众官网，预计 2022 年，大众 MEB 电动车将覆盖所有级别车型。2023 年，预计中国区推出 10 款 MEB 车型（包括 BEV 和 PHEV）。2025 年，大众将发布 50 款 BEV，30 款 PHEV，其中 33 款 MEB 车型。2029 年，大众预计向市场推出多达 75 款 BEV 以及约 60 款 PHEV。2030 年，大众旗下各品牌、覆盖各市场的 300 余款车型，均将推出至少一款电动版车型。

根据各公司官网及公开资料，大众旗下各品牌将陆续推出电动车。目前，大众品牌已投产 2 款 MEB 纯电动车，2023 年前有望达到 10 款纯电动车车型；斯柯达首款 MEB 纯电动车已投产，2025 年将推出至少 5 款纯电动车，部分车型由 MEB 平台生产；奥迪首款 MEB 纯电动车预计 2021 年上市，预计到 2025 年将推出 12 款纯电动车，部分车型由 MEB 平台生产；西雅特今年有望推出首款纯电动车车型，未来将持续推出多款纯电动车。

图 9：大众集团及各品牌 MEB 车型规划

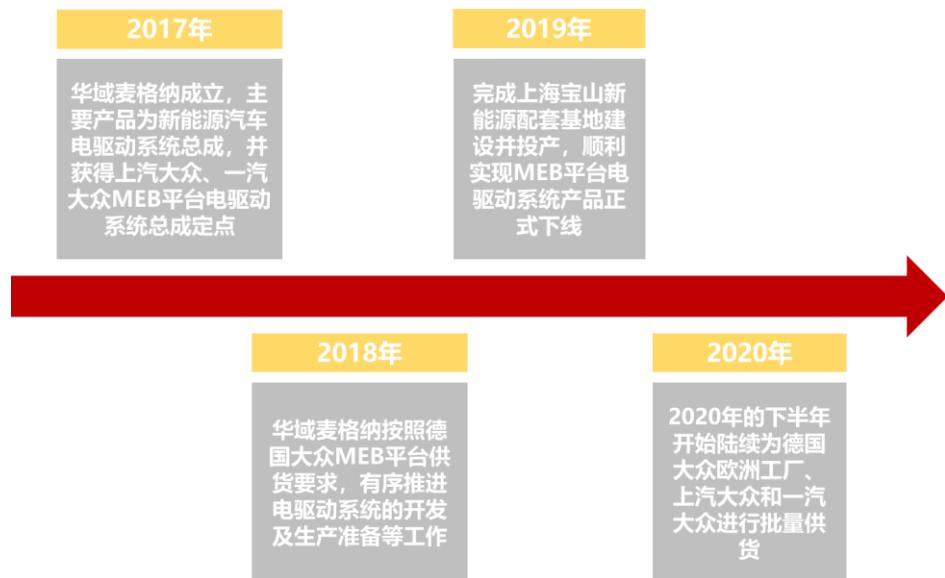


资料来源：大众官网、斯柯达官网、奥迪官网、公开资料整理、东方证券研究所

华域汽车最早于 2017 年 10 月宣布麦格纳联合成立华域麦格纳，从事新能源汽车电驱动系统总成产品研制。华域麦格纳的电驱动总成产品可以驱动电机、变速器、控制器等部件的一体化集成，实现对现有传统汽车内燃机发动机和变速箱的替代。华域麦格纳成立时，已获得上汽大众、一汽大众关于大众全球电动汽车平台（MEB 平台）电驱动系统总成产品的定点意向书。同时，华域汽车旗下华域电动将为华域麦格纳供应全部驱动电机部件的配套供货。

2018 年，华域麦格纳按照德国大众 MEB 平台供货要求，有序推进电驱动系统的开发及生产准备等工作。2019 年，华域麦格纳与华域电动合作完成上海宝山新能源配套基地建设并投产，顺利实现 MEB 平台电驱动系统产品正式下线，同时推进满足不同新能源车型动力需要的平台化产品研发。2020 年下半年开始，随着大众汽车 MEB 平台 ID 系列车型开始逐步投产，华域麦格纳将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，将覆盖大众、奥迪品牌的多款 MEB 平台纯电动汽车型。

图 10：华域麦格纳业务发展历程



资料来源：公司公告、东方证券研究所

麦格纳作为全球著名的汽车零部件厂商，具有世界级的研发和制造水准，其在电驱动总成领域的技术领先。麦格纳最早于 2008 年开始电动汽车的研发，至今已在电机电控领域有 10 余年时间的发展。2017 年，麦格纳重组旗下业务部门，突出动力总成电气化业务的战略地位，成为公司未来发展的关键。麦格纳可以研发制造包括电机、电控系统、变速箱、逆变器等全部核心部件，产品组合包括混合动力变速箱、轻度混动解决方案、高压电驱动、动力总成控制模块、电动化部件等。

