

## 证券研究报告—动态报告

汽车汽配

汽车零部件 II

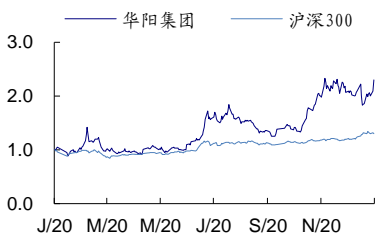
**华阳集团(002906)**
**买入**

2020 年业绩预告点评

(调高评级)

2021 年 01 月 19 日

## 一年该股与沪深 300 走势比较



## 股票数据

总股本/流通(百万股)	473/470
总市值/流通(百万元)	13,942/13,854
上证综指/深圳成指	3,566/15,004
12 个月最高/最低(元)	30.73/11.03

## 相关研究报告:

《华阳集团-002906-重大事件快评: 汽车电子新产品、新客户开拓顺利》——2020-06-23

## 证券分析师: 梁超

 电话: 0755-22940097  
 E-MAIL: liangchao@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980515080001

## 证券分析师: 唐旭霞

 电话: 0755-81981814  
 E-MAIL: tangxx@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519080002

## 独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

## 财报点评

## 盈利高增长, HUD 业务前景可期

### ● 2020 全年盈利增幅超 100%, 业绩超预期

华阳集团 2020 年业绩预告: 预计归母净利润 1.6-1.9 亿元, 较上年同期 (7449 万元) 同比增长 115%-155%; 扣非净利 1.1-1.3 亿元, 较上年同期 (2996 万元) 同比增长 267%-334%。拆分单 Q4 归母净利润 0.71-1.01 亿元, 同比增长 914.3%-1342.9%; 扣非净利润 0.49-0.69 亿元, 同比增长 2550%-3550%。公司业绩超出预期, 强劲的业绩增长主要得益于 2020 年下半年汽车市场回暖, 新客户、新项目 (尤其是 HUD) 陆续量产落地, 公司持续推进精益管理等因素。

### ● 新产品、新客户快速拓展, HUD 业务迎来快速增长期

近年来汽车电子业务客户结构持续优化, 目前主要客户为长城、长安、广汽、吉利、北汽、一汽、上汽通用五菱等。2020 年, 公司新增长安福特、小鹏等新客户, 双联屏产品斩获长安多款车型订单, 承接新老客户的新项目进展良好; 公司配套东风日产 (启辰等车型)、长城 (大狗、哈弗 H6、哈弗 H2 等车型) 的 HUD 产品在 2020 年下半年陆续量产, 订单增速明显。公司自主研发的 AR-HUD 方案已获得部分自主客户定点, 以 HUD 为代表的汽车电子业务表现亮眼, 迎来快速成长期。

### ● 全面布局座舱生态, 与华为、百度等巨头强强合作

在智能座舱领域, 华阳开发了新产品包括“烜眼”、360 环视系统、车载智能互联、数字仪表、W-HUD、AR-HUD、流媒体后视镜等。此外, 华阳与华为合作开发了 Hicar 车机互联产品, 已落地多款车型; “烜眼”技术已落地百度阿波罗项目。华阳在 2020 全球智能汽车大会 (GIVC) 发布的华阳开放平台 (AAOP) 聚焦于智能座舱的平台化、模块化、标准化, 将为车联网生态打造一个开放式、可定制的软硬分离平台。

### ● 风险提示: 疫情带来上游芯片风险和下游产销风险。

### ● 投资建议: 上调盈利预测, 上调至“买入”评级。

上调盈利预测, 预计 20/21/22 年归母净利润 1.83/2.91/3.95 亿 (原预期 1.03/1.34/1.73 亿), 对应 EPS 为 0.39/0.61/0.83 元, 对应 PE 为 69/44/32 倍, 给予一年期目标价 34-37 元, 上调至买入评级。

### 盈利预测和财务指标

	2017	2018	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	13,836	17,418	3,521	4,396	5,358
(+/-%)	24.7%	25.9%	4.1%	24.8%	21.9%
净利润(百万元)	3,217	4,066	183	291	395
(+/-%)	24.2%	26.4%	146.3%	58.4%	35.8%
摊薄每股收益(元)	0.87	1.10	0.39	0.61	0.83
EBIT Margin	26.9%	25.1%	1.9%	4.9%	6.1%
净资产收益率(ROE)	20.9%	20.6%	5.2%	7.8%	10.0%
市盈率(PE)	73.7	58.3	69.1	43.6	32.1
EV/EBITDA	59.1	50.4	75.1	40.9	30.6
市净率(PB)	15.4	12.0	3.57	3.40	3.20

