

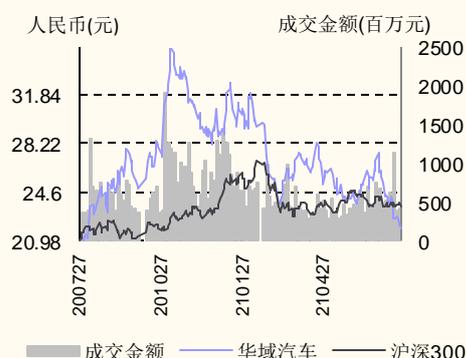
# 华域汽车 (600741.SH) 买入 (首次评级)

公司深度研究

市场价格 (人民币): 21.85 元  
 目标价格 (人民币): 27.09-27.09 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	31.53
已上市流通 A 股(亿股)	31.53
总市值(亿元)	688.87
年内股价最高最低(元)	35.35/20.98
沪深 300 指数	5089
上证指数	3550



## 电动化智能化行业领先，将受益于汽零补库存

### 公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	144,024	133,578	139,966	149,654	158,387
营业收入增长率	-8.36%	-7.25%	4.78%	6.92%	5.84%
归母净利润(百万元)	6,463	5,403	5,678	6,569	7,493
归母净利润增长率	-19.48%	-16.40%	5.08%	15.69%	14.07%
摊薄每股收益(元)	2.050	1.714	1.801	2.083	2.377
每股经营性现金流净额	2.88	2.75	3.36	3.86	4.42
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.08%	10.28%	10.15%	10.97%	11.64%
P/E	12.68	16.82	12.13	10.49	9.19
P/B	1.66	1.73	1.23	1.15	1.07

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- **国内汽车零部件龙头。**华域汽车是国内最大的汽车零部件企业之一，公司主营业务为内外饰件（仪表盘、座椅、车灯等）、金属成型与模具（主要车身骨架件）、功能件（空调压缩机、转向器等）、电子电器件（发电机、起动机等）、热加工件（缸盖等），其中内外饰占2020年收入的66%。
- **开拓电动化：扁线电机、电驱、电动压缩机、BMS等多项行业领先。**扁线电机方面，2017年实现国内首款成功批产，8层扁线电机在上汽ER6中实现批量供货，成功为大众MEB提供辅助驱动电机；电驱动方面，“三合一”电驱动获得大众MEB和通用汽车BEV3等全球定点；在新能源车热管理领域，公司电动压缩机2020年配套15.77万台，客户涵盖上汽、沃尔沃、广汽等；热泵空调2018年即实现对上汽荣威的配套。
- **拥抱智能化：车灯国内绝对龙头，线控制动、毫米波雷达实现国产突破。**旗下华域视觉是国内第一大车灯厂，技术前瞻，PML像素射灯+ISD智能交互灯光系统率先于高合汽车量产装车；线控制动领域，上海汇众17年研发出E-Booster 20年实现小批量向北汽新能源车供货；毫米波雷达方面，2020年77GHz毫米波雷达已经实现对乘用车的配套量产。
- **内外饰业务基本盘稳固。**公司内饰业务的主体是延锋汽车饰件，2020年收入占比63%，归母净利润占比44%，是公司业绩的基本盘，在绝大部分年份收入增速跑赢汽车行业和上汽集团。近几年延锋饰件不断收购外资股东持有的剩余股权，加强管理，提升盈利，并结合智能座舱实现升级。

### 盈利预测与投资建议

- 预计公司2021-2023年归母净利润分别为56.8/65.7/74.9亿元，对应EPS分别为1.8/2.1/2.4元/股。公司是在多个细分领域处于行业冠军或者领先水平，如车灯（国内第一）、内外饰（国内第一）等。公司将受益于芯片短缺缓解后汽车零部件的补库存，且在电动化智能化方面行业领先，对应2022年估值仅有10倍，给予公司2022年13倍PE，目标价27.09元，给予“买入”评级。此外，公司分红率在40%以上，股息率4%左右。

### 风险

- 原材料价格维持高位的风险；国内汽车销量和上汽集团销量增长不及预期的风险；芯片缓解进程低于预期的风险；人民币汇率波动的风险。

姚遥 分析师 SAC 执业编号: S1130512080001  
 (8621)61357595  
 yaoy@gjzq.com.cn

邱长伟 分析师 SAC 执业编号: S1130521010003  
 qiuchangwei@gjzq.com.cn

## 内容目录

国内汽车零部件龙头，积极布局电动化智能化 .....	4
开拓电动化，扁线电机、电驱、电动压缩机、BMS 等多项行业领先 .....	5
华域电动：扁铜线电机率先量产，打破外资垄断 .....	5
华域麦格纳：“三合一”电驱配套大众 MEB 平台，未来放量有望 .....	8
华域三电：空调压缩机市占率达 40%，18 年热泵空调率先量产 .....	9
拥抱智能化：车灯国内绝对龙头，线控制动、毫米波雷达实现国产突破 .....	11
车灯：国内规模和技术绝对龙头，独资后焕发活力 .....	11
线控制动：新能源车及自动驾驶必备，上海汇众已小批量供货 .....	12
毫米波雷达：国内率先量产，77GHz 产品实现乘用车配套 .....	14
内外饰及轻量化：内外饰基本盘稳固，铸造轻量化大势所趋 .....	16
内饰业务：基本盘稳固，结合智能座舱实现升级 .....	16
轻量化：铝铸件国内龙头，延伸至电池托盘、电机壳 .....	18
电动化智能化行业领先，将受益于汽零补库存 .....	19
复盘：14-18 年跑赢行业，具备一定 alpha 属性 .....	19
盈利预测和投资建议 .....	20
风险提示 .....	22

## 图表目录

图表 1：公司收入及变动情况 .....	4
图表 2：公司归母净利润及变动情况 .....	4
图表 3：公司子公司关于电动化智能化的布局 .....	4
图表 4：公司业务收入占比 .....	4
图表 5：公司归母净利润占比 .....	5
图表 6：公司各业务毛利率 .....	5
图表 7：公司来自上汽集团的收入约 55% .....	5
图表 8：圆线、扁线电机绕组方式不同 .....	6
图表 9：华域电动产品历程 .....	6
图表 10：4 层 Hair-Pin、8 层 Hair-Pin 电机结构图 .....	7
图表 11：4 层、8 层 Hair-Pin 电机、Model 3 功率密度与扭矩密度对比 .....	7
图表 12：扁线电机供应商 2019-2020 年 7 月装机量 .....	8
图表 13：低功率高度集成式电驱动系统 .....	9
图表 14：华域三电汽车空调有限公司股权结构 .....	9
图表 15：燃油车与电动车空调系统、热管理系统 .....	10
图表 16：空调压缩机各年销量及市占率 .....	10
图表 17：电动空调压缩机出货量 .....	10
图表 18：PTC 空调与热泵空调对比 .....	11
图表 19：低温实验环境下电动汽车热泵与 PTC 制热数据对比 .....	11

图表 20: 电空调与热管理产品出货量 (万件) .....	11
图表 21: 华域视觉收入规模稳居国内第一 (亿元) .....	12
图表 22: 全球车灯竞争格局 (2018 年) .....	12
图表 23: 高合 HiPhi X.....	12
图表 24: one-box 和 two-box 方案对比 .....	13
图表 25: 博世 i-Booster .....	13
图表 26: 线控制动主要供应商及产品 .....	14
图表 27: 不同 ADAS 传感器性能对比 .....	14
图表 28: 24GHz 与 77GHz 毫米波雷达性能对比 .....	15
图表 29: 2018 年全球毫米波雷达市场份额分布.....	15
图表 30: 2019 年前向 77Ghz 毫米波雷达市场份额.....	15
图表 31: 华域汽车毫米波雷达率先量产.....	16
图表 32: 公司内外饰板块营业收入 (亿元) .....	16
图表 33: 内外饰板块收入和利润占比.....	16
图表 34: 公司内外饰基本盘稳固, 跑赢行业.....	17
图表 35: 华域汽车内饰、座椅业务重大事件.....	17
图表 36: touchIN、XiM21S 产品图 .....	18
图表 37: 赛科利与同行收入对比 (亿元) .....	18
图表 38: 赛科利与同行毛利率对比.....	18
图表 39: 华域汽车与可比公司毛利率对比.....	19
图表 40: 华域汽车在 14-18 年呈现 alpha.....	19
图表 41: 华域汽车净利率趋势下行.....	19
图表 42: 公司 ROE 下降.....	20
图表 43: 公司营业周期增加 .....	20
图表 44: 华域汽车 PE band.....	20
图表 45: 公司盈利预测.....	20
图表 46: 可比公司估值表.....	22

## 国内汽车零部件龙头，积极布局电动化智能化

华域汽车是国内最大的汽车零部件企业之一，2009年通过资产重组的方式登陆资本市场。公司主营业务为内外饰件（仪表盘、座椅、车灯等）、金属成型与模具（主要车身骨架件）、功能件（空调压缩机、转向器等）、电子电器件（发电机、起动机等）、热加工件（缸盖等），2020年收入占比分别为66.43%、6.83%、18.14%、3.49%、0.4%。公司2020年实现收入1335.78亿元，归母净利润54.03亿元；2021年一季度，公司收入348.78亿元，同比增长45.49%，归母净利润12.92亿元，同比增长859.26%。

图表 1：公司收入及变动情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：公司归母净利润及变动情况



来源：公司公告，国金证券研究所

内外饰是公司主要收入来源，布局电动化、智能化且成果斐然。公司内外饰、金属成型与模具、功能件、电子电器件、热加工件占主营业务比重常年达65%、7%、20%、3%、0.5%，格局基本稳定。公司在原来业务基础上分别布局与新能源汽车相关的业务：延锋饰件、华域视觉负责智能座舱、智能车灯等业务，上海赛科利、华域皮尔博格有色零件（合营企业）、上海汇众分别承揽车身结构件、电池托盘、底盘等产品的轻量化；华域三电、上海马勒分别在空调系统、热管理系统实现突破；华域电动、延锋伟世通、华域麦格纳聚焦电机（扁线电机）、电池管理系统、电驱系统等业务。其中，华域视觉在车灯领域国内市占率第一，8层扁线电机实现批产，电驱动实现对大众MEB平台批量供货，77GHz前向毫米波雷达实现对乘用车配套量产，各细分领域均处于行业领先地位。