麦格纳在电机电控集成系统开发领域采取模块化、标准化设计，具有较强的竞争优势。麦格纳根据客户需求提供超过 40 种电动汽车动力系统，包括从轻混、插电式混合动力到纯电动的解决方案，可以适应从轿车到高档运动型 SUV 等车辆的不同性能类别，还可以满足把电机集成到变速器内部到安装到车辆后桥等不同架构的需求。

图 11：麦格纳电驱动总成相关产品



资料来源：麦格纳官网、东方证券研究所

图 12：麦格纳电机电控集成系统模块化部件

麦格纳电机电控集成系统开发中可以模块化或标准化的组件		
逆变器	电机	齿轮箱和壳体
电气架构	电磁设计	齿轮箱架构
机械架构	冷却系统	差速器
电驱动控制软件	绝缘系统	轴承
安全设置	磁钢片	壳体
IGBT模块	磁性材料	
冷却系统	铜线	
EMC滤波器		

资料来源：公开资料整理、麦格纳官网、东方证券研究所

华域电动的驱动电机技术持续进步，目前已经达到行业领先的位置。

华域汽车在 2011 年 3 月成立华域汽车电动系统有限公司（简称“华域电动”）开始，从事各类电动及其控制系统的研发及销售。2012 年，华域电动完成配套荣威 E50 的嵌入式永磁同步电机的研制量产。2014 年，公司自主研制的电力电子箱（含电机控制器和 DC/DC 转换器）产品完成量产认可。2015 年年初，华域电动设立新能源汽车大功率集成化驱动系统平台研发项目。华域电动已获得 26 项专利授权，并成功研发永磁同步电机（PMSM）、电力电子箱（PEB）及助力转向电机等多款产品，可应用于包括纯电动、混合电动在内的多种新能源汽车。

2015 年年底，华域汽车的新能源汽车驱动电机、电机控制器系列化产品已经可以覆盖从 A00 级乘用车到 12 米巴士。2016 年，华域电动完成新生产基地的建设。2017 年，华域电动实现了扁铜线技术在新能源汽车用驱动电机上的技术应用和批量生产，在国内处于领先水平。2018 年开始，华域电动驱动电机产品技术和制造能力逐步得到德国大众、上汽乘用车等客户的认可，开始为上汽荣威、MG 等多款纯电动车型提供配套。

华域麦格纳融合了华域汽车和麦格纳两家公司在电机电控领域的技术优势，在配套大众 MEB 平台电驱动总成产品的基础之上，未来有望进一步拓展到其他新能源车平台，成为公司新能源业务的重要增长点。

图 13：华域电动的驱动电机技术持续进步



资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 14：华域电动驱动电机产品

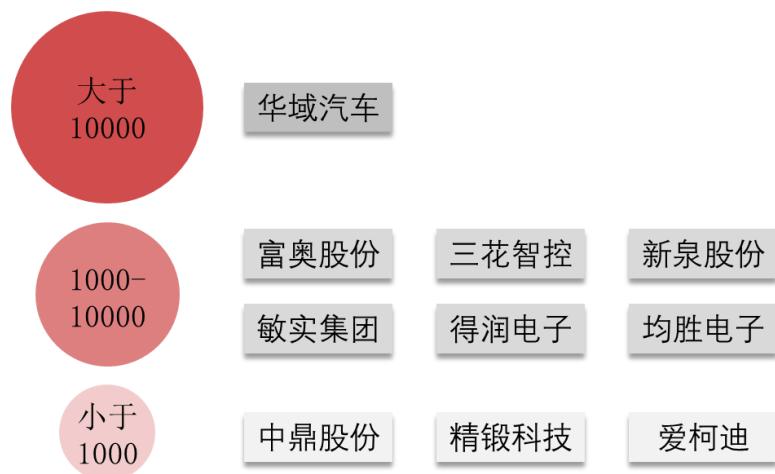


资料来源：华域电动、东方证券研究所

华域汽车给 MEB 平台配套单车价值量在 1 万元以上，相比其它公司单车价值量较高。

随着大众 MEB 平台新能源车销量的释放，华域麦格纳给公司收入和盈利贡献有望逐步体现。

图 15：MEB 产业链公司配套单车价值量（元）



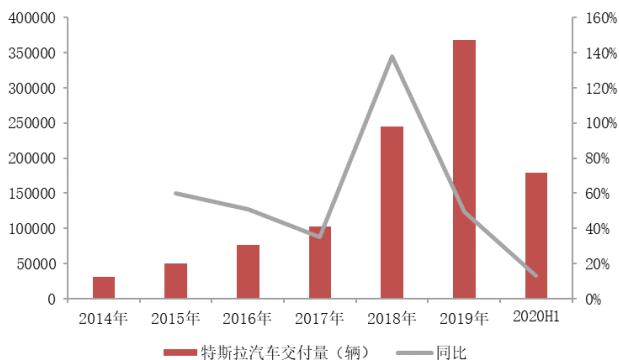
资料来源：公司公告、精锻科技招股说明书、公开资料整理、东方证券研究所

2.2 给特斯拉配套将是新的盈利增长点

特斯拉 2019 年全年交付量达到 36.75 万辆，同比大幅增长 50%，2014 年至 2019 年年均增速达到 63%。2020 年上半年，在全球遭受新冠疫情冲击的情况下，特斯拉仍然交付 17.91 万辆，同比增长 13.2%，单季度销量情况来看，2020 年 Q2，特斯拉交付汽车 9.07 万辆，环比增长 2.5%。

