

**公司点评**
**华阳集团 (002906)**
**汽车 | 汽车零部件**
**第三季度业绩表现良好, HUD 有望成为增长支撑点**

2021年11月17日

**评级 谨慎推荐**

评级变动 首次

**合理区间 50.46-53.94 元**
**交易数据**

当前价格(元)	48.21
52周价格区间(元)	23.29-50.40
总市值(百万)	22869.32
流通市值(百万)	22767.12
总股本(万股)	47436.89
流通股(万股)	47224.89

**涨跌幅比较**


%	1M	3M	12M
华阳集团	12.98	9.57	84.71
汽车零部件	7.68	4.28	10.95

**杨甫**
**分析师**

 执业证书编号: S0530517110001  
 yangfu@cfzq.com

0731-84403345

**张科理**
**研究助理**

zhangkl@cfzq.com

**相关报告**

预测指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入(百万元)	3383.41	3374.43	4437.92	5860.08	7344.15
净利润(百万元)	74.49	181.05	292.35	412.79	566.62
每股收益(元)	0.16	0.38	0.62	0.87	1.19
每股净资产(元)	7.25	7.55	8.01	8.65	9.54
P/E	307.00	126.32	78.22	55.40	40.36
P/B	6.65	6.38	6.02	5.57	5.05

资料来源: Wind, 财信证券

**投资要点:**

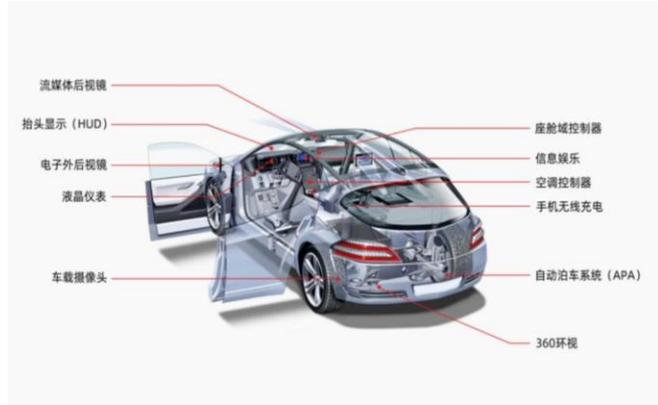
- 第三季度业绩表现良好, HUD 等新品带动利润提升。**公司发布 2021 第三季度报告, 前三季度实现营收 31.31 亿元, 同比增长 47.78%; 实现归母净利润 2.08 亿元, 同比增长 133.13%。其中第三季度实现营收 10.80 亿元, 同比增长 19.21%, 环比下滑 1.10%, 公司营收情况表现良好, 环比有所下滑主要是由于下游车企产能不足, 减少了对公司产品的需求。第三季度实现归母净利润 0.71 亿元, 同比增长 91.89%, 环比下滑 13.41%, 位于三季报业绩预告中枢。公司产品结构不断优化, HUD 和无线充电等高毛利的新品占比稳步提高, 带动净利润同比提升, 但由于芯片和原材料价格上涨等原因, 利润环比略有承压。
- 汽车电子成为业绩增长支撑点, 精密压铸稳步拓展。**公司主要业务包括汽车电子和精密压铸, 在 2021 年上半年占公司总营收比重分别为 66% 和 21%。其中汽车电子主要可以分为 HUD 加无线充电、智能座舱以及智能驾驶三大类产品。公司做为国内 HUD 龙头厂商, 目前深度绑定长城汽车, 同时获得长安, 广汽和比亚迪等大多数国产车企的定点, 在当前国内 HUD 渗透率还比较低的情况下, 公司 HUD 产品有望迎来大爆发。智能座舱业务上, 公司基于瑞萨芯片研发的智能座舱域控制器即将量产, 座舱产品有望迎来单车价值量的大幅提升。精密压铸业务上, 公司聚焦汽车轻量化, 致力于轻量化材料在汽车上的应用。在报告期内以 1.92 亿元收购江苏中翼汽车新材料科技有限公司 90% 的股份, 有利于公司拓展精密压铸产品类别和势力范围。
- 给予公司“谨慎推荐”评级。**预计公司 2021-2023 年公司营收分别为 44.38 亿元、58.60 亿元、73.44 亿元, 对应 EPS 分别为 0.62 元、0.87 元、1.19 元, 对应当前股价 PE 倍数分别为 78.22 倍、55.40 倍、40.36 倍。公司 HUD 产品在国内极具竞争力, 下游客户订单充足, 未来业绩确定性较高, 我们按照 2022 年的利润进行估值。公司是智能汽车行业稀缺标的, 做为国内少数几家能研制智能座舱域控制器的厂商, 未来必将受益于智能汽车渗透率的提升。对标可比公司, 我们给予公司 2022 年 58-62 倍 PE 估值, 对应估值合理区间为 50.46-53.94 元, 给予公司“谨慎推荐”评级。
- 风险提示: 新客户拓展不及预期, 原材料价格波动风险。**

