

Q2 业绩符合预期，新订单持续开拓

投资要点

- **事件：**公司发布2023年中报，23H1实现营收28.68亿元，同比+15.4%；归母净利润1.82亿元，同比+11.6%。其中23Q2实现营收15.52亿元，同比+20.8%，环比+18%；归母净利润1.04亿元，同比+11.3%，环比+34.4%；毛利率22.1%，同比+1.1pp，环比-0.2pp，净利率6.8%，同比-0.6pp，环比+0.8pp。
- **行业销量复苏，公司各项业务实现较快增长。**23H1国内汽车行业销量1323.9万辆，同比+9.8%，其中乘用车销售1126.8万辆，同比+8.8%。公司业务实现较快增长，其中汽车电子和精密压铸营收分别达到18.6亿元、7.4亿元，同比增长15.8%、21.6%。利润率方面，公司上半年毛利率22.2%，同比+0.7pp，净利率6.4%，同比-0.2pp，保持基本稳定。
- **汽车电子产品迭代升级，新订单持续开拓。**23H1公司多项技术迭代升级并应用落地。智能运算单元方面，公司应用国产芯片方案的座舱域控实现量产；推出轻域控产品并获得多个定点项目。智能显示单元方面，公司HUD产品累计出货已超过100万套；完成电子外后视镜商用车平台预研，获得车厂项目定点。客户方面，汽车电子业务突破大众SCANIA、一汽丰田、上汽大众等新客户，并加大与上汽、蔚来、长安新能源、广汽埃安等现有客户的合作，承接了长安、长城、广汽、比亚迪、吉利、奇瑞、北汽、零跑、合众、阿维塔、赛力斯等客户的新项目；新接订单中新能源项目占比持续提升，未来有望持续贡献增量。
- **持续加大研发投入，募投项目助力产能扩张。**公司持续改善提升产品力、加大技术研发投入，23H1研发投入约2.97亿元，同比+34.2%。公司于23年8月完成向特定对象发行股票募集资金14亿元用于智能汽车电子产品、汽车轻量化零部件产品产能扩建及智能驾驶平台研发，有助于扩展和完善公司业务布局。公司聚焦汽车智能化和轻量化发展趋势，23H1精密压铸业务实现高增，产品类别向中大件延伸，已引进3500吨压铸设备并获得新能源汽车三电系统定点项目，成功导入采埃孚、博世、博格华纳、比亚迪、大陆、纬湃、爱信、Stellantis、联电、海拉、法雷奥、莫仕、捷普、蒂森克虏伯等客户的新项目。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司23-25年EPS分别为0.91/1.25/1.74元，对应PE分别为32/24/17倍，归母净利润CAGR为33.8%，给予24年30倍PE，目标价37.5元，给予“买入”评级。
- **风险提示：**竞争加剧的风险；新产品普及不及预期的风险；汇率波动风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5637.93	6980.06	8860.73	10991.34
增长率	25.61%	23.81%	26.94%	24.05%
归属母公司净利润(百万元)	380.46	477.32	654.12	910.35
增长率	27.40%	25.46%	37.04%	39.17%
每股收益EPS(元)	0.73	0.91	1.25	1.74
净资产收益率ROE	9.12%	10.38%	12.68%	15.33%
PE	41	32	24	17
PB	3.68	3.34	2.98	2.59

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：郑连声
执业证号：S1250522040001
电话：010-57758531
邮箱：zslans@swsc.com.cn

联系人：冯安琪
电话：021-58351905
邮箱：faz@swsc.com.cn

联系人：白臻哲
电话：010-57758530
邮箱：bzzyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.24
流通A股(亿股)	4.77
52周内股价区间(元)	26.44-52.25
总市值(亿元)	154.51
总资产(亿元)	71.94
每股净资产(元)	8.98

相关研究

1. 华阳集团（002906）：新订单开拓大幅增长，募投项目助力产能扩张（2022-08-22）

盈利预测

关键假设：

假设 1：受益于汽车智能化渗透率提升，预计 23-25 年公司 HUD、座舱域、智驾域等汽车电子产品销量分别为 68/112/160 万套、12/18/25 万套、0/1/3 万套，单价分别为 1200/1400/1500、2000、5000 元/套；其他汽车电子业务保持稳健增长；随着高附加值产品占比提升以及原材料价格回落，预计汽车电子板块毛利率逐渐改善，23-25 年分别为 21.5%/22%/23%；

