

证券研究报告—动态报告

汽车汽配

汽车零部件 II

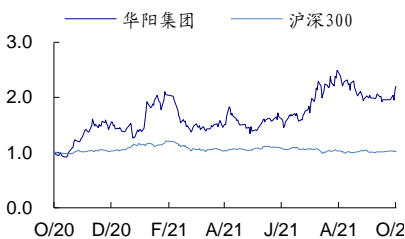
华阳集团(002906)
买入

2021 年前三季度业绩预告点评

(维持评级)

2021 年 10 月 15 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)	474/472
总市值/流通(百万元)	19,297/19,211
上证综指/深圳成指	3,558/14,341
12 个月最高/最低(元)	47.11/16.60

相关研究报告:

《华阳集团-002906-2020 年业绩预告点评: 盈利高速增长, HUD 业务前景可期》——2021-01-20

《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: 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码: S0980519080002

证券分析师: 戴仕远

E-MAIL: daishiyuan@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980521060004

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

新产品、新客户快速拓展, HUD 行业前景可期

● 2021 年前三季度盈利增幅超 100%, 业绩略超预期

华阳集团 2021 年前三季度业绩预告: 前三季度归母净利润 2.02-2.12 亿元, 同比增长 126.18%-137.37%; 单 Q3 归母净利润 0.65-0.75 亿元, 同比增长 73.37%-100.04%。2021 年前三季度业绩较上年同期大幅增加的主要原因在于公司汽车电子智能座舱业务包括中控、HUD、无线充电、数字仪表等订单大幅增加, 精密压铸业务订单大幅增加。

● 产品端, 积极布局智能座舱、智能驾驶、智能网联三大领域

1) **智能座舱:** 国内乘用车前装 HUD 市场渗透率已提升至 5%, 华阳 W-HUD 市场份额位居前三, 已搭载多款车型量产上市, AR-HUD 项目研发持续推进, 并于今年下半年搭载车型上市, 实现规模化量产。此外, 公司推出的智能座舱域控制器具备高集成度和扩展性, 已获得项目定点。2) **智能驾驶:** 华阳与地平线强强联合, 目前, 基于地平线征程 2 推出的 DMS 产品将搭载车机年内量产, 基于地平线征程 3 多模态交互产品正在开发中; 煜眼摄像头、360 环视已搭载多款车型量产, DMS、APA 产品已获得项目定点。

● 客户端, 市场持续开拓, 客户结构不断优化

1) **汽车电子:** 2021 年, 公司汽车电子业务获得了包括长安福特、PSA、北京现代、长城、长安、广汽、北汽、吉利、奇瑞、百度、蔚来、威马及金康赛力斯等客户的新项目订单。公司客户质地优异, 涵盖优质自主、造车新势力及合资品牌, 打开汽车电子业务增量空间。2) **精密压铸:** 成功导入泰科、上海联电、芜湖纬湃、大疆、德国海拉、富临精工、北美及欧洲采埃孚、速腾聚创等客户的新项目, 其中新能源汽车相关项目订单持续增加。

● 风险提示: 上游缺芯风险和下游产销风险。
● 投资建议: 上调盈利预测, 维持“买入”评级。

上调盈利预测, 预计 21/22/23 年归母净利润 3.03/4.42/5.52 亿(原 21/22 年预期 2.91/3.95 亿), 对应 EPS 为 0.64/0.93/1.17 元, 对应 PE 为 64/44/35 倍, 维持买入评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,374	4,484	5,848	7,048
(+/-%)	-0.3%	32.9%	30.4%	20.5%
净利润(百万元)	181	303	442	552
(+/-%)	143.0%	67.5%	45.7%	25.0%
摊薄每股收益(元)	0.38	0.64	0.93	1.17
EBIT Margin	13.7%	4.5%	6.2%	7.0%
净资产收益率(ROE)	5.1%	8.1%	11.0%	12.7%
市盈率(PE)	106.3	63.5	43.6	34.9
EV/EBITDA	35.1	64.4	42.4	33.9
市净率(PB)	5.37	5.11	4.78	4.41

