

## 华域汽车 (600741.SH) 综合性汽车零部件龙头，电动化、智能化多点布局

2021年08月18日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

邓健全 (分析师)

dengjianquan@kysec.cn

证书编号: S0790521040001

日期	2021/8/17
当前股价(元)	21.30
一年最高最低(元)	28.95/18.85
总市值(亿元)	671.53
流通市值(亿元)	671.53
总股本(亿股)	31.53
流通股本(亿股)	31.53
近3个月换手率(%)	27.88

### ● 综合性汽车零部件龙头，多品类供货特斯拉，电动化、智能化多点布局

华域汽车是国内综合性汽车零部件龙头，内饰、座椅、车灯、保险杠、电池盒及车身分拼总成件等多种产品实现供货特斯拉。拟收购延锋安道拓座椅剩余股权，若收购顺利完成，将增厚母公司利润；内饰业务行业地位稳固，积极布局智能座舱领域；车灯业务受益于LED化+智能化升级趋势；多项新能源汽车相关业务落地，有望贡献业绩增量。我们预计2021-2023年公司营收为1462.65、1576.80、1684.88亿元，归母净利润为67.77、78.21、87.66亿元，EPS为2.15、2.48、2.78元/股，对应当前股价PE为9.9、8.6、7.7倍，首次覆盖给予“买入”评级。

### ● 拟收购子公司延锋安道拓座椅剩余股权，增厚母公司利润

子公司延锋安道拓座椅是国内汽车座椅龙头，据延锋安道拓官网，2020年国内汽车座椅市占率为30%。公司拟收购延锋安道拓剩余股权，若收购顺利完成，将对延锋安道拓的全资控股，增厚母公司利润。

### ● 内饰业务积极布局智能座舱领域；车灯业务受益于LED化+智能化升级趋势

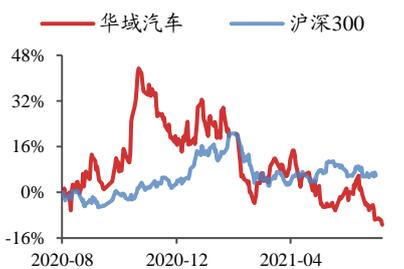
汽车内饰业务全球龙头地位稳固，积极布局智能座舱领域，智能座舱域控制器产品已获得上汽乘用车等企业的业务定点；国内低价及自主车型LED车灯渗透率较低，车灯业务受益于LED化+智能化升级趋势。

### ● 新能源汽车相关业务扬帆起航，多品类即将进入收获期

前瞻性布局初见成效，77GHz毫米波雷达国内较先实现量产；线控制动产品持续导入，实现对北汽新能源的小批量供货，具备一定的先发优势；轻量化业务拓展新客户，铝制电池盒、车身结构件供货特斯拉，即将进入收获期；电机、电驱系统获大众MEB平台定点，有望带来业绩增量。

● **风险提示:** 乘用车销量不及预期、电动化和智能化进程不及预期、新能源汽车渗透率不及预期、海外疫情控制不及预期等。

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### 财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	144,024	133,578	146,265	157,680	168,488
YOY(%)	-8.4	-7.3	9.5	7.8	6.9
归母净利润(百万元)	6,463	5,403	6,777	7,821	8,766
YOY(%)	-19.5	-16.4	25.4	15.4	12.1
毛利率(%)	14.5	15.2	14.6	15.0	15.3
净利率(%)	4.5	4.0	4.6	5.0	5.2
ROE(%)	14.5	12.0	13.7	14.2	14.1
EPS(摊薄/元)	2.05	1.71	2.15	2.48	2.78
P/E(倍)	10.4	12.4	9.9	8.6	7.7
P/B(倍)	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0

数据来源: 聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 华域汽车：行业地位领先的综合性汽车零部件龙头.....	4
1.1、 深耕汽车零部件 30 余年，内生+外延并购扩张业务规模.....	4
1.2、 业务覆盖五大板块，“中性化”战略初见成效.....	5
1.3、 业绩稳健增长，具备持续并购优质资产的资金实力.....	7
2、 内外饰业务：公司业绩基石，行业地位稳固.....	8
2.1、 延锋国际：全球汽车内饰龙头，积极布局智能座舱领域.....	9
2.2、 延锋安道拓：座椅业务或将实现全资控股，增厚母公司利润.....	11
2.3、 华域视觉：受益于车灯 LED 化+智能化升级趋势.....	13
3、 新能源汽车相关业务扬帆起航，多品类进入收获期.....	15
3.1、 前瞻性布局初见成效，77GHz 毫米波雷达实现量产.....	15
3.2、 线控制动有望成为新能源汽车主流配置，Ebooster 产品小批量供货.....	17
3.3、 轻量化大势所趋，铝制电池托盘、车身结构件供货特斯拉.....	18
3.4、 华域电动&华域麦格纳：配套大众 MEB 项目有望带来业绩增量.....	19
4、 盈利预测与投资建议.....	20
4.1、 关键假设.....	20
4.2、 盈利预测与估值.....	21
5、 风险提示.....	22
附：财务预测摘要.....	23

## 图表目录

图 1： 公司旗下主要并表子公司可划至五大业务板块，其中内外饰业务 2020 年占营收比例最大.....	6
图 2： 2015 年-2020 年上汽集团以外客户营收占比逐渐提升.....	6
图 3： 2015-2020 年公司毛利率略有改善.....	6
图 4： 华域汽车通过内生+外延并购扩张业务规模，业绩实现稳定增长.....	7
图 5： 公司研发投入占比持续提升.....	7
图 6： 公司货币资金充裕.....	7
图 7： 华域汽车业务营收结构较为稳定（%）.....	8
图 8： 2020 年延锋汽饰为华域汽车贡献超过六成营收.....	8
图 9： 公司内外饰业务主要分为三大板块.....	9
图 10： 2016 年全球汽车内饰市场 CR3 市占率为 24%.....	9
图 11： 2019 年全球汽车内饰市场 CR3 市占率为 31%.....	9
图 12： 延锋国际发布 XiM21 智能座舱.....	10
图 13： XiM21 的滑动地板控制台可搭载无线充电装置.....	10
图 14： XiM21s 是延锋 2021 年推出的全新概念，在六个维度上打造独特优势.....	11
图 15： 延锋安道拓具备汽车座椅及其零部件的生产制造能力.....	11
图 16： 延锋安道拓优质客户覆盖全球.....	12
图 17： 2020 年延锋安道拓占据国内汽车座椅 30%的市场份额.....	13
图 18： 2018-2020 年公司汽车座椅销售单价有所上升.....	13
图 19： 2016-2020 年公司车灯销售单价有所上升.....	13
图 20： 2019 年国内汽车车灯市场华域视觉份额最高.....	13
图 21： 华域视觉优质客户众多.....	14

图 22: 2016-2019 年 LED 车灯市场规模占比较快提升 .....	14
图 23: 2020-2025 年国内毫米波雷达市场规模 CAGR 预计为 14.9%.....	16
图 24: 2019 年国内长距毫米波雷达市场被博世、大陆等外资垄断.....	16
图 25: 上海汇众成功研发 Ebooster 产品 .....	18
图 26: 预计 2021 年全球新能源汽车动力电池盒市场规模为 95.6 亿元.....	18
图 27: 赛科利主要产品包括多种铝制车身结构件 .....	19
图 28: 赛科利具备铝制电池托盘产品开发与生产能力.....	19
图 29: 华域电动 8 层扁线电机实现量产 .....	19
图 30: 2019 年至 2020 年 7 月华域电动扁线电机装机量位居全球首位.....	19
图 31: 华域麦格纳电驱动系统实现量产 .....	20
图 32: 大众集团规划 2025 年全球 MEB 平台车型销量为 100 万辆.....	20
表 1: 华域汽车通过内生+外延并购扩张业务规模.....	4
表 2: 公司持续优化业务结构, 剥离非主营及盈利能力较差的业务.....	5
表 3: 公司业务覆盖五大板块 .....	5
表 4: 国内汽车内饰企业中延锋国际的内饰营收体量最大.....	10
表 5: 国内汽车座椅业务外资和合资企业参与较多 .....	12
表 6: 国内汽车市场, 按不同销售价格带划分, 低价车型 LED 车灯渗透率较低.....	14
表 7: 国内汽车市场, 按不同品牌划分, 自主品牌 LED 车灯渗透率较低.....	15
表 8: 毫米波雷达不受天气影响, 探测距离较远 .....	15
表 9: 国内企业积极布局 77GHz 毫米波雷达.....	16
表 10: 线控制动系统主要参与者有上海汇众、伯特利、博世、大陆等.....	17
表 11: 公司营收拆分及预测 (亿元) .....	21
表 12: 可比上市公司估值 (PE/PEG) .....	22

## 1、华域汽车：行业地位领先的综合性汽车零部件龙头

### 1.1、深耕汽车零部件 30 余年，内生+外延并购扩张业务规模

华域汽车深耕汽车零部件业务 30 余年，覆盖 40 余项业务领域，是国内行业地位领先的综合性汽车零部件龙头。公司拥有完整的汽车零部件供应链体系，在全国 23 个省、市、自治区和特别行政区设立有 368 个研发、制造和服务基地，在美国、德国等 20 余国家设立有 95 个生产制造基地。

**内生+外延并购扩张业务规模。**华域汽车前身为 23 家上汽集团下属零部件企业，2009 年通过借壳巴士股份，实现整体独立上市。此后，公司积极调整业务结构，加大对核心业务的掌控力度，实现了对华域视觉、延锋国际等重要公司的全资控股，通过内生+外延并购扩张业务规模。