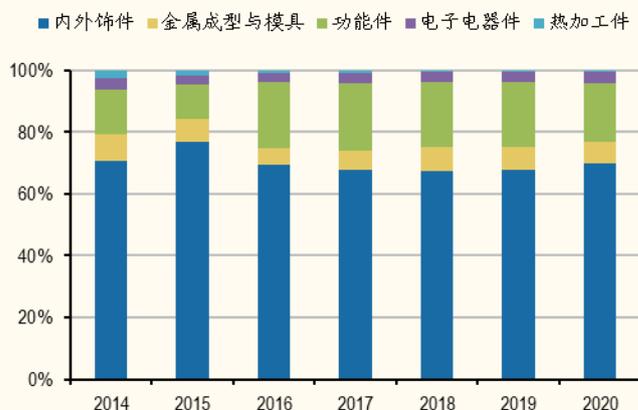
图表 3：公司子公司关于电动化智能化的布局



来源：公司公告，国金证券研究所

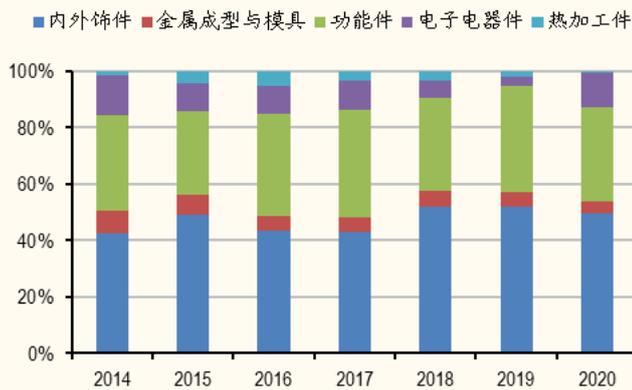
注：红色表示布局新能源汽车相关业务

图表 4：公司业务收入占比



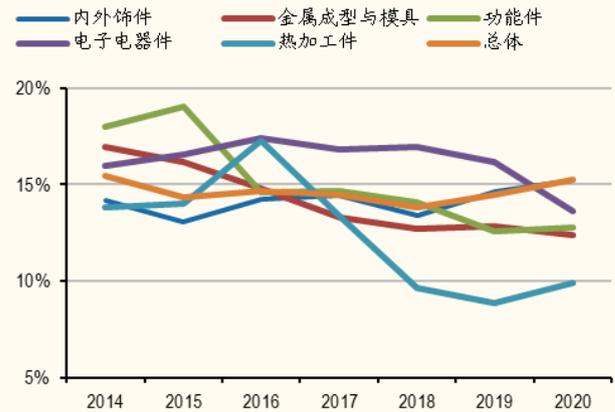
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5：公司归母净利润占比



来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：公司各业务毛利率



来源：Wind，国金证券研究所

公司控股股东为上汽集团，贡献公司约 55% 的收入。公司控股股东是上汽集团，持有公司 58.32% 的股份。依托上汽集团的资源优势，公司收入来自上汽集团的收入占比约 55% 左右，但得益于公司坚持的“中性化”战略（拓展大股东上汽集团外的业务市场），近三年呈现下降趋势。

图表 7：公司来自上汽集团的收入约 55%



来源：公司公告，国金证券研究所

## 开拓电动化，扁线电机、电驱、电动压缩机、BMS 等多项行业领先

### 华域电动：扁铜线电机率先量产，打破外资垄断

华域汽车电动系统有限公司是于 2011 年 3 月成立，由华域汽车、航天科工海鹰集团有限公司、航天江南集团有限公司分别持股 90%、6%、4%，主营研发、生产、销售各类车用电机及其控制系统的公司。目前自主研发了包括永磁同步电机 PMSM、电力电机箱 PEB 及助力转向电机 EPS 等多款新能源汽车核心零部件。

**HAIR-PIN（扁铜线）电机技术实现突破，槽满率提升 20%-30%。**传统圆线绕组电机的定子绕组采用的是多根细圆铜线的导线形态，而扁铜线电机则仅采用几根粗矩形导线。从截面来看，导线形态的改变本质上是将原来圆形并列而造成无法填满的空隙通过方块“田”字排列方式使得定子截面积得到充分利用，从而提升了 20%-30% 的槽满率，根据公式  $R = \rho l/s$ ，在电阻率和导线长度一定时，截面积越大，电阻阻值越小，根据焦耳定律  $Q = I^2 R$  可知，在电流一定时电阻越小，产生的热量也就越小。

扁铜线电机相对于传统的圆铜线电机有以下优点：1、槽满率提升，功率密度提升，用材更少，体积更小；2、散热与热传导性能提升，温度性能更好；3、电

磁噪音低；4、端部短，节省铜材，提升效率。

图表 8：圆线、扁线电机绕组方式不同

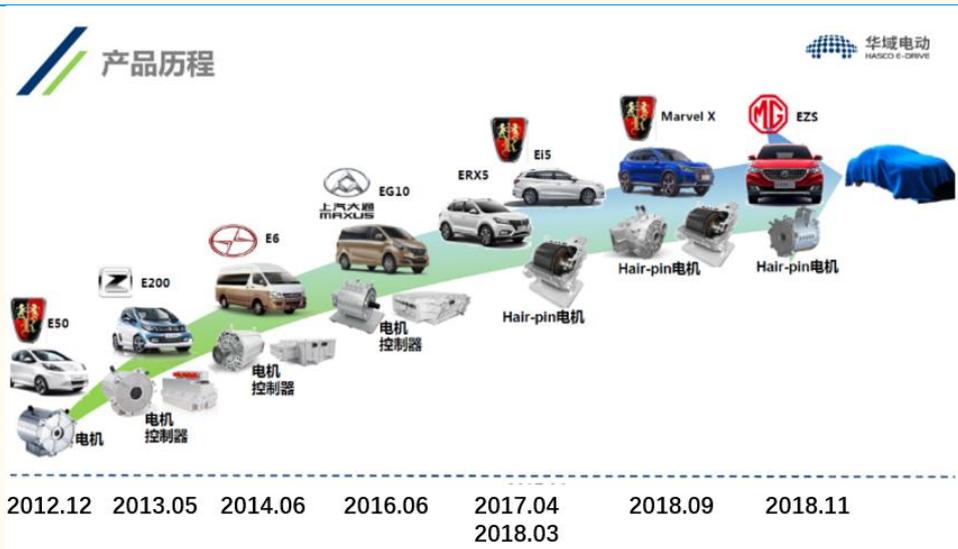


来源：绿芯之友、国金证券研究所

量产难点在于铜线质量、设备和工艺。扁线电机之所以没有得到广泛地应用主要原因还在于其对设计、铜线、工艺及设备都有较高的要求。以铜线和设备为例：粗铜材料具有一定弹性，弯折后有一定程度反弹，导致绝缘层容易产生缺口，因此对铜线的质量要求较高；扁线由于工序复杂、精度要求高，需要依赖专业的设备才能实现量产，而这种设备长期以来都被日本、意大利、德国等供应商把持，价格居高不下。

核心技术率先突破，并已成功量产。华域汽车在 13 年率先研制出 Hair-pin 技术，可以使整机功率密度从 2.5kw/kg 提升至 3kw/kg。为实现量产 14 年开始分别与材料供应商、设备供应商紧密配合，联合开发，从线型设计、成型参数以及检测方法各方面实现了技术攻关，最终完成设备设计与调试，实现了对国外工艺垄断的突破，在 2017 年 7 月实现国内首款扁铜线电机的成功批产，并在宝山工厂顺利投产，一次产线投入可以通过调整电机定子外径、铁芯长度以及绕组连接方式等以实现不同尺寸、不同电压及不同性能需求的产品共线生产。

图表 9：华域电动产品历程

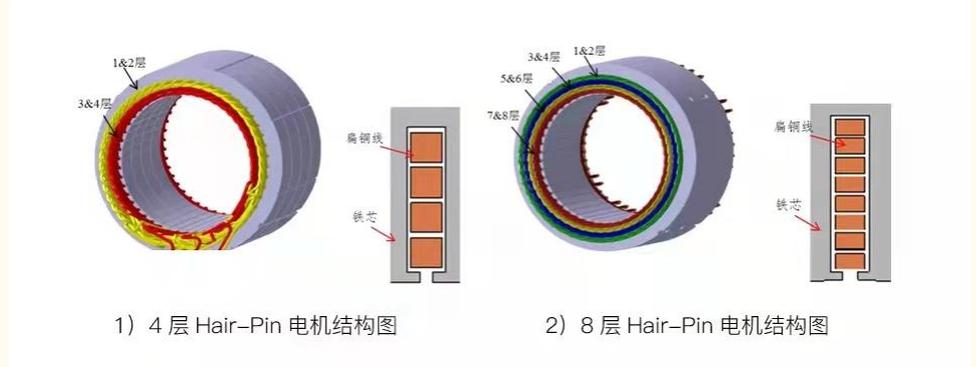


来源：公司官网、国金证券研究所

技术升级 8 层扁线电机量产，获得大众 MEB 平台批产。华域电动不断对产品进行升级，研制出高磁阻扭矩驱动电机技术、油冷及系统集成匹配等先进技术，于 2019 年 4 月实现了混动油冷“Hair-pin”电机在自主品牌中量产应用，该电

