

2023年8月22日

**买入（首次覆盖）**

报告原因：重大事项

## 证券分析师：

黄涵虚 S0630522060001

hhx@longone.com.cn

数据日期	2023/8/21
收盘价	29.13
总股本(万股)	52,376
流通A股/B股(万股)	47462.12/0
资产负债率(%)	40.09%
市净率(倍)	3.56
净资产收益率(加权)	4.26%
12个月内最高/最低价	54.97/26.21



# 华阳集团（002906）：汽车电子、精密压铸双轮驱动，新产品增长迅速

——公司简评报告

## 投资要点

- 事件：**公司发布2023年半年报，2023H1实现营收28.68亿元，同比+15%，归母净利润1.82亿元，同比+12%，扣非净利润1.69亿元，同比+13%。2023Q2实现营收15.52亿元，同比+21%，归母净利润1.04亿元，同比+11%，扣非净利润0.96亿元，同比+15%。
- 汽车电子、精密压铸双轮驱动，高研发投入保障产品竞争力。**分业务来看，2023H1汽车电子业务实现营收18.56亿元，同比+16%，精密压铸业务实现营收7.40亿元，同比+22%。2023H1公司毛利率22.23%，同比+0.72pct，汽车电子、精密压铸业务毛利率分别同比+1.08pct、+0.44pct，汽车电子产品结构优化，公司毛利率水平同比改善。期间费用率15.97%，同比+0.49pct，销售费用率、管理费用率同比-0.42pct、-0.39pct，研发费用率同比+1.28pct，新项目增加及研发投入推升研发费用率。
- 汽车电子：产品线拓展初见成效，新产品销售收入大幅增长。**公司持续拓展产品线，在智能座舱、智能驾驶等领域开拓多种新产品，HUD、屏显示、车载无线充电等产品已取得国内领先地位，2022年座舱域控、数字声学、自动泊车、数字钥匙等新产品实现量产。2023年上半年，公司屏显示、AR-HUD、车载无线充电、座舱域控、数字声学系统、数字钥匙、APA自动泊车、DAB数字收音等产品销售额大幅增长。客户维度，上半年公司长安、奇瑞、吉利等客户营收占比提升，并突破大众SCANIA、一汽丰田、上汽大众等新客户。
- 精密压铸：新能源、汽车电子项目增长迅速，引进3500吨压铸设备向中大件延伸。**近年来公司三电系统、热管理系统等新能源汽车项目，以及HUD、激光雷达、毫米波雷达等汽车电子项目增长较快，新能源车企客户占比提升。上半年公司导入采埃孚、博世、博格华纳、比亚迪、大陆、纬湃、爱信、Stellantis集团、联电、海拉、法雷奥、莫仕、捷普、蒂森克虏伯、恒盛等客户的新项目，并引进3500吨压铸设备，产品应用领域向中大件进一步延伸。
- 投资建议：**预计公司2023-2025年归母净利润5.06亿元、6.95亿元、9.43亿元，对应EPS为0.97元、1.33元、1.80元，按2023年8月21日收盘价计算，对应PE为30X、22X、16X，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**下游客户汽车销量不及预期的风险、新产品拓展不及预期的风险等。

## 盈利预测与估值简表

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入(百万元)	3374	4488	5638	6811	8613	10888
同比增速(%)	0%	33%	26%	21%	26%	26%
归母净利润(百万元)	181	299	380	506	695	943
同比增速(%)	143%	65%	27%	33%	37%	36%
毛利率(%)	24%	22%	22%	23%	24%	24%
每股盈利(元)	0.35	0.57	0.73	0.97	1.33	1.80
ROE(%)	5%	8%	9%	11%	14%	17%
PE(倍)	84	51	40	30	22	16

资料来源：同花顺，东海证券研究所，股价截至2023年8月21日

## 正文目录

<b>1. 主要观点</b> .....	<b>4</b>
1.1. 2023Q2 平稳增长，加大研发投入保障产品竞争力 .....	4
1.2. 汽车电子、精密压铸双轮驱动，定增落地扩充产能 .....	6
1.3. 汽车电子业务：HUD 领导者，持续拓展智能座舱、智能驾驶产品线 .....	7
1.4. 精密压铸业务：引入 3500 吨压铸设备向中大件延伸 .....	9
<b>2. 投资建议</b> .....	<b>10</b>
<b>3. 风险提示</b> .....	<b>10</b>

