

华阳集团（002906.SZ）：双主业双轮驱动，产品增量空间开启

2023年4月24日

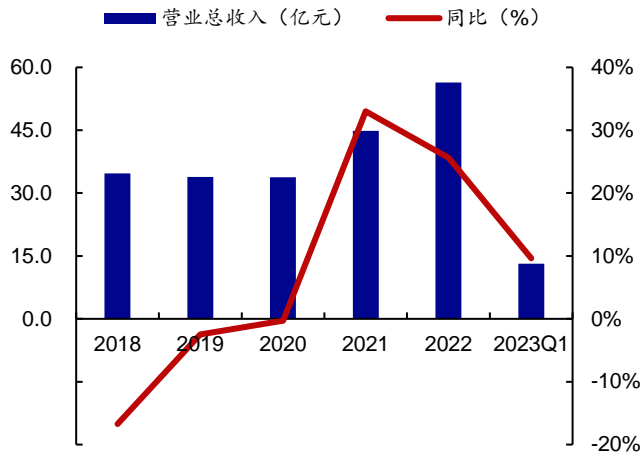
事件：公司发布 2022 年报与 2023 年一季报，2022 年公司实现营业收入 56.4 亿元，同比+25.6%，实现归母净利润 3.8 亿元，同比+27.4%；2023Q1 公司实现营业收入 13.2 亿元，同比+9.6%，实现归母净利润 0.8 亿元，同比+12.1%。

点评：

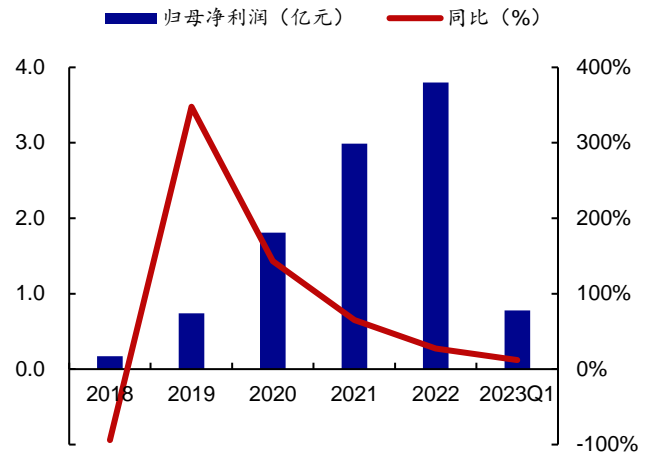
- **22 年公司双主业营收增速明显，23Q1 业绩环比略有回落。**2022 年公司实现营收 56.4 亿元，同比+25.6%，实现归母净利润 3.8 亿元，同比+27.4%；其中 2022Q4 实现营收 16.3 亿元，同比/环比分别+20.0%/+7.0%，实现归母净利润 1.1 亿元，同比/环比分别+25.4%/+8.7%。公司聚焦智能化、轻量化赛道，2022 年公司汽车电子业务实现营收 37.5 亿元，同比+27.1%，精密压铸业务实现营收 13.2 亿元，同比+41.2%。2023Q1 公司实现营收 13.2 亿元，同比/环比分别+9.6%/-19.3%，实现归母净利润 0.8 亿元，同比/环比分别+12.1%/-31.0%。营收环比略有回落，我们认为主要是一季度车市低景气，部分新项目延迟量产所致。
- **盈利能力表现稳定，研发费用持续增加。**2022 年公司毛利率为 22.1%，同比+0.53pct，净利率为 6.82%，同比+0.19pct；汽车电子业务毛利率 21.3%，同比+0.09pct，精密压铸业务毛利率 25.96%，同比+0.23pct，整体盈利能力较为稳定。2023Q1 公司毛利率为 22.32%，同/环比分别+0.34/-0.14pct，净利率为 5.97%，同比/环比分别+0.15/-1.07pct。在一季度行业价格战背景下，公司仍体现了较好成本管控能力，净利润因一季度利息费用增加略有下降。2022 年，公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.04%/2.96%/8.35%/-0.15%，同比-0.02/-0.63/0.61/-0.39pct，公司 2022 年研发费用 4.71 亿元，同比+35.5%，成功完成了电子外后视镜、高精定位、双焦面 AR-HUD 等产品的研发。
- **优质客户持续开拓，产品增量空间开启。**公司汽车电子业务大客户项目增加，持续突破合资、新势力和国际车企；精密压铸业务应用领域持续拓展，成功导入比亚迪、博世、宁德时代等客户新项目。汽车电子业务方面，座舱域控、数字声学、自动泊车、数字钥匙等新产品实现量产并承接较多新项目，成为业务新增长极，屏显示、液晶仪表、HUD、车载无线充电等产品出货量同比高增。精密压铸业务方面，公司产品在三电系统、热管理系统和汽车电子领域的项目不断增加，多个高难度、高精度产品量产，产品逐渐向中大件延伸，随着公司产品应用领域不断拓展，精密压铸业务增量空间有望逐步扩大。
- **盈利预测：**公司聚焦智能化、轻量化，汽车电子与精密压铸双主业双轮驱动，代表产品屏显示、液晶仪表、HUD、车载无线充电等产品量价齐升，有望为公司带来业绩增量。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 5.29、7.40、9.45 亿元，对应 PE 分别为 27、19、15 倍。
- **风险因素：**原材料价格波动、产品研发进度不及预期、客户开拓不及预期。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	4,488	5,638	7,270	9,405	12,019
增长率 YoY	33.0%	25.6%	29.0%	29.4%	27.8%
归属母公司净利润 (百万元)	299	380	529	740	945
增长率 YoY	64.9%	27.4%	39.1%	39.8%	27.7%
毛利率	21.6%	22.1%	22.8%	24.0%	24.1%
净资产收益率ROE	7.7%	9.1%	11.4%	14.2%	15.8%
EPS(摊薄)(元)	0.63	0.80	1.11	1.55	1.98
市盈率 P/E(倍)	47.09	36.96	26.57	19.01	14.88
市净率 P/B(倍)	3.63	3.35	3.04	2.69	2.35