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 2021Q3 预告利润增长 73%-100%，业绩略超预期。华阳集团发布 2021 年前三季度业绩预告，前三季度实现归母净利润 2.02-2.12 亿元，较上年同期增长 126.18%-137.37%；拆单季度看，21Q3 实现归母净利润 0.65-0.75 亿元，较上年同期增长 73.37%-100.04%。**2021 年前三季度业绩较上年同期大幅增加的主要原因**在于公司汽车电子智能座舱业务包括中控、HUD、无线充电、数字仪表等订单大幅增加，精密压铸业务订单大幅增加，公司销售收入较上年同期大幅增长；同时公司内部管理改善，资产减值损失较上年同期减少。此外，因芯片等原材料供应紧张和涨价，公司销售和利润增长率有所降低。

表 1：华阳集团 2021 年前三季度及第三季度业绩预告

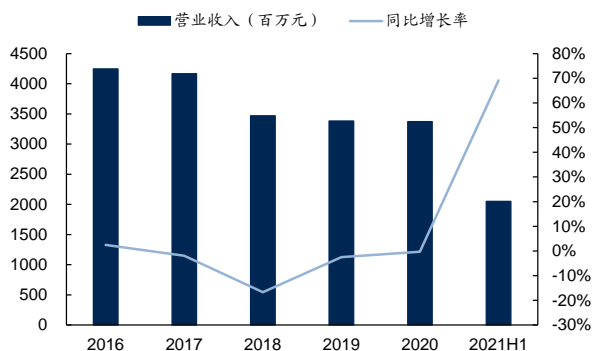
项目	预计金额	预计增幅
2021 年前三季度		
归母净利润	20,200.00 万元-21,200.00 万元	126.18%-137.37%
基本每股收益	0.43-0.45 元	126.32%-136.84%
2021 年第三季度		
归母净利润	6,500.00 万元-7,500.00 万元	73.37%-100.04%
基本每股收益	0.14-0.16 元	75.00%-100.00%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

华阳集团 2021H1 归母净利高增。2021H1 公司实现营业收入为 20.50 元，同比增长 69.15%；归母净利润 1.37 亿元，同比增加 164.14%。拆分季度来看，21Q2 公司实现营收 10.92 亿元，同比增长 55.54%，归母净利润 0.82 亿元，同比增长 139.83%。**分业务看，公司汽车电子业务前期已承接的新项目新订单逐步量产并上量，21H1 实现营业收入 13.46 亿元，同比增长 95.94%；精密压铸业务提出并实施“深化精益创改、开辟领先征程”的年度经营方针，21H1 实现营业收入 4.28 亿元，同比增长 72.02%；精密电子部件业务实现营业收入 1.72 亿元，同比增长 2.49%；LED 照明业务实现营业收入 0.84 亿元，同比增长 29.47%。**

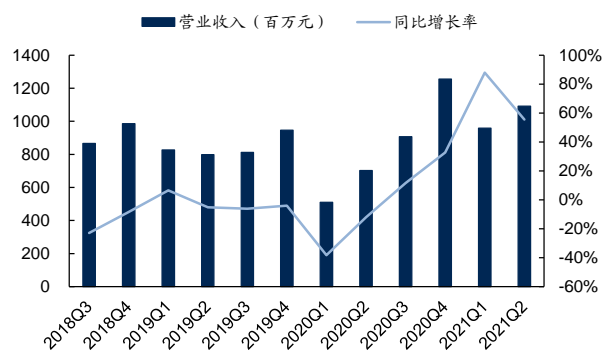
公司业绩超出预期，业绩超预期的核心原因在于公司汽车电子智能座舱业务包括数字仪表、中控、HUD 等销售收入大幅增加，精密压铸业务销售收入大幅增加。面对汽车行业芯片短缺、原材料价格上涨、疫情不稳定等形势，公司一方面采取多种措施保障物料供应，包括争取供应商资源的优先调配、在确保质量的前提下积极实施替代方案等，同时跟进客户需求及时调整生产计划，优化流程快速响应，做好生产保障，确保订单稳定交付；另一方面持续深化阿米巴经营和精益管理，降本增效。

图 1：华阳集团营业收入及同比增速



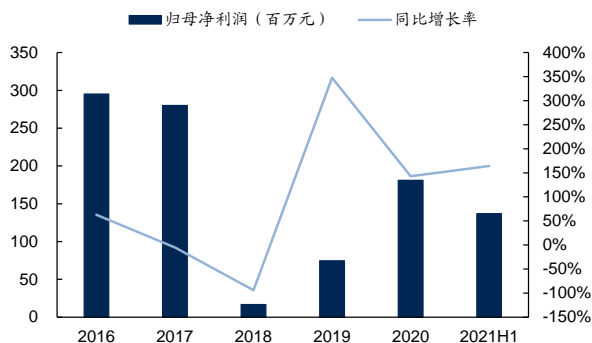
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：华阳集团单季营业收入及同比增速



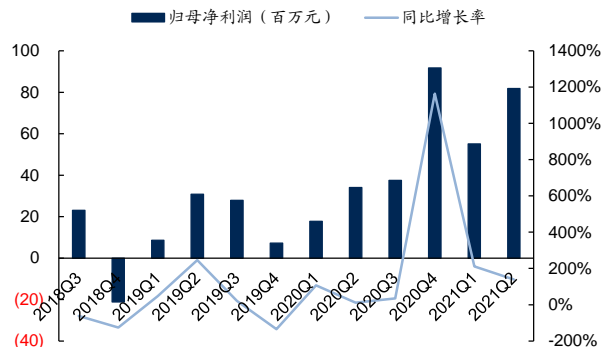
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：华阳集团归母净利润及同比增速



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同比增速

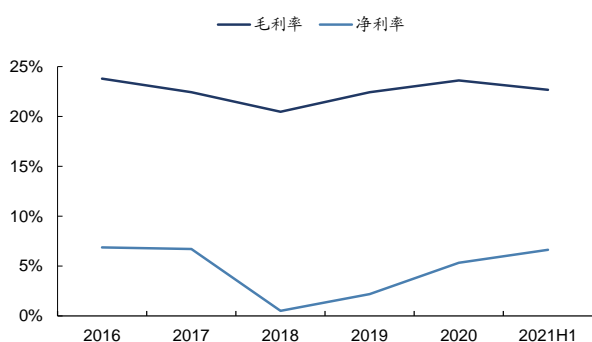


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

21H1 缺芯影响下毛利率微降，费用管控严格。2021H1 公司毛利率为 22.68%，净利率为 6.63%，分别同比-0.68/+2.34pct，其中汽车电子和精密压铸毛利率分别为 21.47%、31.19%，分别同比-1.60/-0.49pct。拆单季度看，21Q2 公司毛利率为 22.40%，净利率为 7.45%，分别同比-1.65/+2.61pct。21H1 受汽车行业芯片短缺、原材料价格上涨影响，公司毛利率小幅下滑。

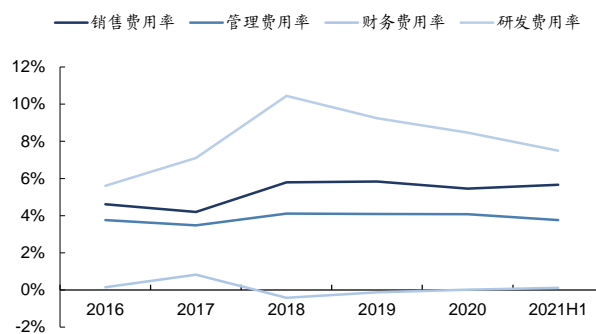
费用率方面，21H1 四费率为 17.03%，同比-4.7pct，其中销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为 5.7%/3.8%/0.1%/7.5%，分别同比-0.3/-1.4/+0.6/-3.6pct。拆单季度看，21Q2 四费率为 16.5%，同比-3.0pct、环比-1.1pct，其中销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为 5.4%/3.3%/0.1%/7.8%，分别同比-0.1/-0.9/+0.4/-2.5pct，环比-0.7/-1.1/-0.1/+0.7pct。得益于阿米巴经营和精益管理，公司费用率下降明显，其中研发费用率下降主要系营收增速较快影响。

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：华阳集团四项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

产品维度，汽车电子业务布局智能座舱、智能驾驶、智能网联三大领域

总体来看，智能座舱产品线涵盖座舱域控制器、信息娱乐系统、数字仪表、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；智能驾驶产品包括传感器 (摄像头)、车内感知 (驾驶员监测系统 DMS)、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)；智能网联产品涵盖 T-BOX、FOTA 等，并搭建了丰富的生态合作平台。

图 7：公司汽车电子产品在汽车的应用场景示意图

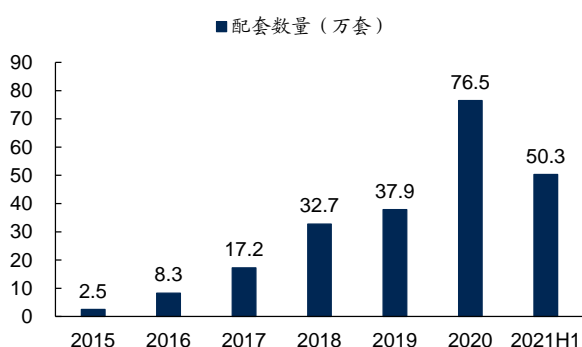


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

1) 智能座舱领域，HUD 快速渗透，华阳 AR-HUD 项目 21H2 实现规模化量产

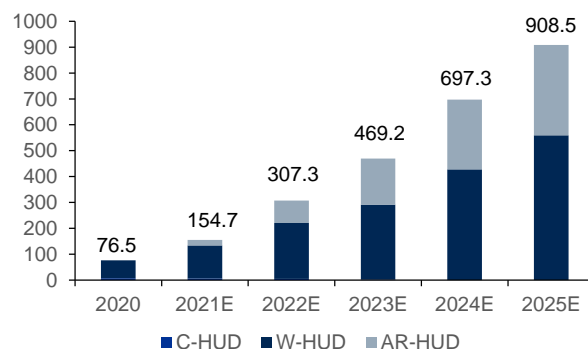
行业端，国内乘用车前装 HUD 装配量持续攀升，市场渗透率已提升至 5%。参考盖世汽车数据，2016 年以来国内乘用车前装 HUD 装配量持续攀升，2020 年配量达 76.5 万台套，较 2019 年实现翻倍增长。21H1 前装 HUD 配套量达到 50.32 万台套，市场渗透率提升至 5%，2025 年国内乘用车 HUD 渗透率有望超 30%。HUD 快速渗透的原因主要为：技术角度，汽车智能化的发展以及投影单元技术的升级，HUD 技术不断提升，已成为智能座舱第三屏，随着技术升级，HUD 配套价格下降，性价比提升；车企角度，自主品牌智能化转型力度大，加快 HUD 配套，如长城、吉利、红旗、蔚来等。AR-HUD 可结合实际路况场景进行显示，并结合 LKA、ACC 等 ADAS 功能，为驾驶员带来沉浸式体验，成为 HUD 发展趋势。

图 8：2015-2021H1 国内乘用车前装 HUD 配套量（万台套）



资料来源：盖世汽车、国信证券经济研究所整理

图 9：2020-2025E 国内乘用车前装 HUD 配套量预测（万台套）

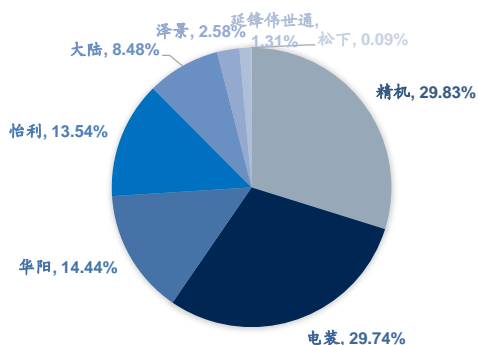


资料来源：盖世汽车、国信证券经济研究所整理

公司端，华阳 W-HUD 市场份额位居前三，AR-HUD 已实现规模化量产。公司 W-HUD 产品技术大幅升级，输出界面更大、更亮、更清晰，根据高工智能汽车研究院数据，2021H1 W-HUD 供应商市场份额方面，日本精机、电装、华阳排名前三，华阳市场份额增速明显。市场方面，W-HUD 已搭载多款车型量产上市，AR-HUD 项目研发持续推进，并于今年下半年搭载车型上市，实现规模化量产。公司 HUD 产品已获得长城、长安、广汽、北汽、东风日产启辰、奇瑞、越南 Vinfast 等多个客户的定点项目。同时，公司已进入多家合资及外资车企

的供应商体系。

图 10: 2021H1 国内 W-HUD 供应商市场份额



资料来源: 盖世汽车、高工智能汽车研究院、国信证券经济研究所整理
注: 数据来源于 2021 年 1-6 月新车上险量、新车公告车型配置 (包括汽车制造商官网披露的新车配置) 及高工智能汽车研究院数据调研及统计。统计口径为功能前装标配, 不含选装。