## 1 公司致力于成为国内汽车电子领先供应商，业绩开始进入释放期

公司致力于成为国内外汽车电子领先供应商。公司成立于 1993 年，最开始做精密电子部件，主要产品围绕车载和家用机芯。在 2011 年公司实控人变更为邹淦荣等八位一致行动人后，公司开始向汽车电子业务转型。近几年来，公司重点围绕汽车电动化、智能化、网联化、轻量化进行产品布局，致力于成为国内外领先的汽车电子产品及其零部件的系统供应商，主要产品包括汽车电子、精密压铸、精密电子部件以及 LED 照明等。

公司汽车电子业务布局智能座舱、智能驾驶、智能网联三大领域。当前汽车电子以智能座舱产品线为主，涵盖了座舱域控制器、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。营收占比较低的智能驾驶产品主要包括了传感器（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）。公司精密压铸业务主要生产铝合金、锌合金精密铸件，目前拥有汽车关键零部件、精密 3C 电子部件及工业控制部件等产品线。其中，汽车关键零部件主要应用于新能源三电系统、汽车电子产品、汽车底盘系统、汽车转向系统、汽车发动机及变速箱、汽车传动系统等。2021 年第三季度，公司以 1.92 亿元收购江苏中翼汽车新材料科技有限公司 90% 的股份，有利于公司拓展精密压铸产品类别和势力范围。

图 1：汽车电子业务细分产品



资料来源：华阳集团公司财报，财信证券

图 2：精密压铸业务细分产品



资料来源：华阳集团公司财报，财信证券

受下游汽车景气度影响，近几年公司营收增长承压。公司 2017 年营业收入 41.66 亿元，同比微降 1.91%。后 2018 年由于整体乘用车市场大幅下滑，导致公司营业收入仅为 34.69 亿元，同比下降 16.73%。2019 和 2020 同样受到下游乘用车景气度影响，营业收入出现微降。公司 2017-2020 年归母净利润与营业收入走势有所不同，2018 年归母净利润大幅下滑，主要是因为北汽银翔和众泰等部分大客户资金链断裂，导致公司大幅计提资产减值。

2021 年第三季度业绩表现良好，业绩有望开始进入释放期。公司 2021 年前三季度实现营业收入 31.31 亿元，同比增长 47.78%；实现归母净利润 2.08 亿元，同比增长 133.13%。

其中第三季度实现营业收入 10.80 亿元，同比增长 19.21%，环比下滑 1.10%，公司营收情况表现良好，环比有所下滑主要是由于第三季度下游车企产能不足，减少了对公司产品的需求。第三季度实现归母净利润 0.71 亿元，同比增长 91.89%，环比下滑 13.41%，位于三季报业绩预告中枢。公司产品结构不断优化，HUD 和无线充电等高毛利的新品占比稳步提高，带动净利润同比提升，但由于芯片和原材料价格上涨等原因，利润环比略有承压。我们认为公司当前新产品订单充足且市场认可度，业绩有望开始进入释放期。