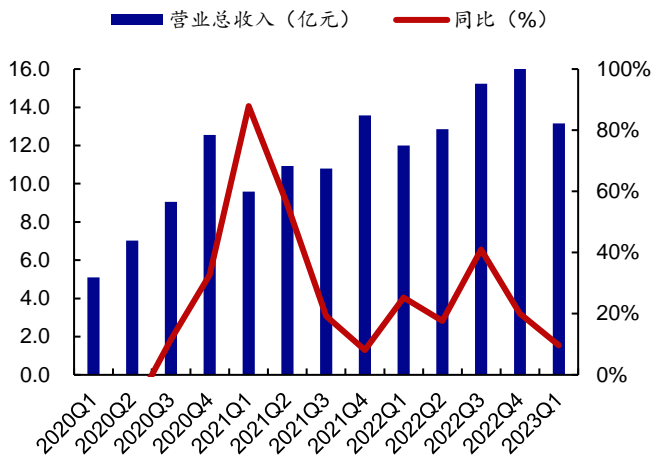
资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 4 月 21 日收盘价

图 1：公司历年收入（亿元）&同比增速（%）


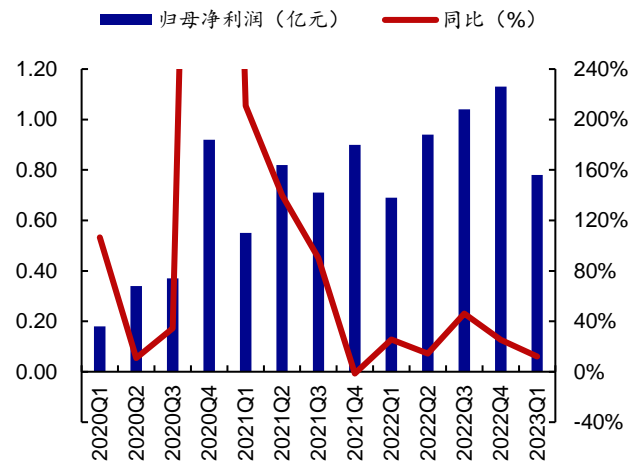
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 2：公司历年归母净利润（亿元）&同比增速（%）


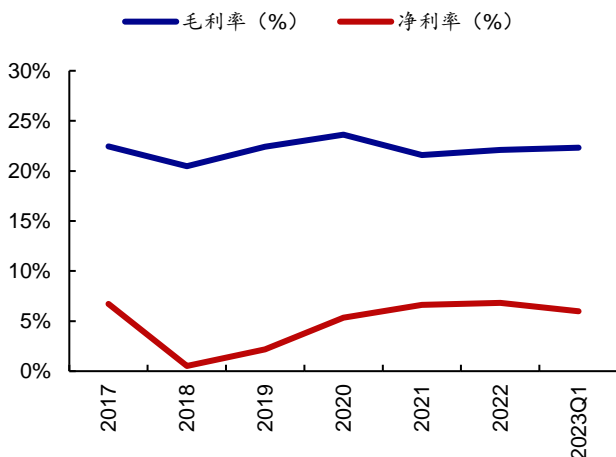
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 3：公司分季度营收（亿元）&同比增速（%）