**表1：华域汽车通过内生+外延并购扩张业务规模**

时间	事件	所属业务板块	主要产品
2009	取得了延锋伟世通汽车饰件系统有限公司的控制权，纳入公司报表合并范围	内外饰	仪表盘、门板、保险杠总成、汽车座椅、安全气囊等
2010	收购德国大陆公司持有的上海汽车制动系统有限公司 1% 股权，持股比例达到 51%，纳入公司报表合并范围	功能性总成件	液压制动系统产品研发与系统集成匹配解决方案
2011	购买上海圣德曼铸造有限公司 100% 股权和上海幸福摩托车有限公司 100% 股权，纳入报表合并范围	热加工件	铁铸件、模具等
2013	收购延锋伟世通剩余股份，更名为延锋汽车饰件，成为公司的全资子公司。	内外饰	仪表盘、门板、保险杠总成、汽车座椅、安全气囊等
2014	子公司上海赛科利向上汽集团购买赛科利南京 100% 股权，纳入合并财务报表合并范围	金属成型和模具	冲压成形件、热成形零件
2015	全资子公司延锋汽车饰件与美国江森自控开展全球汽车内饰业务重组，成立延锋内饰公司，华域汽车股权占比 70%	内外饰	驾驶舱模块、仪表板等
2016	通过定向增发购买了上汽集团持有的汇众汽车 100% 股权，纳入合并财务报表合并范围	功能性总成件	前后副车架模块、悬架模块、底盘电子模块
2017	设立华域麦格纳电驱动系统有限公司，华域股权比例为 50.1%，纳入合并财务报表合并范围	电子电器业务	电驱动系统总成产品
2017	受让上海大众联合发展车身配件有限公司、上海安莱德汽车零部件有限公司，纳入合并财务报表合并范围	功能性总成件	车身结构件
2018	收购上海小系车灯剩余 50% 股权，更名为华域视觉，成为公司全资子公司，纳入合并财务报表合并范围	内外饰	车灯
2019	收购上海萨克斯动力总成部件系统有限公司 50% 股权，更名为话语动力	功能性总成件	商用车减振器、商用车离合器、双质量飞轮
2019	延锋公司购买延锋百利得（上海）汽车安全系统有限公司部分业务及资产	内外饰	方向盘、保险杠、气囊
2019	华域香港拟以自有资金收购上汽欧洲公司持有的实业交通 30% 股权	电子电器业务	继电器、闪光灯、电动刮水器
2020	延锋公司拟收购延锋汽车内饰系统有限公司 30% 股权，以全资控股延锋内饰	内外饰	驾驶舱模块、仪表板等

2021 延锋公司拟收购延锋安道拓座椅有限公司 49.99% 股权及其他相关资产，计划对延锋安道拓实现全资控股 内外饰 座椅产业链全覆盖

资料来源：公司年报、公司公告、开源证券研究所

**业务结构持续优化，剥离非主营及盈利能力较差的业务。**华域汽车 2014 年出售申雅密封件有限公司 47.5% 股权；2019 年出售上海天合汽车安全系统有限公司 50% 股权；2020 年出售李尔实业交通 45% 股权。

**表2：公司持续优化业务结构，剥离非主营及盈利能力较差的业务**

时间	事件	所属业务板块	主要产品
2014	出售申雅密封件有限公司 47.5% 股权	功能性总成件	轿车密封条
2019	出售上海天合汽车安全系统有限公司 50% 股权	内外饰	安全带、气袋、安全气囊
2020	出售李尔实业交通 45% 股权	电子电器业务	线束、开关、电子控制系统

资料来源：公司公告、开源证券研究所

## 1.2、业务覆盖五大板块，“中性化”战略初见成效

目前华域汽车已形成五大业务板块。公司目前共有内外饰件、功能性总成件、电子电器件、金属成型和模具、热加工件五大业务板块，产品覆盖诸多汽车零部件，主要客户包括上汽集团、大众、通用、福特、特斯拉、长城、蔚来、比亚迪等整车厂。

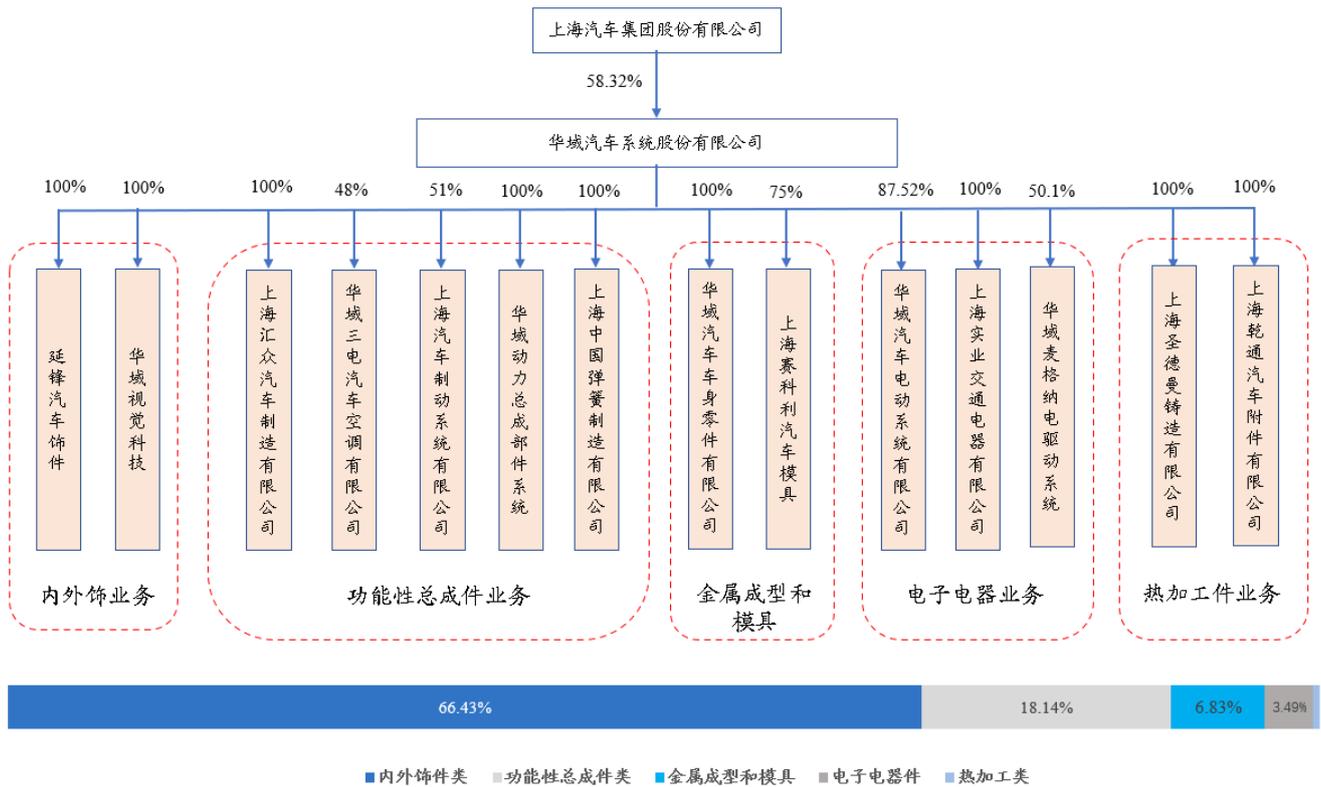
**表3：公司业务覆盖五大板块**

业务板块	主要产品	主要客户
内外饰件	仪表盘、门板、保险杠总成、座椅系统、车灯、安全带、安全气囊	上汽、大众、通用、福特、特斯拉、长城等
功能性总成件	悬架弹簧、空调压缩机、制动钳、前后分泵、助力转向机、副车架等	大众、通用、长城、长安、比亚迪等
电子电器件	电驱系统总成、驱动电机、电动压缩机、线速、车身控制单元、信息娱乐系统等	上汽、大众、通用、特斯拉等
金属成型和模具	电池盒、汽车覆盖件、门盖/地板冲压件、车身结构件、冲压模具等	奔驰、宝马、奥迪、大众、蔚来、比亚迪、特斯拉等
热加工件	发动机缸体、缸盖、有色金属压铸件、机油泵等	上海大众、上海通用、博格华纳、霍尼韦尔等

资料来源：公司年报、公司官网、开源证券研究所

**子公司众多，上汽集团为控股股东。**截至 2020 年末，上海汽车集团股份有限公司持有华域汽车 58.32% 的股份，为华域汽车控股股东。华域汽车子公司众多，旗下共设 19 家并表子公司及 46 家联营或合营公司。

图1: 公司旗下主要并表子公司可划至五大业务板块, 其中内外饰业务 2020 年占营收比例最大



资料来源: 公司年报、开源证券研究所

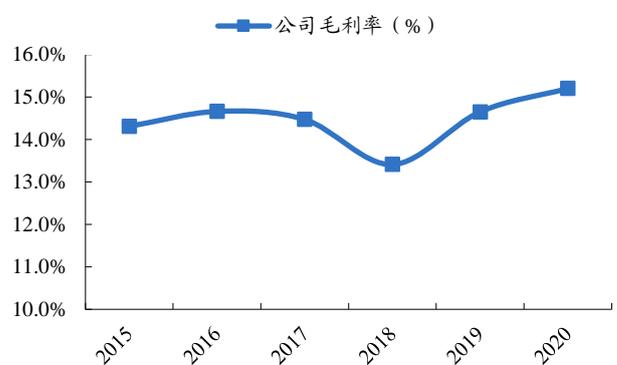
“中性化”战略初见成效, 积极开拓集团外客户。公司坚持“中性化”战略, 积极开拓集团外客户, 成功开拓长安汽车、长城汽车、江淮汽车、广汽集团等自主品牌; 奔驰、宝马等豪华品牌; 特斯拉、蔚来汽车等造车新势力客户。2015-2020年, 上汽集团以外客户占公司营收比例从 38.5% 升至 46.1%, “中性化”战略初见成效。2015-2020 年公司毛利率从 14.3% 提升至 15.2%, 毛利率略有改善。