## 图表目录

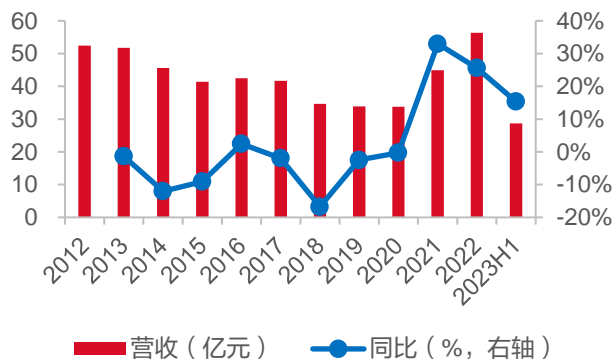
图 1 2012-2023 年公司营收（亿元） .....	4
图 2 2012-2023 年公司归母净利润（亿元） .....	4
图 3 2012-2023 年公司营收构成（亿元） .....	4
图 4 2012-2023 年公司营收构成（%） .....	4
图 5 2016-2022 年公司汽车电子产品产销量（万套） .....	5
图 6 2016-2022 年公司精密压铸产品产销量（万件） .....	5
图 7 2012-2023 年公司毛利率（%） .....	5
图 8 2012-2023 年公司各项业务毛利率（%） .....	5
图 9 2012-2023 年公司期间费用率（%） .....	5
图 10 2012-2023 年公司各项期间费用率（%） .....	5
图 11 2017-2023 年公司主要子公司营收（亿元） .....	7
图 12 2017-2023 年公司主要子公司净利润（亿元） .....	7
图 13 国内乘用车前装 HUD 配套量（万辆） .....	8
图 14 2022 年国内乘用车 HUD 配套品牌（万辆） .....	8
图 15 2022 年国内乘用车 HUD 市场份额（%） .....	8
图 16 公司为奇瑞瑞虎 9 配套的 AR-HUD 产品 .....	8
图 17 公司汽车电子智能座舱产品应用场景示意图 .....	9
图 18 公司精密压铸产品在汽车的应用领域示意图 .....	10
表 1 公司业务布局 .....	6
表 2 公司主要控股公司 .....	6
表 3 公司定增募投项目 .....	7
附录：三大报表预测值 .....	11

# 1.主要观点

## 1.1.2023Q2 平稳增长，加大研发投入保障产品竞争力

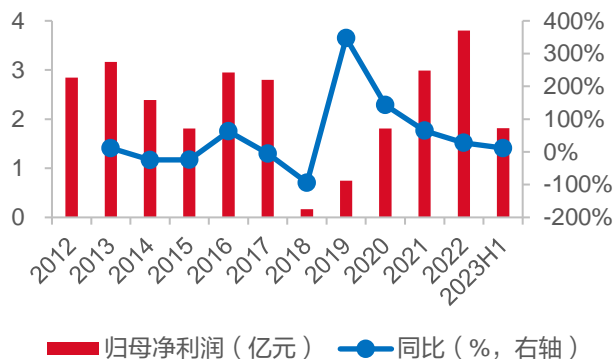
**营收、业绩平稳增长。**近期公司发布 2023 年半年报，2023H1 实现营收 28.68 亿元，同比+15%，归母净利润 1.82 亿元，同比+12%，扣非净利润 1.69 亿元，同比+13%。2023Q2 实现营收 15.52 亿元，同比+21%，归母净利润 1.04 亿元，同比+11%，扣非净利润 0.96 亿元，同比+15%。

图1 2012-2023 年公司营收（亿元）



资料来源：同花顺，东海证券研究所

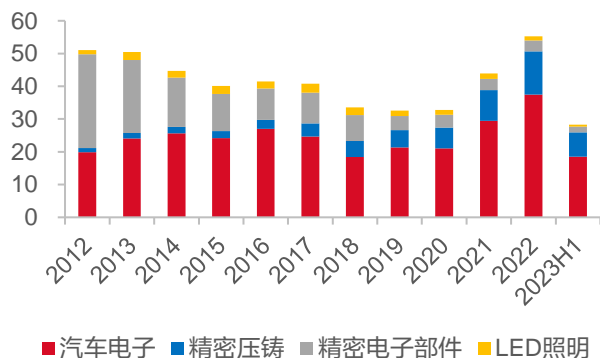
图2 2012-2023 年公司归母净利润（亿元）



资料来源：同花顺，东海证券研究所

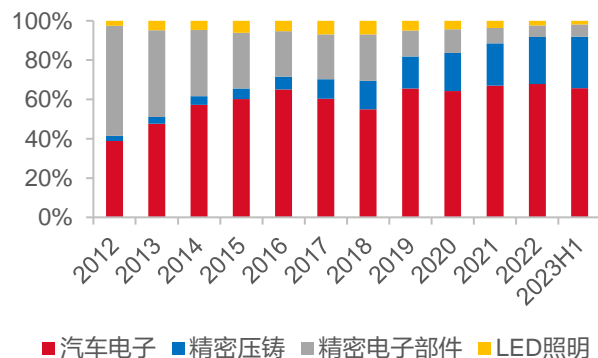
**汽车电子业务、精密压铸业务均实现较快增速。**2023H1 公司汽车电子业务实现营收 18.56 亿元，同比+16%；精密压铸业务实现营收 7.40 亿元，同比+22%。