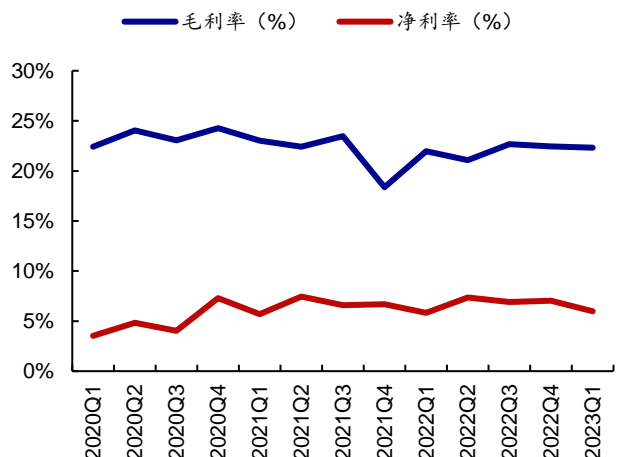
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 4：公司分季度归母净利润（亿元）&同比增速（%）


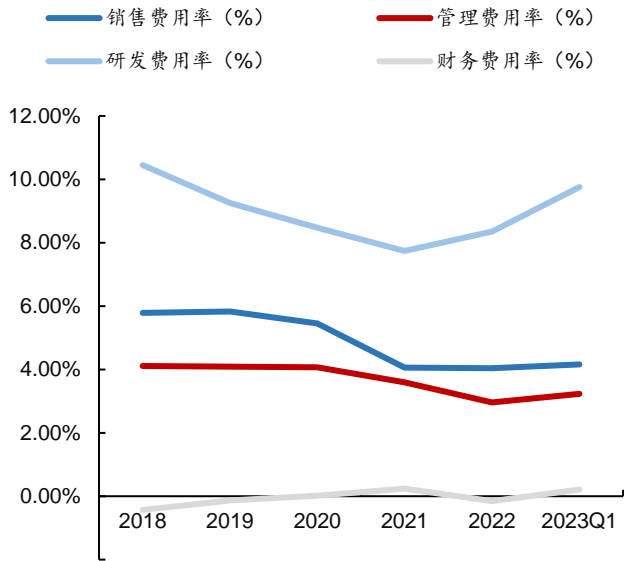
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 5：公司毛利率&净利率（%）


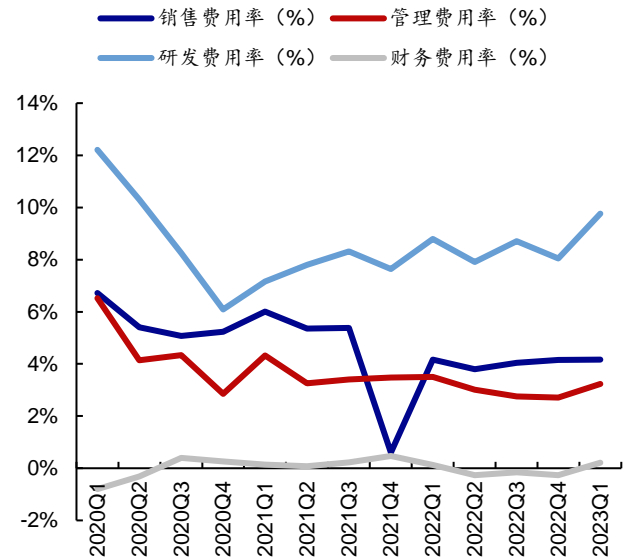
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 6：公司季度毛利率&净利率（%）


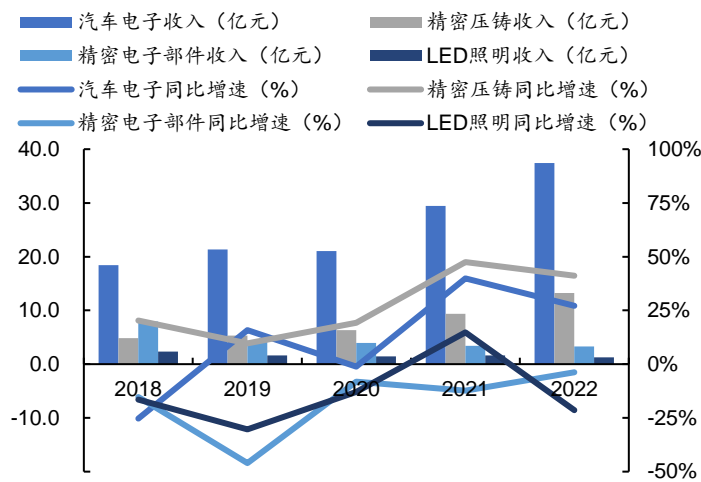
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 7：公司费用率 (%)


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 8：公司季度费用率 (%)


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 9：公司主营业务营收 (亿元) 与同比增速 (%)