图2: 2015 年-2020 年上汽集团以外客户营收占比逐渐提升



数据来源: 公司年报、开源证券研究所

图3: 2015-2020 年公司毛利率略有改善

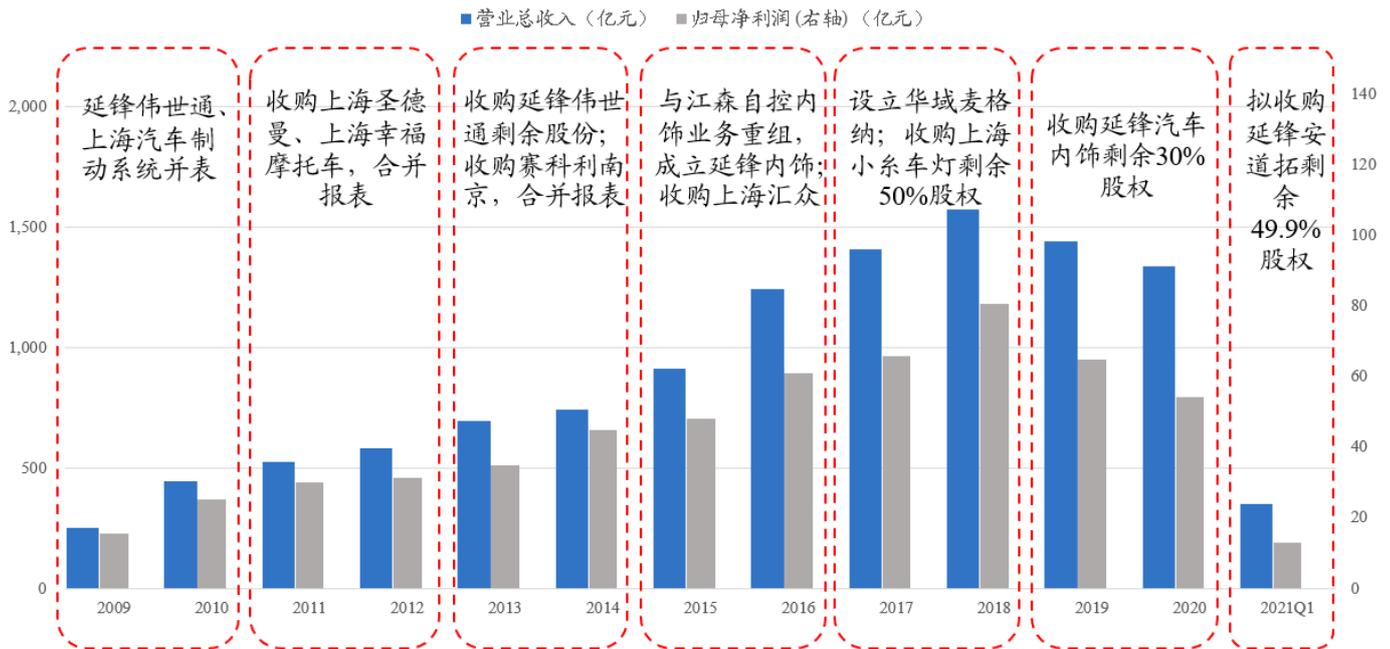


数据来源: Wind、开源证券研究所

### 1.3、业绩稳健增长，具备持续并购优质资产的资金实力

2009-2020 年公司营收、净利润规模稳健增长。2009 年以来，公司持续对业务结构进行优化，加大对核心业务的控制力度，2009-2020 年营收 CAGR 约为 16.6%，归母净利润 CAGR 约为 12.1%。

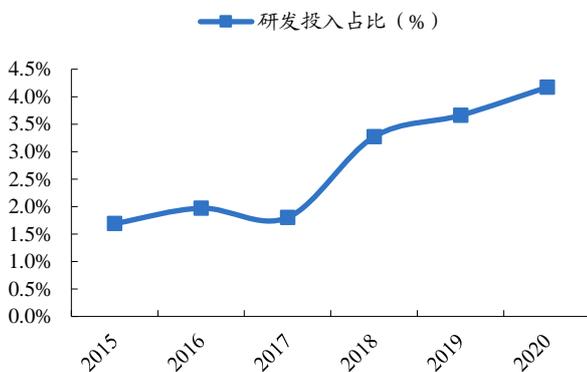
图4：华域汽车通过内生+外延并购扩张业务规模，业绩实现稳定增长



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

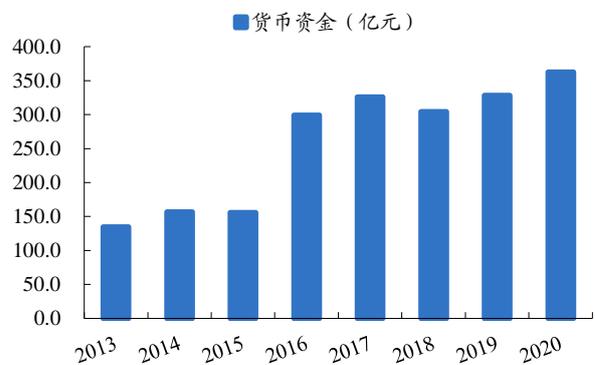
研发投入占比持续提升，货币资金充裕。公司注重自主创新，研发投入占比从2015年的1.69%提升至2020年的4.17%。此外，公司货币资金充裕，2020年公司货币资金为362.5亿元。

图5：公司研发投入占比持续提升



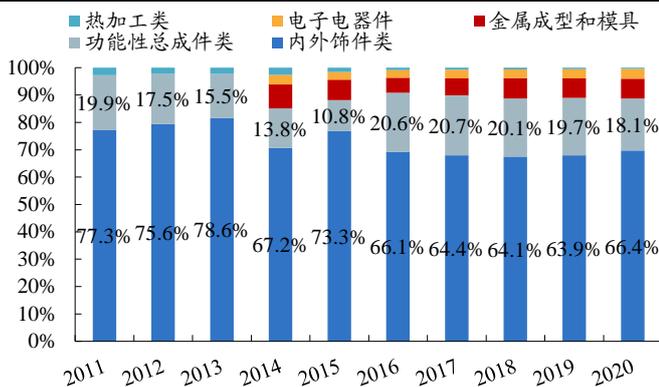
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：公司货币资金充裕

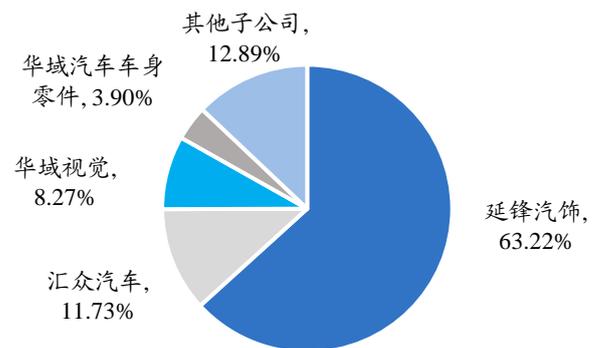


数据来源：Wind、开源证券研究所

内外饰业务是公司核心收入来源。按业务划分，近年来公司营收结构较为稳定，内外饰业务占公司营收比例保持在 63%-67% 区间内，是公司的核心收入来源；功能性总成件是公司第二大业务，近年占公司营收比例保持在 18%-21% 的区间内。按子公司划分，2020 年延锋汽饰为公司贡献超过六成的营业收入，位列首位；汇众汽车和华域视觉分别贡献 11.7%、8.27% 的营收，分列二三名。

**图7：华域汽车业务营收结构较为稳定（%）**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图8：2020年延锋汽饰为华域汽车贡献超过六成营收**


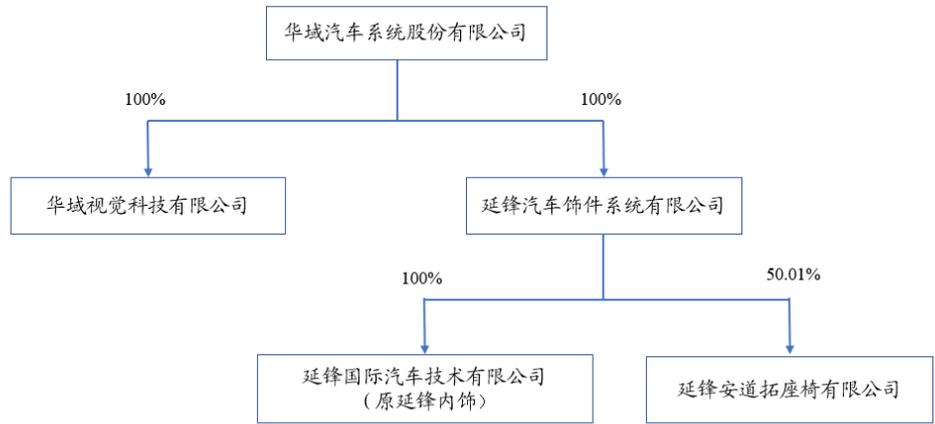
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、内外饰业务：公司业绩基石，行业地位稳固

内外饰业务是公司的业绩基石，2020 年占营收比例为 66.4%。公司内外饰业务主要分为三大类产品：内饰、汽车座椅、车灯，对应子公司分别为延锋国际（原延锋内饰）、延锋安道拓和华域视觉。