图 3：2017-2021 前三季度营业总收入



资料来源：华阳集团公司财报，财信证券

图 4：2017-2021 前三季度归母净利润



资料来源：华阳集团公司财报，财信证券

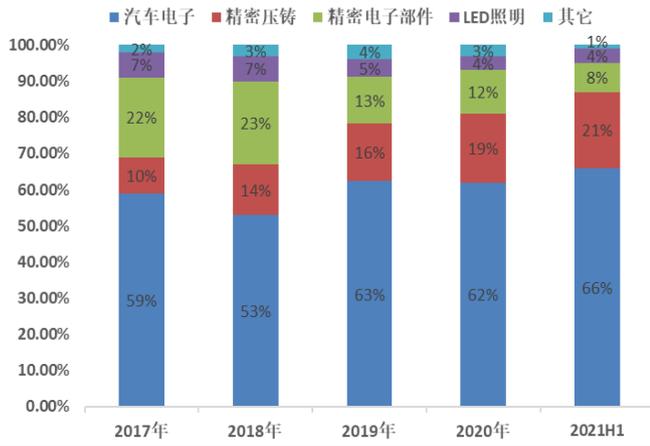
## 2 汽车电子和精密压铸业务占比提升，HUD 成为业绩增长支撑点

汽车电子和精密压铸业务占比提升，毛利率受原材料上涨影响。分产品来看，公司汽车电子和精密压铸业务占总营收比重呈现出逐步提升的态势。2020 年汽车电子业务实现营业收入 21.06 亿元，占总营收比重为 62.42%，同比减少 0.60pct；精密压铸业务实现营业收入 6.36 亿元，占总营收比重为 18.85%，同比增加 3.09pct。2021 年公司 HUD 等新产品快速放量，带动汽车电子业务占比快速走高。2021 年上半年汽车电子业务实现营业收入 13.46 亿元，占总营收比重为 65.66%，同比增加 8.98pct；精密压铸业务实现营业收入 4.28 亿元，占总营收比重为 20.88%，同比增加 0.34pct。在毛利率方面，2021 年上半年汽车电子和精密压铸的毛利率分别为 21.47% 和 31.19%，同比分别减少 1.60pct 和 0.49pct。汽车电子业务毛利率下滑更多，是由于汽车电子业务不仅受到原材料价格上涨的影响，同时还叠加芯片价格上涨的影响。

HUD 业务订单充足，有望成为公司业绩增长支撑点。公司 HUD 产品于 2012 年开始研发，2020 年 8 月份在长城汽车的项目上开始量产。公司 HUD 产品深度绑定长城汽车，同时获得长安，广汽和比亚迪等大多数国产车企的定点，当前订单非常充足，产能还继续爬坡之中。根据高工智能汽车研究院的数据，2020 年中国新车 HUD 前装渗透率仅为 3.99%，且绝大多数市场份额被日本精机、大陆集团和电装等外资企业占据。当前 HUD 产品在国内渗透率还很低，未来增长空间巨大。公司做为国内头部的 HUD 企业，在价格

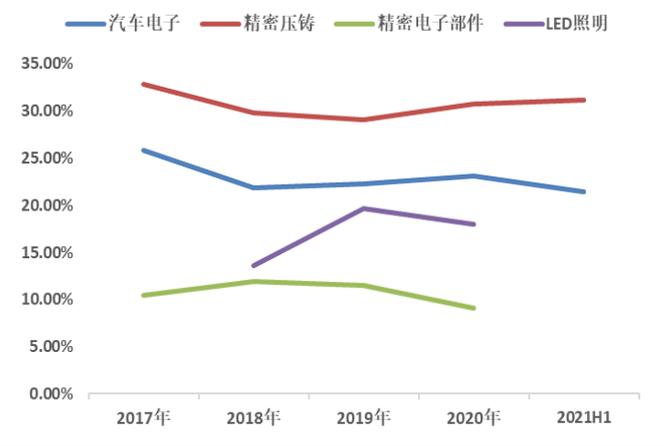
和成本方面相比外资更具优势，有望在 HUD 加速渗透的过程中不断提升市场份额。公司目前 HUD 业务的主要产品是 W-HUD 1.0，现已研发升级至 W-HUD 2.0，单车价值量有 30% 左右的提升，同时产品效果更好的 AR-HUD 的项目也在稳步推进中。