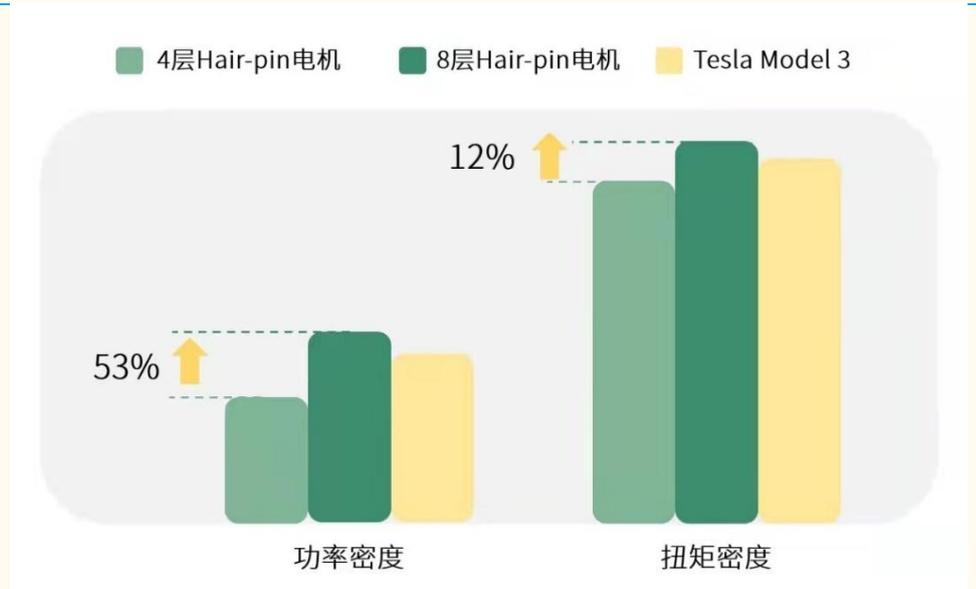
机具有超高功率密度，可有效控制 NVH（噪声、振动与声振），提高整车的舒适度。2020 年绕组技术也从原来的 2 层、4 层提升到了 8 层，与 4 代相比其功率密度进一步提升 53%，扭矩密度提升 12%。8 层扁线电机在上汽 ER6 中实现批量供货。全年累计销售 10 多万套驱动电机，并成功为德国大众全球电动车平台（MEB）批产供货辅助驱动电机。

图表 10：4 层 Hair-Pin、8 层 Hair-Pin 电机结构图



来源：绿芯之友、国金证券研究所

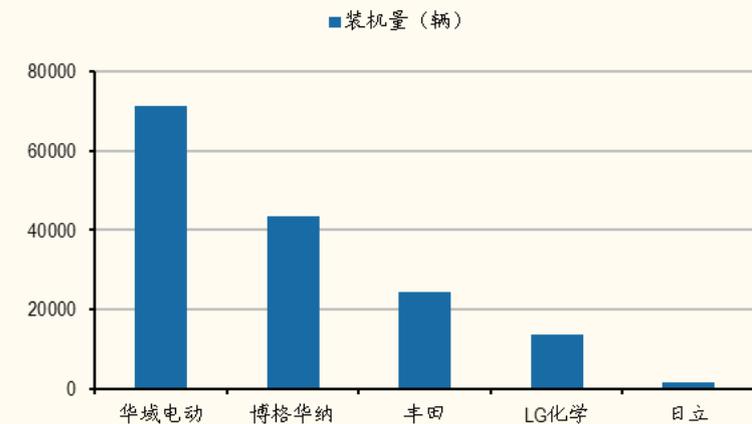
图表 11：4 层、8 层 Hair-Pin 电机、Model 3 功率密度与扭矩密度对比



来源：绿芯之友、国金证券研究所

电机峰值功率政策要求，扁线电机技术大势所趋。科技部《“新能源汽车”试点专项 2017 年度项目申报指南建议》对电机的考核指标为乘用车电机峰值功率密度 $\geq 4\text{kW/kg}$  ( $\geq 30$  秒)，连续功率密度 $\geq 2.5\text{kW/kg}$ ，电机最高效率 $\geq 96\%$ 。面对提升峰值功率的要求，扁线电机技术会是大势所趋，公司 2019-2020 年 7 月扁线电机累计装机量超 7 万台，远高于博格华纳、丰田、LG 化学、日立等头部企业，已抢占市场先机。

图表 12：扁线电机供应商 2019-2020 年 7 月装机量



来源：NE 时代、国金证券研究所

### 华域麦格纳：“三合一”电驱配套大众 MEB 平台，未来放量有望

华域麦格纳电驱动系统有限公司成立于 2017 年 10 月，华域汽车、麦格纳国际分别持有 50.1%、49.9% 的股份，公司主要从事设计、开发、制造、销售新能源汽车电驱动系统总成产品。麦格纳是全球排名前三的汽车零部件供应商，产品能力包括制造车身、底盘、外饰、座椅、动力总成、电子、主动驾驶辅助、镜像、闭锁及车顶系统等，在纯电动和插电混动车型开发到生产制造的产品和技术方面具有十多年的经验，在 2009-2018 年分别与福特、沃尔沃、宝马、捷豹合作开发福克斯 BEV（电机、电控单元、变速箱）、V60 及 S60PHEV（后轴驱动系统），宝马 530ePHEV 及捷豹 I-PACE BEV（整车代工）。

**“三合一”电驱动系统技术占用空间小，效率提升，有望成为主流技术路线。**  
“三合一”电驱系统技术是将电控、电机和减速器集成为一体的技术，由原各部件独立分布发展至电机与减速器“二合一”之后的新集成化电驱系统，由于零部件数量的减少以及更加紧凑的结构，导致占用空间与尺寸比初代分散式更小，系统整体耐用度与电驱系统功率密度提升，故障率也会下降。采用“三合一”集成化设计后，较小的部件间隙迫使厂商重新设计整个系统的散热，致使风冷/液冷冷却系统复杂化，极其考验厂商的技术和设计能力，除此之外还需要考虑润滑以及高转速带来的 NVH 等问题。故目前只有少数几家主机厂真正掌握了“三合一”电驱动系统技术，如比亚迪、特斯拉、麦格纳、采埃孚、博世等。

**配套大众 MEB 平台，电驱未来有望放量。**公司电驱动产品获得德国大众 MEB 和通用汽车 BEV3 等国际整车客户电驱动系统总成项目的全球定点。公司早在 2017 年就获得了大众 MEB 平台项目的定点意向，并于 2019 年 10 月完成首件电驱动系统总成在上海宝山区生产基地正式下线，意味着华域麦格纳具备 MEB 项目电驱动系统总成的批产能力，首期规划产能 30 万辆，在 2020 年 11 月该电驱动系统总成正式批量生产并且发往欧洲，首批供货大众跨界轿跑、奥迪和斯柯达等品牌纯电动四驱车型。以 ID.4 平台车型为例，华域麦格纳提供紧凑的前电机驱动系统，采用的是感应电机并集成高压逆变器和油冷装置以及带有辅轴的同轴式设计，最大功率为 76KW，整套系统的重量仅 55kg。

大众汽车计划至 2025 年，MEB 平台车型在全球范围内增长至 100 万台，将覆盖大众汽车集团旗下的 4 个品牌共 27 款车型，生命周期长达 8 年。华域麦格纳已具备相当的量产电驱动系统总成能力，加之麦格纳强大的技术能力作为背后支撑以保障公司紧跟技术前沿，未来公司电驱产品有望升级放量。

图表 13：低功率高度集成式电驱动系统

低功率高度集成式电驱动系统

低功率的高度集成式电驱动系统是一款为HEV和小型EV应用设计的强大装置。偏置体系结构包含一个异步电机或同步电机和一个集成的高电压逆变器。

技术参数

最大功率	76千瓦（持续60秒）
最大速度	13,500转/分钟
最大轮端扭矩	1,600牛米
逆变器	额定电压：360伏，76千瓦（持续30秒），350 A <sub>rms</sub>

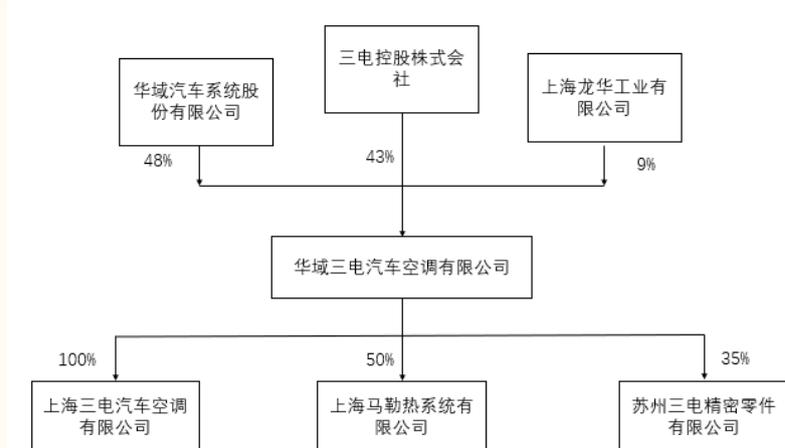


来源：公司官网、国金证券研究所

华域三电：空调压缩机市占率达40%，18年热泵空调率先量产

华域三电汽车空调有限公司以开发、生产汽车空调系统、发动机冷却系统（压缩机、蒸发箱、冷凝器、储液器、散热器等总成）及其零部件为主营业务，控股股东为华域汽车（48%的股权），三电控股株式会社、上海龙华工业分别持有公司43%、9%的股份。

图表 14：华域三电汽车空调有限公司股权结构

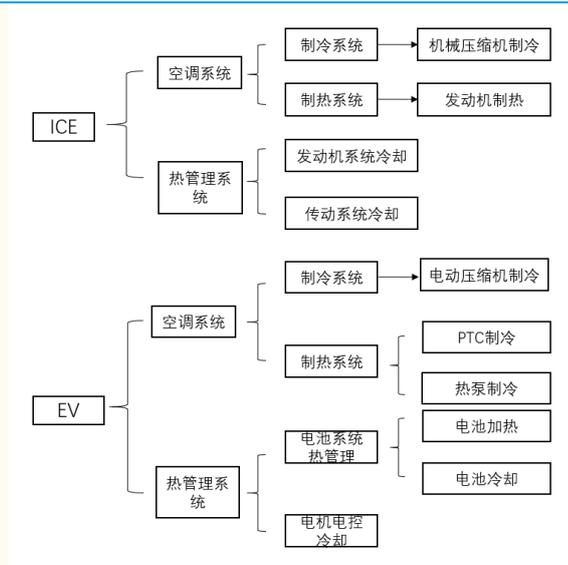


来源：公司官网、公司年报，国金证券研究所

涡轮式压缩机更适合高速电机使用，单车价值量更高，制冷效率更高。乘用车空调压缩机包括斜盘式、涡轮式和旋叶式：斜盘式压缩机主要应用于大排量乘用车，能耗较高，是复式压缩机的主导产品；涡旋式没有往复运动，效率较高，较之斜盘式压缩机成本更低，适合小排量车；旋叶式压缩机因其体积与重量小，在狭小的发动机舱内可以进行布局，更适合微型车。涡旋式压缩机的高效率、高转速承受力使它更好地与高速电机配合，并可以通过电控单元来调节电机速度以提高空调系统能效，单车价值约1600元。

电动压缩机成为新能源车必需。汽车空调压缩机虽然制冷的原理一致但驱动方式主要有三种：发动机带动的皮带机械式、皮带与电动机驱动兼顾的混合式、全电动压缩机。由于电动汽车通过动力电池驱动，压缩机缺少了原来传统燃油车的动力来源，只能在压缩机加装驱动电机才能继续发挥作用，这也是新能源汽车使用涡轮式压缩机的主要原因之一。相较于传统机械空调压缩机，电动空调压缩机虽然成本较高，但具有1、制冷效率高；2、电源直接驱动，震动小，噪音低；3、结构简单、体积小、重量轻、容积效率高；4、主机零件少、自动化程度高、故障率低等优点。

图表 15：燃油车与电动车空调系统、热管理系统



来源：New Energy Create Future、国金证券研究所

空调压缩机市占率近四成，电动压缩机市场份额有望提升。华域三电空调压缩机历年销量维持在 600 万件以上，近三年平均市占率为 38.17%。在电动压缩机领域，华域三电处于国内领先地位，2019、2020 年分别销售 20.8、15.77 万台，主要配套除上汽系的荣威 ERX5、荣威 e950 外，还配套沃尔沃 S90PHEV、广汽传祺 GS4、沃尔沃 XC60PHEV、长城 P8、大众朗逸 EV 等车型。随着新能源汽车不断推广，电动压缩机的市场份额有望快速提高。

图表 16：空调压缩机各年销量及市占率



来源：公司年报、中汽协，国金证券研究所

图表 17：电动空调压缩机出货量



来源：公司公告，国金证券研究所

热泵高效节能，低温环境的制热效率两倍于 PTC 空调。燃油车制热是由发动机冷却液提供，几乎不用消耗功率，而电动车主要有两种技术方案：PTC (Positive Temperature Coefficient) 与热泵，二者的最大区别在于 PTC 通过对热敏电阻发热制造热能，而热泵则是把热量从相对低温处 (车外) 搬到相对高温处 (车内)。冬季制热工况下，热泵制热效率 (COP) 是 PTC 的两倍，可以有效延长 20% 以上的续航里程。华域三电在热泵空调方面也不断获得突破，2018 年就实现了对荣威 Ei5 和 Marvel X 热泵空调系统的配套，成为国内首个实现热泵空调量产的公司。

图表 18: PTC 空调与热泵空调对比

方案	增量零部件	优势	劣势	应用车型
PTC 空调	电阻、陶瓷发热元件	适应低温、成本低	能耗高	Model X、Bolt、EC220、iEV6e
热泵空调	四通阀、电子膨胀阀等	高效节能	管路复杂、成本高	宝马 i3、丰田普锐斯、雷诺 ZOE、蔚来 ES6、荣威 Ei5、Model Y

来源：盖世汽车研究所、国金证券研究所

图表 19: 低温实验环境下电动汽车热泵与 PTC 制热数据对比

参数	-5		0		3	
	热泵	PTC	热泵	PTC	热泵	PTC
电流/A	5.9	7.1	5.35	5.42	5.1	5
功率/W	1750	3500	1350	3500	1354	3500
采暖/W	3050	3400	3200	3410	3250	3390
COP (制热效率)	1.73	0.97	2.37	0.974	2.4	0.968

来源：盖世汽车研究所、国金证券研究所

**上海马勒：发展迅猛，电池热管理系统产能已突破十万关卡。**上海马勒热系统有限公司是华域三电和德国马勒贝洱的合资公司，双方各持 50% 的股权，主要进行冷却模块、电池冷却器、低温散热器、冷凝器、水冷板等与电池热管理系统相关产品的研发、生产与销售，配套除上汽乘用车、上汽大众和上汽通用等上汽系客户外，还有沃尔沃、长城汽车、广汽集团、江铃汽车等整车厂，2020 年电动空调与热管理出货量达 10.81 万套。

图表 20: 电空调与热管理产品出货量 (万件)



来源：公司年报、国金证券研究所

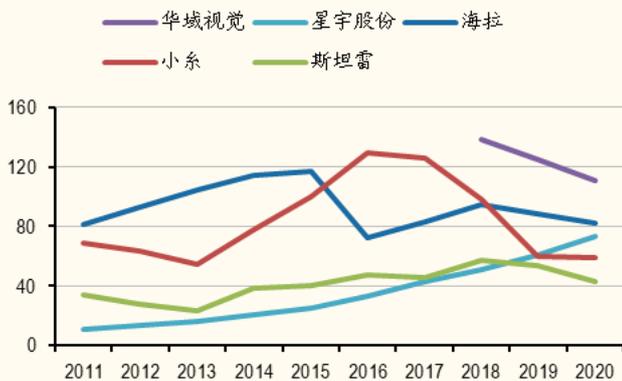
**拥抱智能化：车灯国内绝对龙头，线控制动、毫米波雷达实现国产突破**

**车灯：国内规模和技术绝对龙头，独资后焕发活力**

华域视觉是国内车灯绝对龙头，改制后焕发活力。华域视觉是国内车灯行业绝对龙头，2020 年实现收入 110 亿元，比行业第二名星宇股份高 50% (星宇股份 20 年收入 73.22 亿元)。华域视觉原为上海小糸，于 1989 年成立，原始股东为华域汽车、小糸制作所和丰田通商株式会社，持股分别为 50%、45% 和 5% 的股权。2017 年，华域汽车收购小糸制作所和丰田通商株式会社合计持有的

50%股权，华域视觉成为公司华域汽车全资子公司。华域视觉独资后，加快了对外订单获取，自 2018 年至今仅仅 3 年时间，凭借产品技术、质量优势，华域视觉接连斩获跨国巨头的订单，包括美国特斯拉、德国宝马、奥迪等多个知名品牌。不仅如此，公司还以值得信赖的品质与服务，在改制之后，以“一己之力”重新进入日本丰田的供应商名单中。2016 年，华域视觉收入 98 亿元，2018 年收入增加至 138 亿元。华域视觉的主要客户包括上汽大众，上汽通用，长安集团，一汽大众，上汽乘用车，东风日产，东风乘用车等。

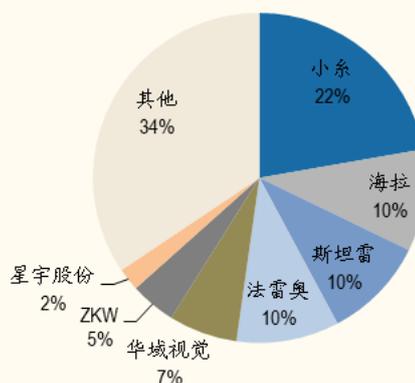
图表 21：华域视觉收入规模稳居国内第一（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

注：海拉为亚太地区收入；小系、斯坦雷为中国区收入

图表 22：全球车灯竞争格局（2018 年）



来源：产业信息网，国金证券研究所

华域视觉技术走在国内前列。从 2009 年奥迪 Q5 前灯双色配光镜模具的批量应用，再到 2013 年君越 E16LED 前雾灯以及 2016 年自适应远光全 LED 智能 MATRIX 大灯的批量生产配套，华域视觉开创了业内多项第一。华域视觉和华人运通联合开发全球首款可编程智能交互大灯，率先使用 PML 像素射灯+ISD 智能交互灯光系统，集智能车灯、智能投影合为一体，并能通过编程和空中升级不断迭代，搭载于高合 HiPhi X 上。

图表 23：高合 HiPhi X



来源：解读车行，国金证券研究所

### 线控制动：新能源车及自动驾驶必备，上海汇众已小批量供货

新能源车上电子制动替代真空助力泵。传统燃油车制动是利用真空助力泵（V-Booster）膜片两侧的压力差放大制动踏板力，推动制动油进入油管，由于加在密闭液体的压强会向液体的各个方向传递相同大小的力，驱使制动系活塞带动制动卡钳等部件工作实现制动。但纯电动车缺乏发动机进气歧管提供真空，采用电子真空泵 EVP（沿用传统液压制动系统，增加电子真空泵，由电机旋转产生真空，提供助力来源）和电子液压制动 EHB（放弃传统液压制动方案，电机

替代真空助力) 两种解决方案, 其中 EVP 方案底盘改动小, 在油改电、低端新能源车常见; EHB 方案噪音小, 体积小, 成本高, 底盘改动大, 主要用于高端新能源车。

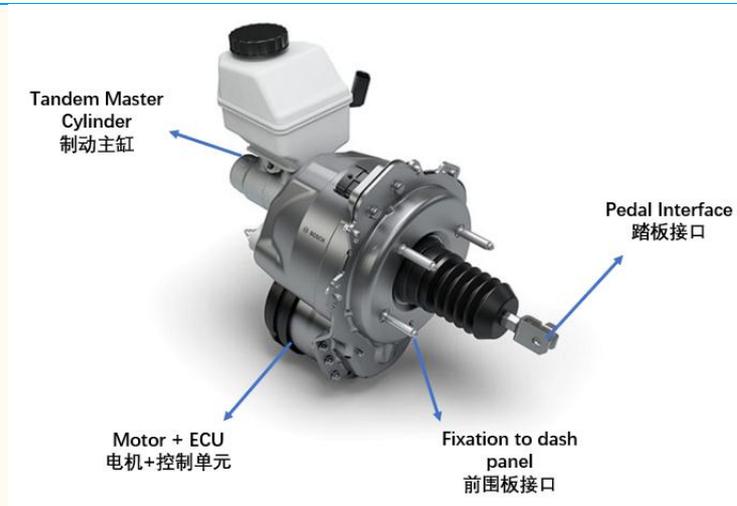
此外, 根据 EHB 系统是否集成了 ABS/ESP 又可分为 one-box (EHB 集成 ABS/ESP) 和 two-box (EHB 与 ABS/ESP 独立)。One-box 集成度高, 成本低, 能量回收效率更高, 但是复杂度更高, 需要解耦踏板。One-Box 较 Two-Box 性能上更具优势, 但 Two-Box 目前安全性更有保障。市场比较代表性的 two-box 产品包括博世的 iBooster+ESP 方案, one-box 产品包括博世的 IPB、大陆的 MK C1、采埃孚的 IBC 等。