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

华阳集团发布 2020 年度业绩预告。预计归母净利润 1.6-1.9 亿元，较上年同期（7449.18 万元）同比增长了 114.79%-155.06%；扣非净利润为 1.1-1.3 亿元，较上年同期（2996.20 万元）同比增长了 267.13%-333.88%。预计单 Q4 归母净利润为 0.71-1.01 亿元，同比增长 914.3%-1342.9%；扣非净利润 0.49-0.69 亿元，同比增长 2550%-3550%。公司业绩超出预期，业绩超预期的核心原因在于 2020 年下半年公司 HUD 产品受益于下游客户（长城新 H6、大狗）产销两旺，HUD 排产超预期，强劲的业绩增长主要得益于汽车市场回暖，新客户、新项目陆续量产落地，公司持续推进精益管理、深化阿米巴经营体制、提质增效等因素。

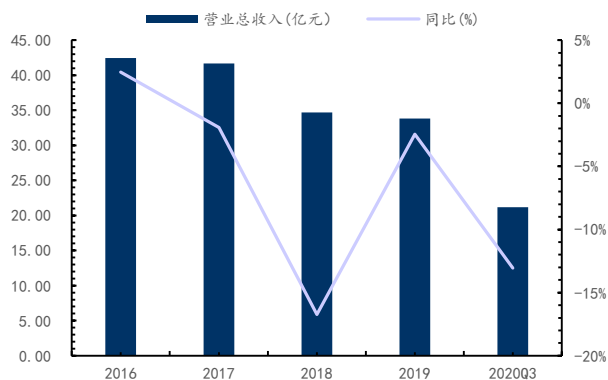
表 1：华阳集团 2020 年业绩预告

项目	预计金额	预计增幅
2020 年归母净利润	1.6-1.9 亿元	114.79%-155.06%
扣非净利润	1.1-1.3 亿元	267.13%-333.88%
基本每股收益	0.34-0.40 元	112.50%-150.00%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

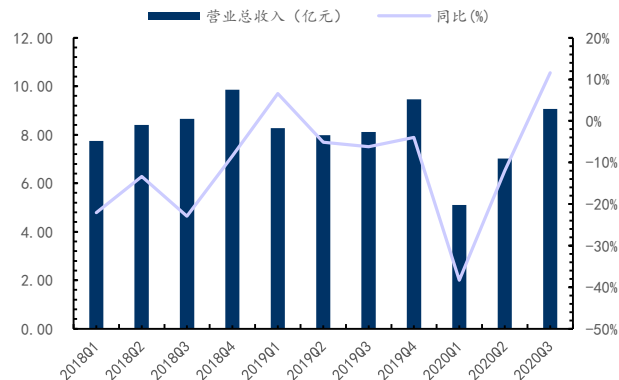
**Q3 营收增速转正，经营业绩改善：**2020 年前三季度，公司实现营收 21.19 亿元，同比-13.1%；归母净利润 0.89 亿元，同比+32.8%；扣非归母净利润 0.61 亿元，同比+91.4%。单 Q3 来看，营收 9.06 亿元，同比+11.56%，环比+29.06%；归母净利润 0.37 亿元，同比+34.56%，环比+8.82%；扣非归母净利润 0.32 亿元，同比+93.98%，环比+33.33%。**Q3 业绩增长的主要原因是双联屏产品配套长安 Unit、HUD 产品配套长城哈弗 H6 等新车型放量，同时海外疫情有所好转，拉动了精密压铸产品的出口增长。**

图 1：华阳集团营业收入及增速（单位：亿元、%）



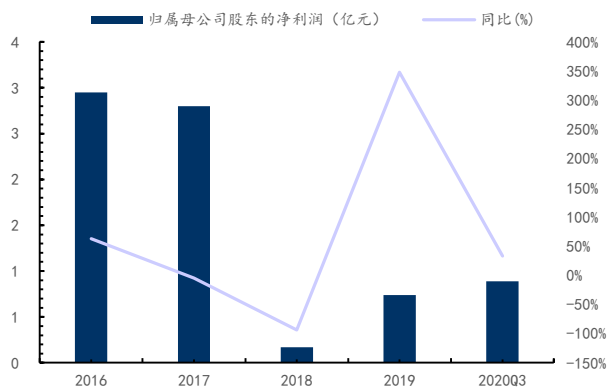
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：华阳集团单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



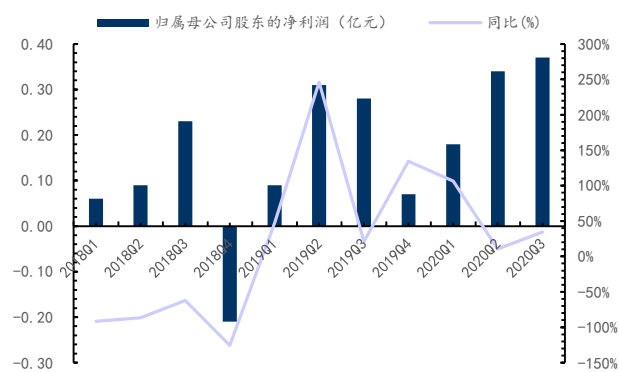
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：华阳集团归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

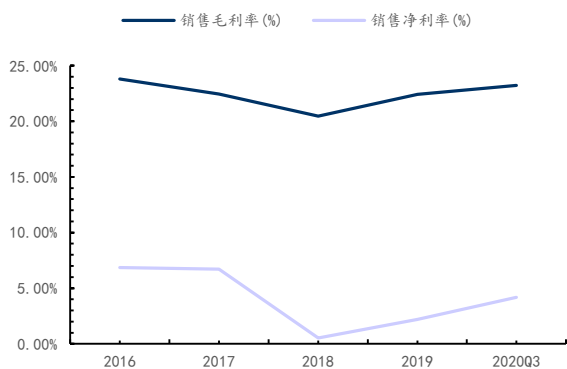
图 4：华阳集团单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

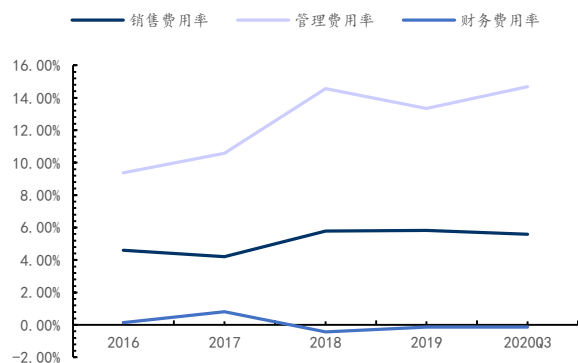
**毛利率有所提升，费用管控严格：**2020 年前三季度，公司毛利率为 23.23%，净利率 4.18%。单 Q3 来看，公司毛利率 23.06%，净利率 4.03%，分别同比 +0.50/0.53pct；费用率 18.1%，同比-0.8pct；销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 5.1%/4.3%/8.3%/0.4%，分别同比-0.3/-0.5/-1.1/+1.0pct，环比-0.3/+0.2/-2.1/+0.7pct。公司毛利率和净利率的增长主要得益于产品结构、客户结构持续改善，以及费用管控严格，费用率有所下降。

图 5：华阳集团毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

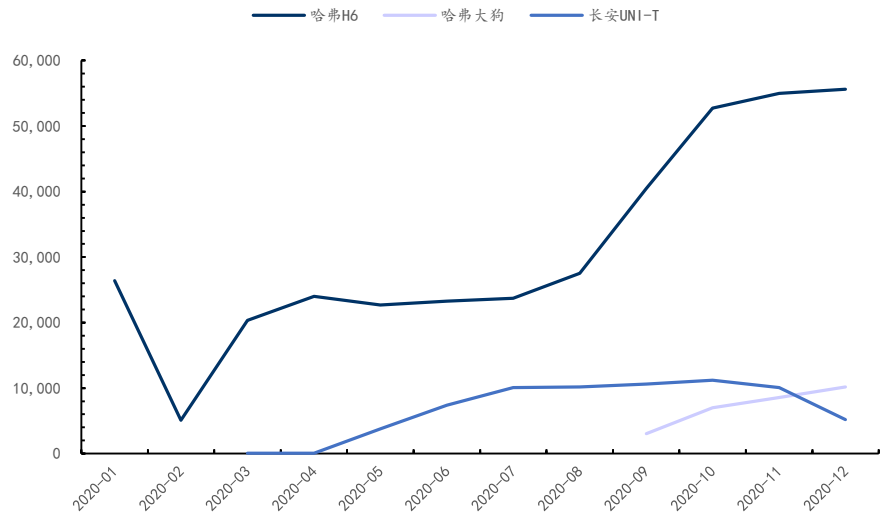
图 6：华阳集团三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**长城、长安表现亮眼，汽车电子业务迎来快速增长期：**在公司汽车电子业务中，双联屏、中控屏、数字仪表等产品的重要客户长安 Unit-T 车型逐步放量，HUD 产品的重要客户长城哈弗 H6 和长城大狗都在下半年有着亮眼的销售表现，带动了公司业务的增长。其中，哈弗 H6 在 2020 全年的销量为 37.7 万台，下半年的销量为 25.5 万台，连续多个月获得 SUV 销量冠军；哈弗大狗于 2020 年 9 月上市，销量快速增长，12 月单月销量已达 1.0 万台；长安 Uni-T 于 2020 年 3 月上市，自 7 月开始单月销量破万台，整个下半年合计销量为 5.7 万台。

图 7: 下游客户重点车型销量



资料来源: wind, 515 排行网, 国信证券经济研究所整理

目前预计 W-HUD 产品的单价大约为 1000 元, AR-HUD 的单价大约为 2000-4000 元。据初步测算, 考虑 60%配置率, 2020 年 12 月长城哈弗 H6、长城大狗贡献的 HUD 单月销售收入合计有望达 3000 万元, 2021 年随着长城更多新平台车型上市, 预计 HUD 稳态月排产有望达到 5 万台以上。

表 2: 下游客户重点车型单月销量

日期	哈弗 H6	哈弗大狗	长安 UNI-T
2020-01	26,414		
2020-02	5,071		
2020-03	20,319		60
2020-04	24,018		82
2020-05	22,691		3760
2020-06	23,258		7414
2020-07	23,723		10081
2020-08	27,528		10186
2020-09	40,475	3045	10601
2020-10	52,734	7013	11227
2020-11	55,001	8555	10061
2020-12	55,632	10184	5174

资料来源: wind, 515 排行网, 国信证券经济研究所整理

**全面布局座舱生态, 与华为、百度等巨头强强合作:** 在智能座舱领域, 华阳开发了新产品包括“煜眼”、360 环视系统、车载智能互联、数字仪表、W-HUD、AR-HUD、流媒体后视镜等。此外, 华阳与华为合作开发了 Hicar 车机互联产品, 已落地多款车型; 华阳与华为海思合作研发的 360° AVM 智能环视系统亮相北京车展; “煜眼”技术已落地百度阿波罗项目。

图 8: 华为 HiCar 车机系统



资料来源: 搜狐汽车, 国信证券经济研究所整理

### 生态开放, 平台先行: 华阳开放平台(AAOP)亮相 GIVC

2020年7月10日, 2020全球智能汽车大会(简称GIVC)-车载5G峰会在深圳国际会馆中心举行, 旨在为行业搭建新时期、新阶段智能汽车产业重要的信息、技术交流平台。ADAYO华阳集团旗发布“华阳开放平台(ADAYO Automotive Open Platform, 简称AAOP)”, 通过分层分类技术架构与模块化、标准化的SDK化封装, 实现硬件生态与车联生态的软硬解耦, 解决了如今Tier 1面临着硬件与车联网生态适配工作量、沟通成本成倍增加的难题。

图 9: 华阳集团发布 AAOP



资料来源: 华阳官网, 国信证券经济研究所整理

AAOP 聚焦智能座舱平台化, 通过车规级标准器件、丰富硬件配置、统一软件接口、高效研发模式、完善诊断系统, 为车联网生态打造一个开放式、可定制的软硬分离平台, 推进行业专业化分工。