图3 2012-2023 年公司营收构成（亿元）



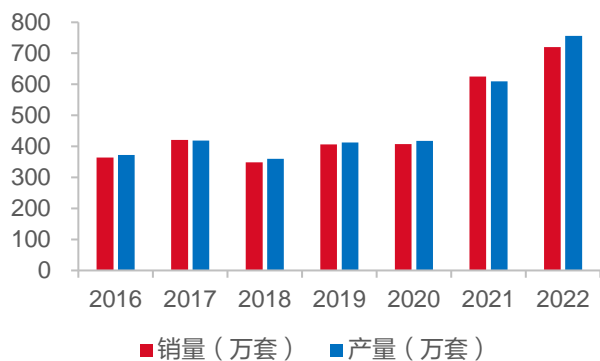
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图4 2012-2023 年公司营收构成（%）



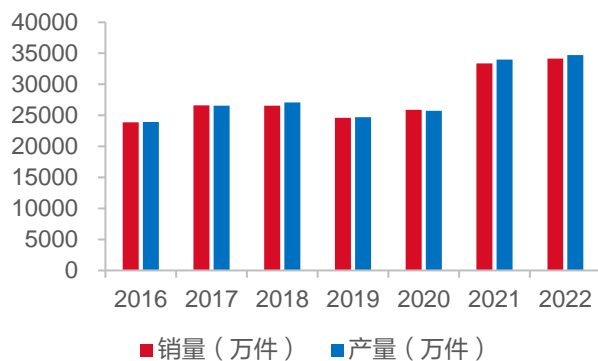
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图5 2016-2022 年公司汽车电子产品产销量（万套）



资料来源：同花顺，东海证券研究所

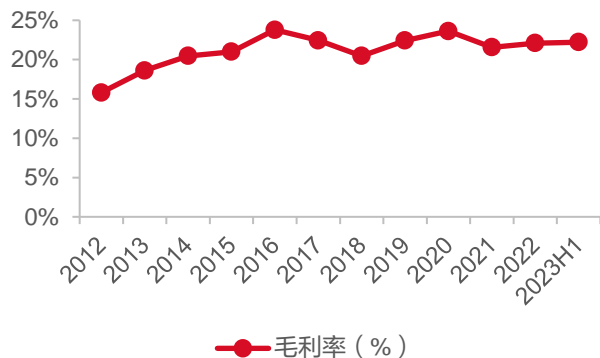
图6 2016-2022 年公司精密压铸产品产销量（万件）



资料来源：同花顺，东海证券研究所

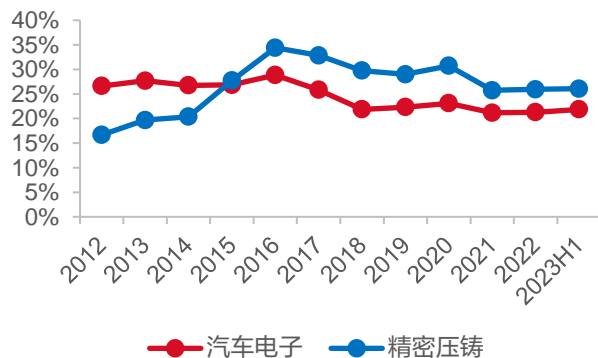
**毛利率环比平稳。**2023H1 公司毛利率 22.23%，同比+0.72pct，其中汽车电子、精密压铸业务毛利率分别为 21.88%、26.08%，同比+1.08pct、+0.44pct。2023Q2 公司毛利率 22.14%，同比+1.08pct，环比-0.18pct。