假设 2：精密铸造客户持续开拓，产品结构变化，大件产品占比不断提升，预计 23-25 年销量分别增长 20%/20%/15%，单价分别增长 5%，毛利率分别为 26%/26.5%/27%；

假设 3：公司业务更加聚焦汽车电子及精密铸造两个板块，精密电子部件、LED 照明器件等业务不断萎缩。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2022A	2023E	2024E	2025E
汽车电子	收入	37.45	47.89	62.77	80.09
	增速	27.12%	27.87%	31.08%	27.59%
	毛利率	21.28%	21.50%	22.00%	23.00%
精密铸造	收入	13.24	16.68	21.02	25.38
	增速	41.15%	26.00%	26.00%	20.75%
	毛利率	25.98%	26.00%	26.50%	27.00%
精密电子部件	收入	3.31	2.98	2.68	2.41
	增速	-3.78%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
	毛利率	6.65%	7.00%	7.00%	7.00%
LED 照明器件	收入	1.28	1.15	1.04	0.93
	增速	-21.47%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
	毛利率	20.31%	20.00%	20.00%	20.00%
其他	收入	2.27%	1.10	1.10	1.10
	增速	1.10	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	51.82%	50.00%	50.00%	50.00%
合计	收入	56.38	69.80	88.61	109.91
	增速	25.62%	23.81%	26.94%	24.05%
	毛利率	22.10%	22.38%	22.94%	23.82%

数据来源：Wind，西南证券

相对估值

我们选取了行业中与华阳集团业务较为相近的四家公司，2022 年四家公司的平均 PE 为 55 倍，2023 年平均 PE 为 43 倍。华阳集团未来最大的看点有三个：1) 汽车智能化趋势明显，新产品渗透率不断提升，单车价值量大幅增长；2) 汽车电子业务占比持续提升，产能持续扩张；3) 新能源占比不断增长，客户结构持续改善。结合对标公司的估值和目前华阳集团的业务布局和投产节奏，预计公司 23-25 年归母净利润 CAGR 为 33.8%，给予 24 年 30 倍 PE，目标价 37.5 元，对应市值 196 亿元，给予“买入”评级。

表 18：可比公司估值（截止 2023.8.18 收盘）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
002920.SZ	德赛西威	139.57	2.15	2.80	3.89	5.08	56.58	49.85	35.90	27.47
603786.SH	科博达	78.01	1.12	1.61	2.11	2.65	55.61	49.12	37.69	30.08
688326.SH	经纬恒润-W	130.93	2.13	2.59	3.66	5.03	72.63	50.60	35.73	26.01
600933.SH	爱柯迪	22.20	0.74	0.92	1.20	1.57	36.69	24.12	18.51	14.14
平均值							55.38	43.42	31.96	24.43