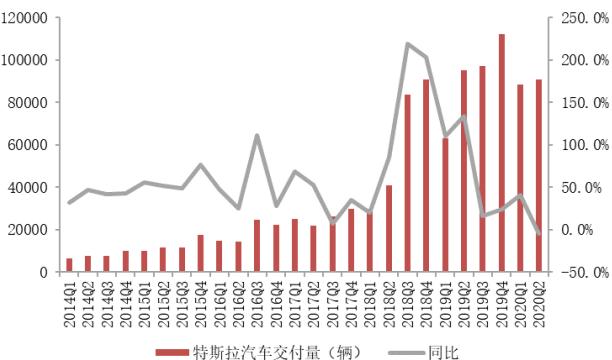
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 16：特斯拉汽车交付量情况



资料来源：特斯拉公告、东方证券研究所

图 17：特斯拉单季度汽车交付量情况

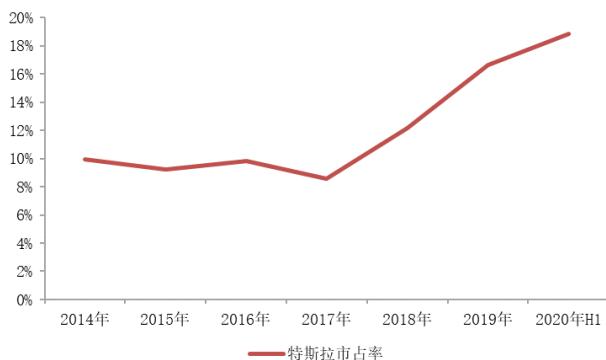


资料来源：特斯拉公告、东方证券研究所

特斯拉在全球新能源乘用车市场的市占率稳步提升。2019 年特斯拉全球市占率达到 16.6%，较 2018 年继续提升 4.5 个百分点。2020 年 H1，特斯拉全球市占率约 18.8%，较 2019 年全年水平进一步提升。2020 年，随着特斯拉上海工厂 Model 3 放量，同时海外 Model Y 逐步交付，预计全年市占率有望稳步提升。

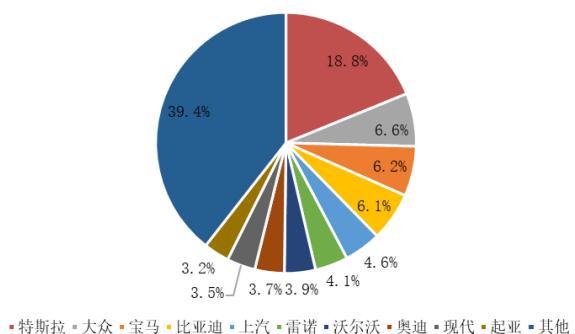
特斯拉在全球新能源乘用车中的市场份额稳居第一位。2020 年 H1 市占率 18.8%，领先第二名的大众品牌 12.3 个百分点。

图 18：特斯拉全球新能源乘用车市占率情况



资料来源：特斯拉公告、Insideevs、东方证券研究所

图 19：2020 年 H1 全球新能源乘用车市场份额情况

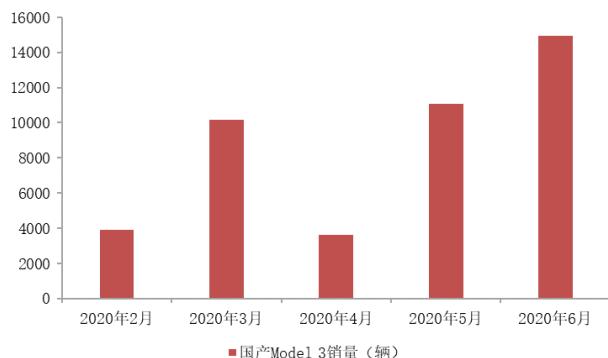


资料来源：Insideevs、东方证券研究所

国产 Model 3 自 2020 年年初开始交付后，销量整体呈现上升的趋势，从 2 月份的 3900 辆增长到 6 月份的 14954 万辆，目前稳定在单月 1 万辆以上。国产 Model 3 在国内新能源乘用车的市占率较高，5 月以来维持在 15% 以上。国产 Model 3 上半年累计销量 4.37 万辆，市占率达到 13.3%。