图表 24: one-box 和 two-box 方案对比

	One-Box	Two-Box
定义	整体式: EHB 依了 ABS/ESP	分立式: EHB 与 ABS/ESP 独立
结构	1 个 ECU 1 个制动单元 (ECU 中集成了 ESP 等功能)	2 个 ECU 2 个制动单元 (需要协调 EHB ECU 与 ESP ECU)
成本	集成度高, 相对低	集成度低, 相对高
复杂度与安全性	高, 需要改造踏板 (踏板解耦) 由于踏板仅用于输入信号, 不作用于主缸, 而由传感器感受踏板力度带动电机推动活塞, 踏板感受需要软件调教, 可能有安全隐患	低, 不需要改造踏板 (踏板耦合) 踏板感更加真实与自然, 驾驶员能直观地感受到制动系统的变化, 并可由 ABS 回馈力感受刹车片的衰退等, 能减少安全隐患
能量回收	回收效率更高, 回馈制动减速度最高达 0.3g-0.5g	回收效率高, 回馈制动减速度最高达 0.3g
自动驾驶	本身满足自动驾驶对冗余的要求	搭配 ESP 满足自动驾驶对冗余的要求

来源: 佐思汽研, 国金证券研究所

图表 25: 博世 i-Booster



来源: 博世公司官网、国金证券研究所

线控制动国产供应商技术突破, 华域汽车已实现小批量供货。在传统制动领域如 ESC、EPB 等领域, 外资汽车零部件龙头公司如博世、大陆、采埃孚等几乎垄断了国内市场, 而国内企业经过多年的研发, 在线控制动领域加速追赶, 目前以伯特利、华域汽车 (上海汇众)、拓普集团等国内企业已经在线控制动领域取得突破。其中, 华域汽车旗下的上海汇众 17 年研发出 E-Booster 和主动蓄能器等产品并在 18、19 年获得北汽新能源、比亚迪定点, 20 年实现小批量向北汽新能源车供货。

图表 26：线控制动主要供应商及产品

厂商	产品名称	产品类型	量产时间	配套情况
博世	i Booster	Two-box	2013 年	保时捷 918、上汽大众新能源产品、通用 volt、特斯拉全系、荣威 Marvel X、荣威 Ei5、理想 ONE、领克 01/03 PHEV、蔚来全系、小鹏 P7、小鹏 G3 等
	IPB	One-box	2020 年	比亚迪汉、凯迪拉克 XT4
大陆	MKC1	One-box	2016 年	阿尔法罗密欧 Giulia、奥迪 e-tron、宝马 X5、
	EBB	Two-box		
采埃孚	IBC	One-box	2018 年	通用 K2XX 平台
舍弗勒	SPACE DRIVE	One-box	2018 年	大众、保时捷、艇也
伯特利	WCBS	One-box	2021 年	奇瑞、吉利等自主车企
汇众汽车	E-booster		2020 年	北汽新能源、比亚迪
拿森电子	N-booster	Two-box	2018 年	北汽新能源
英创汇智	E-booster	Two-box	2019 年	江淮-百度 Apollo 自动驾驶项目测试车改造
同驭汽车	EHB	One-box	-	-
拓普集团	IBS	Two-box		在研

来源：佐思汽研、国金证券研究所

### 毫米波雷达：国内率先量产，77GHz 产品实现乘用车配套

毫米波雷达测距远、性能稳定，能和摄像头很好地互补。毫米波雷达的突出特点在于探测距离远、性能稳定、价格适中，并且能很好地和摄像头进行互补（摄像头在恶劣天气下效果较差，而毫米波雷达受影响较小；摄像头测距算法复杂，远距离测距误差较大；毫米波雷达探测距离远且相对精准），是 L2 及以上级别自动驾驶的主要传感器。

图表 27：不同 ADAS 传感器性能对比

	摄像头	激光雷达	毫米波雷达	超声波雷达
优势	成本低、硬件技术成熟、分辨率极高	精度极高、分辨率高、抗干扰能力强	探测距离远、性能稳定（穿透烟雾灰尘能力强）、分辨率较高	成本低，近距离探测精度高，不受光线条件的影响
劣势	易受到恶劣天气影响，难以精准测距	成本高、雨雪大雾等恶劣天气使用受限制	感知行人能力弱，测量物体高度和宽度信息不准确，无法精准建模	探测距离短
成本	5M 像素 200 元	最低 5000-10000 元左右	前向 600-800 元，角雷达 300-400 元	几十元

来源：智能交通，国金证券研究所

**ADAS 渗透率提升驱动行业快速增长，2025 年国内空间 179 亿元。**毫米波雷达的搭载量最核心的驱动因素是 L2 及以上自动驾驶 ADAS 的渗透率提升。根据高工智能汽车的数据，2020 年，L0-2 级别 ADAS 搭载率约为 34%，其中 L2 级别 ADAS 搭载率为 12%。根据佐思汽研的数据，随着 ADAS 搭载率提升，国内毫米波雷达出货量快速增长，从 2016 年的 114 万颗，提升至 2020 年的 819 万颗，并预计 2025 年出货量将达到 3125 万颗，2021-2025 复合增速为 31%。我们从 2025 年不同级别的 ADAS 渗透率的假设出发，测算 2025 年国内毫米波雷达需求将达到 4259 万颗，假设平均单价 420 元，对应市场空间为 179 亿元。

**77GHz 性能更优，未来有望成为主流。**车用毫米波雷达的工作频段为 21.65-26.65GHz 和 76-81GHz，主流车毫米波雷达的工作频率是 24GHz、77 GHz 和 79 GHz 三个频段附近。频率越高，其波长越短，天线尺寸和体积也就越小。

所以高频段毫米波雷达具有更高的性能、更宽的带宽和更好的分辨率。鉴于77GHz的优秀性能，77GHz产品有望成为未来的主流产品。

图表 28：24GHz 与 77GHz 毫米波雷达性能比对

频率	24GHz	77GHz
探测距离	短距 SRR, 中距 MRR (中短距 50-70 米)	长距 LRR (200 米以上)
优点	1、探测角度大; 2、在中短距离中有明显优势; 3、成本较低	1、同时满足高传输功率和宽工作带宽,同时做到长距离探测和高距离分辨率; 2、在物体分辨率、测速和测距精确度有显著优势; 3、体积更小,波长不到 24GHz 的三分之一,收发天线面积减小
缺点	1、尺寸较大; 2、带宽及分辨率均不及 77GHz 毫米波雷达	1、传输损耗大,但探测的范围较 24GHz 小; 2、77GHz 雷达制作工艺要求高,芯片价格也更贵
车速上限	150km/h	250km/h
应用场景	盲区检测 BSD、车道偏离预警 LDW、车道保持辅助 LKA、泊车辅助 PA、变道辅助 LCA	自适应巡航 ACC、自动紧急制动 AEB、前向碰撞预警 FCW

来源：立鼎产业研究网、中为咨询，国金证券研究所

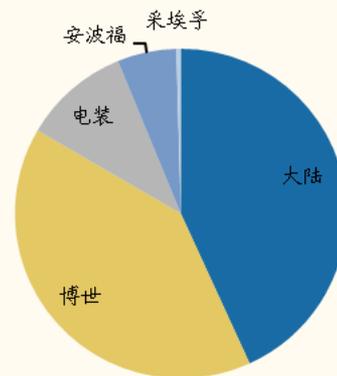
毫米波雷达国产化加快，华域汽车率先量产。国外早在上个世纪 70 年代开始研发汽车雷达，我国在毫米波雷达方面起步较晚，加之技术领先的国家对我国采取技术封锁的措施，毫米波雷达市场基本被国外巨头企业垄断，博世、大陆、海拉、富士通天、电装合计占到全球 68% 的市场份额，在国内 77GHz 毫米波雷达市场，博世、大陆和电装更是占据了 94% 的市场份额。华域汽车 2011 年开始进行毫米波雷达的研发，在 17 年实现 24GHz 毫米波雷达量产。2020 年华域汽车的 77GHz 毫米波雷达已经实现对乘用车的配套量产，基于前向雷达和前视摄像头（1R1V）融合方案已完成长距离道路测试。

图表 29：2018 年全球毫米波雷达市场份额分布



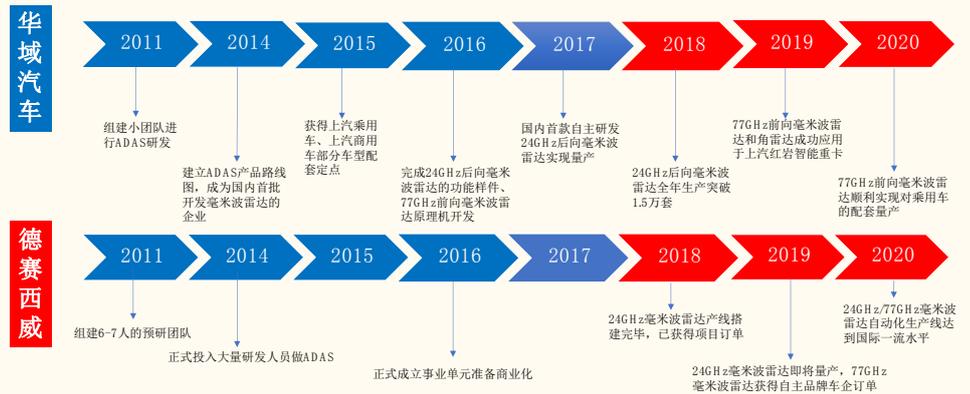
来源：OFweek，国金证券研究所

图表 30：2019 年前向 77GHz 毫米波雷达市场份额



来源：高工智能汽车，国金证券研究所

图表 31：华域汽车毫米波雷达率先量产



来源：德赛西威公告、华域汽车公告，国金证券研究所

### 内外饰及轻量化：内外饰基本盘稳固，铸造轻量化大势所趋

#### 内饰业务：基本盘稳固，结合智能座舱实现升级

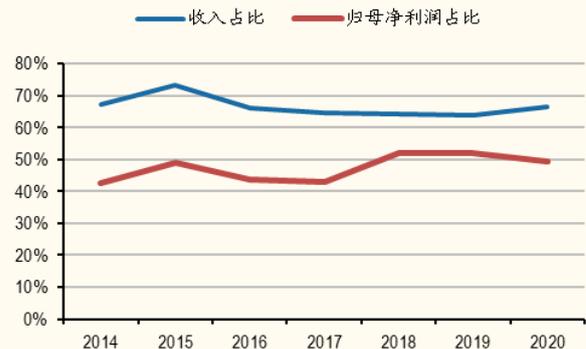
延锋饰件占公司收入六成，不断收购外资剩余股权。华域汽车内饰业务的主体是延锋汽车饰件系统有限公司，2020年公司收入844亿元，占华域汽车收入的63%；2020年公司实现净利润23.8亿元，占公司2020年归母净利润的44%。延锋饰件原为华域汽车和美国伟世通50:50合资，2013年华域汽车收购美国伟世通持有的50%股权，实现对延锋饰件的100%控股。延锋饰件下属子公司延锋内饰，原为延锋饰件和江森自控70:30合资，2020年延锋饰件收购另外30%的股权，实现对延锋内饰的100%控股。延锋饰件另外一个下属公司延锋安道拓，主要为座椅业务，原为延锋饰件和安道拓的合资公司（股比分别为50.01%和49.99%），2021年3月，延锋饰件拟收购剩余股权，实现对延锋安道拓的100%控股。公司内外饰业务稳固，在绝大部分年份收入增速跑赢汽车行业和上汽集团。

图表 32：公司内外饰板块营业收入（亿元）



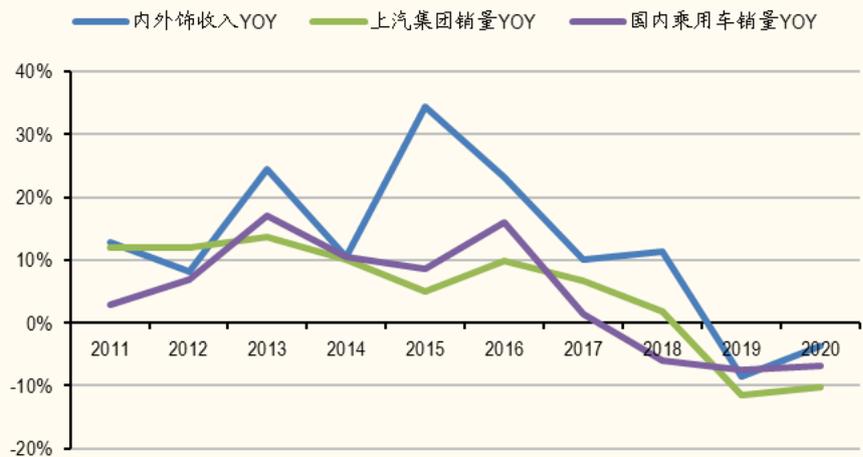
来源：Wind，国金证券研究所

图表 33：内外饰板块收入和利润占比



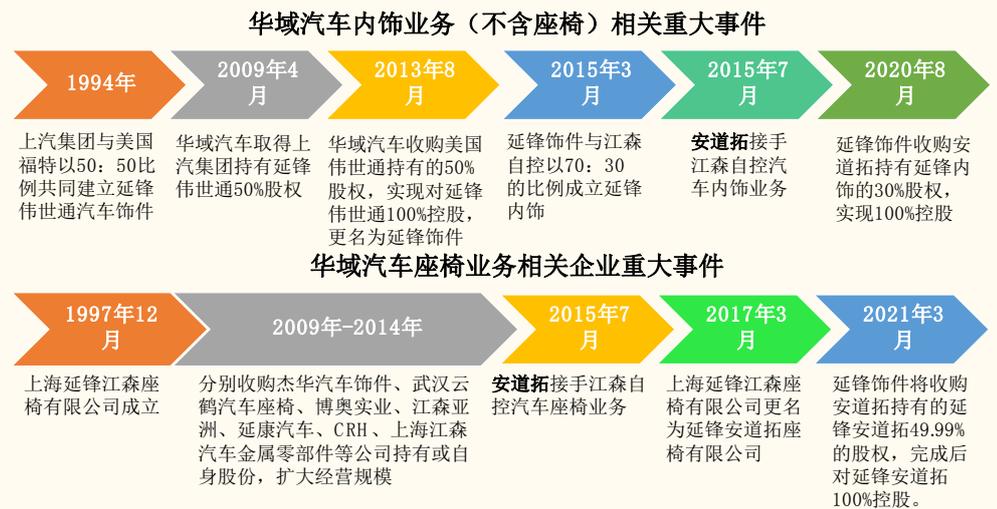
来源：Wind，国金证券研究所

图表 34：公司内外饰基本盘稳固，跑赢行业



来源：Wind，国金证券研究所

图表 35：华域汽车内饰、座椅业务重大事件



来源：公司公告，国金证券研究所

**ID16、XiM17、XiM18、touchIN、XiM20、XiM21S 多款智能座舱概念车带动内饰产品更新换代。**ID16 首次于 2016 年 3 月亮相，融入了 30 项创新产品，从彩色 LED 发光二极管、采用精良皮衬技术的仪表板再到功能性可加热扶手与有孔皮革的车门内饰衬板，都是对原来内饰产品的升级；touchIN 搭载环抱型仪表板、智能扶手、陶瓷饰条、发光表皮等产品，使内饰更具豪华感；最新款 XiM21S 聚焦乘员乘坐体验，在六个维度迭代升级功能设计：业界最长行程滑轨、零重力座椅、一体化方向盘、智能表面、智能开关、全球首创的副仪表板集成屏。随着智能座舱不断升级，内饰整体的单车价值量也会不断提升。

图表 36: touchIN、XiM21S 产品图

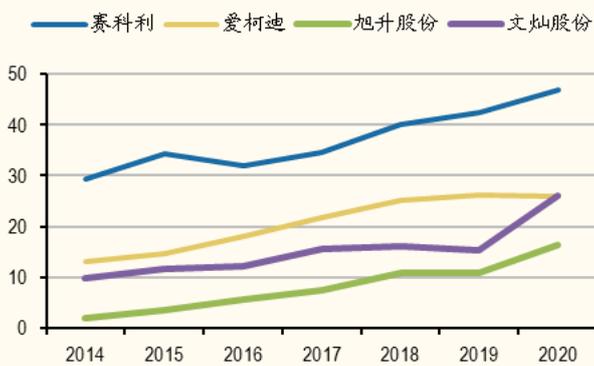


来源：公司官网、国金证券研究所

轻量化：铝铸件国内龙头，延伸至电池托盘、电机壳

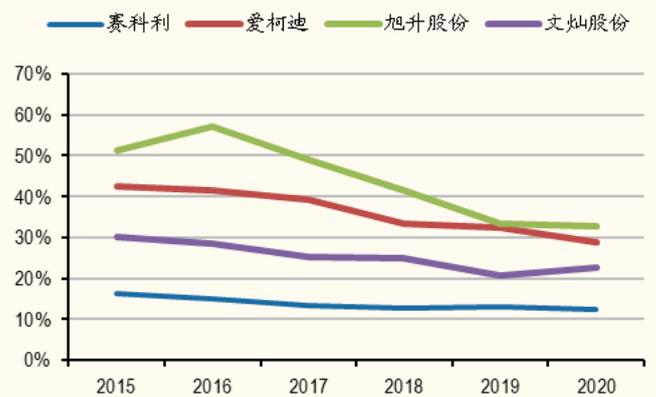
赛科利营收规模行业领先，毛利率较低。上海赛科利汽车模具技术应用有限公司成立于 2004 年，是以设计、制作和生产汽车模具及其应用产品为主营业务的合资公司，其中华域汽车持有公司 75% 的股权，上海汽车工业香港有限公司持有 25%。2020 年赛科利的营业收入 46.8 亿元，最近 3 年的收入复合增速为 11%，收入规模远超过铝铸件企业爱柯迪、旭升股份、文灿股份等。毛利率来看，赛科利的毛利率低于同行，主要是赛科利是上汽集团的孙公司，内部结算机制压低了毛利率，但与此同时带来了较低的销售费用，从华域汽车公司整体而言，公司销售费用率仅为 1.3% 左右，远低于爱柯迪、文灿股份等的 4% 左右的销售费用率。

图表 37: 赛科利与同行收入对比 (亿元)



来源：公司公告，国金证券研究所

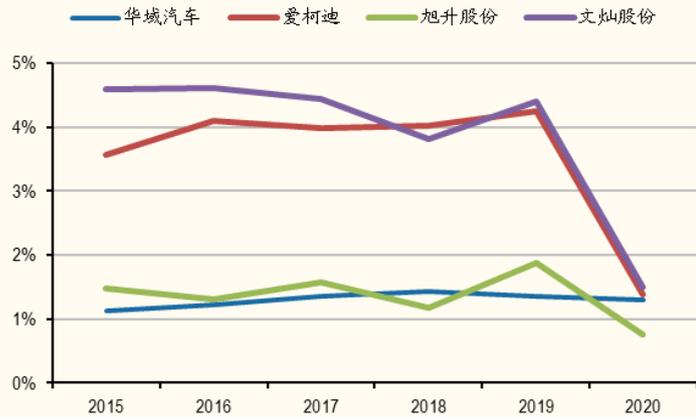
图表 38: 赛科利与同行毛利率对比



来源：公司公告，国金证券研究所

注：赛科利毛利率以公司金属成型与模具的毛利率近似

图表 39：华域汽车与可比公司毛利率对比



来源：公司公告，国金证券研究所

**铝铸件技术先进且全面，电池托盘、电机壳有望放量。**华域皮尔博格有色零部件（上海）有限公司于 2001 年 2 月成立，是华域汽车与德国莱茵金属汽车各自持有 50% 股权的合资企业，主要生产气缸体、汽缸盖、底盘零件和新能源汽车电池托盘、电机壳等零件。电池托盘需要采用超大型压铸设备和特殊的热处理工艺，具有一定的难度。电机壳则具有结构复杂、成型难度高的特点，需要采用低压砂型铸造与合箱加工等复杂工艺，公司采用先进的 3D 打印技术以制造砂芯，既降低试制成本，也缩短了研发周期。公司也具备批量供货能力：20 年配套电池托盘 3.5 万件，同比增加 53.51%，配套电机壳体 0.85 万套。