图 5：公司分产品营收情况



资料来源：华阳集团公司财报，财信证券

图 6：公司分产品毛利率



资料来源：华阳集团公司财报，财信证券

### 3 盈利预测

给予公司“谨慎推荐”评级。预计公司 2021-2023 年公司营收分别为 44.38 亿元、58.60 亿元、73.44 亿元，对应 EPS 分别为 0.62 元、0.87 元、1.19 元，对应当前股价 PE 倍数分别为 78.22 倍、55.40 倍、40.36 倍。公司 HUD 产品在国内极具竞争力，下游客户订单充足，未来业绩确定性较高，我们按照 2022 年的利润进行估值。公司是智能汽车行业稀缺标的，做为国内少数几家能研制智能座舱域控制器的厂商，未来必将受益于智能汽车渗透率的提升。对标可比公司，我们给予公司 2022 年 58-62 倍 PE 估值，对应估值合理区间为 50.46-53.94 元，给予公司“谨慎推荐”评级。

### 4 风险提示

新客户拓展不及预期，原材料价格波动风险。

**财务预测摘要**

利润表						财务指标					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>3383.41</b>	<b>3374.43</b>	<b>4437.92</b>	<b>5860.08</b>	<b>7344.15</b>	<b>收益率</b>					
减:营业成本	2624.48	2577.48	3389.68	4445.46	5591.10	毛利率	22.43%	23.62%	23.62%	24.14%	23.87%
营业税金及附加	20.45	13.67	25.31	33.42	41.89	三费/销售收入	19.17%	17.99%	15.63%	14.96%	14.05%
营业费用	197.33	183.94	213.91	273.67	324.61	EBIT/销售收入	1.33%	5.20%	15.60%	15.84%	16.31%
管理费用	138.26	137.39	163.32	208.03	243.09	EBITDA/销售收入	4.95%	9.02%	18.93%	18.40%	18.48%
研发费用	313.00	285.79	316.42	394.97	464.15	销售净利率	2.19%	5.34%	6.55%	7.01%	7.68%
财务费用	-4.35	0.57	-7.97	-10.53	-13.20	<b>资产获利率</b>					
资产减值损失	106.56	74.58	52.74	73.45	88.73	ROE	2.16%	5.05%	7.69%	10.05%	12.52%
加:投资收益	22.86	35.71	35.76	42.98	53.61	ROA	0.96%	3.51%	11.29%	12.16%	13.02%
公允价值变动损益	0.00	0.11	0.00	0.00	0.00	ROIC	1.22%	4.54%	14.06%	15.85%	16.24%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>增长率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>10.56</b>	<b>136.83</b>	<b>320.27</b>	<b>484.59</b>	<b>657.38</b>	销售收入增长率	-2.46%	-0.27%	31.52%	32.05%	25.33%
加:其他非经营损益	38.93	37.94	55.65	48.69	76.43	EBIT 增长率	274.61%	288.46%	294.87%	34.07%	29.06%
<b>利润总额</b>	<b>49.49</b>	<b>174.77</b>	<b>375.92</b>	<b>533.28</b>	<b>733.81</b>	EBITDA 增长率	97.59%	81.61%	176.08%	28.40%	25.83%
减:所得税	-24.53	-5.36	85.04	122.57	170.05	净利润增长率	310.67%	143.37%	61.48%	41.19%	37.27%
<b>净利润</b>	<b>74.02</b>	<b>180.13</b>	<b>290.88</b>	<b>410.70</b>	<b>563.76</b>	总资产增长率	3.41%	6.22%	22.82%	24.48%	20.51%
减:少数股东损益	-0.48	-0.91	-1.48	-2.08	-2.86	股东权益增长率	1.18%	4.14%	6.04%	8.04%	10.22%
<b>归属母公司股东净利</b>	<b>74.49</b>	<b>181.05</b>	<b>292.35</b>	<b>412.79</b>	<b>566.62</b>	经营营运资本增长率	-11.87%	0.02%	37.68%	36.32%	26.66%
<b>资产负债表</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>资本结构</b>					
货币资金	781.67	693.77	887.58	1172.02	1468.83	资产负债率	26.78%	28.24%	37.55%	45.80%	50.77%
应收和预付款项	1727.43	1950.64	2565.41	3387.24	4245.24	投资资本/总资产	71.20%	69.25%	68.96%	68.91%	68.97%
其他应收款(合计)	32.57	20.66	27.17	35.88	44.97	带息债务/总负债	0.79%	0.00%	24.37%	37.84%	43.47%