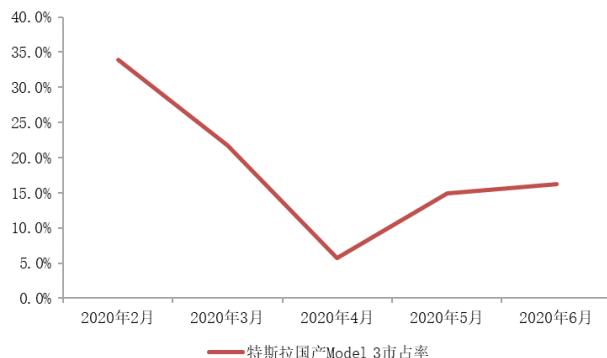
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 20：特斯拉国产 Model 3 销量情况



资料来源：盖世汽车、东方证券研究所

图 21：特斯拉国产 Model 3 市占率情况

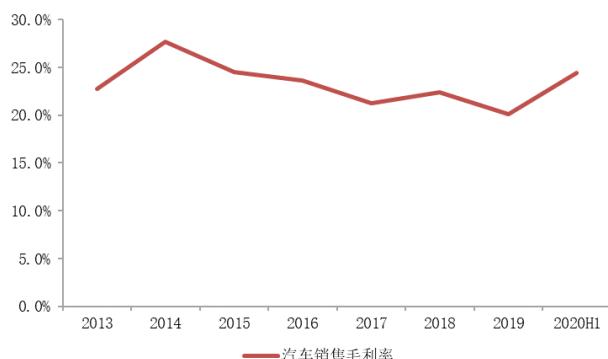


资料来源：盖世汽车、东方证券研究所

2019 年之前，特斯拉汽车销售毛利率呈现逐渐下降的趋势，2019 年毛利率为 20.1%，较 2014 年的高点下降近 7.5 个百分点。2020 年以来，特斯拉毛利率明显提升，2020H1 毛利率达到 24.4%，同比增加 6.3 个百分点。

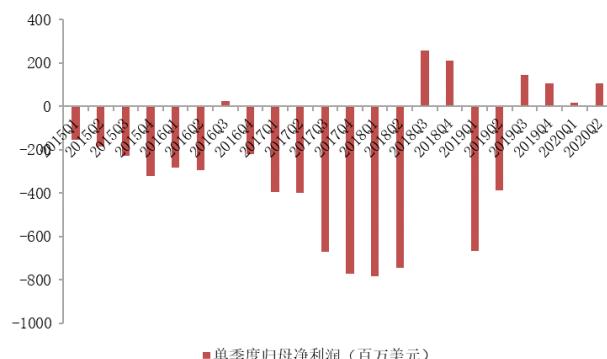
从归母净利润的情况来看，近年来特斯拉盈利能力呈改善的趋势。2018 年，特斯拉在 3、4 两个季度连续实现盈利；2019 年 3 季度以来，特斯拉连续 4 个季度单季度实现盈利，2020 年 Q2 单季度实现盈利 1.04 亿美元，净利率为 2.1%。

图 22：特斯拉汽车销售毛利率情况



资料来源：特斯拉公告、东方证券研究所

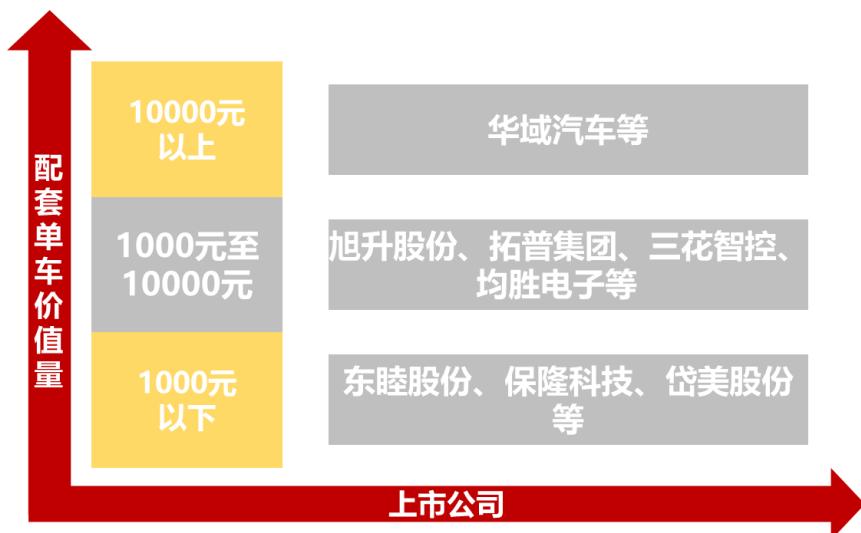
图 23：特斯拉单季度归母净利润情况



资料来源：特斯拉公告、东方证券研究所

从单车价值量分析，华域汽车给特斯拉主要配套：包括座椅总成、电池盒及车身分拼总成件、侧围、后盖模具、保险杠等，预计其单车价值量在万元以上；在上市公司中单车价值量最高。公司将受益于特斯拉销量规模扩大。

图 24：部分上市公司配套特斯拉单车价值量情况



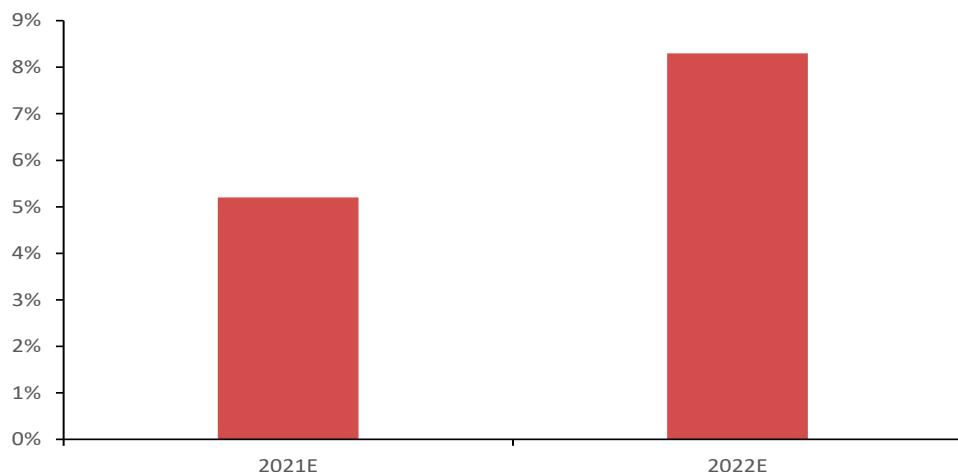
资料来源：公开资料整理，东方证券研究所

2.3 给特斯拉、大众 MEB 配套盈利贡献逐渐提升

公司零部件分别进入特斯拉及大众 MEB 平台配套体系，特斯拉销量持续扩大，将给公司带来新的收入和盈利来源；大众 MEB 平台新能源车将在今年 4 季度国内上市，随着大众 MEB 新能源车销量规模扩大，华域麦格纳给公司收入和盈利贡献有望逐步提升。

假设特斯拉国内 21、22 年分别销售 30、45 万辆，大众 MEB 平台新能源车全球销量 21、22 年分别为 30、60 万辆左右，且只考虑华域麦格纳单车价值量（未考虑其它零部件配套大众 MEB 平台的价值量），预计 2022 年二者给公司收入比重在 8%以上。

图 25：公司配套特斯拉及大众 MEB 收入弹性分析

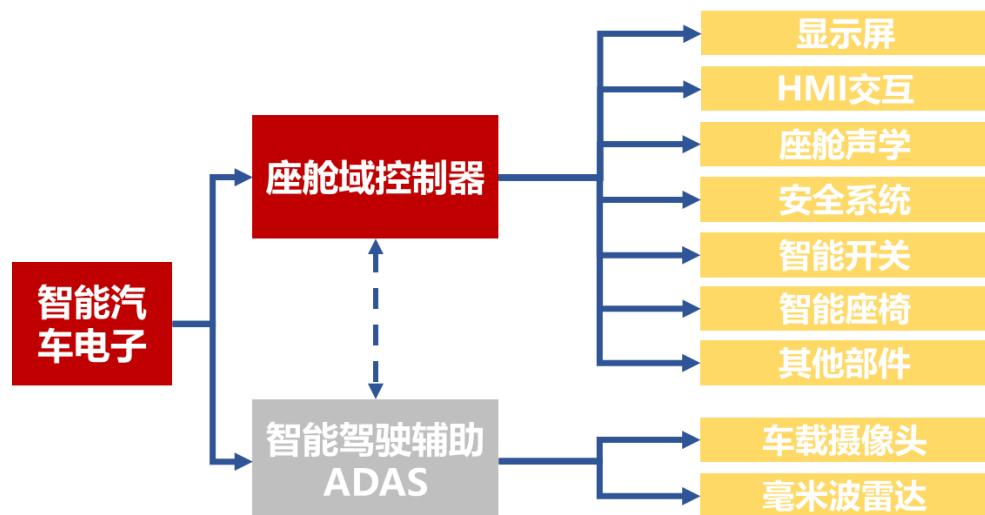


资料来源：公开资料整理，WIND、东方证券研究所

3 公司积极布局智能座舱及 ADAS 业务

华域汽车积极布局智能汽车电子领域，主要包括智能座舱系统和智能驾驶辅助 ADAS 系统。其中，公司的智能座舱系统以座舱域控制器为核心，包含显示屏、HMI 交互、座舱声学等多个部件；公司智能驾驶辅助 ADAS 系统主要包括车载摄像头、毫米波雷达等智能驾驶传感器。