图7 2012-2023 年公司毛利率（%）



资料来源：同花顺，东海证券研究所

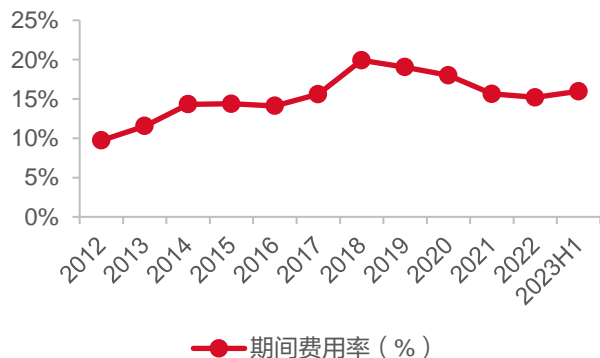
图8 2012-2023 年公司各项业务毛利率（%）



资料来源：同花顺，东海证券研究所

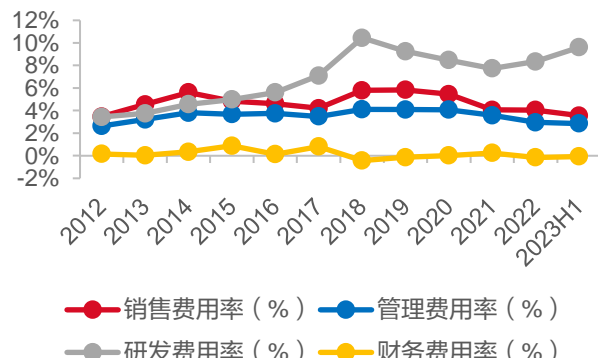
**加大研发投入，研发费用率同比提升。**2023H1 公司期间费用率为 15.97%，同比+0.49pct，销售费用率、管理费用率同比-0.42pct、-0.39pct，研发费用率同比+1.28pct。2023Q2 公司期间费用率 14.79%，销售费用率、管理费用率同比-0.76pct、-0.46pct，研发费用率同比+1.57pct。公司加快产品迭代升级，并加大前瞻性技术储备，推动研发费用率同比提升。

图9 2012-2023 年公司期间费用率（%）



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图10 2012-2023 年公司各项期间费用率（%）



资料来源：同花顺，东海证券研究所

## 1.2. 汽车电子、精密压铸双轮驱动，定增落地扩充产能

**国内领先的汽车电子供应商。**公司前身华阳实业成立于 1993 年，早期产品为光盘应用相关的机芯、激光头等精密电子部件，本世纪初公司开始向汽车行业转型，2001 年、2003 年先后开拓汽车电子、精密压铸等产品，随着两项业务的稳步发展，在销售收入中的占比不断提升，精密电子部件、LED 照明业务占比持续下降。

(1) 汽车电子：公司以汽车音响机芯和整机产品起步，之后拓展至中控产品，产品覆盖车载音视频播放器、车载影音导航系统、汽车空调控制系统等，并成功把握自主品牌崛起的历史机遇，与长城、吉利等主要客户实现了共同成长。近年来，随着汽车智能化水平的提升，产品的升级迭代为公司汽车电子业务开启新征程，公司已形成智能座舱、智能驾驶、智能网联等三大产品线，HUD、无线充电产品位居国内本土供应商首位。

(2) 精密压铸：公司精密压铸业务先后完善了从锌合金向铝合金、镁合金，从小吨位向中大吨位，从消费电子部件到汽车管件的布局。目前汽车领域产品广泛应用于底盘系统、转向系统、发动机及变速箱、传动系统、智能驾驶、新能源三电系统等。

**表1 公司业务布局**

业务类型	产品分类	产品名称
汽车电子	智能座舱	座舱域控制器、液晶仪表、信息娱乐系统、抬头显示 (HUD)、流媒体后视镜、电子外后视镜、车载显示屏、空调控制器、无线充电等
	智能驾驶	传感器 (摄像头)、车内感知、驾驶辅助系统 (ADAS 警示、360 环视、融合视觉自动泊车 APA、盲区监测 BSD 等)
	智能网联	T-BOX、FOTA 等
精密压铸	汽车关键零部件	新能源三电系统零部件、发动机零部件、传动系统零部件、汽车电子零件、转向系统零部件、手自一体变速箱、制动系统零部件
	精密 3C 电子部件	工业零部件、光学精密部件、连接器与光通讯精密部件、精密马达轴
精密电子部件		机芯、激光头及组件等
LED 照明	智慧照明	WI-FI 系列、蓝牙及其它系列
	LED 封装	
	LED 电源	

资料来源：公司网站，东海证券研究所

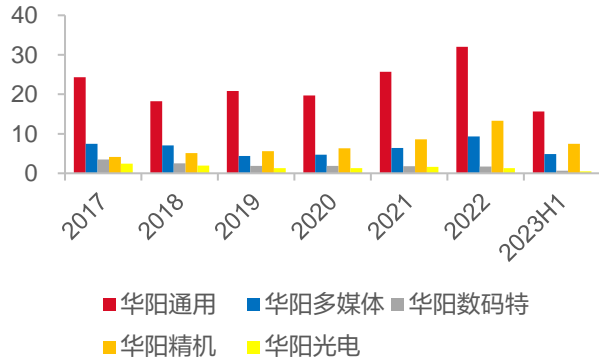
公司旗下的华阳通用 (汽车电子)、华阳多媒体 (精密电子部件、汽车电子)、华阳数码特 (精密电子部件、汽车电子)、华阳精机 (精密压铸)、华阳光电 (LED 照明) 等子公司负责不同产品类型的生产，其中华阳精机、华阳通用是公司主要的净利润来源。