公司先后对车灯、汽车内饰业务实现全资控股，2021 年计划对座椅业务实现全资控股。2018 年，公司收购上海小系车灯剩余 50% 股权，更名为华域视觉，实现了对汽车车灯业务的全资控股；2020 年，公司与安道拓签署协议，收购其持有的延锋汽车内饰剩余 30% 的股权，安道拓退出全球汽车内饰业务，公司实现了对延锋国际的全资控股；2021 年 3 月，公司拟收购延锋安道拓座椅有限公司剩余 49.99% 股权，若收购顺利完成，将实现对汽车座椅业务的全资控股。

内外饰业务多项产品实现向特斯拉相关车型配套。据公司投资者问答，公司内饰、座椅、车灯等业务实现向特斯拉相关车型配套，2020 年上半年对上海特斯拉的供货金额约占公司当期主营业务总收入的 1.3%。

**图9：公司内外饰业务主要分为三大板块**


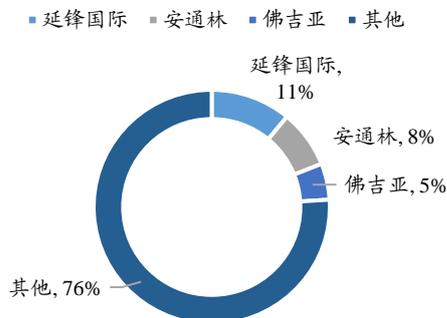
资料来源：公司年报、开源证券研究所

## 2.1、延锋国际：全球汽车内饰龙头，积极布局智能座舱领域

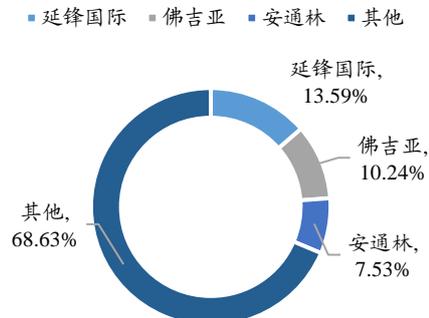
汽车内饰主要指汽车内部改装所用到的汽车产品，主要包括：仪表板、副仪表板、门板、装饰件、照明、顶部控制台和智能表面等。

延锋国际是全球汽车内饰龙头，2019年全球市占率为13.6%。全球汽车内饰市场巨头包括延锋国际、安通林、佛吉亚等，在2015年完成与江森自控的内饰业务重组后，延锋国际成为全球最大的内饰公司。按营收口径，延锋国际2019年全球市占率为13.6%，高于佛吉亚及安通林等竞争对手。

2019全球汽车内饰市场CR3市占率为31%，高于2016年的24%，行业集中度有所提升。全球汽车内饰市场集中度相对较低，2019年CR3市占率仅为31%，虽相较2016年提升7个百分点，但仍低于汽车座椅、汽车玻璃等汽车零部件领域。

**图10：2016年全球汽车内饰市场CR3市占率为24%**


数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

**图11：2019年全球汽车内饰市场CR3市占率为31%**


数据来源：公司公告、各公司年报、开源证券研究所

延锋国际的国内竞争对手营收体量相对较小。延锋国际 2019 年营收为 553 亿元，其国内竞争对手主要为宁波华翔、岱美股份、新泉股份、常熟汽饰等，营收体量相对较小。延锋国际产品覆盖面较广，配套客户较为全面，在全球范围内为戴姆勒、大众、通用、宝马、福特、丰田、现代等整车客户，以及上汽乘用车、江淮汽车、吉利汽车、北京汽车、比亚迪等自主品牌整车客户供货。

表4: 国内汽车内饰企业中延锋国际的内饰营收体量最大

企业	内饰件营收 (亿元)	内饰件毛利率 (%)	主要产品	主要客户
延锋国际	553.0	14.7 (内外饰件)	仪表盘、副仪表盘、门板、装饰件等	上海大众、上海通用、一汽大众、长安福特、北京现代、戴姆勒、大众、通用等
宁波华翔	81.3	21.9	仪表盘、门板、头枕、顶棚等	上海大众、一汽大众、特斯拉、小鹏、蔚来等
常熟汽饰	18.2	22.6	门板、仪表盘、副仪表等	一汽大众、奇瑞汽车、上海大众、特斯拉等
新泉股份	30.4	21.2	门板、仪表盘、顶柜等	上海大众、一汽大众、吉利汽车、奇瑞汽车等
钧达股份	8.3	28.8	仪表盘总成、门内饰板等	海马汽车、力帆汽车、江铃汽车、东风柳汽等
一汽富维	34.0	10.0	汽车座椅、仪表盘、副仪表盘等	一汽集团、丰田、宝马等
岱美股份	47.1	30.4	遮阳板、头枕	奥迪、通用、奔驰、大众、特斯拉等

资料来源: Wind、公司公告、开源证券研究所

**把握内饰智能化升级趋势，积极布局智能座舱领域。**延锋汽车饰件利用自身优势，通过与京东方、歌尔股份等在多领域的跨界合作，打造以座舱域控制器为核心，包括显示屏、智能开关、HMI 交互、座舱声学在内的面向未来的智能座舱整体解决方案，开发的第一代概念产品样件获得整车客户认可。

2020 年 6 月延锋公司发布了自主设计研发的 XiM21 智能座舱，产品集成了延锋公司完整的产品能力技术，以可感知、数字化为创新方向，实现对智能座舱的全新定义。智能座舱域控制器产品已获得上汽乘用车等企业的业务定点。

图12: 延锋国际发布 XiM21 智能座舱



资料来源: 延锋科技微信公众号

图13: XiM21 的滑动地板控制台可搭载无线充电装置



资料来源: 延锋科技微信公众号

XiM21s 是延锋汽饰 2021 年推出的全新概念，已与多个顶级 OEM 合作。相比于 XiM21 聚焦于驾驶体验，XiM21s 以关注乘员体验，通过座舱技术集成，为乘员创建直观且定制化的用车环境，通过六个维度在 XiM21s 上迭代升级功能，包括：长滑轨、零重力座椅、智能表面、一体式方向盘、智能开关和显示集成方案。目前所有解决方案均可落地。

图14: XiM21s 是延锋 2021 年推出的全新概念，在六个维度上打造独特优势



资料来源：CarSeatDesign 汽车座椅设计微信公众号、开源证券研究所

## 2.2、延锋安道拓：座椅业务或将实现全资控股，增厚母公司利润

华域汽车的汽车座椅业务全部归属于延锋安道拓。2021 年 3 月华域汽车拟收购延锋安道拓座椅 49.99% 的剩余股权。若收购顺利完成，延锋公司将实现对汽车座椅业务的全资控股，此外，延锋公司将获得安道拓全球范围汽车座椅产品相关知识产权，有利于加快汽车座椅业务的全球化拓展。

延锋安道拓拥有从汽车座椅零部件到整椅的生产制造能力。涵盖整个汽车座椅产业链，包括头枕、整椅骨架、扶手、调角器、调节器和滑轨等主要部分。

图15: 延锋安道拓具备汽车座椅及其零部件的生产制造能力



资料来源：公司官网

公司汽车座椅优质客户覆盖全球。延锋安道拓公司合作伙伴覆盖全球，除上汽集团之外，主要客户还包括长安、长城等自主品牌；东风标致、北京奔驰、长安马自达等合资品牌；宝马、特斯拉等外资品牌，客户配套较为全面。

图16: 延锋安道拓优质客户覆盖全球



资料来源: 公司官网

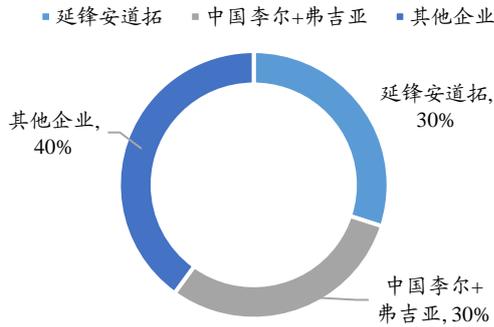
国内汽车座椅业务外资和合资企业参与较多，集中度相对较高。在国内汽车座椅市场方面，汽车座椅总成几乎全被几家外资和合资企业所掌控。佛吉亚、延锋安道拓、中国李尔三家企业(含其合资公司)约占中国 60%的市场份额，集中度相对较高。

表5: 国内汽车座椅业务外资和合资企业参与较多

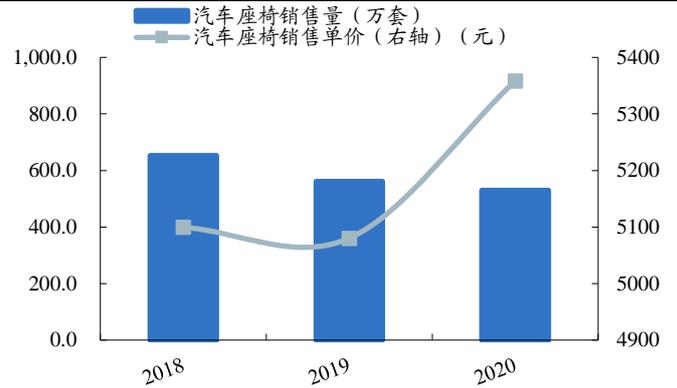
	延锋安道拓	中国李尔	佛吉亚	丰田纺织	麦格纳座椅
成立时间	1997 年	1917 年	1997 年	2002 年	2006 年
在华主要子公司	延锋安道拓	北京李尔、东风李尔、江西江铃李尔	上海弗吉亚、东风弗吉亚	天津华丰汽车、成都丰田纺	麦格纳福州、麦格纳台州
主要产品	整椅及零部件	整椅及零部件	整椅及零部件	座椅面料	整椅及零部件
主要客户	长安、长城、宝马、北京奔驰、特斯拉等	北京现代、东风汽车、江铃福特等	东风汽车、上汽、一汽、长安等	丰田、通用等	吉利、长安福特