存货	539.98	686.49	902.81	1184.00	1489.13	流动比率	2.80	2.64	2.07	1.78	1.66
其他流动资产	240.59	25.13	75.96	132.68	152.87	速动比率	2.14	2.10	1.63	1.40	1.30
长期股权投资	124.00	147.49	167.33	178.54	190.53	股利支付率	0.00%	25.97%	25.97%	25.97%	25.97%
金融资产投资	0.00	6.50	6.50	6.50	6.50	收益留存率	1.00	0.74	0.74	0.74	0.74
投资性房地产	42.74	41.08	29.16	17.24	5.32	<b>资产管理效率</b>					
固定资产和在建工程	999.14	1050.05	1025.24	1003.20	996.21	总资产周转率	0.72	0.68	0.72	0.77	0.80
无形资产和开发支出	95.57	115.78	125.36	145.03	170.78	固定资产周转率	3.53	3.48	4.76	6.50	8.40
其他非流动资产	118.44	157.08	198.34	215.67	234.75	应收账款周转率	1.98	1.75	1.75	1.75	1.75
<b>资产总计</b>	<b>4702.14</b>	<b>4994.77</b>	<b>6134.44</b>	<b>7635.89</b>	<b>9202.37</b>	存货周转率	4.86	3.75	3.75	3.75	3.75
短期借款	10.00	0.00	561.42	1323.41	2031.31	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT	45.14	175.33	692.34	928.25	1197.96
应付和预收款项	1175.50	1312.01	1643.56	2075.23	2542.62	EBITDA	167.53	304.25	839.98	1078.54	1357.12
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	NOPLAT	41.55	151.99	486.46	670.42	854.55
其他负债	73.77	98.52	130.26	134.54	109.09	净利润	74.49	181.05	292.35	412.79	566.62
<b>负债合计</b>	<b>1259.27</b>	<b>1410.53</b>	<b>2303.50</b>	<b>3497.16</b>	<b>4672.45</b>	EPS	0.16	0.38	0.62	0.87	1.19
股本	473.10	473.10	473.10	473.10	473.10	BPS	7.25	7.55	8.01	8.65	9.54
资本公积	842.14	854.66	854.66	854.66	854.66	PE	307.00	126.32	78.22	55.40	40.36
留存收益	2125.76	2255.58	2472.02	2777.63	3197.12	PEG	3.99	2.73	1.27	1.34	1.08
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>3441.00</b>	<b>3583.34</b>	<b>3799.78</b>	<b>4105.39</b>	<b>4524.88</b>	PB	6.65	6.38	6.02	5.57	5.05
少数股东权益	1.87	0.89	-0.58	-2.67	-5.53	PS	6.76	6.78	5.15	3.90	3.11
<b>股东权益合计</b>	<b>3442.87</b>	<b>3584.23</b>	<b>3799.20</b>	<b>4102.72</b>	<b>4519.35</b>	PCF	122.58	169.21	-151.36	-118.89	-609.87
负债和股东权益合计	4702.14	4994.77	6134.44	7635.89	9202.37	EV/EBIT	503.27	129.37	33.57	25.82	20.56
<b>现金流量表</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	EV/EBITDA	135.59	74.56	27.67	22.22	18.15
经营性现金净流量	186.57	135.16	-151.10	-192.36	-37.50	EV/NOPLAT	546.66	149.24	47.77	35.75	28.82
投资性现金净流量	85.42	-181.06	-143.48	-151.14	-167.11	EV/IC	6.78	6.56	5.49	4.55	3.88
筹资性现金净流量	-23.72	-38.06	488.40	627.93	501.42	ROIC-WACC	1.22%	4.54%	14.06%	15.85%	16.24%
<b>现金流量净额</b>	<b>247.87</b>	<b>-86.88</b>	<b>193.82</b>	<b>284.43</b>	<b>296.81</b>	股息率	0.00%	0.21%	0.33%	0.47%	0.64%

资料来源: Wind, 财信证券

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438