**表2 公司主要控股公司**

公司名称	成立时间	产品类型
华阳通用	2002	信息娱乐、液晶仪表、屏显示类、组合座舱、座舱域控制器、空调控制器、车联网服务、360 环视、自动泊车、其他驾驶辅助系统等
华阳多媒体	2001	汽车抬头显示 (HUD)、车载无线充电、车载翻转机构、DVD 机芯、智能制造装备等
华阳数码特	2004	汽车摄像头、行车记录仪、LED 背光组件等
华阳精机	2007	精密锌/铝合金高压压铸零部件
华阳光电	2012	LED 封装、LED 大功率电源、LED 灯具等

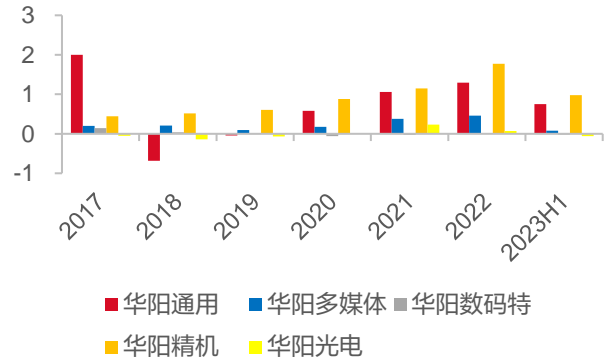
资料来源：公司网站，东海证券研究所

图11 2017-2023 年公司主要子公司营收（亿元）



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图12 2017-2023 年公司主要子公司净利润（亿元）



资料来源：同花顺，东海证券研究所

**定增项目落地，扩充汽车电子、精密压铸业务产能。**近期公司完成定增，将扩充公司座舱域控、数字声学、电子内外后视镜、屏显示类、HUD、车载无线充电、精密运动机构、数字钥匙、轻量化零部件等产品产能，并加快公司智能驾驶业务的发展。

表3 公司定增募投项目

序号	项目名称	实施主体	投资总额 (万元)	拟使用募集 资金(万元)	项目介绍
1	智能汽车电子产品产能 扩建项目				
	华阳通用智能汽车电子产品产能扩建项目	华阳通用	75,108.34	26,320.74	拟购置汽车电子产品生产设备及产线，提升工艺生产水平和自动化生产能力，扩大公司座舱域控、数字声学、电子内外后视镜、屏显示类等汽车电子产品的产能
	华阳多媒体智能汽车电子产品产能扩建项目	华阳集团、华阳多媒体	60,737.43	41,850.00	拟新建汽车电子智能工厂，购置生产设备提高 HUD、车载无线充电、精密运动机构及数字钥匙等产品产能
2	华阳精机汽车轻量化零部件产品产能扩建项目	华阳集团、华阳精机	73,275.01	56,070.00	本项目拟通过建设先进的产业化生产基地，扩大公司汽车轻量化零部件产能
3	智能驾驶平台研发项目	华阳通用	25,518.78	15,030.00	拟购置研发硬件、软件工具或设备，研发驾驶域控和其他辅助驾驶产品，引进优秀人才，提升技术水平，加快公司智能驾驶业务的发展，拓展新的增长点
	合计		234,639.56	139,270.74	

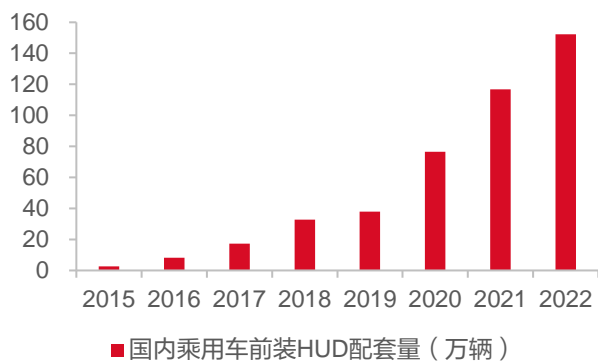
资料来源：公司公告，东海证券研究所

### 1.3.汽车电子业务：HUD 领导者，持续拓展智能座舱、智能驾驶产品线

**自主品牌推动下，国内 HUD 渗透率快速提升。**2020 年以来长城、长安、广汽、吉利等自主品牌相继采用 HUD 作为新车配置，HUD 行业步入快速发展阶段。据高工智能汽车，2022 年国内乘用车前装标配 W/AR HUD 交付 152.20 万辆，同比增长 38.12%，前装标配搭载率达到 7.53%，其中前装标配 AR-HUD 交付 10.96 万台，同比增长 115.75%。2023 年上半年国内乘用车前装标配 W/AR HUD 交付 90.49 万台，同比增长 50.62%，主要来自丰田、理想、比亚迪、哈弗、宝马、红旗等品牌；全年交付预计将超过 250 万台。