资料来源: Apsoto、开源证券研究所

延锋安道拓是国内汽车座椅业务龙头，2020 年国内汽车座椅市占率为 30%。据延锋安道拓官网，2020 年延锋安道拓营业收入为 283.99 亿元，国内汽车座椅市占率为 30%，归母净利润为 18.36 亿元，净利率为 6.47%，高于华域汽车 2020 年整体的净利率水平。若股权收购交易顺利完成，参考 2020 年延锋安道拓净利润水平，或将为华域汽车新增超过 9 亿元净利润。

**图17: 2020年延锋安道拓占据国内汽车座椅30%的市场份额**


数据来源: 公司官网、前瞻产业研究院、开源证券研究所

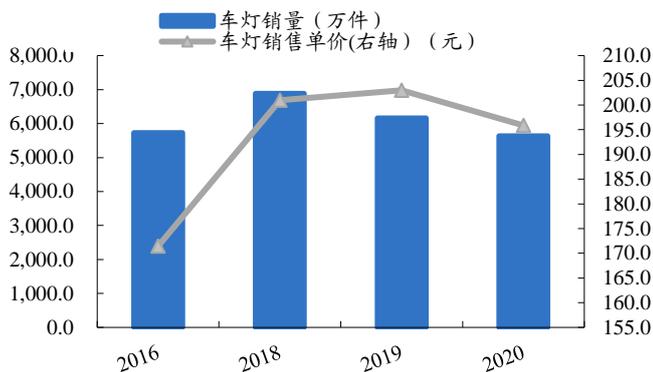
**图18: 2018-2020年公司汽车座椅销售单价有所上升**


数据来源: 公司年报、开源证券研究所

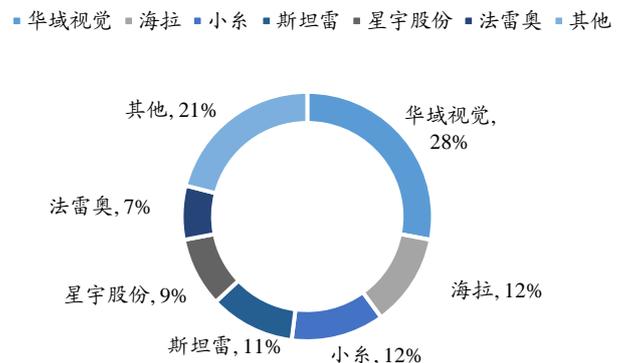
**配套上海特斯拉, 上海特斯拉销量逐步增加或将贡献业绩增量。**公司积极拓展新能源汽车整车客户, 汽车座椅已实现向特斯拉相关车型配套。2018-2020年公司汽车座椅销售单价有所上升。随着上海特斯拉的销量逐步增加, 有望为公司贡献业绩增量。

### 2.3、华域视觉: 受益于车灯LED化+智能化升级趋势

**国内汽车车灯行业龙头, 在子公司中营收贡献占比排名第三。**华域视觉前身是上海小系, 华域汽车2018年收购上海小系车灯50%剩余股权, 实现全资控股, 并更名为华域视觉。2020年华域视觉实现营业收入110.4亿元, 占华域汽车主营业务收入的8.7%, 在子公司中营收贡献占比排名第三。据中国产业信息网, 2019年华域汽车在国内汽车车灯市场占有率为28%。

**图19: 2016-2020年公司车灯销售单价有所上升**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

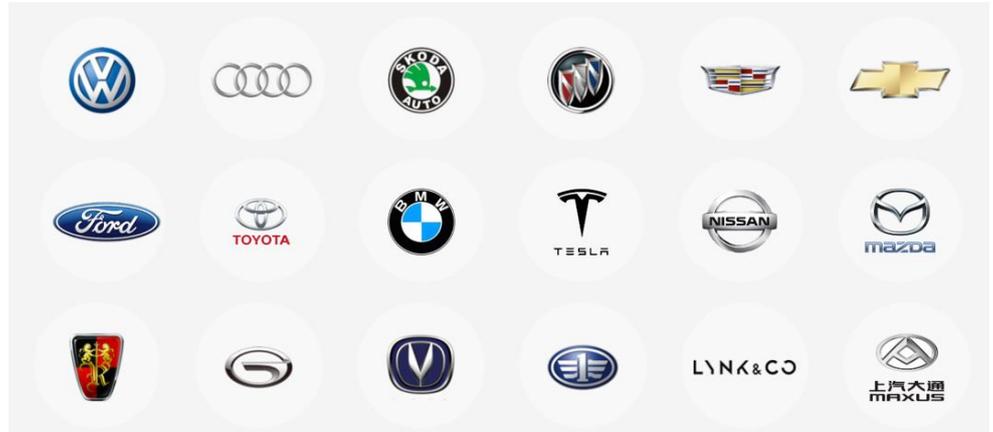
**图20: 2019年国内汽车车灯市场华域视觉份额最高**


数据来源: 中国产业信息网、开源证券研究所

**华域视觉行业地位领先, 优质客户众多。**华域视觉从2013年的君越E16 LED前雾灯到2016年自适应远光全LED智能MATRIX大灯的批量生产配套, 开创了业内多项第一, 处于行业领先地位。2018-2021年, 华域视觉凭借产品技术、质量优势,

接连斩获跨国巨头的订单，包含特斯拉、宝马、奥迪等多个知名品牌。

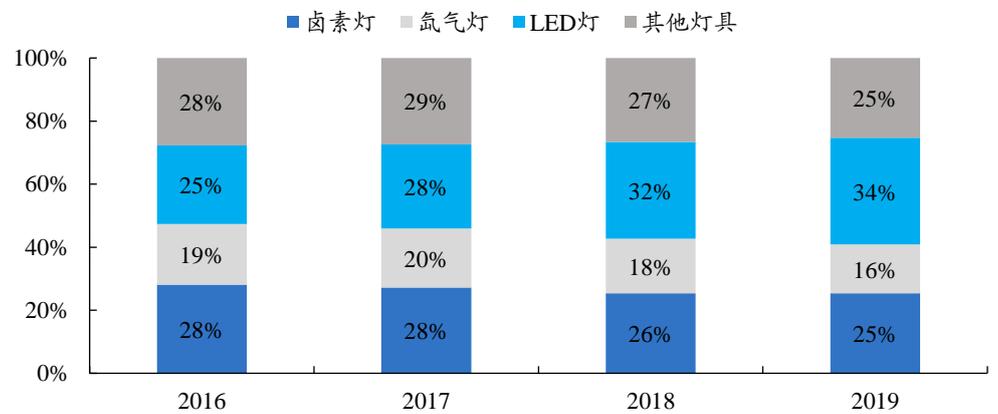
图21: 华域视觉优质客户众多



资料来源：华域视觉官网

国内低价及自主车型 LED 车灯渗透率相对较低。据华经产业研究院，2016-2019 年 LED 车灯市场份额从 25% 提升至 34%。据汽车之家，以车型数量为统计口径，按销售价格带划分，售价在 10 万元以下的车型 LED 车灯渗透率为 8.97%；按品牌划分，自主品牌 LED 车灯渗透率为 28.11%。当前，国内汽车市场低价及自主车型 LED 车灯渗透率较低，具备较大的提升空间。

图22: 2016-2019 年 LED 车灯市场规模占比较快提升



数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

表6: 国内汽车市场，按不同销售价格带划分，低价车型 LED 车灯渗透率较低

配置前大灯 LED 光源车型数量	该条件下全部车型数量	LED 车灯渗透率	
10 万元以下	240	2677	8.97%
10-20 万元	1593	3775	42.20%
20 万元以上	1845	2243	82.26%

数据来源：汽车之家、开源证券研究所

**表7: 国内汽车市场, 按不同品牌划分, 自主品牌 LED 车灯渗透率较低**

	配置前大灯 LED 光源车型数量	该条件下全部车型数量	LED 车灯渗透率
自主品牌	1717	6109	<b>28.11%</b>
合资品牌	1383	1961	70.53%
进口品牌	653	744	87.77%

数据来源: 汽车之家、开源证券研究所

### 3、新能源汽车相关业务扬帆起航, 多品类进入收获期

#### 3.1、前瞻性布局初见成效, 77GHz 毫米波雷达实现量产

毫米波雷达, 是用于测量被测物体相对距离、相对速度以及方位的高精度传感器。通常毫米波是指 30-300GHz 频段 (波长为 1-10mm) 的电磁波。毫米波位于微波与远红外波相交叠的波长范围, 所以毫米波同时兼有这两种波谱的优点, 也有其自己独有的性质。与微波相比, 毫米波的分辨率高、指向性好、抗干扰能力强和探测性能好。与红外相比, 毫米波的大气衰减小、对烟雾灰尘具有更好的穿透性、受天气影响小。此外, 毫米波雷达在其测量目标的距离、速度和角度上展现的性能要优于其他传感器。

**表8: 毫米波雷达不受天气影响, 探测距离较远**

	毫米波雷达	超声波雷达	激光雷达	摄像头
最大作用距离(m)	1000	15	300	/
速度范围(km/h)	≥ 1000	≤ 100	≥ 300	/
静止测距能力	较差	好	好	无
角度测量能力	较好	好	很好	无
环境限制因素	不受环境影响	风、沙尘	雨天	光线
成本	中	低	高	低中
优点	不受天气及夜间影响; 探测距离远	价格低, 体积小	测量精度高; 方向性强; 反应速度快	成本适中, 可实现道路目标的分辨和识别
缺点	静止测距能力较差	易受天气影响; 测距较短	成本高; 不能全天候工作	受视野范围影响