图 26：华域汽车智能汽车电子布局情况

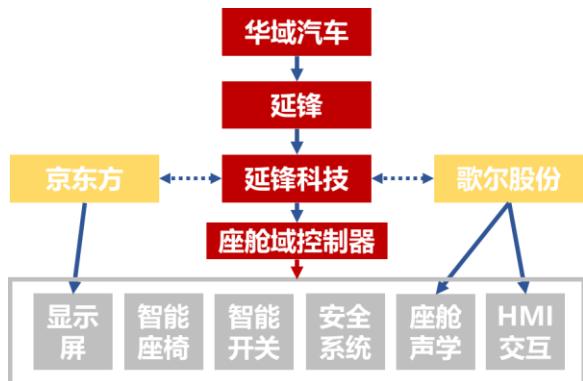


资料来源：公司公告、东方证券研究所

华域汽车的智能座舱将以座舱域控制器为核心，主要构成包括显示屏、智能开关、HMI 交互、座舱声学、智能座椅、安全系统以及其他部件。华域汽车依托子公司延锋旗下延锋科技进行智能座舱系统的研制。延锋科技采取跨界合作的方式，通过与歌尔股份、京东方等公司合作，共同打造智能座舱系统方案。其中歌尔股份主要在座舱声学、HMI 交互等方面与延锋科技进行合作，京东方主要在显示屏等方面与延锋科技进行合作。延锋科技是智能座舱研制的核心，通过整体设计、各部件组合集成等，打造满足客户需求的智能座舱。

目前，华域汽车的智能座舱已经开发出的包括 ID16、XiM17、XiM18、XiM20 等在内的多款智能座舱概念解决方案。以 ID16 智能座舱为例，它是一款应用于 SUV 上的智能座舱设计，集成了 30 多项创新技术，其中多数已经可以推向市场。这些智能座舱技术包括现代化的发光二极管环境照明系统、智能表面技术、创新集成的操控技术等。

图 27：华域汽车智能座舱系统研制与构成情况



资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 28：华域汽车 ID16 智能座舱概念图



资料来源：公司官网、东方证券研究所

京东方和歌尔股份是延锋科技打造智能座舱的要重合作伙伴，两家公司各有所长，共同发挥着重要作用。

京东方在 TFT-LCD 模组、光学贴合及曲面屏等显示产品上具备领先的技术优势，采用最先进的车载显示专利和技术，可以提供包括 TFT-LCD、Passive-LCD、OLED、触控显示等全系列车载显示产品的设计开发。

歌尔股份在声学系统、智能交互及智能传感器等方面具有较多的技术积累。在语音交互领域，歌尔股份自研降噪算法，拥有自主知识产权的波束成形技术，兼具第三方语音唤醒、远场拾音算法的合作伙伴支持，可以为合作伙伴提供多种智能语音解决方案，有效满足智能座舱的需求。通过跨界合作，华域汽车有望打造出国内领先的智能座舱系统产品。

图 29：京东方 TFT-LCD 显示产品示意图



资料来源：京东方、东方证券研究所

图 30：歌尔股份语音交互系统示意图



资料来源：歌尔股份、东方证券研究所

华域汽车积极发展车载摄像头业务。2017年，公司自动泊车系统完成车位扫描、路径规划、整车控制、路径跟随算法等开发，前视摄像头完成综合工况道路验证测试。2018年开始，公司加快360度汽车行驶环境扫描系统等产品的开发和应用，探索建立覆盖毫米波雷达、摄像头和数据融合全功能的业务发展平台。

华域汽车是国内在毫米波雷达领域保持领先的公司。2014年，公司启动雷达项目，以毫米波雷达产品为切入点，建立ADAS产品路线图。2016年，公司完成24GHz后向毫米波雷达的功能样件开发和77GHz前向毫米波雷达的原理样机开发，同时进行自主设计的毫米波雷达生产线的安装调试。通过在ADAS领域持续进行的研发和产业化投入，2017年，公司24GHz后向毫米波雷达产品研发成功，使公司成为国内首家自主研发实现量产的毫米波雷达供应商。2018年，公司24GHz后向毫米波雷达实现批产供货。2019年，公司24GHz后向毫米波雷达实现对上汽乘用车、上汽大通的供货；77GHz前向毫米波通过国家法规测试。

图 31：华域汽车智能驾驶传感器研制

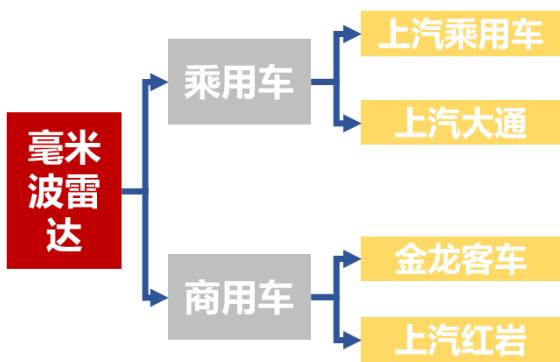


资料来源：公司公告、东方证券研究所

2019年，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前向毫米波雷达通过国家法规测试，实现对金龙客车的批产供货；同时77GHz前向毫米波雷达和角雷达成功应用于上汽红岩智能重卡在洋山港的5G自动驾驶示范项目上。

上汽集团量产的智能汽车荣威MARVEL X上就采用了华域汽车与国外公司联合研制的24GHz毫米波雷达，该后向雷达可以实现盲点监测、变道辅助、横侧向报警辅助、开门报警、后车靠近碰撞风险报警等功能。此外，荣威MARVEL X Pro版本上将搭载由华域汽车完全自主研发的前向角雷达。

图 32：华域汽车毫米波雷达配套情况



资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 33：搭载华域汽车毫米波雷达的上汽荣威 Marvel X



资料来源：上汽荣威、东方证券研究所

4 盈利预测及投资评级

公司是国内汽车零部件龙头及布局全球配套市场的公司，公司内饰件及车灯具备国际竞争力，布局智能汽车 ADAS 系统和新能源汽车电驱动系统，未来随着特斯拉及大众 MEB 平台新能源车销量释放，新能源车配套零部件业务收入和盈利比重有望逐年提升。

在可比公司估值选择上，公司是汽车零部件公司，上市公司中，我们主要选择了相关零部件公司，如星宇股份、潍柴动力、福耀玻璃、威孚高科、一汽富维等，这些可比公司 21 年平均估值为 15 倍，给予公司 2021 年 PE 15 倍估值，目标价 31.5 元，维持买入评级。

表 3：收入分类预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
内外饰件					
销售收入 (百万元)	100,685.7	92,026.7	73,621.4	84,664.6	93,131.1
增长率	11.3%	-8.6%	-20.0%	15.0%	10.0%
毛利率	13.4%	14.7%	14.0%	14.5%	15.0%
功能件					
销售收入 (百万元)	31,564.8	28,443.0	23,323.3	26,821.8	28,431.1
增长率	8.6%	-9.9%	-18.0%	15.0%	6.0%
毛利率	14.1%	12.6%	12.0%	13.5%	14.0%
热加工类					
销售收入 (百万元)	890.2	712.1	605.2	665.8	699.1
增长率	-12.1%	-20.0%	-15.0%	10.0%	5.0%
毛利率	9.6%	8.8%	9.0%	10.0%	10.0%
金属成型和模具					
销售收入 (百万元)	11,211.6	9,677.8	9,968.2	11,463.4	12,609.7
增长率	36.5%	-13.7%	3.0%	15.0%	10.0%
毛利率	12.7%	12.9%	12.0%	13.0%	13.0%
电子电器件					
销售收入 (百万元)	4,714.7	4,620.0	4,250.4	4,590.4	4,957.6
增长率	11.2%	-2.0%	-8.0%	8.0%	8.0%
毛利率	16.9%	16.2%	16.0%	17.0%	17.5%
其它					
销售收入 (百万元)	8,103.3	8,544.0	8,287.7	8,702.1	9,137.2
增长率	7.7%	5.4%	-3.0%	5.0%	5.0%
毛利率	17.6%	20.1%	20.0%	20.0%	20.0%
合计	157,170.2	144,023.6	120,056.1	136,908.0	148,965.7
增长率	11.9%	-8.4%	-16.6%	14.0%	8.8%
综合毛利率	13.8%	14.5%	13.9%	14.6%	15.0%

数据来源：WIND、东方证券研究所

表 4：可比公司估值比较

公司	代码	最新价格(元) 2020年8月3日	每股收益 (元)			市盈率 2019A	市盈率 2020E	市盈率 2021E	市盈率 2022E
			2019A	2020E	2021E				
星宇股份	601799	146.87	2.86	3.40	4.26	5.26	51.35	43.22	34.51
常熟汽饰	603035	12.06	0.93	1.00	1.19	1.52	13.04	12.06	10.13
福耀玻璃	600660	24.40	1.16	1.03	1.28	1.49	21.12	23.70	19.13
中鼎股份	000887	9.38	0.50	0.45	0.60	0.72	18.93	20.90	15.57
一汽富维	600742	9.14	0.81	0.94	1.02	1.02	11.26	9.74	8.93
	调整后平均						17.70	18.88	14.94
									12.80

数据来源：WIND、东方证券研究所

5 主要风险

乘用车需求影响公司盈利。若 20、21 年乘用车行业销量低于预期，则公司配套的相关零部件产销量将受影响，则将影响公司盈利增长。

整车降价影响公司盈利。若 20、21 年乘用车行业需求低于预期，车企降价将影响公司零部件盈利增长。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表						
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	30,431	32,839	27,188	36,987	48,210	营业收入	157,170	144,024	120,056	136,908	148,966
应收账款	23,891	23,312	19,209	21,905	23,835	营业成本	135,484	123,195	103,362	116,933	126,612
预付账款	734	843	688	742	844	营业税金及附加	567	493	408	465	506
存货	11,412	11,116	15,504	17,540	18,992	营业费用	2,238	1,961	1,681	1,917	2,086
其他	14,433	15,406	17,866	18,439	19,512	管理费用	13,294	13,295	11,105	12,322	13,407
流动资产合计	80,901	83,517	80,456	95,614	111,392	财务费用	(115)	(57)	(78)	(61)	(68)
长期股权投资	13,743	13,958	13,958	13,958	13,958	资产减值损失	257	177	18	63	45
固定资产	20,532	22,406	21,289	18,946	16,032	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	4,597	3,414	2,542	2,042	1,792	投资净收益	5,065	3,809	2,400	3,360	3,628
无形资产	3,649	3,861	3,475	3,089	2,703	其他	456	388	618	618	618
其他	10,265	11,972	6,668	6,450	6,235	营业利润	10,966	9,157	6,577	9,247	10,624
非流动资产合计	52,786	55,611	47,932	44,485	40,720	营业外收入	658	416	400	550	600
资产总计	133,687	139,127	128,389	140,098	152,112	营业外支出	101	138	120	120	120
短期借款	5,251	6,580	5,295	5,709	5,861	利润总额	11,522	9,435	6,857	9,677	11,104
应付账款	42,118	44,172	34,792	39,213	43,491	所得税	1,077	919	686	968	1,110
其他	20,709	19,117	19,455	19,591	19,961	净利润	10,446	8,516	6,171	8,709	9,994
流动负债合计	68,078	69,869	59,542	64,513	69,313	少数股东损益	2,418	2,053	1,481	2,090	2,399
长期借款	4,315	3,816	3,816	3,816	3,816	归属于母公司净利润	8,027	6,463	4,690	6,619	7,595
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	2.55	2.05	1.49	2.10	2.41
其他	6,666	6,742	2,837	2,837	2,837						
非流动负债合计	10,981	10,557	6,653	6,653	6,653						
负债合计	79,059	80,426	66,195	71,166	75,966						
少数股东权益	9,263	9,279	10,760	12,850	15,248						
股本	3,153	3,153	3,153	3,153	3,153						
资本公积	12,878	12,814	12,814	12,814	12,814						
留存收益	28,100	31,174	33,185	37,834	42,649						
其他	1,233	2,282	2,282	2,282	2,282						
股东权益合计	54,628	58,702	62,193	68,932	76,146						
负债和股东权益总计	133,687	139,127	128,389	140,098	152,112						
现金流量表					主要财务比率						
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
						成长能力					
净利润	10,446	8,516	6,171	8,709	9,994	营业收入	11.9%	-8.4%	-16.6%	14.0%	8.8%
折旧摊销	4,823	3,718	4,586	4,977	5,302	营业利润	6.4%	-16.5%	-28.2%	40.6%	14.9%
财务费用	(115)	(57)	(78)	(61)	(68)	归属于母公司净利润	22.5%	-19.5%	-27.4%	41.1%	14.8%
投资损失	(5,065)	(3,809)	(2,400)	(3,360)	(3,628)	获利能力					
营运资金变动	(1,096)	6,843	(13,388)	(181)	(29)	毛利率	13.8%	14.5%	13.9%	14.6%	15.0%
其它	383	(5,554)	1,260	63	45	净利率	5.1%	4.5%	3.9%	4.8%	5.1%
经营活动现金流	9,376	9,656	(3,848)	10,147	11,616	ROE	18.5%	13.6%	9.3%	12.3%	13.0%
资本支出	(10,133)	(4,280)	(1,670)	(1,542)	(1,541)	ROIC	15.8%	12.1%	8.2%	10.8%	11.4%
长期投资	(639)	(1,616)	(37)	12	4	偿债能力					
其他	3,953	4,258	2,658	3,354	3,630	资产负债率	59.1%	57.8%	51.6%	50.8%	49.9%
投资活动现金流	(6,819)	(1,638)	951	1,824	2,093	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
债权融资	744	(734)	1,132	(677)	74	流动比率	1.19	1.20	1.35	1.48	1.61
股权融资	82	(64)	0	0	0	速动比率	1.01	1.03	1.08	1.20	1.32
其他	(5,846)	(4,837)	(3,886)	(1,495)	(2,560)	营运能力					
筹资活动现金流	(5,019)	(5,636)	(2,754)	(2,172)	(2,486)	应收账款周转率	6.4	6.1	5.6	6.7	6.5
汇率变动影响	23	(5)	0	0	0	存货周转率	12.1	10.6	7.6	6.9	6.7
现金净增加额	(2,438)	2,377	(5,651)	9,799	11,223	总资产周转率	1.2	1.1	0.9	1.0	1.0
						每股指标(元)					
						每股收益	2.55	2.05	1.49	2.10	2.41
						每股经营现金流	2.97	3.06	-1.22	3.22	3.69
						每股净资产	14.39	15.68	16.32	17.79	19.32
						估值比率					
						市盈率	8.2	10.2	14.1	10.0	8.7
						市净率	1.5	1.3	1.3	1.2	1.1
						EV/EBITDA	4.2	5.2	6.0	4.7	4.2
						EV/EBIT	6.1	7.3	10.2	7.2	6.3

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有华域汽车(600741)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

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

投资评级和相关定义

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

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

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

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

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

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

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

免责声明

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

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

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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

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

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

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfqz.com.cn