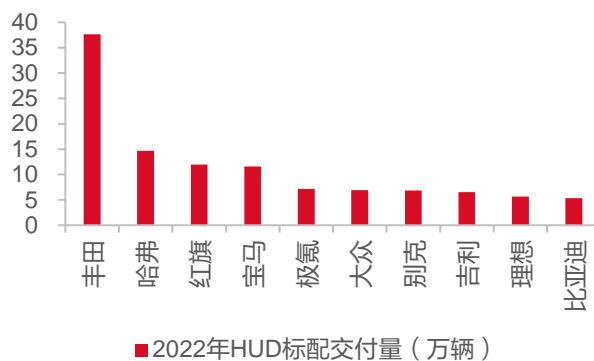
**AR-HUD 配置下探。**目前国内已有长安的锐程 PLUS、深蓝 S7、深蓝 SL03，吉利的银河 L7、博越 L、星越 L、极氪 X，奇瑞的瑞虎 9、星途瑶光，比亚迪的腾势 N7、仰望 U8，红旗的 E-HS9，大众的 ID.3、ID.4、ID.6 等多款车型采用了 AR-HUD，车型价格最低可下探至 10 万元级。

图13 国内乘用车前装 HUD 配套量 (万辆)



资料来源: 高工智能汽车, 东海证券研究所

图14 2022 年国内乘用车 HUD 配套品牌 (万辆)

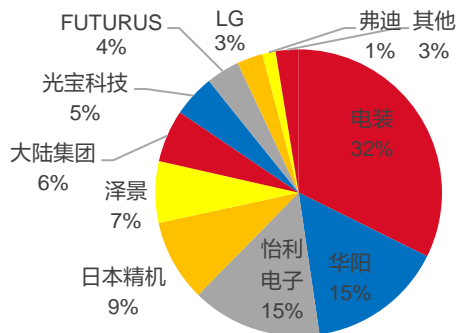


资料来源: 高工智能汽车, 东海证券研究所

**打破外资垄断, 国内市场占有率先领先。**全球市场, HUD 供应商主要包括电装、松下、日本精机、LG、大陆集团等, 主要配套于丰田以及 BBA、凯迪拉克、沃尔沃等欧美系豪华品牌, 由于丰田车型广泛配置 HUD, 日本厂商占主导地位。国内市场, 外资供应商包括电装、日本精机、大陆集团、LG 等, 多为合资品牌进行配套, 本土供应商包括华阳、泽景、FUTURUS (未来黑科技)、水晶光电等, 主要配套于自主品牌。受益于自主品牌车型对 HUD 的集中配置, 以公司为代表的本土供应商市场份额逐步提高。公司 2012 年进入 HUD 领域, 凭借多年的机芯技术储备和微投整机技术的光学储备, 成功成为国内 HUD 龙头, 客户包括长城、长安、广汽、北汽、奇瑞、赛力斯、VINFAST 等。据高工智能汽车, 2022 年公司在乘用车 HUD 市场的占有率为 15%, 仅次于电装。

**推进产品升级迭代, 合作华为、珑璟光电、CY Vision 布局多种技术路线。**目前公司产品线覆盖 W-HUD、AR-HUD, 其中 AR-HUD 产品采用多种技术路线并行发展的策略, 已实现 TFT、DLP、LCOS 成像技术的全面布局, 并推出双焦面、斜投影方案的 AR-HUD。2021 年, 公司基于 DLP 和 TFT 方案的 AR-HUD 实现量产, 成为国内首家、全球第二家基于 DLP 技术的 AR-HUD 量产供应商, 并布局双焦面技术、斜投影技术。2022 年, 公司与华为签署了华为光产品线智能车载光业务的合作意向书, 将共同推进基于 LCOS 技术的 AR-HUD 产品; 与珑璟光电达成战略合作, 加速光波导技术在 HUD 领域的应用。2023 年, 公司与 CY Vision 签署战略合作协议, 在裸眼 3D AR-HUD 领域展开战略合作。

图15 2022 年国内乘用车 HUD 市场份额 (%)



资料来源: 高工智能汽车, 东海证券研究所

图16 公司为奇瑞瑞虎 9 配套的 AR-HUD 产品



资料来源: 公司公众号, 东海证券研究所

**拓展智能座舱、智能驾驶产品线, 持续突破新客户。**公司持续拓展产品线, 在智能座舱、智能驾驶等领域开拓多种新产品, HUD、屏显示、车载无线充电等产品已取得国内领先地位, 2022 年座舱域控、数字声学、自动泊车、数字钥匙等新产品实现量产。2023 年上半年, 公司屏显示、AR-HUD、车载无线充电、座舱域控、数字声学系统、数字钥匙、APA 自动泊车、



DAB 数字收音等产品销售额大幅增长。客户维度，上半年公司长安、奇瑞、吉利等客户营收占比提升，并突破大众 SCANIA、一汽丰田、上汽大众等新客户。

**座舱域控：**座舱域控整合信息娱乐、液晶仪表、HUD、部分 ADAS 应用等舱内功能，可实现更好的驾乘体验。据高工智能汽车，2022 年国内乘用车市场座舱域控前装搭载率 8.7%，2023 年 1-5 月搭载率上升至 12%。公司座舱域控产品已开发完成高通、瑞萨、芯驰等技术方案，可将多个不同操作系统和安全级别的功能融合到一个平台上，可实现一芯多屏、多屏互联、舱泊一体、多模态交互等功能，已获得长城、长安、北汽、重汽、宇通等客户定点。

**数字声学：**随着电动智能汽车的发展，车载音响软硬解耦趋势逐步确立，新势力车企开始自研车载声学方案，以代替传统豪华品牌车型中采用的品牌音响。2021 年公司与合作伙伴先锋中国联合开发数字声学系统解决方案，2022 年实现量产出货，并承接长城、长安等多个项目定点。2023 年 4 月，华阳通用与先锋中国达成战略合作，将为更多车企客户定制个性化、高端化的车载声学解决方案。公司声学系统产品由先锋品牌扬声器和公司开发的独立功放构成，通过智能音效算法实现主动降噪、声浪模拟、音场优化等功能。

**电子外后视镜：**电子外后视镜通过车外摄像头采集图像并传输至车内的显示屏上，较传统后视镜具有视野广阔、降低风阻、集成 ADAS 功能等优势。2023 年 7 月 1 日，GB15084-2022《机动车辆间接视野装置性能和安装要求》正式实施，参考欧洲、日本等地经验，法规落地后电子外后视镜需求有望提振，目前国内已有路特斯 Eletre、阿维塔 12、比亚迪宋 L 概念车等车型采用了电子外后视镜。公司 2016 年开始布局数字后视镜产品线，曾参与 GB15084-2022《机动车辆间接视野装置性能和安装要求》的修订，在电子外后视镜领域具备深厚技术积累，有望直接有益于国标实施。2022 年公司推出电子外后视镜产品并获得客户定点项目及新势力、合资品牌车企的预研项目，2023 年上半年完成电子外后视镜商用车平台预研，并获得车厂项目定点。

图17 公司汽车电子智能座舱产品应用场景示意图



资料来源：公司公告，东海证券研究所

## 1.4.精密压铸业务：引入 3500 吨压铸设备向中大件延伸

**深耕精密压铸二十载。**公司最早在 2003 年和日本山崎合作进入精密压铸领域，2008 年华阳精机正式成立以来先后拓展汽车动力系统、转向系统、变速箱等产品，并导入“阿米巴”经营模式和精益管理模式，多年保持稳定的增长和良好的盈利能力，2017-2022 年华阳精机营收由 4.18 亿元增长至 13.33 亿元，净利润由 0.44 亿元增长至 1.78 亿元。同时，公司 2021 年收购江苏中翼完善在长三角地区的布局，江苏中翼主要产品为镁铝合金压铸零部件、汽车

转向盘、安全气囊等，其中关键汽车压铸件产品包括转向零部件、智能座舱结构件、新能源电机电控、中控座椅结构件等，主要客户包括博世、蒂森克虏伯、华为等。

**新能源、汽车电子项目快速增长，引进 3500 吨压铸设备向中大件延伸。**近年来公司三电系统、热管理系统等新能源汽车项目，以及 HUD、激光雷达、毫米波雷达等汽车电子项目增长较快，新能源车企客户占比提升。上半年公司精密压铸业务成功导入采埃孚、博世、博格华纳、比亚迪、大陆、纬湃、爱信、Stellantis 集团、联电、海拉、法雷奥、莫仕、捷普、蒂森克虏伯、恒盛等客户的新项目。同时，公司原有产品以小件为主，去年以来先后引进 2500 吨、3500 吨压铸设备，产品类别向中大件进一步延伸。

**图18 公司精密压铸产品在汽车的应用领域示意图**



资料来源：公司网站，东海证券研究所

## 2.投资建议

预计公司 2023-2025 年实现营收 68.11 亿元、86.13 亿元、108.88 亿元，同比+21%、+26%、+26%，归母净利润 5.06 亿元、6.95 亿元、9.43 亿元，同比+33%、+37%、+36%，对应 EPS 为 0.97 元、1.33 元、1.80 元，按 2023 年 8 月 21 日收盘价计算，对应 PE 为 30X、22X、16X，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 3.风险提示