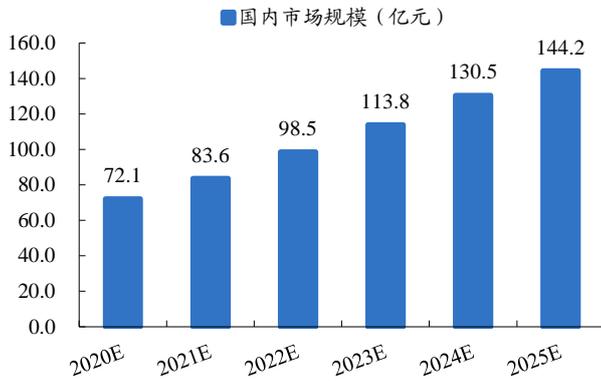
资料来源: IC 咖啡微信公众号、开源证券研究所

当前, 全球主流的毫米波雷达有 24GHz 和 77GHz 两种频段。通常 24GHz 雷达检测范围为中短距离, 用作实现 BSD (盲点探测系统), 而 77GHz 长程雷达用作实现 ACC (自适应巡航系统)。

77GHz 毫米波雷达或将成未来的主流。根据美国 FCC 和欧洲 ESTI 的规划, 24GHz 的宽频段(21.65-26.65GHz)将在 2022 年过期, 在之后汽车在 24GHz 能用的仅

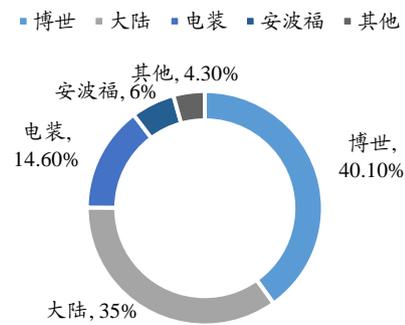
剩下 24.05-24.25GHz 范围的窄带频谱。在 77GHz 频段，汽车雷达将能使用 77-81GHz 高达 4GHz 的带宽。77GHz 主要面向 100-250 米的中长距探测，例如 ACC/FCWAEB 等。随着车用雷达系统对精度要求的提升，77GHz 毫米波雷达或将是未来的主流。

**图23：2020-2025 年国内毫米波雷达市场规模 CAGR 预计为 14.9%**



数据来源：中研普华产业研究院、开源证券研究所

**图24：2019 年国内长距毫米波雷达市场被博世、大陆等外资垄断**



数据来源：佐思汽研、开源证券研究所

**2019 年国内长距离毫米波雷达市场被外资垄断，2020 年华域汽车 77GHz 毫米波雷达实现量产，有望打破外资垄断。**2020 年华域汽车 24GHz 后向毫米波雷达和 77GHz 角雷达实现对上汽乘用车、上汽大通等客户的稳定供货，77GHz 前向毫米波雷达在实现对金龙客车批产供货的基础上，新获上汽通用五菱相关新能源车型配套定点并实现量产供货。**华域汽车 77GHz 毫米波雷达在国内厂商中较早实现量产，具备一定的先发优势。**

**表9：国内企业积极布局 77GHz 毫米波雷达**

企业名称	成立时间	主要产品	主要客户	亮点
凌波微步	2015	远距自适应巡航 76-77GHz 毫米波雷达、 中距自适应导航巡航 77-81GHz 毫米波雷达		2018 年推出 4D 毫米波雷达
保隆科技	1997	77GHz 研发中、24GHz 毫米波雷达已量产	正在导入宇通客车、东风汽车等	
华域汽车	2014 年进军毫米波雷达领域	77GHz 前向毫米波、24GHz 后向毫米波、 77GHz 角雷达实现量产	金龙客车、上汽乘用车	77GHz 前向毫米波雷达新获上汽通用五菱相关新能源车型配套定点并实现量产供货
森思泰克	2015	24GHz、77GHz、79GHz 毫米波雷达实现量产	一汽红旗、长安、长城等	首家配套量产车型的国产 77GHz 毫米波雷达供应商
德赛西威	1986	24GHz、77GHz 毫米波雷达实现量产	天际汽车、吉利汽车等	24GHz 毫米波雷达于 2019 年量产；77GHz 毫米波雷达于 2020 年量产

资料来源：焉知智能汽车、开源证券研究所

### 3.2、线控制动有望成为新能源汽车主流配置，Ebooster 产品小批量供货

线控制动(Brake-by-Wire)技术是智能线控底盘的关键技术,包含传统制动技术,基于动力学、运动学、电控等多学科融合技术,技术壁垒较高。结合线控技术和汽车制动而形成的控制系统被称为线控制动系统。

线控制动系统取代了真空助力器和真空泵,具有集成度高、总体重量轻、制动反应时间短以及支持紧急自主制动等功能的优势,适合于新能源汽车和未来的自动驾驶汽车,被认为是汽车制动技术的长期发展趋势。

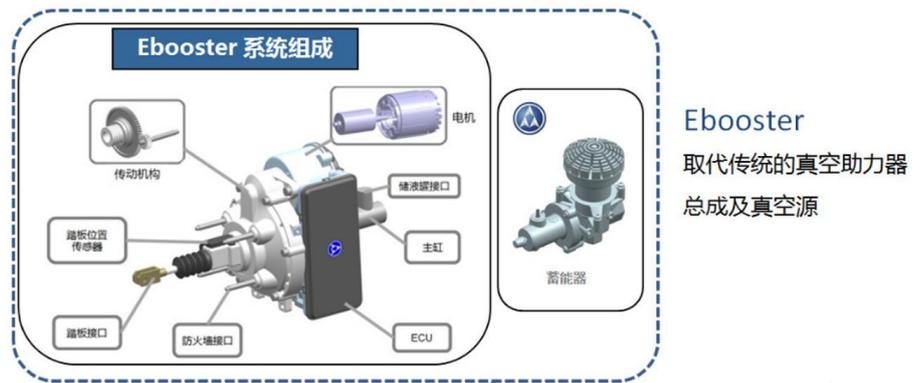
国内实现线控制动量产企业较少,华域汽车子公司上海汇众成功研发出 Ebooster 产品,2020 年实现小批量供货。国外企业中,线控制动产品实现量产的主要有博世的 iBooster 和 IPB、采埃孚天合的 IBC 以及大陆的 MK C1;国内参与者相对较少,主要产品有上海汇众的 Ebooster 和伯特利的 WCBS。目前,上海汇众线控制动的下一代产品:带有能量回收功能的 Xbooster 也正在积极研发中,并且已经形成了初步方案。

表10: 线控制动系统主要参与者有上海汇众、伯特利、博世、大陆等

公司	产品	技术路线	量产时间及产能规划	响应速度	配备车型	特点
博世	iBooster	Two-Box	2013 年实现量产; 2024 年产能达到 320 万件	150 毫秒	特斯拉全系列、蔚来、小鹏、理想、本田 CR-V、比亚迪 e6 等	iBooster 的量产价格约为 2000 元
日立(东机特工)	E-ACT	Two-Box	2009 年实现量产	120-150 毫秒	除丰田外,大部分日系混动或纯电车都采用 E-ACT	可以回收几乎 99% 的刹车摩擦能量。EPB 作为冗余。
上海汇众	Ebooster	Two-Box	2020 年实现小批量供货	119 毫秒	北汽新能源	三重冗余备份、可调的踏板感、快速的响应速度和较高的能量回收率
伯特利	WCBS	One-Box	2021 年实现量产。已建成产能 30 万套。	136 毫秒	2021 年将在三个以上车型上批量生产	可集成伯特利双控 EPB, 为纯电动车节省 P 档锁止机构采购成本
博世	IPB	One-Box	2020 年实现量产		凯迪拉克、本田 Legend、比亚迪汉等	IPB 可取代二代 iBooster 应用于 L2 级自动驾驶汽车
大陆	MK C1	One-Box	2017 年实现量产	150 毫秒	奥迪 E-Tron 全线、宝马新 X5、X7 等	MK C1 打破了博世 iBooster 统治地位
采埃孚天合	IBC	One-Box	2018 年实现量产		雪佛兰 Tahoe、Suburban、凯迪拉克 Escalade 等	为混动/电动车集成再生型制动技术

资料来源: 九章智驾、开源证券研究所

图25: 上海汇众成功研发 Ebooster 产品



资料来源: 汽车测试网

### 3.3、轻量化大势所趋，铝制电池托盘、车身结构件供货特斯拉

华域汽车子公司上海赛科利汽车模具技术应用有限公司成立于2004年，主要产品包括铝合金车身结构件、铝合金电池托盘等。赛科利公司已经具备铝合金车身结构件弧焊、铝合金电阻点焊、铝合金摩擦搅拌焊、UV固化胶、同步开发集成开发能力，挤压零件二次成型加工开发能力，主要产品包括：铝合金CCB、铝合金前后保险杠、铝合金电池托盘、底盘结构件、车身结构件等。

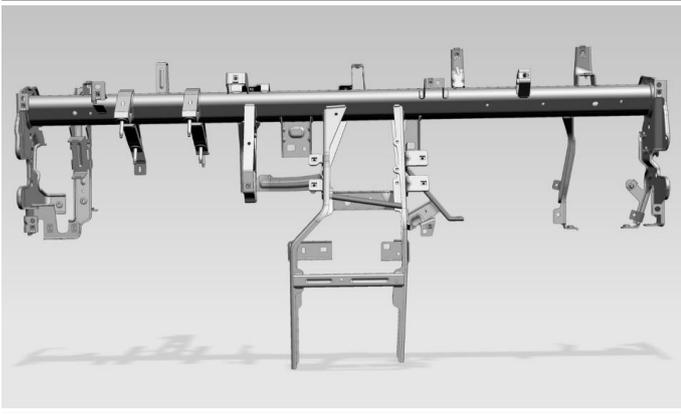
电动汽车动力电池盒的轻量化是目前的主要发展方向。在动力电池系统中，电池壳占系统总重量约20-30%，因此在保证电池系统功能安全和车辆整体安全的前提下，电池壳的轻量化已经成为电池系统主要改进目标之一。通过合理的材料配比，铝合金材料在强度和挤压上可以满足动力电池壳体的安全需求。目前大多数电动汽车为保护动力电池的安全，选择钢材料或者铝合金材料做电池包的外壳。