图 11: 华阳 DLP AR-HUD



资料来源: 盖世汽车、国信证券经济研究所整理

此外, 公司推出的智能座舱域控制器具备高集成度和扩展性, 大规模商用已经成熟, 已获得项目定点。

2) 智能驾驶领域, DMS、APA 获项目定点, 焯眼摄像头、360 环视实现量产

华阳与地平线强强联合, 打造 DMS 产品、自动驾驶域控制器平台。2021 上海车展期间, 双方基于地平线征程 2 汽车智能芯片打造的 DMS 产品正式亮相, 未来双方将基于高效能的征程 3 和征程 5 芯片打造自动驾驶域控制器平台。目前, 基于地平线征程 2 推出的 DMS 产品将搭载车机年内量产, 基于地平线征程 3 多模态交互产品正在开发中; 焯眼摄像头、360 环视已搭载多款车型量产, DMS、APA 产品已获得项目定点。

图 12: 华阳与地平线达成战略合作



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

图 13: 华阳新一代 360 环视系统



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

客户维度, 汽车电子优质客户不断拓展, 精密压铸新能源项目订单持续增加

1) 汽车电子:

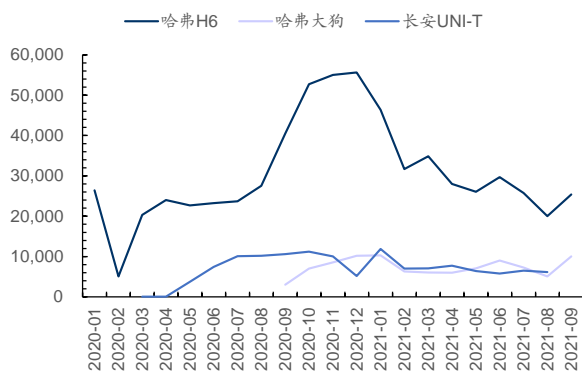
长城、长安销量优异, 带动公司汽车电子业务快速增长。在公司汽车电子业务中, 双联屏、中控屏、数字仪表等产品的重要客户长安 Unit-T 车型逐步放量, HUD 产品的重要客户长城哈弗 H6 和长城大狗 2021 年维持亮眼的销售表现, 带动公司业绩增长。其中, 哈弗 H6 在 2021 年前三季度的销量为 26.8 万台, 2021Q3 的销量为 7.2 万台, 连续多个月获得 SUV 销量冠军; 哈弗大狗于 2020 年 9 月上市, 销量快速增长, 9 月单月销量超 1.0 万台, 2021Q3 销量达 2.24

万台，上市至今累计销量为 9.6 万台；长安 Uni-T 于 2020 年 3 月上市，2021 年 1-8 月累计销量为 5.86 万台。

公司积极开拓市场，持续优化客户结构。今年以来，公司汽车电子业务获得了包括长安福特、PSA、北京现代、长城、长安、广汽、北汽、吉利、奇瑞、百度、蔚来、威马及金康赛力斯等客户的新项目订单。**公司客户质地优异，涵盖优质自主、造车新势力及合资品牌，打开汽车电子业务增量空间。**

2021 年 6 月，广汽传祺 GS4 PLUS 正式上市，华阳为 GS4 PLUS 配套 10.1 英寸中控液晶显示屏、无线充电等产品；2021 年 9 月，广汽传祺全新第二代 GS8 智慧王者上市，华阳为广汽传祺全新第二代 GS8 提供技术领先的 AR-HUD 产品，助力广汽传祺重新定义豪华科技新标准的智慧王者座驾。

图 14: 下游客户重点车型销量



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 15: 华阳为广汽传祺 GS4 PLUS 配套 10.1 英寸中控液晶显示屏



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

2) 精密压铸: 公司打造以市场、技术、项目相结合的铁三角，成功导入泰科、上海联电、芜湖纬湃、大疆、德国海拉、富临精工、北美及欧洲采埃孚、速腾聚创等客户的新项目，其中新能源汽车相关项目订单持续增加。

投资建议: HUD 行业高景气，华阳集团研发深耕多年，新产品不断突破，新订单持续增加，业绩超预期，维持“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（8%-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、煜眼摄像头、360 环视、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 2021 年来开拓了长安福特、PSA、蔚来、威马、吉利等客户的新项目订单，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，2021 年 AR-HUD 年内规模化量产、智能座舱域控制器已获得项目定点、煜眼摄像头及 360 环视实现量产。上调盈利预测，预计 21/22/23 年归母净利润 3.03/4.42/5.52 亿，对应 EPS 为 0.64/0.93/1.17 元，对应 PE 为 64/44/35 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，2022 年可比公司平均估值 59 倍，我们给予华阳集团 2022 年目标估值 47-51 元（2022 年 50-55x