**下游客户汽车销量不及预期的风险。**汽车行业竞争激烈，车企销量存在一定不确定性，公司客户结构相对分散，但如下游车企销量不及预期，仍可能影响公司收入及盈利情况。

**新产品拓展不及预期的风险。**公司汽车电子业务拓展多种智能座舱、智能驾驶领域新产品，精密压铸业务向中大件延伸，如新产品拓展不及预期，可能对公司发展产生影响。

## 附录：三大报表预测值

## 资产负债表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	753	900	1,260	1,903
应收票据及账款	2,430	2,612	2,950	3,281
预付账款	59	72	91	114
其他应收款	22	26	33	42
存货	1,234	1,403	1,764	2,217
其他流动资产	99	69	87	110
<b>流动资产总计</b>	<b>4,597</b>	<b>5,083</b>	<b>6,184</b>	<b>7,667</b>
长期股权投资	173	197	221	245
固定资产	1,471	1,454	1,494	1,588
在建工程	137	257	310	296
无形资产	191	184	194	193
长期待摊费用	6	3	-	-
其他非流动资产	422	436	426	416
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,400</b>	<b>2,531</b>	<b>2,645</b>	<b>2,738</b>
<b>资产总计</b>	<b>6,997</b>	<b>7,614</b>	<b>8,829</b>	<b>10,406</b>
短期借款	189	-	-	-
应付票据及账款	1,928	2,290	2,878	3,618
其他流动负债	430	513	646	813
<b>流动负债合计</b>	<b>2,546</b>	<b>2,803</b>	<b>3,524</b>	<b>4,431</b>
长期借款	62	62	62	62
其他非流动负债	173	173	173	173
<b>非流动负债合计</b>	<b>235</b>	<b>235</b>	<b>235</b>	<b>235</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,781</b>	<b>3,038</b>	<b>3,759</b>	<b>4,666</b>
股本	476	476	476	476
资本公积	964	964	964	964
留存收益	2,753	3,107	3,593	4,253
归属母公司权益	4,193	4,547	5,033	5,694
少数股东权益	23	29	36	46
<b>股东权益合计</b>	<b>4,216</b>	<b>4,576</b>	<b>5,069</b>	<b>5,740</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>6,997</b>	<b>7,614</b>	<b>8,829</b>	<b>10,406</b>

## 现金流量表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
税后经营利润	385	490	697	971
折旧与摊销	187	142	160	180
财务费用	-9	4	-1	-3
其他经营资金	-225	136	7	93
<b>经营性现金净流量</b>	<b>337</b>	<b>772</b>	<b>864</b>	<b>1,242</b>
<b>投资性现金净流量</b>	<b>-378</b>	<b>-279</b>	<b>-296</b>	<b>-319</b>
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>-126</b>	<b>-345</b>	<b>-208</b>	<b>-280</b>
<b>现金流量净额</b>	<b>-157</b>	<b>148</b>	<b>360</b>	<b>643</b>

## 利润表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5,638	6,811	8,613	10,888
营业成本	4,392	5,218	6,559	8,243
营业税金及附加	25	30	38	47
销售费用	228	272	336	414
管理费用	167	191	224	261
研发费用	471	569	719	909
财务费用	-9	4	-1	-3
其他经营损益	0	-	-	-
投资收益	26	36	36	36
公允价值变动损益	-1	-	-	-
营业利润	355	514	704	955
其他非经营损益	-2	-2	-2	-2
利润总额	353	511	702	953
所得税	-32	0	0	0
净利润	385	511	702	953
少数股东损益	4	5	8	10
归属母公司股东净利润	380	506	695	943
EBITDA	531	658	862	1,131
NPOLAT	379	520	705	954
EPS(元)	0.73	0.97	1.33	1.80

## 主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收益率	6%	8%	8%	9%
EBIT增长率	22%	50%	36%	36%
EBITDA增长率	24%	24%	31%	31%
净利润增长率	27%	33%	37%	36%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	22%	23%	24%	24%
净利率	7%	8%	8%	9%
ROE	9%	11%	14%	17%
ROA	5%	7%	8%	9%
ROIC				
<b>估值倍数</b>				
P/E	40	30	22	16
P/S	3	2	2	1
P/B	4	3	3	3
股息率	1%	1%	1%	2%
EV/EBIT	46	29	21	15
EV/EBITDA	30	23	17	13
EV/NOPLAT	42	29	21	15

资料来源：同花顺，东海证券研究所，截至 2023 年 8 月 21 日

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

## 二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其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。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证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,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机:(8621) 20333275  
 手机:18221959689  
 传真:(8621) 50585608  
 邮编:200215

### 北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机:(8610) 59707105  
 手机:18221959689  
 传真:(8610) 59707100  
 邮编:100089