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5637.93	6980.06	8860.73	10991.34	净利润	384.57	482.48	661.19	920.19
营业成本	4391.91	5417.85	6828.27	8373.51	折旧与摊销	186.87	144.02	144.02	144.02
营业税金及附加	24.60	30.45	38.66	47.95	财务费用	-8.66	7.05	12.78	22.79
销售费用	227.92	279.20	354.43	439.65	资产减值损失	-19.19	0.00	0.00	0.00
管理费用	1245.30	802.71	1018.98	1264.00	经营营运资本变动	-240.81	-173.27	-450.44	-556.49
财务费用	-8.66	7.05	12.78	22.79	其他	35.94	61.08	-3.72	81.92
资产减值损失	-19.19	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	338.71	521.36	363.84	612.45
投资收益	25.92	0.00	0.00	0.00	资本支出	-361.23	-400.00	-400.00	-400.00
公允价值变动损益	-1.46	-0.79	-0.92	-0.96	其他	-16.66	-85.79	-85.92	-85.96
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-377.89	-485.79	-485.92	-485.96
营业利润	354.63	442.02	606.70	842.46	短期借款	31.82	-54.59	395.39	217.19
其他非经营损益	-1.88	-1.88	-1.88	-1.88	长期借款	-50.80	0.00	0.00	0.00
利润总额	352.75	440.13	604.81	840.58	股权融资	11.01	0.00	0.00	0.00
所得税	-31.83	-42.35	-56.38	-79.62	支付股利	-94.95	-76.09	-95.46	-130.82
净利润	384.57	482.48	661.19	920.19	其他	-23.15	40.59	10.22	0.21
少数股东损益	4.11	5.16	7.07	9.84	筹资活动现金流净额	-126.06	-90.09	310.15	86.58
归属母公司股东净利润	380.46	477.32	654.12	910.35	现金流量净额	-155.66	-54.52	188.07	213.06
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	752.53	698.01	886.07	1099.13	成长能力				
应收和预付款项	2058.75	2572.47	3238.53	4025.24	销售收入增长率	25.61%	23.81%	26.94%	24.05%
存货	1233.53	1495.45	1937.21	2365.21	营业利润增长率	29.43%	24.64%	37.26%	38.86%
其他流动资产	551.74	122.62	155.66	193.09	净利润增长率	29.21%	25.46%	37.04%	39.17%
长期股权投资	173.25	173.25	173.25	173.25	EBITDA 增长率	23.15%	11.31%	28.73%	32.19%
投资性房地产	37.73	37.73	37.73	37.73	获利能力				
固定资产和在建工程	1603.41	1887.84	2172.28	2456.71	毛利率	22.10%	22.38%	22.94%	23.82%
无形资产和开发支出	270.32	242.42	214.53	186.64	三费率	6.84%	15.60%	15.64%	15.71%
其他非流动资产	315.74	400.17	484.61	569.05	净利率	6.82%	6.91%	7.46%	8.37%
资产总计	6997.00	7629.97	9299.88	11106.05	ROE	9.12%	10.38%	12.68%	15.33%
短期借款	188.60	134.02	529.40	746.60	ROA	5.50%	6.32%	7.11%	8.29%
应付和预收款项	2116.50	2408.84	3060.62	3790.58	ROIC	10.89%	12.32%	14.49%	16.99%
长期借款	58.40	58.40	58.40	58.40	EBITDA/销售收入	9.45%	8.50%	8.62%	9.18%
其他负债	417.37	379.38	436.39	506.04	营运能力				
负债合计	2780.88	2980.64	4084.82	5101.62	总资产周转率	0.86	0.95	1.05	1.08
股本	476.16	523.76	523.76	523.76	固定资产周转率	4.23	4.96	6.85	9.34
资本公积	964.04	916.44	916.44	916.44	应收账款周转率	3.00	2.92	2.95	2.93
留存收益	2786.97	3188.20	3746.86	4526.39	存货周转率	3.95	3.85	3.92	3.87
归属母公司股东权益	4192.96	4621.02	5179.68	5959.21	销售商品提供劳务收到现金营业收入	93.41%	—	—	—
少数股东权益	23.16	28.31	35.38	45.22	资本结构				
股东权益合计	4216.12	4649.33	5215.06	6004.43	资产负债率	39.74%	39.06%	43.92%	45.94%
负债和股东权益合计	6997.00	7629.97	9299.88	11106.05	带息债务/总负债	8.88%	6.46%	14.39%	15.78%
					流动比率	1.81	1.80	1.63	1.60
					速动比率	1.32	1.25	1.13	1.11
					股利支付率	24.96%	15.94%	14.59%	14.37%
					每股指标				
					每股收益	0.73	0.91	1.25	1.74
					每股净资产	8.01	8.82	9.89	11.38
					每股经营现金	0.65	1.00	0.69	1.17
					每股股利	0.18	0.15	0.18	0.25
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	532.83	593.09	763.50	1009.28					
PE	40.61	32.37	23.62	16.97					
PB	3.68	3.34	2.98	2.59					
PS	2.74	2.21	1.74	1.41					
EV/EBITDA	24.62	24.34	19.07	14.35					
股息率	0.61%	0.49%	0.62%	0.85%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