PE), 当前股价距离目标估值仍有 26% 的上涨空间, 维持“买入”评级。

表 2: 可比公司估值表

代码	公司简称	投资评级	股价	总市值	EPS			PE		
			20211014	亿元	20A	21E	22E	20A	21E	22E
002405.SZ	四维图新	无	11.74	266.35	(0.06)	0.07	0.15		168	78
300496.SZ	中科创达	买入	129.80	551.72	1.05	1.40	2.05	124	93	63
300750.SZ	宁德时代	增持	532.30	12,397.31	2.26	4.89	7.63	236	109	70
002920.SZ	德赛西威	增持	90.45	497.48	0.94	1.31	1.80	96	69	50
603786.SH	科博达	买入	67.27	269.15	1.29	1.57	2.12	52	43	32
	平均							127	96	59
002906.SZ	华阳集团	买入	40.68	192.97	0.38	0.64	0.93	107	64	44

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	694	745	555	500	营业收入	3374	4484	5848	7048
应收款项	1322	1843	2403	2896	营业成本	2577	3384	4316	5159
存货净额	686	722	925	1109	营业税金及附加	14	22	29	35
其他流动资产	674	90	117	141	销售费用	184	242	316	366
流动资产合计	3477	3500	4100	4747	管理费用	137	631	822	997
固定资产	1050	1091	1126	1151	财务费用	1	(14)	(16)	(14)
无形资产及其他	90	88	85	82	投资收益	36	25	25	25
投资性房地产	230	230	230	230	资产减值及公允价值变动	56	0	0	0
长期股权投资	147	147	147	147	其他收入	(378)	0	0	0
资产总计	4995	5057	5689	6357	营业利润	175	243	407	529
短期借款及交易性金融负债	0	130	130	135	营业外净收支	(0)	50	20	20
应付款项	993	1083	1388	1664	利润总额	175	293	427	549
其他流动负债	322	208	268	321	所得税费用	(5)	(9)	(13)	0
流动负债合计	1316	1422	1786	2120	少数股东损益	(1)	(2)	(2)	(3)
长期借款及应付债券	0	(230)	(230)	(230)	归属于母公司净利润	181	303	442	552
其他长期负债	95	100	105	110					
长期负债合计	95	(130)	(125)	(120)	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1411	1291	1660	2000	净利润	181	303	442	552
少数股东权益	1	(0)	(2)	(4)	资产减值准备	(32)	7	2	2
股东权益	3583	3765	4030	4362	折旧摊销	127	115	127	137
负债和股东权益总计	4995	5057	5689	6357	公允价值变动损失	(56)	0	0	0
					财务费用	1	(14)	(16)	(14)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(70)	17	(420)	(365)
	2020	2021E	2022E	2023E	其它	31	(8)	(3)	(4)
每股收益	0.38	0.64	0.93	1.17	经营活动现金流	181	434	147	322
每股红利	0.10	0.26	0.37	0.47	资本开支	(192)	(161)	(161)	(161)
每股净资产	7.57	7.96	8.52	9.22	其它投资现金流	(100)	0	0	0
ROIC	15%	7%	11%	13%	投资活动现金流	(316)	(161)	(161)	(161)
ROE	5%	8%	11%	13%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	24%	25%	26%	27%	负债净变化	0	(230)	0	0
EBIT Margin	14%	5%	6%	7%	支付股利、利息	(48)	(121)	(177)	(221)
EBITDA Margin	17%	7%	8%	9%	其它融资现金流	143	130	0	5
收入增长	0%	33%	30%	21%	融资活动现金流	47	(221)	(177)	(216)
净利润增长率	143%	68%	46%	25%	现金净变动	(88)	51	(191)	(55)
资产负债率	28%	26%	29%	31%	货币资金的期初余额	782	694	745	555
息率	0.2%	0.6%	0.9%	1.1%	货币资金的期末余额	694	745	555	500
P/E	106.3	63.5	43.6	34.9	企业自由现金流	340	181	(78)	101
P/B	5.4	5.1	4.8	4.4	权益自由现金流	484	95	(61)	120
EV/EBITDA	35.1	64.4	42.4	33.9					

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