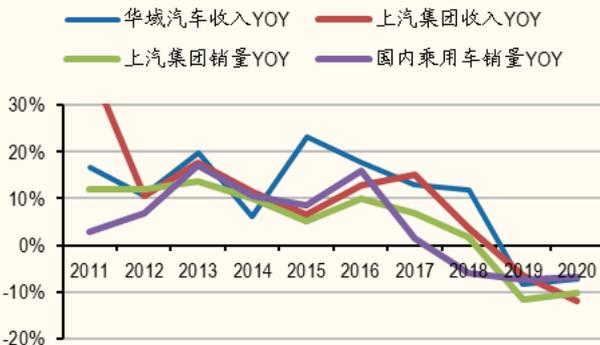
**电动化智能化行业领先，将受益于汽零补库存**

**复盘：14-18 年跑赢行业，具备一定 alpha 属性**

复盘公司过去 10 年的经营情况，相对于汽车行业和上汽集团，公司收入增长表现出一定的 alpha 属性，尤其是在 14-18 年，公司收入复合增速达 21%，而同期上汽集团收入复合增速为 9%、行业销量复合增速为 5%。

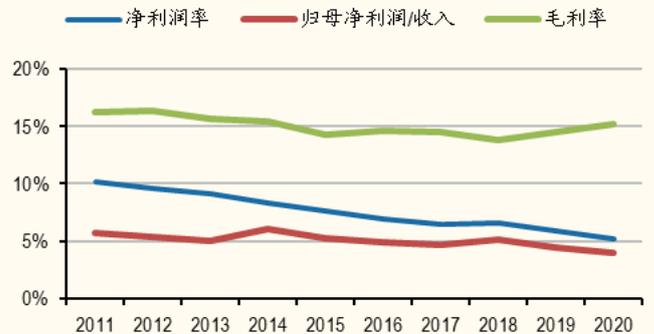
但随着公司收入规模扩大以及 2018-2020 年的汽车销量下滑，公司毛利率和净利率呈现下降趋势，净利率从 2011 年的 10% 下降至 2020 年的 5.2%；此外，公司存货周转天数从 2016 年的 22 天提升至 2020 年的 48 天，应收账款周转天数也有小幅上行，带动公司总资产周转率从 16 年的 1.34 下降至 2020 年的 0.92。净利率和资产周转率的下行，拉动公司 ROE 水平从 2015 年的 19% 下降至 2020 年的 10.6%。

图表 40：华域汽车在 14-18 年呈现 alpha



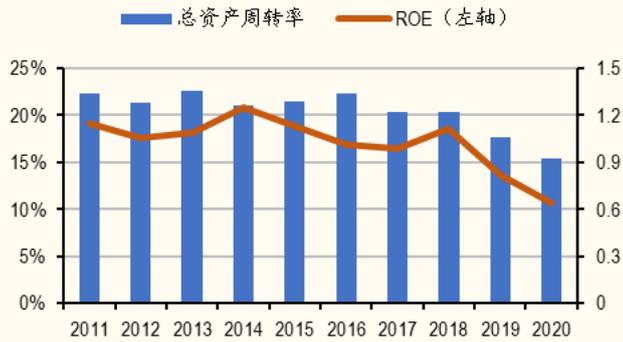
来源：Wind，国金证券研究所

图表 41：华域汽车净利率趋势下行



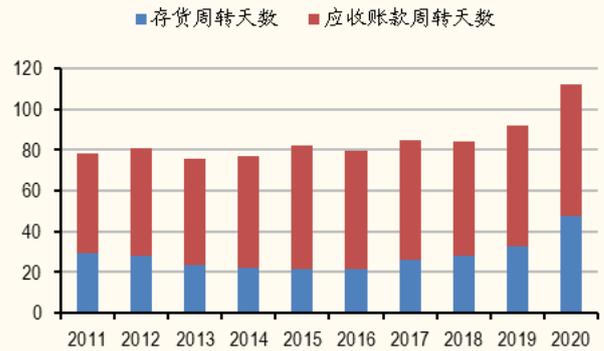
来源：Wind，国金证券研究所

图表 42: 公司 ROE 下降



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 43: 公司营业周期增加



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 44: 华域汽车 PE band



来源: Wind, 国金证券研究所

盈利预测和投资建议

核心假设

1、假设考虑到上半年行业乘用车销量和上汽集团销量同比增速分别为 27%和 12%，我们预计 2021 年行业销量增速和上汽集团销量增速分别为 6.9%和 -0.6%，2022 年和 2023 年行业销量增速和上汽集团销量增速分别为 5%和 4%左右。考虑到汽车零部件行业补库存及公司的竞争优势，假设公司主要业务板块收入增速小幅跑赢行业。

2、2021 年受原材料上涨、缺芯等因素影响，公司毛利率比 2020 年有所下滑；2022-2023 年公司毛利率实现回升。

图表 45: 公司盈利预测

产品种类	项目	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
行业销量	YOY	1%	-4%	-10%	-6%	6.9%	5.4%	4%
上汽集团销量	YOY	7%	2%	-12%	-10%	-0.6%	5.2%	4%
	营业收入	90,433	100,686	92,024	88,731	93,168	100,156	106,165
内外饰件	YOY	10%	11%	-9%	-4%	5.0%	7.5%	6.0%
	营业成本	77,357	87,184	78,544	75,248	79,845	85,633	90,665

	毛利率	14.46%	13.41%	14.65%	15.20%	14.30%	14.50%	14.60%
金属成型 与模具	营业收入	8,215	11,212	9,678	9,127	9,401	10,059	10,562
	YOY	25%	36%	-14%	-6%	3.0%	7.0%	5.0%
	营业成本	7,121	9,785	8,434	7,999	8,273	8,801	9,220
	毛利率	13.32%	12.73%	12.85%	12.36%	12.00%	12.50%	12.70%
功能件	营业收入	29,059	31,565	28,444	24,227	25,439	26,711	28,046
	YOY	14%	9%	-10%	-15%	5.0%	5.0%	5.0%
	营业成本	24,803	27,118	24,869	21,136	22,335	23,238	24,260
	毛利率	14.65%	14.09%	12.57%	12.76%	12.20%	13.00%	13.50%
电子电器 件	营业收入	4,242	4,715	4,620	4,668	5,134	5,905	6,790
	YOY	30%	11%	-2%	1%	10.0%	15.0%	15.0%
	营业成本	3,529	3,916	3,873	4,033	4,518	4,960	5,636
	毛利率	16.80%	16.94%	16.16%	13.60%	12.00%	16.00%	17.00%
热加工件	营业收入	1,012	890	712	532	532	532	532
	YOY	-6%	-12%	-20%	-25%	0.0%	0.0%	0.0%
	营业成本	877	804	649	479	489	478	478
	毛利率	13.38%	9.63%	8.83%	9.93%	8.00%	10.00%	10.00%
其他业务	营业收入	7,527	8,103	8,546	6,293	6,293	6,293	6,293
	营业成本	6,474	6,677	6,825	4,339	4,339	4,339	4,339
	毛利率	13.99%	17.60%	20.14%	31.05%	31.05%	31.05%	31.05%
总体	营业收入	140,487	157,170	144,024	133,578	139,966	149,654	158,387
	YOY	13%	12%	-8%	-7%	5%	7%	6%
	营业成本	120,160	135,484	123,195	113,233	119,799	127,450	134,599
	毛利	20,327	21,686	20,828	20,345	20,167	22,204	23,789
	YOY	11.6%	6.7%	-4.0%	-2.3%	-0.9%	10.1%	7.1%
	毛利率	14.47%	13.80%	14.46%	15.23%	14.41%	14.84%	15.02%

来源: Wind, 国金证券研究所

预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 56.8/65.7/74.9 亿元, 同比分别增长 5%、16%和 14%, 对应 EPS 分别为 1.8/2.1/2.4 元/每股。公司是国内汽车零部件龙头, 多个细分领域处于行业冠军或者领先水平, 如车灯(国内第一)、内外饰(国内第一)等。在电动化和智能化的背景下, 公司积极开拓电动化智能化业务, 成果斐然, 在**电动化领域**, 公司扁线电机率先量产并获得配套大众 MEB 平台、上汽 ER6 等; “三合一”电驱动实现配套大众 MEB 平台和通用汽车 BEV3 平台; 在新能源车热管理领域, 公司电动压缩机 2020 年配套 15.77 万台, 客户涵盖上汽、沃尔沃、广汽等; 热泵空调 2018 年即实现对上汽荣威的配套。在**智能化方面**, 旗下华域视觉是国内第一大车灯厂, 技术前瞻, PML 像素射灯+ISD 智能交互灯光系统于高合汽车率先量产; 线控制动领域, 上海汇众 17 年研发出 E-Booster 20 年实现小批量向北汽新能源车供货; 毫米波雷达方面, 在 17 年实现 24GHz 毫米波雷达量产, 2020 年 77GHz 毫米波雷达已经实现对乘用车的配套量产。公司将受益于芯片短缺缓解后汽车零部件的补库存, 且在电动化智能化方面行业领先, 对应 2022 年估值仅有 10 倍, 给予公司 2022 年 13 倍 PE, 目标价 27.09 元, 给予“买入”评级。此外, 公司分红率在 40%以上, 股息率 4%左右。

**图表 46：可比公司估值表**

	市值 (亿元)	PE					净利润 (亿元)					净利润增速			
		2019	2020	2021E	2022E	2023E	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
福耀玻璃	1,250	20	44	32	26	21	29.0	26.0	39.2	48.9	58.4	-10%	51%	25%	20%
宁波华翔	133	10	11	12	10	9	9.8	8.5	11.4	13.6	15.5	-13%	34%	19%	14%
新泉股份	140	23	42	35	25	20	1.8	2.6	3.9	5.5	6.9	41%	53%	40%	25%
继峰股份	99	28		20	14	11	3.0	-2.6	4.9	6.9	8.8			40%	28%
行业中位数		22	42	26	20	16									
华域汽车	689	13	17	12	10	9	64.6	54.0	56.8	65.7	74.9	-16%	5%	16%	14%

来源：Wind，国金证券研究所

### 风险提示

原材料价格维持高位且下游无法顺价的风险

2021 年以来，沪铝价格指数上涨 25%，热卷价格指数上涨 31%，原材料价格上涨较多，如果原材料价格维持高位，且下游无法顺价或者，毛利率面临下行的风险。

国内汽车销量增长不及预期的风险

中汽协最新预计 2021 年汽车总销量为 2700 万辆，同比增长 6.7%；若下半年国内汽车销量增长不及预期，将给公司的出货量带来不利影响。

上汽集团汽车销量增长不及预期的风险

公司收入来自上汽集团的收入占比约 55%左右，若上汽集团汽车销量增长不及预期，公司的收入也随之受影响。

芯片短缺情况缓解进程低于预期的风险

乘联会 6 月 30 日预计 7 月开始的芯片供给明显改善，8 月就应该有明显的生产端体现，9 月随着更多产能的释放，芯片问题应该基本解决。若芯片短缺情况缓解进程低于预期，则整体行业汽车生产恢复将延期，给公司零部件的排产量也相应减少，影响公司产品的出货量。

汇率波动的风险

公司近 5 年海外收入占比约 20%，人民币汇率波动将给公司收入和盈利带来波动。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
<b>主营业务收入</b>	<b>157,170</b>	<b>144,024</b>	<b>133,578</b>	<b>139,966</b>	<b>149,654</b>	<b>158,387</b>	货币资金	30,431	32,839	36,251	39,561	41,933	48,372	
增长率	-8.4%	-7.3%	4.8%	6.9%	5.8%		应收账款	35,964	36,459	36,076	34,608	37,003	39,163	
<b>主营业务成本</b>	<b>-135,484</b>	<b>-123,195</b>	<b>-113,233</b>	<b>-119,799</b>	<b>-127,450</b>	<b>-134,599</b>	存货	11,412	11,116	18,822	14,622	15,399	16,097	
%销售收入	86.2%	85.5%	84.8%	85.6%	85.2%	85.0%	其他流动资产	3,094	3,102	2,779	2,719	2,765	2,808	
<b>毛利</b>	<b>21,686</b>	<b>20,828</b>	<b>20,345</b>	<b>20,167</b>	<b>22,204</b>	<b>23,789</b>	流动资产	80,901	83,517	93,928	91,510	97,100	106,439	
%销售收入	13.8%	14.5%	15.2%	14.4%	14.8%	15.0%	%总资产	60.5%	60.0%	62.4%	61.0%	61.5%	62.9%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-567</b>	<b>-493</b>	<b>-483</b>	<b>-700</b>	<b>-748</b>	<b>-792</b>	长期投资	17,210	18,826	17,945	18,900	19,760	20,625	
%销售收入	0.4%	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	25,129	25,819	26,989	27,656	28,361	28,929	
<b>销售费用</b>	<b>-2,238</b>	<b>-1,961</b>	<b>-1,739</b>	<b>-1,680</b>	<b>-1,796</b>	<b>-1,742</b>	%总资产	18.8%	18.6%	17.9%	18.4%	18.0%	17.1%	
%销售收入	1.4%	1.4%	1.3%	1.2%	1.2%	1.1%	无形资产	5,237	5,819	6,041	6,651	7,230	7,777	
<b>管理费用</b>	<b>-8,161</b>	<b>-8,031</b>	<b>-8,252</b>	<b>-8,398</b>	<b>-8,979</b>	<b>-9,345</b>	非流动资产	52,786	55,611	56,508	58,607	60,751	62,731	
%销售收入	5.2%	5.6%	6.2%	6.0%	6.0%	5.9%	%总资产	39.5%	40.0%	37.6%	39.0%	38.5%	37.1%	
<b>研发费用</b>	<b>-5,133</b>	<b>-5,265</b>	<b>-5,573</b>	<b>-5,599</b>	<b>-5,986</b>	<b>-6,335</b>	<b>资产总计</b>	<b>133,687</b>	<b>139,127</b>	<b>150,436</b>	<b>150,117</b>	<b>157,850</b>	<b>169,170</b>	
%销售收入	3.3%	3.7%	4.2%	4.0%	4.0%	4.0%	短期借款	6,506	7,587	9,263	9,372	6,669	7,290	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>5,587</b>	<b>5,079</b>	<b>4,297</b>	<b>3,791</b>	<b>4,694</b>	<b>5,574</b>	应付款项	55,711	56,409	60,225	57,230	60,890	64,288	
%销售收入	3.6%	3.5%	3.2%	2.7%	3.1%	3.5%	其他流动负债	5,862	5,872	15,225	13,815	14,836	15,776	
<b>财务费用</b>	<b>115</b>	<b>57</b>	<b>-38</b>	<b>42</b>	<b>-9</b>	<b>11</b>	流动负债	68,078	69,869	84,713	80,417	82,394	87,355	
%销售收入	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	长期贷款	4,315	3,816	2,726	2,726	2,726	2,726	
<b>资产减值损失</b>	<b>-257</b>	<b>407</b>	<b>402</b>	<b>-148</b>	<b>-167</b>	<b>-184</b>	其他长期负债	6,666	6,742	4,809	3,879	4,044	4,093	
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	负债	79,059	80,426	92,248	87,023	89,164	94,173	
<b>投资收益</b>	<b>5,065</b>	<b>3,809</b>	<b>3,575</b>	<b>3,790</b>	<b>4,093</b>	<b>4,420</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>45,364</b>	<b>49,423</b>	<b>52,539</b>	<b>55,945</b>	<b>59,887</b>	<b>64,382</b>	
%税前利润	44.0%	40.4%	45.0%	47.5%	44.8%	42.7%	其中：股本	3,153	3,153	3,153	3,153	3,153	3,153	
<b>营业利润</b>	<b>10,966</b>	<b>9,157</b>	<b>7,919</b>	<b>7,955</b>	<b>9,112</b>	<b>10,322</b>	未分配利润	25,480	28,141	30,251	33,657	37,599	42,094	
营业利润率	7.0%	6.4%	5.9%	5.7%	6.1%	6.5%	少数股东权益	9,263	9,279	5,649	7,149	8,799	10,614	
<b>营业外收支</b>	<b>556</b>	<b>278</b>	<b>21</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>133,687</b>	<b>139,127</b>	<b>150,436</b>	<b>150,117</b>	<b>157,850</b>	<b>169,170</b>	
<b>税前利润</b>	<b>11,522</b>	<b>9,435</b>	<b>7,940</b>	<b>7,975</b>	<b>9,132</b>	<b>10,342</b>	<b>比率分析</b>		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
利润率	7.3%	6.6%	5.9%	5.7%	6.1%	6.5%	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>-1,077</b>	<b>-919</b>	<b>-962</b>	<b>-798</b>	<b>-913</b>	<b>-1,034</b>	每股收益	2.546	2.050	1.714	1.801	2.083	2.377	
所得税率	9.3%	9.7%	12.1%	10.0%	10.0%	10.0%	每股净资产	14.389	15.676	16.665	17.745	18.995	20.421	
<b>净利润</b>	<b>10,446</b>	<b>8,516</b>	<b>6,978</b>	<b>7,178</b>	<b>8,219</b>	<b>9,308</b>	每股经营现金净流	2.974	2.878	2.745	3.357	3.864	4.418	
少数股东损益	2,418	2,053	1,575	1,500	1,650	1,815	每股股利	1.050	0.850	0.750	0.720	0.833	0.951	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>8,027</b>	<b>6,463</b>	<b>5,403</b>	<b>5,678</b>	<b>6,569</b>	<b>7,493</b>	<b>回报率</b>							
净利率	5.1%	4.5%	4.0%	4.1%	4.4%	4.7%	净资产收益率	17.69%	13.08%	10.28%	10.15%	10.97%	11.64%	
							总资产收益率	6.00%	4.65%	3.59%	3.78%	4.16%	4.43%	
							投入资本收益率	7.59%	6.41%	5.26%	4.45%	5.31%	5.81%	
							<b>增长率</b>							
							主营业务收入增长率	11.88%	-8.36%	-7.25%	4.78%	6.92%	5.84%	
							EBIT增长率	-8.25%	-9.09%	-15.40%	-11.79%	23.83%	18.74%	
							净利润增长率	22.48%	-19.48%	-16.40%	5.08%	15.69%	14.07%	
							总资产增长率	8.36%	4.07%	8.13%	-0.21%	5.15%	7.17%	
							<b>资产管理能力</b>							
							应收账款周转天数	56.6	59.8	65.4	60.0	60.0	60.0	
							存货周转天数	28.8	33.4	48.3	45.0	45.0	45.0	
							应付账款周转天数	111.8	127.8	143.6	135.0	135.0	135.0	
							固定资产周转天数	47.7	56.8	65.5	63.5	60.4	57.6	
							<b>偿债能力</b>							
							净负债/股东权益	-35.90%	-36.52%	-41.70%	-43.53%	-47.37%	-51.14%	
							EBIT利息保障倍数	-48.7	-88.5	111.7	-89.2	542.2	-486.2	
							资产负债率	59.14%	57.81%	61.32%	57.97%	56.49%	55.67%	

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	13	31	59	124
增持	0	3	4	8	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>1.00</b>	<b>1.19</b>	<b>1.11</b>	<b>1.12</b>	<b>1.00</b>

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402