图 10: AAOP 产品特征



资料来源：华阳官网，国信证券经济研究所整理

AAOP 采用软件标准架构分层开发的方式，包括驱动层、中间件层、应用逻辑层、UI 层，客户可在应用逻辑层实施差异化的定制开发，可灵活适配当前知名的车联网系统，如阿里斑马、腾讯车联 TAI、百度 Duer OS、讯飞 iFly OS AUTO、梧桐车联 PAI 等，大大降低开发难度，也为客户提供更多选择。

图 11: AAOP 产品特征



资料来源：华阳官网，国信证券经济研究所整理

AAOP 采用硬件抽象封装与软件标准化模块化设计。在硬件方面，把芯片模块驱动、音视频解码、传感器、数据传输等硬件驱动进行抽象标准化封装，同时也对车身 ACC/B+、大灯/车门/诊断等检测进行车身抽象标准化封装，再根据行业需求细分低、中、高三种级别的车规级硬件配置，满足客户不同产品定位的需求。在软件方面，遵循 Android Automotive 标准规范的分层及接口，同时在数据服务方面，打通 DVR/T-BOX/AVM/4G、仪表/HUD 等设备通信并做标准化封装。

图 12: AAOP 产品特点



资料来源：华阳官网，国信证券经济研究所整理

通过硬件抽象封装与软件标准分层设计，将应用与硬件实施隔离，应用开发不用考虑硬件的问题，例如微信、地图等成千上万个 APP，在任何手机上都可以安装，而不同的手机采用不同的硬件。

图 13: AAOP 产品特点



资料来源：华阳官网，国信证券经济研究所整理

基于 AAOP 独特的 Fast Boot 技术，在 Android 9.0 上实现了 8S 冷启动，做到行业领先。同时，AAOP 可对车厂客户自主开发出的标准车载应用 APP 定向开源，车厂客户可根据不同的车型定位，不断迭代产品的功能与应用，更快速的响应市场终端需求。

图 14: AAOP 产品特征



资料来源：华阳官网，国信证券经济研究所整理

未来汽车电子的发展，将会更注重软件创新及产品差异化，通过华阳开放平台构建自主开发平台的标准化体系，不仅可以优化人力资源、加快软硬件开发速度、简化供应商管理、减少应用时的集成问题，而且能够有效的提升软件复用率，提高研发效率。

**投资建议：**行业景气度触底回升，华阳集团研发深耕多年，新产品进入收获期，业绩超预期，上调至“买入”评级。国内车市自 2018 年下半年以来经历了近两年的持续下滑，华阳集团过去几年业绩承压明显，面对严峻复杂的内外部形势，公司紧贴市场需求，专注持续研发投入（10%研发投入比例），不断推进新产品的研发及内部改善，公司数字仪表、流媒体后视镜、W-HUD、AR-HUD 等产品的增长趋势显现；与此同时，公司开展新客户的“攻坚”，自 2020 年来开拓了广汽、福特两大新客户，通过优化客户，优化订单，升级客户，持续改善，公司运营效率和经营质量稳步提升，2020 年起长安 UNI-T 量产、新定点产品 HUD、焯眼有望陆续进入收获。上调盈利预测，预计 20/21/22 年归母净利润 1.83/2.91/3.95 亿(原预期 1.03/1.34/1.73 亿)，对应 EPS 为 0.39/0.61/0.83 元，对应 PE 为 69/44/32 倍。

**可比公司估值：**考虑华阳集团作为汽车电子上市公司，选取与其业务有重合的德赛西威、中科创达（计算机覆盖），以及智能驾驶标的科博达、四维图新作为可比公司，高成长性赛道的汽车电子标的均具备较高的估值，2021 年可比公司平均估值 85 倍，我们给予华阳集团 2021 年目标估值 34-37 元(2021 年 55-60x PE)，当前股价距离目标估值仍有 25%-37% 的上涨空间，将原“增持”评级上调至“买入”评级。