据中商产业研究院，2016年全球新能源汽车动力电池盒市场规模为15.9亿元，预计2021年市场规模为95.6亿元，2016-2021年CAGR预计为43.2%。2019年赛科利获得特斯拉铝电池盒业务以及铝合金车身分拼总成业务，或将成为公司业绩新的增长点。

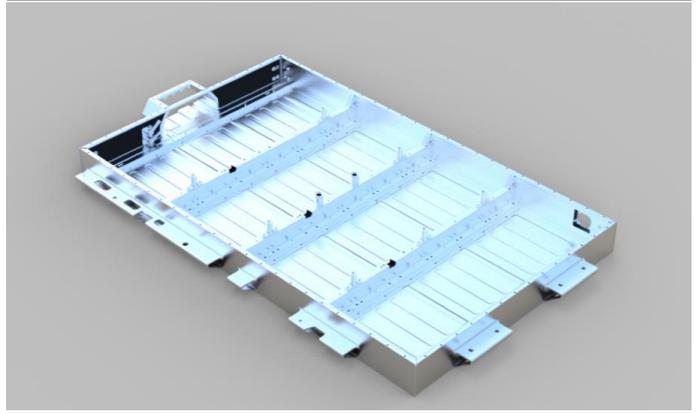
图26: 预计2021年全球新能源汽车动力电池盒市场规模为95.6亿元



数据来源: 中商产业研究院、开源证券研究所

**图27: 赛科利主要产品包括多种铝制车身结构件**


资料来源: 公司官网

**图28: 赛科利具备铝制电池托盘产品开发与生产能力**


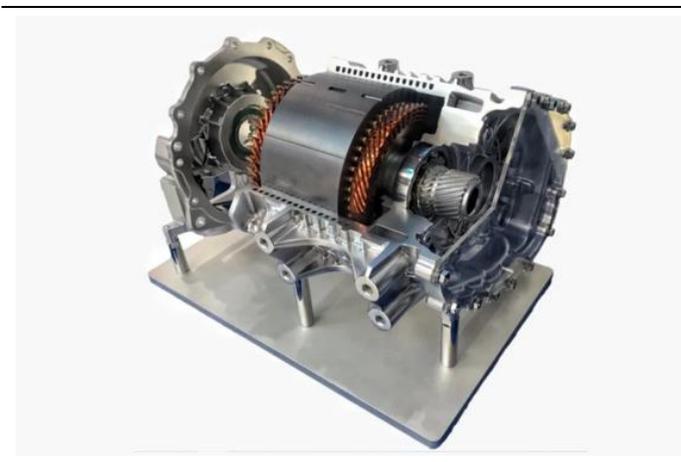
资料来源: 公司官网

### 3.4、华域电动&华域麦格纳: 配套大众 MEB 项目有望带来业绩增量

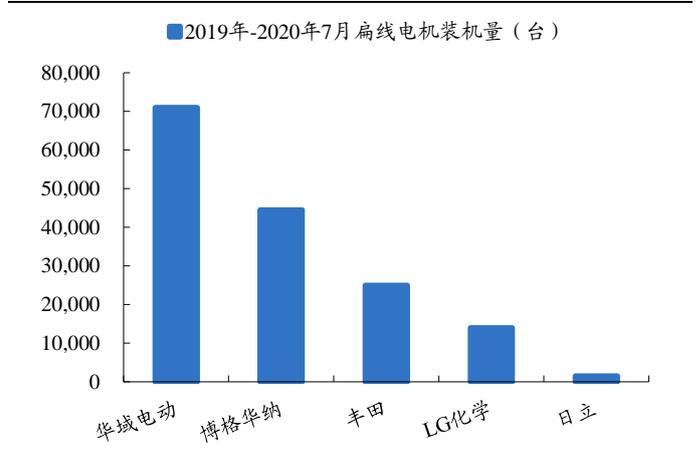
华域汽车电动系统有限公司成立于 2011 年, 主营研发、生产、销售各类车用电机及其控制系统的公司。目前自主研发了包括永磁同步电机 PMSM、电力电机箱 PEV 及助力转向电机 EPS 等多款新能源汽车核心零部件。

电动汽车电驱动系统主要由四大部分组成: 驱动电机、变速器、功率变换器和控制器。驱动电机是电气驱动系统的核心, 其性能和效率直接影响电动汽车的性能。扁线电机相比圆线电机的优势是其槽满率能达到 60% 以上, 功率密度更高, 此外扁线之间接触面积大, 相比与圆线电机, 热导性能更好, 温升更低。国内外普遍认为下一代驱动电机技术会朝着扁线电机、平台化、集成化的方向发展。

前瞻性布局, 华域电动 8 层扁线电机配套上汽 ER6。华域电动在 2014 年开始自主研发了扁线电机, 在国内零基础的情况下, 经过产品开发和工艺开发, 在 2017 年在国内首次对扁线电机进行了批量生产, 装配在上汽数款纯电动和混合动力新能源汽车上。华域电动不断对产品进行了升级, 绕组技术已经从 2 层、4 层走到了 8 层。最新发布的上汽 ER6 里搭载了华域电动 8 层扁线电机。

**图29: 华域电动 8 层扁线电机实现量产**


资料来源: NE 时代

**图30: 2019 年至 2020 年 7 月华域电动扁线电机装机量位居全球首位**


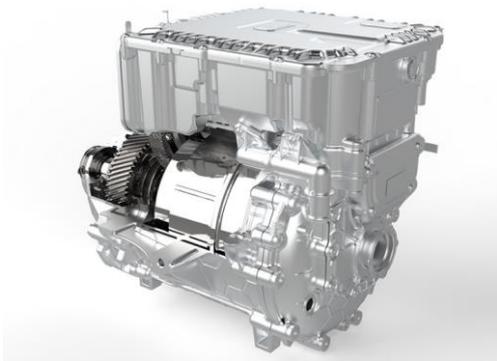
数据来源: NE 时代、开源证券研究所

**2019年至2020年7月华域电动扁线电机装机量位居全球首位。**2019年至2020年7月华域电动扁线电机装机量超过七万台，2020年华域电动驱动电机销量超过十万台，同比+20%。2020年华域电动成功实现对德国大众全球电动车平台（MEB）辅助驱动电机的批产供货，同时，对上汽乘用车新能源车型ER6驱动电机的批量供货，使之成为国内首家实现8层扁铜线技术批产的企业。还获得上汽通用五菱宏光MINI的电机控制器部分业务定点并已实现批量供货。

**成立华域麦格纳，加深电驱动系统布局。**2017年12月，华域汽车和麦格纳国际合资成立华域麦格纳，其中，华域汽车持股50.1%。华域麦格纳以新能源汽车电驱动系统总成成为主要产品，主要通过一体化集成驱动电机、减速器、控制器等，实现对现有传统汽车内燃机发动机和变速箱的替代。

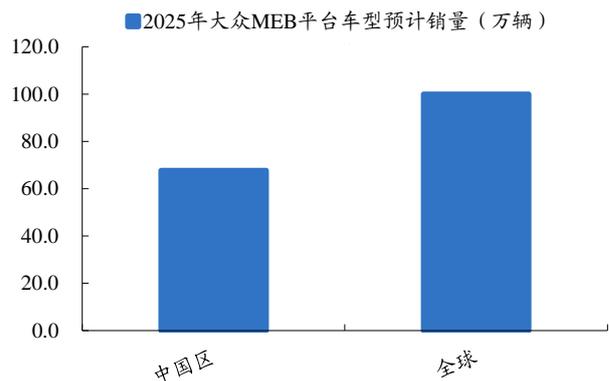
**“三合一”电驱动系统的一体化设计简化了零部件之间的外部布线，达到轻量化、节约成本等目的。**对于主机厂来说，“三合一”电驱动系统让车辆各系统布局更加灵活；对于终端消费者而言，则可以获得最大化的乘坐空间，以及宽敞的车辆储物空间。

图31：华域麦格纳电驱动系统实现量产



资料来源：公司官网

图32：大众集团规划2025年全球MEB平台车型销量为100万辆



数据来源：大众集团、开源证券研究所

**配套大众MEB平台，有望贡献业绩增量。**2020年11月，为德国大众汽车全球电动车平台（MEB）项目配套的电驱动系统总成正式批量生产并发运欧洲，首批供货大众德国工厂、斯柯达捷克工厂生产的大众跨界轿跑、奥迪和斯柯达等品牌纯电动四驱车型。大众汽车计划2025年MEB平台车型全球销量为100万台，其中中国区销售占比将达到2/3，将覆盖大众汽车集团旗下4个品牌共27款车型。华域麦格纳具备电驱动系统总成的量产能力，配套大众MEB平台有望为公司贡献业绩增量。

## 4、盈利预测与投资建议

### 4.1、关键假设

**内外饰件：**内饰业务：全球龙头地位稳固，积极布局智能座舱领域，业绩有望稳健增长；汽车座椅：配套上海特斯拉，上海特斯拉销量逐渐增加或将贡献业绩增量；车灯业务：受益于车灯LED化、智能化升级趋势。我们预计2021-2023年公司内外饰件营收分别为958.68、1035.62、1101.53亿元，营收增速分别为8.04%、8.03%、6.36%，毛利率为14.80%、15.30%、15.80%。

**功能性总成件：**华域汽车子公司上海汇众成功研发出线控制动 Ebooster 产品，2020 年实现小批量供货。我们预计 2021-2023 年公司功能性总成件营收分别为 266.50、281.55、297.45 亿元，营收增速为 10.00%、5.65%、5.65%，毛利率为 12.40%、12.60%、12.80%。