资料来源：Wind，信达证券研发中心

财务模型

资产负债表		单位: 百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	4,017	4,597	5,312	6,951	8,439	
货币资金	936	753	634	903	810	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	1,537	1,978	2,263	2,961	3,381	
预付账款	36	59	56	107	119	
存货	914	1,234	1,509	1,906	2,504	
其他	594	574	850	1,074	1,625	
非流动资产	2,032	2,400	2,322	2,462	2,541	
长期股权投资	158	173	183	195	207	
固定资产(合计)	1,202	1,466	1,452	1,543	1,609	
无形资产	155	191	172	185	191	
其他	516	570	516	539	534	
资产总计	6,049	6,997	7,635	9,413	10,979	
流动负债	1,920	2,546	2,762	3,937	4,742	
短期借款	157	189	191	193	195	
应付票据	477	881	678	1,309	1,480	
应付账款	734	1,047	1,291	1,688	2,115	
其他	552	430	602	747	952	
非流动负债	231	235	221	219	219	
长期借款	109	58	38	28	28	
其他	122	177	182	190	190	
负债合计	2,152	2,781	2,983	4,156	4,961	
少数股东权益	19	23	29	32	37	
归属母公司股东权益	3,878	4,193	4,623	5,225	5,981	
负债和股东权益	6,049	6,997	7,635	9,413	10,979	

重要财务指标		单位: 百万元				
主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	4,488	5,638	7,270	9,405	12,019	
同比(%)	33.0%	25.6%	29.0%	29.4%	27.8%	
归属母公司净利润	299	380	529	740	945	
同比(%)	64.9%	27.4%	39.1%	39.8%	27.7%	
毛利率(%)	21.6%	22.1%	22.8%	24.0%	24.1%	
ROE(%)	7.7%	9.1%	11.4%	14.2%	15.8%	
EPS(摊薄)(元)	0.63	0.80	1.11	1.55	1.98	
P/E	47.09	36.96	26.57	19.01	14.88	
P/B	3.63	3.35	3.04	2.69	2.35	
EV/EBITDA	65.50	30.03	22.98	16.75	13.48	

利润表		单位: 百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	4,488	5,638	7,270	9,405	12,019	
营业成本	3,520	4,392	5,611	7,151	9,127	
营业税金及附加	17	25	36	47	54	
销售费用	182	228	327	451	577	
管理费用	161	167	291	376	481	
研发费用	347	471	640	846	1,082	
财务费用	11	-9	13	17	20	
减值损失合计	-26	-19	-1	-1	-1	
投资净收益	48	26	73	94	120	
其他	3	-17	73	94	118	
营业利润	274	355	497	703	916	
营业外收支	-4	-2	-2	-2	-2	
利润总额	270	353	495	701	913	
所得税	-28	-32	-40	-42	-37	
净利润	298	385	535	744	950	
少数股东损益	-1	4	5	4	5	
归属母公司净利润	299	380	529	740	945	
EBITDA	388	510	594	799	1,000	
EPS(当年)(元)	0.62	0.80	1.11	1.55	1.98	

现金流量表		单位: 百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	469	339	47	634	264	
净利润	298	385	535	744	950	
折旧摊销	147	188	156	171	181	
财务费用	7	24	17	17	17	
投资损失	-48	-26	-73	-94	-120	
营运资金变动	57	-268	-619	-199	-779	
其它	8	36	30	-4	15	
投资活动现金流	-396	-378	-29	-208	-148	
资本支出	-291	-430	-82	-267	-245	
长期投资	-117	37	-27	-30	-30	
其他	12	15	80	89	127	
筹资活动现金流	141	-126	-136	-158	-209	
吸收投资	24	23	0	0	0	
借款	230	173	-18	-8	2	
支付利息或股息	-102	-110	-123	-165	-206	
现金净增加额	211	-156	-118	269	-93	

研究团队简介

陆嘉敏，信达证券汽车行业首席分析师，上海交通大学机械工程学士&车辆工程硕士，曾就职于天风证券，2018 年金牛奖第 1 名、2020 年新财富第 2 名、2020 新浪金麒麟第 4 名团队核心成员。4 年汽车行业研究经验，擅长自上而下挖掘投资机会。汽车产业链全覆盖，重点挖掘特斯拉产业链、智能汽车、自主品牌等领域机会。

王欢，信达证券汽车行业研究员，吉林大学汽车服务工程学士、上海外国语大学金融硕士。曾就职于丰田汽车技术中心和华金证券，一年车企工作经验+两年汽车行业研究经验。主要覆盖整车、特斯拉产业链、电动智能化等相关领域。

曹子杰，信达证券汽车行业研究助理，北京理工大学经济学硕士、工学学士，主要覆盖智能汽车、车联网、造车新势力等。

丁泓婧，墨尔本大学金融硕士，主要覆盖智能座舱、电动化、整车等领域。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准20%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。