**表 3: 可比公司估值表**

代码	公司简称	股价	总市值	EPS			PE			投资评级
		210118	亿元	19A	20E	21E	19A	20E	21E	
002405.SZ	四维图新	16.33	320.25	0.17	0.13	0.23	96	126	71	无
300496.SZ	中科创达	144.39	610.99	0.59	0.88	1.23	245	164	117	买入
002920.SZ	德赛西威	113.72	625.46	0.53	0.92	1.04	215	124	109	增持
603786.SH	科博达	72.30	289.27	1.19	1.3	1.67	61	56	43	增持
	平均						154	117	85	
002906.SZ	华阳集团	26.79	126.74	0.16	0.39	0.61	167	69	44	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	782	1049	917	833	营业收入	3383	3521	4396	5358
应收款项	1278	1447	1806	2202	营业成本	2624	2715	3304	3967
存货净额	540	574	702	846	营业税金及附加	20	18	22	27
其他流动资产	723	70	88	107	销售费用	197	204	237	279
<b>流动资产合计</b>	<b>3322</b>	<b>3141</b>	<b>3513</b>	<b>3988</b>	管理费用	138	517	619	759
固定资产	999	1040	1075	1099	财务费用	(4)	(17)	(21)	(20)
无形资产及其他	84	82	79	77	投资收益	23	25	25	25
投资性房地产	173	173	173	173	资产减值及公允价值变动	59	0	0	0
长期股权投资	124	124	124	124	其他收入	(437)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>4702</b>	<b>4559</b>	<b>4964</b>	<b>5461</b>	营业利润	52	108	260	371
短期借款及交易性金融负债	10	130	130	130	营业外净收支	(3)	50	20	20
应付款项	933	862	1053	1269	<b>利润总额</b>	<b>49</b>	<b>158</b>	<b>280</b>	<b>391</b>
其他流动负债	242	167	203	245	所得税费用	(25)	(24)	(8)	0
<b>流动负债合计</b>	<b>1185</b>	<b>1159</b>	<b>1386</b>	<b>1644</b>	少数股东损益	(0)	(2)	(3)	(4)
长期借款及应付债券	0	(230)	(230)	(230)	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>74</b>	<b>183</b>	<b>291</b>	<b>395</b>
其他长期负债	74	79	84	89					
<b>长期负债合计</b>	<b>74</b>	<b>(151)</b>	<b>(146)</b>	<b>(141)</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>1259</b>	<b>1007</b>	<b>1240</b>	<b>1503</b>	净利润	74	183	291	395
少数股东权益	2	1	(1)	(4)	资产减值准备	48	7	2	2
股东权益	3441	3551	3725	3962	折旧摊销	121	116	127	137
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4702</b>	<b>4559</b>	<b>4964</b>	<b>5461</b>	公允价值变动损失	(59)	0	0	0
					财务费用	(4)	(17)	(21)	(20)
关键财务与估值指标					营运资本变动	301	313	(270)	(293)
每股收益	0.16	0.39	0.61	0.83	其它	(48)	(8)	(4)	(5)
每股红利	0.00	0.16	0.25	0.33	<b>经营活动现金流</b>	<b>437</b>	<b>612</b>	<b>145</b>	<b>235</b>
每股净资产	7.27	7.51	7.87	8.38	资本开支	(246)	(161)	(161)	(161)
ROIC	18%	3%	8%	10%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	2%	5%	8%	10%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(280)</b>	<b>(161)</b>	<b>(161)</b>	<b>(161)</b>
毛利率	22%	23%	25%	26%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	12%	2%	5%	6%	负债净变化	0	(230)	0	0
EBITDA Margin	15%	5%	8%	9%	支付股利、利息	(0)	(73)	(116)	(158)
收入增长	-2%	4%	25%	22%	其它融资现金流	86	120	0	0
净利润增长率	348%	146%	58%	36%	<b>融资活动现金流</b>	<b>85</b>	<b>(183)</b>	<b>(116)</b>	<b>(158)</b>
资产负债率	27%	22%	25%	27%	<b>现金净变动</b>	<b>242</b>	<b>267</b>	<b>(132)</b>	<b>(84)</b>
息率	0.0%	0.6%	0.9%	1.2%	货币资金的期初余额	539	782	1049	917
P/E	170.1	69.1	43.6	32.1	货币资金的期末余额	782	1049	917	833
P/B	3.7	3.6	3.4	3.2	企业自由现金流	778	345	(85)	9
EV/EBITDA	26.6	75.1	40.9	30.6	权益自由现金流	864	254	(63)	28

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。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。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，我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。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032