**金属成型和模具：**电动汽车动力电池盒的轻量化是目前的主要发展方向之一。子公司赛科利获得特斯拉铝电池盒业务以及铝合金车身分拼总成业务，业绩有望实现快速增长。我们预计 2021-2023 年公司金属成型和模具营收分别为 107.63、118.70、132.42 亿元，营收增速为 17.93%、10.28%、11.57%，毛利率为 12.00%、12.20%、12.40%。

**电子电器件：**华域电动是国内首家实现 8 层扁铜线技术批产的企业，实现对上汽 ER6 及五菱宏光 MINI 驱动电机的批量供货；“三合一”电驱动系统的一体化设计可以达到轻量化、节约成本等目的，配套大众 MEB 平台，有望贡献业绩增量。我们预计 2021-2023 年公司电子电器件营收分别为 53.68、61.73、70.99 亿元，营收增速为 15.00%、15.00%、15.00%，毛利率为 14.00%、14.00%、14.00%。

表11: 公司营收拆分及预测 (亿元)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>内外饰件营收 (亿元)</b>	<b>920.24</b>	<b>887.31</b>	<b>958.68</b>	<b>1035.62</b>	<b>1101.53</b>
YOY	-8.60%	-3.58%	8.04%	8.03%	6.36%
毛利率	14.65%	15.20%	14.80%	15.30%	15.80%
<b>功能性总成件营收 (亿元)</b>	<b>284.44</b>	<b>242.27</b>	<b>266.50</b>	<b>281.55</b>	<b>297.45</b>
YOY	-9.89%	-14.82%	10.00%	5.65%	5.65%
毛利率	12.57%	12.76%	12.40%	12.60%	12.80%
<b>金属成型和模具营收 (亿元)</b>	<b>96.78</b>	<b>91.27</b>	<b>107.63</b>	<b>118.70</b>	<b>132.42</b>
YOY	-13.68%	-5.70%	17.93%	10.28%	11.57%
毛利率	12.85%	12.36%	12.00%	12.20%	12.40%
<b>电子电器件营收 (亿元)</b>	<b>46.20</b>	<b>46.68</b>	<b>53.68</b>	<b>61.73</b>	<b>70.99</b>
YOY	-2.01%	1.04%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	16.16%	13.60%	14.00%	14.00%	14.00%
<b>热加工类营收 (亿元)</b>	<b>7.12</b>	<b>5.32</b>	<b>5.05</b>	<b>4.55</b>	<b>4.09</b>
YOY	-20.01%	-25.33%	-5.00%	-10.00%	-10.00%
毛利率	8.83%	9.93%	9.50%	9.50%	9.50%
<b>其他业务 (亿元)</b>	<b>85.46</b>	<b>62.93</b>	<b>71.11</b>	<b>74.66</b>	<b>78.40</b>
YOY	5.47%	-26.37%	13.00%	5.00%	5.00%
毛利率	20.14%	31.05%	25.00%	25.00%	25.00%
<b>营业总收入 (亿元)</b>	<b>1440.24</b>	<b>1335.78</b>	<b>1462.65</b>	<b>1576.80</b>	<b>1684.88</b>
YOY	-8.36%	-7.25%	9.50%	7.80%	6.85%
毛利率	14.46%	15.23%	14.60%	14.98%	15.34%

数据来源: Wind、公司年报、开源证券研究所

#### 4.2、盈利预测与估值

综上，我们预计 2021-2023 年公司营收为 1462.65、1576.80、1684.88 亿元，归母净利润为 67.77、78.21、87.66 亿元，EPS 为 2.15、2.48、2.78 元/股，对应当前股价 PE 为 9.9、8.6、7.7 倍。A 股三家可比公司 2021-2023 年 PE 均值分别为 50.2、

39.9、33.1 倍。公司目前估值水平较低，我们认为公司作为国内综合性汽车零部件龙头，电动化、智能化多点布局，有望贡献业绩增量，首次覆盖给予“买入”评级。

**表12: 可比上市公司估值 (PE/PEG)**

证券代码	股票简称	评级	总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	PE			EPS			PEG
					2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	(2023)
603035.SH	常熟汽饰	未评级	47.66	13.27	10.98	8.49	6.51	1.21	1.56	2.04	0.21
603730.SH	岱美股份	未评级	116.78	16.12	16.30	13.32	11.47	0.99	1.21	1.41	0.71
601799.SH	星宇股份	买入	528.99	185.17	123.45	97.97	81.21	1.50	1.89	2.28	1.12
		<b>平均</b>			50.24	39.93	33.07				
600741.SH	华域汽车	买入	671.53	21.30	9.91	8.59	7.66	2.15	2.48	2.78	0.63

数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 收盘日期为 2021/8/17, 星宇股份采用开源证券研究所预测数据, 常熟汽饰、岱美股份采用 Wind 一致预期)

## 5、风险提示

乘用车销量不及预期、电动化和智能化进程不及预期、新能源汽车渗透率不及预期、海外疫情控制不及预期等。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	83517	93928	95828	124559	126877
现金	32839	36251	43366	58127	66694
应收票据及应收账款	25547	26426	30455	31041	34556
其他应收款	4791	1520	6698	2126	6768
预付账款	843	789	853	951	1006
存货	11116	18822	5206	22630	8387
其他流动资产	8381	10119	9250	9685	9467
<b>非流动资产</b>	55611	56508	55040	55778	54921
长期投资	13958	12739	14367	16137	18056
固定资产	22406	23972	23717	22595	20828
无形资产	3861	4202	4059	3743	3420
其他非流动资产	15386	15595	12898	13303	12617
<b>资产总计</b>	139127	150436	150868	180337	181798
<b>流动负债</b>	69869	84713	75476	95366	85667
短期借款	6580	6094	5975	6216	6095
应付票据及应付账款	48339	49339	46618	60682	54651
其他流动负债	14950	29280	22883	28468	24920
<b>非流动负债</b>	10557	7535	7977	7126	6039
长期借款	3816	2726	1904	1252	454
其他非流动负债	6742	4809	6072	5874	5585
<b>负债合计</b>	80426	92248	83452	102492	91705
少数股东权益	9279	5649	7705	10084	12710
股本	3153	3153	3153	3153	3153
资本公积	12814	13160	13160	13160	13160
留存收益	31174	33822	38932	44801	51318
<b>归属母公司股东权益</b>	49423	52539	59710	67761	77383
负债和股东权益	139127	150436	150868	180337	181798

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	9656	9376	8133	15937	8287
净利润	8516	6978	8834	10199	11392
折旧摊销	4585	5084	4441	4946	5389
财务费用	-57	38	-71	-390	-402
投资损失	-3809	-3575	-4040	-4337	-4662
营运资金变动	319	737	-1280	5678	-3329
其他经营现金流	103	114	249	-159	-101
<b>投资活动现金流</b>	-1638	406	3365	1886	3728
资本支出	5706	4004	1014	1542	1777
长期投资	411	299	1131	1219	1546
其他投资现金流	4479	4709	5510	4646	7051
<b>筹资活动现金流</b>	-5636	-6385	-4383	-3063	-3448
短期借款	1329	-486	-119	241	-121
长期借款	-500	-1090	-821	-652	-799
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-64	346	0	0	0
其他筹资现金流	-6401	-5155	-3443	-2652	-2528
<b>现金净增加额</b>	2377	3390	7115	14760	8567

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	144024	133578	146265	157680	168488
营业成本	123195	113233	124903	134065	142642
营业税金及附加	493	483	519	557	601
营业费用	1961	1739	1993	2116	2250
管理费用	8031	8252	8596	9145	9604
研发费用	5265	5573	5409	6058	6578
财务费用	-57	38	-71	-390	-402
资产减值损失	-177	-319	-97	-225	-251
其他收益	482	429	481	464	458
公允价值变动收益	0	-0	0	0	0
投资净收益	3809	3575	4040	4337	4662
资产处置收益	136	59	40	78	59
<b>营业利润</b>	9157	7919	9574	11233	12646
营业外收入	416	87	387	297	257
营业外支出	138	66	102	102	90
<b>利润总额</b>	9435	7940	9859	11428	12813
所得税	919	962	1025	1228	1421
<b>净利润</b>	8516	6978	8834	10199	11392
少数股东损益	2053	1575	2056	2378	2626
<b>归母净利润</b>	6463	5403	6777	7821	8766
EBITDA	13573	12382	13643	15668	17463
EPS(元)	2.05	1.71	2.15	2.48	2.78

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-8.4	-7.3	9.5	7.8	6.9
营业利润(%)	-16.5	-13.5	20.9	17.3	12.6
归属于母公司净利润(%)	-19.5	-16.4	25.4	15.4	12.1
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	14.5	15.2	14.6	15.0	15.3
净利率(%)	4.5	4.0	4.6	5.0	5.2
ROE(%)	14.5	12.0	13.7	14.2	14.1
ROIC(%)	12.7	9.6	12.1	13.2	13.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	57.8	61.3	55.3	56.8	50.4
净负债比率(%)	-31.7	-38.2	-50.1	-66.1	-70.8
流动比率	1.2	1.1	1.3	1.3	1.5
速动比率	0.9	0.8	1.1	1.0	1.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.1	0.9	1.0	1.0	0.9
应收账款周转率	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1
应付账款周转率	2.6	2.3	2.6	2.5	2.5
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	2.05	1.71	2.15	2.48	2.78
每股经营现金流(最新摊薄)	3.06	2.97	2.58	5.06	2.63
每股净资产(最新摊薄)	15.68	16.66	18.06	19.66	21.61
<b>估值比率</b>					
P/E	10.4	12.4	9.9	8.6	7.7
P/B	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	4.3	4.1	3.1	1.9	1.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn