

华安鑫创 (300928.SZ) 国内汽车显示器件综合服务商，战略转型初见成效

2022 年 09 月 30 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：增持（首次）
邓健全（分析师）
赵悦媛（分析师）

dengjianquan@kysec.cn

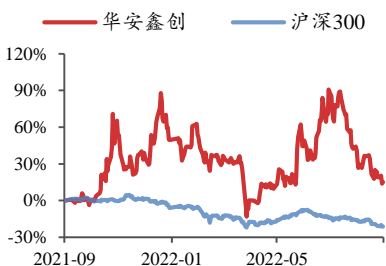
zhaoyueyuan@kysec.cn

证书编号：S0790521040001

证书编号：S0790522070005

日期	2022/9/29
当前股价(元)	44.89
一年最高最低(元)	77.30/32.72
总市值(亿元)	35.91
流通市值(亿元)	19.40
总股本(亿股)	0.80
流通股本(亿股)	0.43
近 3 个月换手率(%)	349.26

股价走势图



数据来源：聚源

● 国内汽车显示器件综合服务商，业绩有望进一步增长

华安鑫创是国内汽车显示器件综合服务商，致力于汽车中控和液晶仪表等座舱电子软、硬件系统的研发，主要业务包括核心器件定制、通用器件分销及软件系统定制开发。公司成立之初定位为 Tier2 供应商，是连接上游屏厂及下游系统集成商之间的桥梁，近年来向产业链前端加速转型。随着公司在手订单快速放量，以及自建产线逐步投产，公司业绩增长驱动力强劲。我们预计 2022-2024 年公司营收分别为 9.46/15.60/22.04 亿元，归母净利润分别为 0.76/1.59/2.62 亿元，EPS 分别为 0.95/1.98/3.27 元/股，对应当前股价 PE 为 47.1/22.6/13.7 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

● “屏机分离”趋势下，公司有望以多重优势抢占产业链重构先机

在“屏机分离”模式下，整车厂倾向于将主机和显示系统分包给不同供应商，因此传统 Tier2 供应商也有望延伸至产业链上游。在产业链重构下，公司有望凭借三重优势取胜：（1）公司所提供的技术服务贯穿整个定制车型项目周期，因此在业务对接过程中积累了大量的客户和渠道资源；（2）公司深耕屏幕设计领域，能够结合行业周期的不同阶段设计出符合下游经营策略的屏幕产品，技术创新及产业化能力处于行业领先水平；（3）在车载显示屏多元化需求趋势下，上游屏厂需要一个车载领域专业服务商为其拓展市场，同时屏厂与公司的合作迎合了下游主机厂降本诉求，也为公司带来更多商业机会。

● 绑定上游龙头屏厂进军 Tier1，在手订单充沛

公司为进一步整合上下游资源，分别于 2021 年 10 月及 2022 年 8 月与上游显示器件制造商京东方精电、深天马合资设立控股子公司。公司与上游屏厂的强强联合，有望充分发挥各自的生态资源优势，进一步打开公司转型成 Tier1 后的成长空间。目前公司已与比亚迪、小鹏汽车、威马汽车、长安福特、北汽等整车厂开展直接业务合作。截至 2022 年 8 月，公司累计在手订单超 100 亿元。

● 风险提示：产能投产不及预期、芯片短缺缓解不及预期、客户拓展不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	901	725	946	1,560	2,204
YOY(%)	5.2	-19.5	30.5	65.0	41.2
归母净利润(百万元)	70	55	76	159	262
YOY(%)	-14.1	-22.5	39.8	108.1	64.9
毛利率(%)	15.4	13.0	13.7	18.2	20.0
净利率(%)	7.8	7.5	8.1	10.2	11.9
ROE(%)	5.8	4.4	5.9	11.6	16.9
EPS(摊薄/元)	0.88	0.68	0.95	1.98	3.27
P/E(倍)	51.0	65.8	47.1	22.6	13.7
P/B(倍)	2.9	2.8	2.7	2.6	2.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、国内屏显模组核心开发服务商，加速向产业链前端延伸	4
1.1、国内屏显模组核心开发服务商，向 Tier1 转型成长之路加速	4
1.2、定制化模组为主要收入来源，2022H1 已进入盈利能力修复期	8
2、“屏机分离”趋势下，公司有望以技术、经验、资源等核心优势取胜	10
2.1、作为传统 Tier2，公司是连接上下游的桥梁	10
2.2、汽车 E/E 架构向集中式演进，“屏机分离”成为新趋势	12
2.3、深耕屏幕设计领域，有望在产业链重构中取胜	13
3、与上游屏厂战略合作，向 Tier1 加速转型	15
3.1、与上游屏厂合资设厂，业务战略转型全面开始	15
3.2、生产基地投产在即，战略转型初见成效	16
4、盈利预测与投资建议	16
4.1、关键假设	16
4.2、盈利预测与估值	17
5、风险提示	17
附：财务预测摘要	18

图表目录

图 1：公司向 Tier1 模式加速转型	4
图 2：公司主要业务包括核心器件定制、通用器件分销及软件系统定制开发	4
图 3：软件系统开发包括系统层、中间层和应用层的开发	6
图 4：硬件开发主要包括硬件结构设计和电子电路设计	6
图 5：公司客户资源丰富	7
图 6：2022H1 核心器件定制营收 2.57 亿元	8
图 7：核心器件定制为主要收入来源	8
图 8：2022H1 公司通用器件分销、软件系统开发毛利率提升	8
图 9：2022H1 盈利能力迎来修复期	9
图 10：2022H1 毛利率/净利率分别为 14%/6.5%	9
图 11：近年来公司不断加大研发投入	9
图 12：液晶显示屏整机包含显示屏模组及电源电路、外壳等	11
图 13：汽车电子电气架构从分布式向集中式演进	12
图 14：“屏机分离”下产业链将面临再分配	13
图 15：公司所提供的技术服务贯穿整个定制车型项目周期	13
图 16：公司深耕屏幕设计领域，具备多重优势	14
图 17：2021H1 深天马、京东方全球显示面板市占率分别为 13.9%/11.6%	15
图 18：强强联合，有利于发挥双方优势	15
表 1：公司定制的核心器件产品应用于众多车型	5
表 2：公司可以提供定制化软件开发服务	6
表 3：公司为下游众多热销车型配套	7
表 4：公司研发项目众多（截至 2021 年底）	9
表 5：公司与上下游签订合同参与定制化屏显系统生产流程	10
表 6：公司定制开发内容包括图纸设计、显示设计及感应设计	11

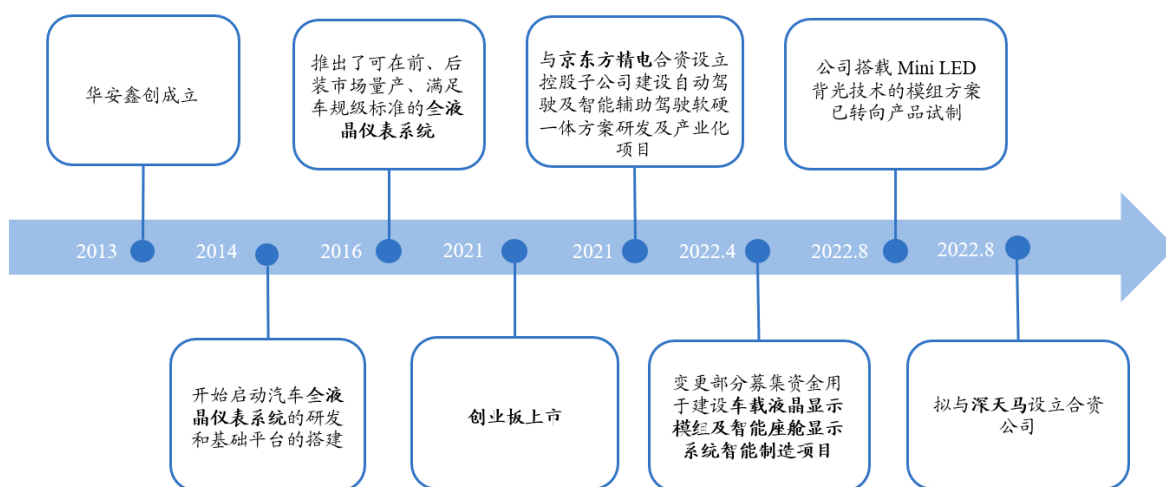
表 7: 2022 年 1-6 月公司主要供应商为深天马	11
表 8: 公司交付的显示屏模组包含前端面板制造和后端模组加工	11
表 9: 公司自设立之初便深耕屏幕设计领域	14
表 10: 公司变更 IPO 募集资金用于车载液晶显示模组及智能座舱显示系统智能制造项目	16
表 11: 公司营收拆分及预测 (百万元)	17
表 12: 可比上市公司估值 (PE/PEG)	17

1、国内屏显模组核心开发服务商，加速向产业链前端延伸

1.1、国内屏显模组核心开发服务商，向 Tier1 转型成长之路加速

公司是国内汽车显示屏综合开发服务商，成立之初定位于 Tier2，近两年以来向 Tier1 模式加速转型。华安鑫创成立于 2013 年，致力于汽车中控和液晶仪表等座舱电子软、硬件系统的研发，公司的上游为液晶面板、触摸屏等显示器件制造商，下游是为整车厂提供整套座舱电子产品的系统集成商，公司成立之初定位为 Tier2 供应商，是连接上游屏厂及下游系统集成商之间的桥梁，2021 年公司与上游显示器件制造商京东方精电合资设立控股子公司，开始独立与整车厂签订合同并提供服务，加速转型成为 Tier1 供应商。

图1：公司向 Tier1 模式加速转型

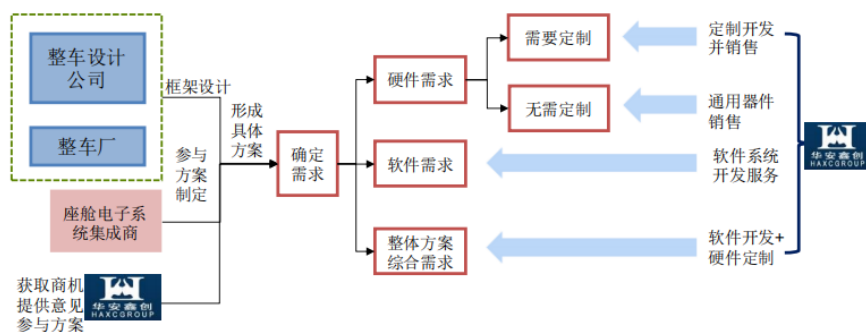


资料来源：公司公告、开源证券研究所

目前，公司的主要业务包括核心器件定制、通用器件分销及软件系统定制开发。


(1) 核心器件定制：公司结合下游车型项目的需求，定制化开发相应的核心显示器件产品，并依据定制化后的产品参数在上游屏幕制造厂开模、试生产，在对应车型量生产时独家采购并供货。目前，应用公司产品和服务的热销车型包括上汽荣威 RX3/5/8、长城哈弗 H6、奇瑞瑞虎 8、长安 CS75/55、广汽 Aion S、小鹏 G3、比亚迪唐、秦等。

图2：公司主要业务包括核心器件定制、通用器件分销及软件系统定制开发



资料来源：公司公告

表1：公司定制的核心器件产品应用于众多车型

应用车型	分类	产品规格	产品特点	图片
荣威 RX5 PLUS	显示屏	10.4 寸液晶屏 960*1280 分辨率	超级液晶显示技术/平面转换技术/原生竖屏显示/超低反射率技术/用于智能信息系统显示	
新款哈弗 H6	显示屏	8 寸液晶屏 1280*720 分辨率	超级液晶显示技术/平面转换技术/超低反射率技术/用于智能信息系统显示	
吉利博越	显示屏	8 寸液晶屏 1280*720 分辨率	超级液晶显示技术/平面转换技术/超低反射率技术/用于智能信息系统显示	
福特锐际	显示屏	12.3 寸液晶屏 1920*720 分辨率	超级液晶显示技术/平面转换技术/超低反射率技术/用于智能信息系统显示	
新宝骏 RS-7	触控显示一体屏	双 12.3 寸触控一体化液晶屏 1920*720 分辨率	大盖板/超级液晶显示技术/平面转换技术/电容多点触控技术/龙迹玻璃盖板技术/全贴合技术/用于智能座舱信息系统显示	
名爵 ZS	触控显示一体屏	10.1 寸触控一体化液晶屏 1280*720 分辨率	超级液晶显示技术/平面转换技术/电容多点触控技术/全贴合技术/用于智能信息系统显示	
第三代 MG6	触控显示一体屏	10.1 寸触控一体化液晶屏 1280*720 分辨率	超级液晶显示技术/平面转换技术/电容多点触控技术/全贴合技术/用于智能信息系统显示	

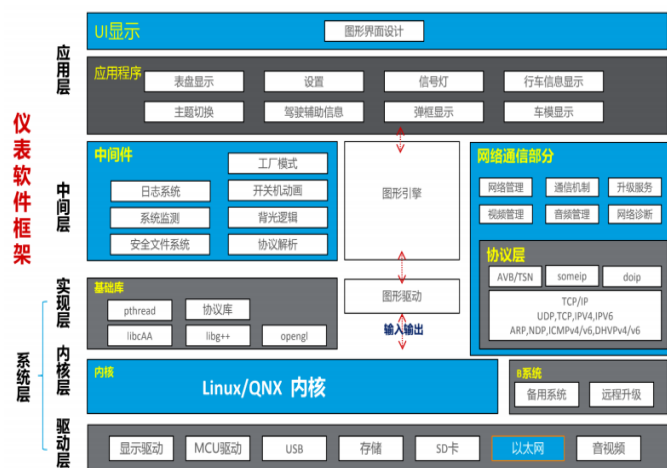
资料来源：公司公告、开源证券研究所

(2) 通用器件分销：通用产品不需要公司定制化开发，即直接根据制造商的产品目录结合下游需求开展采购和销售活动，产品主要包括通用车载液晶显示屏、汽车惯性导航模块、车用摄像头、图像传感器、LED 灯等。

(3) 软件系统开发：公司可开发全液晶仪表系统以及涵盖液晶仪表、中控或其他座舱电子的一体化智能网联系统（如双联屏、一体屏、智能驾舱等）、抬头显示系统、流媒体后视镜、车载无线充电系统等。公司根据客户需求提供定制化的开发服务，通过交付不同的开发成果来获取收益。

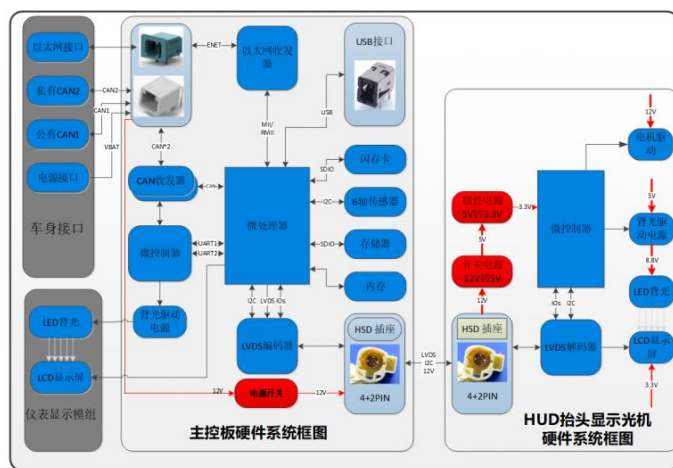
开发内容可具体分为**软件开发和硬件开发**两大部分：**软件系统开发**包括**系统层、中间层和应用层**的开发，**硬件开发**主要包括**硬件结构设计和电子电路设计**。

图3: 软件系统开发包括系统层、中间层和应用层的开发



资料来源：公司公告

图4: 硬件开发主要包括硬件结构设计和电子电路设计



资料来源：公司公告

表2: 公司可以提供定制化软件开发服务

项目描述	应用车型	产品特点	开发工作内容	图示
基于 IMX6 芯片的 AR_HUD	一汽红旗	该产品基于 Linux 系统开发, 采用 AFG 实现 HMI 应用开发, 以 AR 显示形式, 集成 ADAS 信息、车辆信息、导航信息、报警信息、娱乐信息等, 实现车道贴合, 障碍物提示, 光机控制等功能	开发内容包含光机控制电路、光机控制软件、硬件设计、操作系统设计、MCU 方案设计、车辆协议解析、CAN 解析、主机光机通信、中间件逻辑、HMI 界面显示、行车信息、报警信息、车道贴合、障碍物提示、以太网诊断、升级等	
基于 NXP S32v 芯片的 DSM 系统	通用平台	该产品使用 NXP s32v234 芯片作为主芯片, 通过高清摄像头实时人脸摄像, 进行司机身份识别, 分析出人脸面部状态, 疲劳, 醉酒等, 进而对司机发出警报	开发内容包含硬件设计、操作系统设计、MCU 方案设计、中间层逻辑开发、视频采集、算法集成、协议定制和开发等	
基于开阳芯片平台的低成本方案	通用平台	该产品首次使用国产开阳 ARK1668 芯片进行开发, 基于 Linux 系统, 在降低成本的前提下实现液晶仪表的全部功能, 同时做到界面美观流畅, 为公司新研发的低成本仪表平台方案之一	负责 10.25 单仪表、10.25 双仪表设计, 围绕开阳芯片平台完成全部硬件设计、结构设计、底层、中间件及应用层软件设计等	
艺展电子低成本方案	通用平台	该产品使用低成本中国台湾联阳 ITE976 芯片平台进行开发, 使用 freeRTOS 系统, 具有安全稳定的整车通信网络管理能力, 该平台不需外围存储内存等芯片, 大大降低成本, 在保证性能的同时, 将整机成本降至主流方案的一半左右	RTOS 系统及中间件开发、车身通信网络开发、人机交互软件开发、结构设计、硬件设计、并协助基础测试与验证	

资料来源：公司公告、开源证券研究所

客户资源丰富，并逐步开始与整车厂开展直接业务合作。公司主要客户为系统集成商、整车设计公司 & 整车厂。系统集成商、整车设计公司方面，主要包括华阳集团、创维汽车、延锋伟世通、航盛电子、亿咖通等，间接服务吉利汽车、长城汽车、上汽集团、长安福特、奇瑞汽车、东风日产等。整车厂方面，公司已与比亚迪、小鹏汽车、威马汽车、长安福特、北汽等整车厂开展直接业务合作。

图5：公司客户资源丰富



资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

表3：公司为下游众多热销车型配套

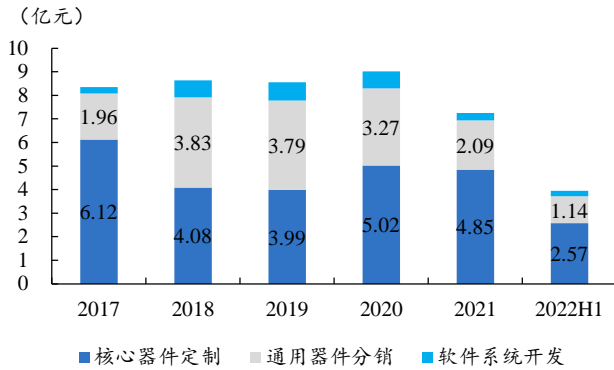
配套车型	配套产品	2018-2020 年配套数量（万片）	配套份额
朗逸	触摸屏	130	78%
宝骏 510、宝骏 560、宝骏 310、宏光 S3、 哈弗 M6	液晶显示屏	118	56%
天籁、轩逸	液晶显示屏	59	31%
标致 508 全球、标致 5008 全球、标致 4008 全球	液晶显示屏	40	74%
长安 CS55、睿驰 CC	触摸屏	34	74%
劲客，东风 AX7，东风 A9，启辰 D60	液晶显示屏	30	67%
长安 CS55	液晶显示屏	22	56%
长安 CS35	液晶显示屏	20	41%
长安 CS75、逸动	液晶显示屏	17	17%
奇瑞瑞虎 8、瑞虎 5X、瑞虎 7	液晶显示屏	16	34%
奇瑞瑞虎 3	液晶显示屏	16	72%
长安 CS75	液晶显示屏	14	20%
小鹏 G3	液晶显示屏	2.3	110%

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

1.2、定制化模组为主要收入来源，2022H1 已进入盈利能力修复期

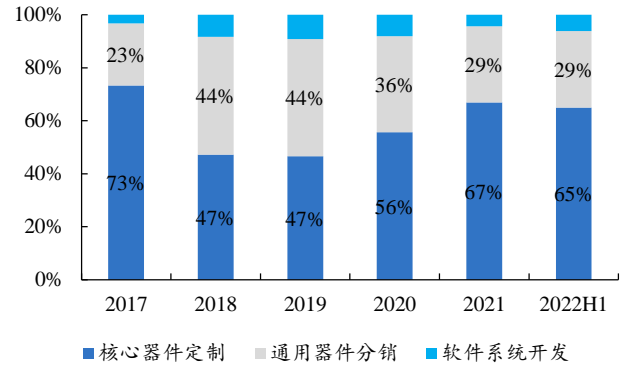
核心器件定制为主要收入来源，2022H1 营收占比为 65%。2018 年以来，公司核心器件定制营收占比整体呈上升趋势，从 2018 年的 47% 提升至 2022H1 的 65%，这主要是由于国内自主品牌车厂自 2019 年开始加速新车型的上市，公司定制液晶屏的项目需求逐步起量。2018-2022H1 公司通用器件分销营收占比逐年下降，2022H1 营收占比为 29%；软件系统开发营收占比维持在 10% 以内，2022H1 营收占比为 6%。

图6：2022H1 核心器件定制营收 2.57 亿元



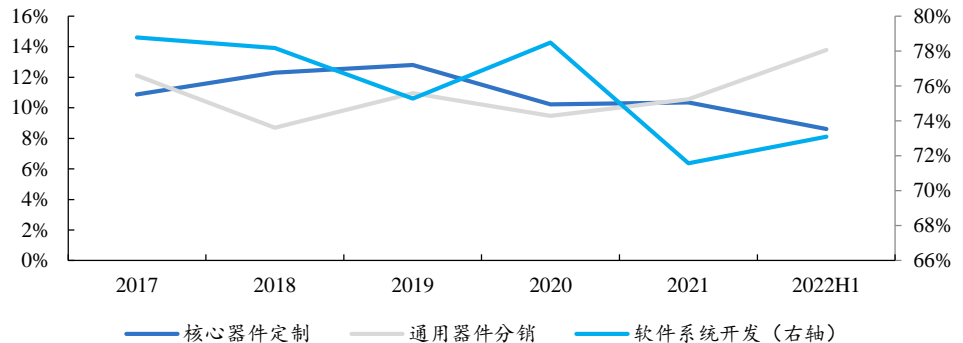
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：核心器件定制为主要收入来源



数据来源：Wind、开源证券研究所

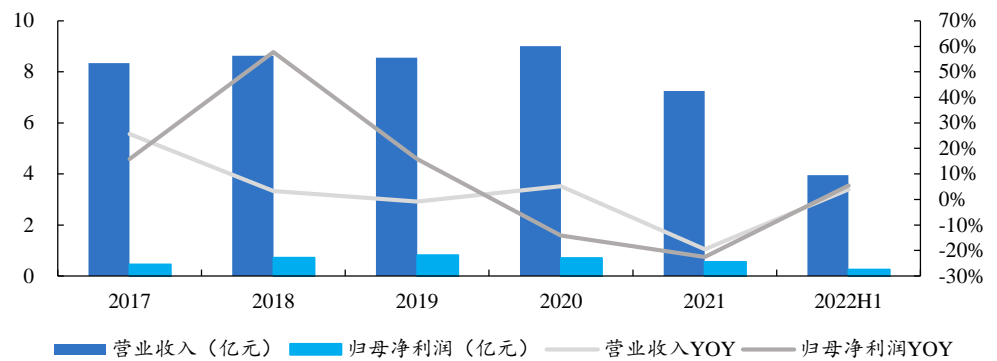
图8：2022H1 公司通用器件分销、软件系统开发毛利率提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

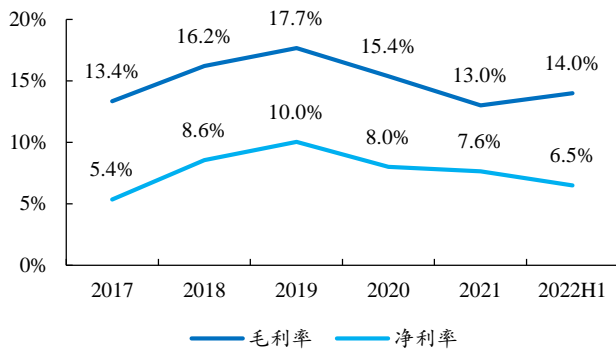
公司进入新的成长周期阶段，2022H1 已迎来盈利能力修复期。2020-2021 年由于疫情、缺芯等因素导致汽车行业销量下滑，公司业绩承压。2022H1 公司实现营收 3.95 亿元，同比+4.0%，实现归母净利润 0.25 亿元，同比+5.5%。从毛利率上看，2022H1 公司通用器件分销、软件系统开发毛利率分别同比提升 4.1pct/4.7pct，公司整体毛利率/净利率分别同比提升 2.7pct/0.4pct。

图9：2022H1 盈利能力迎来修复期



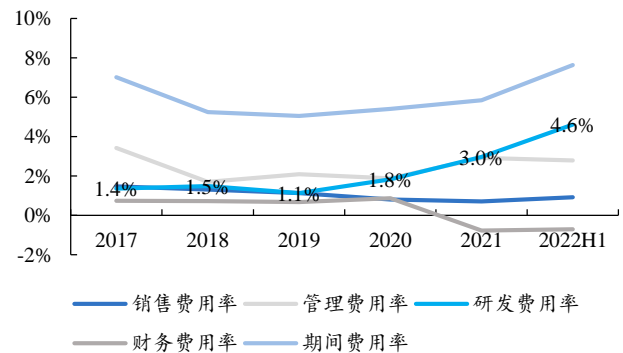
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2022H1 毛利率/净利率分别为 14%/6.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：近年来公司不断加大研发投入



数据来源：Wind、开源证券研究所

持续加大研发投入，未来成长可期。公司紧紧把握行业发展趋势，不断围绕客户需求提前做好核心技术储备，目前公司具备从简单模组到智能模组及屏显系统的全流程定制开发能力，并在原有深圳研发中心的基础上，扩建了上海、北京研发中心，并在桂林建立二级研发人才基地，为公司长期成长蓄能。2017-2022H1 公司研发投入占比从 1.4%提升至 4.6%。

表4：公司研发项目众多（截至 2021 年底）

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	预计对公司未来发展的影响
车载座舱组装屏定制开发	定制开发满足客户不同车型、不同应用的车载座舱屏幕	已完成	有效提升客户屏幕多样化渠道及符合当前市场趋势，结合公司强大的面板资源和设计能力，抢占市场大尺寸、低温多晶硅及触摸屏一体化等前沿产品需求，同时亦可满足客户常规屏幕需求
LTPS-InCell 组装屏定制开发	形成触控和显示集成一体化方案	开发中，取得阶段性进展	产品发展趋势，新的车型项目规划在 10.25 及以上尺寸大都已采用 LTPS-InCell 方案
Mini LED 高动态对比屏幕定制开发	通过精准控光，实现高明暗对比、动态显示，从而在对比度、色域等方面大幅提升，进入新的视觉体验	开发中，取得阶段性进展	相对 OLED，Mini LED 可实现优质显示效果，并且解决烧屏和色彩偏移的问题，同时也具有相对成本优势，可为公司争取到更多高端车型项目
全贴合、曲面&异形全贴合解决方案	提供更优异的显示效果，提高可靠性，解决曲面及异形屏幕全贴合问题	开发中，取得阶段性进展	伴随汽车智能系统普及，内饰和汽车 HMI 产品发生巨大变化，物理按键被触控取代，触控已成为标配，全贴合能带来更好的显示效果和可靠性

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	预计对公司未来发展的影响
大屏一体屏的人机交互设计预研	掌握从原来横向多个联屏到一体屏的操作方式的转变逻辑，为配合公司未来一体屏产品奠定基础，为车厂提供全新具有未来感的大屏人机交互设计方案	前期准备中	为公司打造大屏一体屏产品形成前端设计的基础，通过创新创意设计到应用层开发和屏幕硬件，形成一个完整的产品链
下一代AR-HUD系统算法研发	解决多场景融合算法	开发中，取得阶段性进展	宏观解决多场景 AI 算法自适应能力

资料来源：公司公告、开源证券研究所

2、“屏机分离”趋势下，公司有望以技术、经验、资源等核心优势取胜

2.1、作为传统 Tier2，公司是连接上下游的桥梁

作为传统 Tier2，公司采用轻资产模式运营，不涉及生产制造环节，而是提供核心软、硬件开发服务。以核心器件定制为例，公司在下游系统集成商获得整车厂的新车显示系统项目定点后，在系统集成商的项目需求下完成硬件显示系统方案设计并确定核心显示器件的参数。完成定制化开发后，公司向上游屏厂提出开发需求，配合其完成模具设计、产品试产及产品量产等环节，并进行独家采购，采购后再向下游系统集成商供货。公司提供的硬件定制开发、开模试产等综合服务，不收取单独的服务费用，而是对定制后器件产品进行买断式销售。

表5：公司与上下游签订合同参与定制化屏显系统生产流程

合同对方	甲方	乙方	序号	部分合同内容
上游主要核心显示器件制造商（以深天马等为例）	显示器制造商	华安鑫创	1	按照双方共同客户所定制化的规格参数及主要零部件进行开发生产
			2	甲方根据乙方制定的规格参数试制的新产品，向乙方提供开模、检测环境
			3	乙方即时主动地向客户更新及传递甲方应用技术数据
			4	乙方跟进项目进度，推动甲方的开发生产过程，直到正式量产
下游主要系统集成商（以航盛电子等为例）	系统集成商	华安鑫创	1	甲方提供专人与乙方联络并对乙方的开发进度及质量进行监督
			2	甲方须向乙方提供准确的项目信息，及产品技术需求信息
			3	协助甲方完成其需求产品的设计开发、规格参数定义及主要零部件选型
			4	乙方应主动地向甲方更新及传递产品技术数据
			5	乙方应追踪甲方技术求援，协助甲方解决项目过程中的技术问题
			6	及时跟进项目进度、推动产品的开发生产过程，并根据需要配合甲方完成各个阶段的试验验证，直到正式量产

资料来源：公司公告、开源证券研究所

表6：公司定制开发内容包括图纸设计、显示设计及感应设计

设计参数	设计内容	
	图纸设计	外观尺寸、可视角、偏光角、显示区域、接口定义、信赖性标准等
	显示设计	亮度、对比度、反射率、色温、饱和度等
产品参数	感应设计	使用寿命、响应时间、响应特性、电磁兼容标准、静电防护标准等

资料来源：公司公告、开源证券研究所

表7：2022 年 1-6 月公司主要供应商为深天马

供应商名称	采购金额（万元）	供应商产品为公司带来收入（万元）	占主营业务成本比重	采购产品主要分类
深天马	22,283	24,261	66.5%	液晶显示屏、液晶玻璃
华视雄业	2,479	-	7.4%	液晶玻璃
锦鼎阳光	2,215	-	6.6%	液晶屏偏光片
新辉开	1,322	1,522	3.9%	触摸屏
京东方	889	-	2.7%	液晶玻璃

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

公司交付下游系统集成商的产品为显示屏模组，再由下游集成商在屏显模组的基础上集成 PCB 板、电源接口、支架外壳等后交付整车厂。此外，公司交付的显示屏模组包含前端面板制造和后端模组加工，屏厂专注于前端面板的技术和工艺，公司更加专注于后端模组的差异化辅助设计。

图12：液晶显示屏整机包含显示屏模组及电源电路、外壳等


资料来源：公司招股说明书

表8：公司交付的显示屏模组包含前端面板制造和后端模组加工

环节	制造过程	差异
前段显示面板	包括液晶分子排列，玻璃基板和滤光片的贴合以及面板切割	前段面板领域的核心技术在于制造工艺，由屏厂所掌握。前段显示面板间的差异主要体现在面板尺寸、分辨率等方面，同类工艺下的差异化程度并不高
后段模组加工	具体包括偏光片、柔性电路板、控制芯片、光源、光学膜片、导光板、外型框架等软、硬件系统的设计和组装	由于下游适配的产品各不相同，后段模组的差异化程度较高，尤其是车载显示领域，设计需求更加多元化。因此，车载屏幕的设计支持主要是为后段模组提供适配具体产品的设计方案

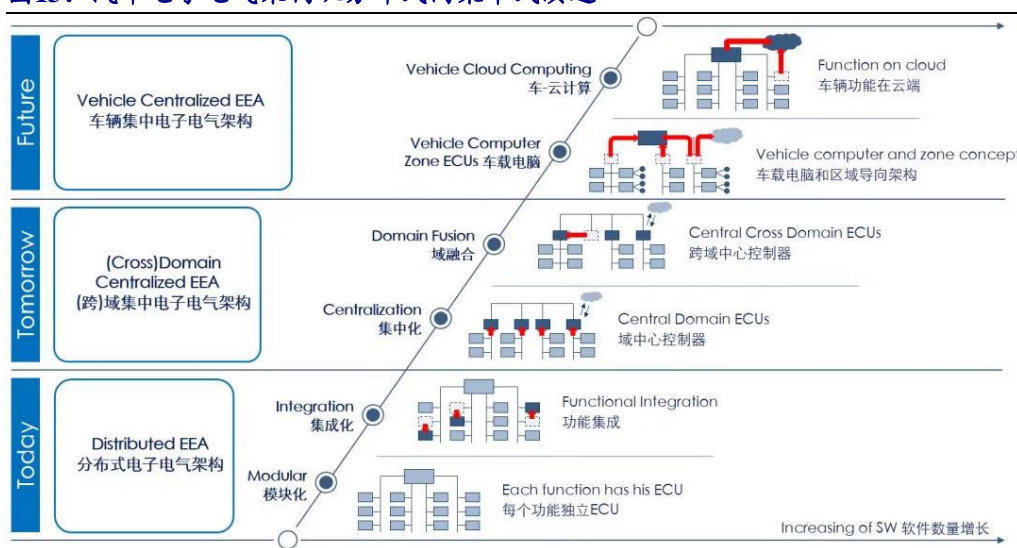
资料来源：公司公告、开源证券研究所

2.2、汽车 E/E 架构向集中式演进，“屏机分离”成为新趋势

汽车 E/E 架构开始向集中式发展。车辆 E/E 架构包括 ECU、传感器、制动器及其所有互连设备，以及电气网络（如高压网络、电力电子）和信息娱乐系统（如消费电子元件）等。在传统汽车中，车辆 E/E 架构是分散的，车辆各功能由不同的单一电子控制单元（ECU）控制。随着汽车向智能化、自动化方面演进，车辆 E/E 架构正在向集中式方向演进，即把更多的功能集成到一个或几个高性能的计算单元上。

在汽车 E/E 架构走向集中式进程中，“屏机分离”趋势日益明显。传统的屏显系统往往采用“一屏一芯”的一体机模式，这种模式下不同屏幕之间无法实现交互体验，随着智能座舱的不断发展，座舱域控制器的产生使得座舱中的多数功能都可以集中到一个域控制器中，在此趋势下软硬件解耦催生了“屏机分离”的模式，屏显系统也可实现一芯多屏、多屏交互的功能。

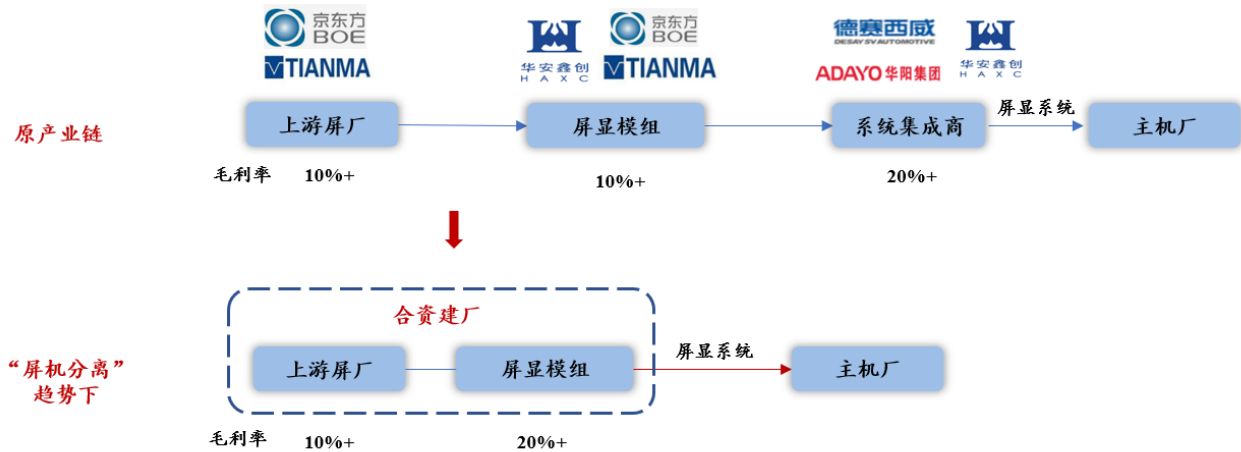
图13：汽车电子电气架构从分布式向集中式演进



资料来源：博世官网

“屏机分离”下主机厂将分开招标，产业链将面临再分配。在传统模式下，公司的下游集成商 Tier1 一般通过招投标等方式获得下游整车厂的新车订单，公司协助系统集成商提供基于座舱显示硬件方面的技术支持，并将屏显模组提供给 Tier1，再由 Tier1 集成后供应给主机厂。在屏机分离的趋势下，整车厂为了寻求降本增效的措施，开始倾向于将主机和显示系统分包给不同供应商，减少中间环节，因此供应链格局逐渐从原来的垂直化转向扁平化，传统 Tier2 也有望延伸至产业链下游，产业价值链条面临再分配。

图14：“屏机分离”下产业链将面临再分配



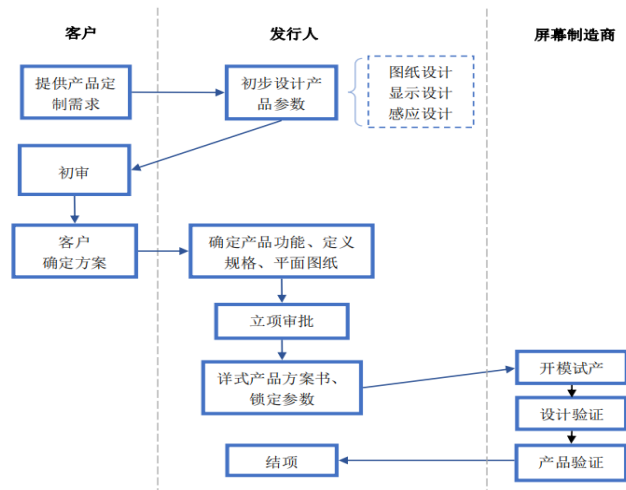
资料来源：公司公告、开源证券研究所

2.3、深耕屏幕设计领域，有望在产业链重构中取胜

公司有望凭借三重优势在产业链重构中取胜：

优势一：公司所提供的技术服务贯穿整个定制车型项目周期，因此在业务对接过程中积累了大量的客户和渠道资源。首先，整车厂发起新车型的预研，在制订核心系统如座舱电子系统的整体需求框架时，长期合作的系统集成商会一同参与到需求框架的制订之中，公司也会搭配技术开发人员一同跟进，入围后参与下游需求方案的制订。进一步地，公司将与系统集成商针对软、硬件等不同需求进行细则性的技术再锁定，双方确定核心显示器件的具体规格参数、产品特点，公司获得该车型全项目周期的硬件供货资格。最后，公司结合采购计划和采购订单协调上游厂商排产，并根据订单要求向系统集成商供货。这一过程中，公司的业务贯穿着上下游每个环节，通过业务对接积累了大量客户和渠道资源，与上、下游企业建立了深厚的合作关系与信任关系。

图15：公司所提供的技术服务贯穿整个定制车型项目周期



资料来源：公司公告

优势二：公司深耕屏幕设计领域，技术创新及产业化能力处于行业领先水平。伴随着智能中控和全液晶仪表等新兴产品的发展，下游市场对屏幕的需求也呈现出多样化、定制化特点，公司自设立之初便聚焦汽车中控和液晶仪表等座舱电子开发领域，积累了大量设计经验，能够结合行业周期的不同阶段设计出符合下游经营策略的屏幕产品，且多年来持续为车厂提供服务，量产车型众多。目前，公司定制开发技术正朝着一体化继续发展，产品朝着 13 寸以上中大尺寸继续升级。在座舱系统主机开发方面，公司可满足主机厂单车机、双联屏座舱、三联屏座舱需求，还可根据不同车型配置，扩展 HUD、APA、360° 环视、车内外视觉算法等。

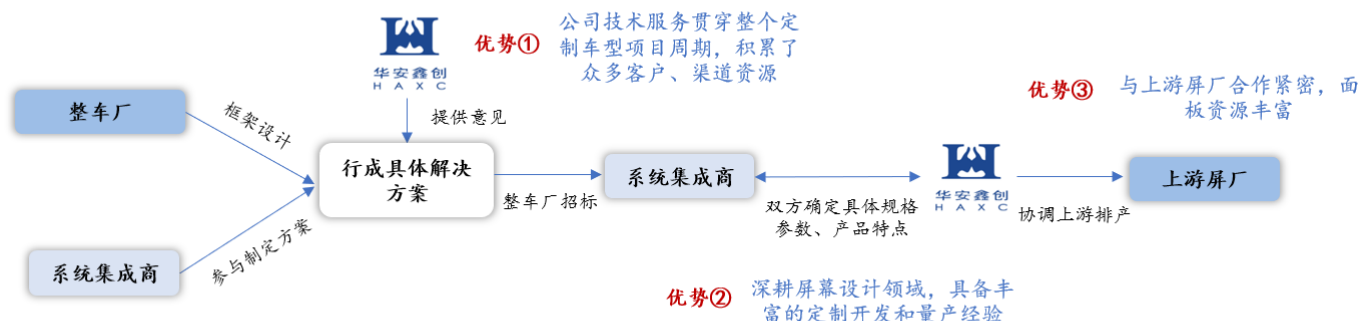
表9：公司自设立之初便深耕屏幕设计领域

座舱电子（车载信息娱乐系统）的发展	定制特点	华安鑫创切入时点
卡带收音机	通用元器件组装为主，很少涉及定制	创始团队主要成员开始接触汽车产业和汽车座舱电子产品，积累行业经验及上下游资源
CD 收音机		
DVD 导航		
智能中控	开始涉及核心显示器件的定制	华安有限设立，凭借积累的行业经验及上游核心器件制造商、下游系统集成商、车厂的资源，在自主品牌车智能中控市场的开放分享期和快速成长期内迅速切入，提供需要定制化开发或无需定制的核心显示器件
液晶仪表	涉及软、硬件整体方案的定制	通过提前布局液晶仪表、辅助驾驶及车联网等软、硬件系统的研发，在市场萌芽期主动对接下游自主品牌车的开发需求，伴随下游进入快速成长期，提供包含软、硬件的综合开发方案
智能网联系统		

资料来源：公司公告、开源证券研究所

优势三：在车载显示屏多元化需求趋势下，上游屏厂需要一个车载领域专业服务商为其拓展市场，同时屏厂与公司的合作迎合了下游主机厂降本诉求，也为公司带来更多商业机会。由于国产汽车车型、款式众多，需求分散，加之相比电视、手机、电脑等电子消费品，单一车型对屏幕的需求量较少，上游屏厂需要公司这种具备研发能力的细分领域的专业服务商为其拓展市场、带来业务，从而提升市占率。与上游屏厂的合作可以使公司盈利能力进一步提升，也为公司带来更多的商业机会。

图16：公司深耕屏幕设计领域，具备多重优势



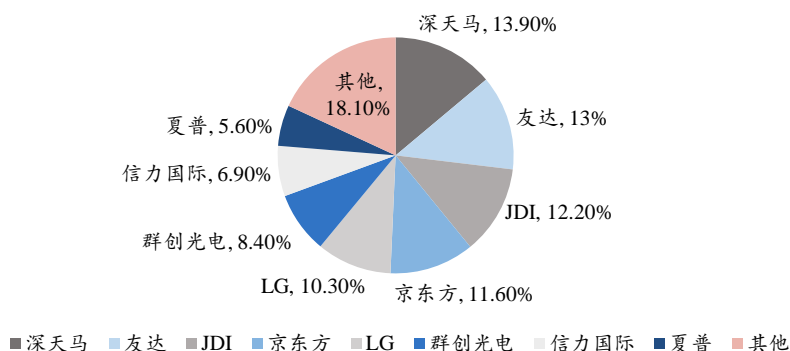
资料来源：公司公告、开源证券研究所

3、与上游屏厂战略合作，向 Tier1 加速转型

3.1、与上游屏厂合资设厂，业务战略转型全面开始

在“屏机分离”的趋势下，公司为进一步整合上、下游资源，抢占产业链重构先机，与上游屏厂进行了深度绑定。2021年10月，公司与上游龙头屏厂京东方精电共同出资5,000万元设立控股子公司，用于建设自动驾驶及智能辅助驾驶软硬一体方案研发及产业化项目，该项目将通过自动和辅助驾驶技术的应用，加快提升产品的软、硬件融合能力，支撑公司向产业链下游方向拓展延伸。2022年8月，公司又拟与龙头屏厂深天马共同出资设立合资公司，合资公司将基于自主品牌新能源汽车的全球市场，建立独立的研发、测试、自主或委托生产、销售团队，为下游车厂客户直接交付智能座舱的相关产品和服务。与上游屏厂深度合作，是公司加速战略转型的一大步。

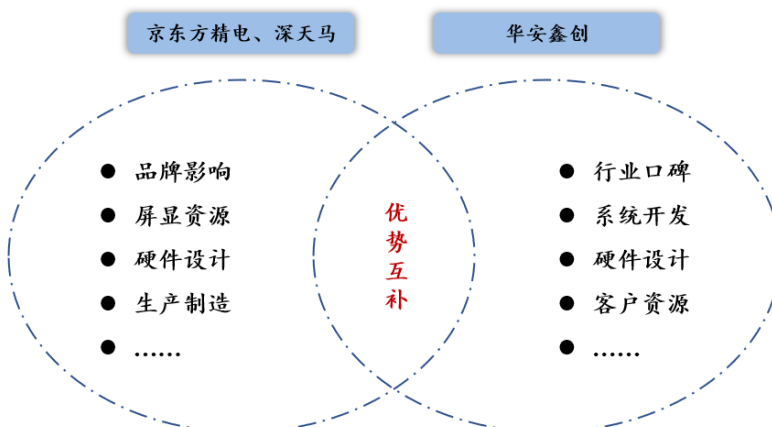
图17：2021H1 深天马、京东方全球显示面板市占率分别为 13.9%/11.6%



数据来源：Omdia、开源证券研究所

强强联合，有望充分发挥上游屏厂生态优势及公司系统研发优势。根据 Omdia 数据显示，2021H1 全球车载显示器的竞争格局中，深天马、京东方以市占率 13.9%、11.6% 分别位居全球第一、第四。公司与京东方精电、深天马将综合各自的自有优势及生态圈资源，实现强强联合，为公司保持竞争优势保驾护航。

图18：强强联合，有利于发挥双方优势



资料来源：公司公告、开源证券研究所

3.2、生产基地投产在即，战略转型初见成效

拟投入资金 20 亿元用于建设液晶模组等生产线，Tier1 转型实现重大飞跃。2022 年 4 月 7 日，公司公告将变更部分 IPO 募集资金用于车载液晶显示模组及智能座舱显示系统智能制造项目，该项目拟建设包含液晶模组、PCBA、贴合及包含域控制器在内的智能驾舱系统产线，支撑公司在车载液晶显示领域的业务，为市场提供高质量智能座舱系统解决方案。项目建设完成后，公司将实现年产 1000 万片液晶模组、300 万套车载显示系统、100 万套汽车智能座舱系统、50 万套智能驾驶系统及 200 万件其他汽车电子产品，项目达产后预计产值 50 亿元。截至 2022 年 8 月，公司 155 亩的自建主体厂房也已完成设计规划，预计 2023Q3 陆续建成并投入使用。

表10：公司变更 IPO 募集资金用于车载液晶显示模组及智能座舱显示系统智能制造项目

项目名称	车载液晶显示模组及智能座舱显示系统智能制造项目
项目建设单位	华安鑫创（江苏）汽车电子技术有限公司
项目建设地点	江苏省南通市开发区
项目计划用地	约 155 亩
建设内容	建设液晶模组、PCBA、贴合及包含域控制器在内的智能驾舱系统产线。通过购置贴片、屏幕贴合等设备，建设厂房等建筑物，扩大智能显示模组、智能驾舱域控制器产品（基于国际主流及国产新兴汽车主控芯片开发）及以此为延伸的高级辅助驾驶系统、智能网联终端、全液晶仪表、后视系统等产品的生产能力，通过实施本项目进一步提升公司的经营规模、增强盈利能力，构建新一代汽车智能座舱电子产品体系
计划投入进度	预计建设工期为 4 年

资料来源：公司公告、开源证券研究所

在手订单饱满，成长动力充足。截至 2022 年 8 月，公司累计已定点未交付金额约人民币 104.08 亿元，定点均来自国内主流系统集成商及主机厂，为其提供多款中控、液晶仪表、副驾后排娱乐、HUD 等提供屏幕简单模组或屏显系统的定制开发及供货服务，预计项目周期为 2-8 年，主要集中在 3-5 年。

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设

(1) 近两年来公司加速向产业链前端延伸，分别于 2021 年 10 月及 2022 年 8 月与上游显示器件制造商京东方精电、深天马合资设立控股子公司，与上游屏厂的结合，有望充分发挥各自的生态资源优势，进一步打开公司转型成 Tier1 后的成长空间。

(2) 公司客户资源丰富，客户重心由系统集成商逐步向整车厂转移，目前公司已与比亚迪、小鹏汽车、威马汽车、长安福特、北汽等整车厂开展直接业务合作。截至 2022 年 8 月，公司累计已定点未交付金额约人民币 104.08 亿元。我们预计未来随着客户及订单的快速放量，公司业绩有望再上一个台阶。

(3) 公司总投资 20 亿元的车载液晶显示模组及智能座舱显示系统智能制造项目正式落户南通开发区，并预计于 2022Q3 陆续投产。我们预计未来伴随产能的逐步释放，公司业绩有望快速放量。

表11：公司营收拆分及预测（百万元）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
核心器件定制	502.0	485.5	652.6	1167.5	1717.5
YOY	25.8%	-3.3%	38.8%	50.3%	44.2%
毛利率	10.2%	10.4%	8.9%	14.2%	16.1%
通用器件分销	327.4	208.9	241.2	289.7	331.2
YOY	-13.6%	-36.2%	15.5%	20.1%	14.3%
毛利率	9.5%	10.6%	13.9%	14.3%	14.9%
软件系统开发	71.5	30.6	52.1	103.3	155.3
YOY	-8.2%	-57.2%	70.1%	98.4%	50.3%
毛利率	78.5%	71.57%	73.10%	74.20%	74.30%
营业收入	900.9	725.0	945.9	1560.5	2203.9
YOY	5.2%	-19.5%	30.5%	65.0%	41.2%
毛利率	15.4%	13.0%	13.7%	18.2%	20.0%

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

我们预计 2022-2024 年公司营收分别为 9.46/15.60/22.04 亿元，归母净利润分别为 0.76/1.59/2.62 亿元，EPS 分别为 0.95/1.98/3.27 元/股，对应当前股价 PE 为 47.1/22.6/13.7 倍。A 股 2 家可比公司 PE 均值 2022-2024 年分别为 57.4/39.3/29.1 倍。公司 2022-2024 年估值水平低于可比上市公司估值，具备一定的估值优势。我们认为未来随着公司客户及在手订单快速放量，以及自建产线逐步投产，公司业绩有望再上一个台阶，首次覆盖给予“增持”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（2024E）
					2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
002920.SZ	德赛西威	买入	812.31	146.29	65.90	44.74	33.94	2.22	3.27	4.31	1.07
002906.SZ	华阳集团	买入	202.35	42.53	48.89	33.75	24.30	0.87	1.26	1.75	0.62
	均值				57.39	39.25	29.12				
300928.SZ	华安鑫创	增持	35.91	44.89	47.09	22.62	13.72	0.95	1.98	3.27	0.21

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘日期 2022/9/29，华阳集团、德赛西威盈利预测数据来自开源证券中小盘团队，华安鑫创盈利预测数据来自开源证券汽车团队）

5、风险提示

产能投产不及预期、芯片短缺缓解不及预期、客户拓展不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1410	1259	2148	1769	2651
现金	784	623	1600	726	1483
应收票据及应收账款	587	387	34	660	320
其他应收款	2	37	0	11	10
预付账款	24	18	18	52	48
存货	7	10	456	273	735
其他流动资产	6	185	40	48	56
非流动资产	66	60	113	295	471
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	10	11	57	185	311
无形资产	43	10	24	42	60
其他非流动资产	13	39	31	68	99
资产总计	1476	1320	2260	2063	3122
流动负债	230	57	929	648	1517
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	197	35	838	542	1385
其他流动负债	33	22	91	106	132
非流动负债	1	2	9	9	10
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1	2	9	9	10
负债合计	231	59	938	657	1526
少数股东权益	8	-0	2	7	14
股本	80	80	80	80	80
资本公积	965	960	960	960	960
留存收益	192	223	301	465	734
归属母公司股东权益	1237	1261	1321	1400	1582
负债和股东权益	1476	1320	2260	2063	3122

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	10	-47	1047	-598	1029
净利润	72	55	78	164	269
折旧摊销	5	5	28	36	49
财务费用	8	-6	-23	-18	-31
投资损失	0	-9	-2	-2	-3
营运资金变动	-85	-112	962	-776	744
其他经营现金流	10	20	4	-1	-1
投资活动现金流	-6	-56	-83	-215	-222
资本支出	6	26	69	180	174
长期投资	0	-45	0	0	0
其他投资现金流	0	-75	-14	-35	-48
筹资活动现金流	659	-57	12	-62	-49
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	20	0	0	0	0
资本公积增加	656	-5	0	0	0
其他筹资现金流	-17	-52	12	-62	-49
现金净增加额	659	-161	976	-874	758

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	901	725	946	1560	2204
营业成本	762	631	816	1276	1763
营业税金及附加	3	2	7	11	16
营业费用	7	5	8	16	34
管理费用	17	21	27	44	53
研发费用	17	22	28	55	73
财务费用	8	-6	-23	-18	-31
资产减值损失	-0	0	-0	-0	-0
其他收益	6	3	3	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	9	2	2	3
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	79	51	88	183	303
营业外收入	0	12	2	2	2
营业外支出	0	0	2	2	2
利润总额	79	63	88	183	303
所得税	7	7	10	20	34
净利润	72	55	78	164	269
少数股东损益	2	1	2	5	7
归属母公司净利润	70	55	76	159	262
EBITDA	61	49	83	184	319
EPS(元)	0.88	0.68	0.95	1.98	3.27

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	5.2	-19.5	30.5	65.0	41.2
营业利润(%)	-21.2	-36.0	73.0	108.5	65.5
归属于母公司净利润(%)	-14.1	-22.5	39.8	108.1	64.9
获利能力					
毛利率(%)	15.4	13.0	13.7	18.2	20.0
净利率(%)	7.8	7.5	8.1	10.2	11.9
ROE(%)	5.8	4.4	5.9	11.6	16.9
ROIC(%)	4.1	3.1	3.7	9.5	15.1
偿债能力					
资产负债率(%)	15.7	4.5	41.5	31.8	48.9
净负债比率(%)	-62.9	-49.2	-120.9	-51.5	-92.9
流动比率	6.1	22.2	2.3	2.7	1.7
速动比率	6.0	18.4	1.8	2.2	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.5	0.5	0.7	0.9
应收账款周转率	1.8	1.5	4.5	4.5	4.5
应付账款周转率	5.3	5.4	1.9	1.9	1.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.88	0.68	0.95	1.98	3.27
每股经营现金流(最新摊薄)	0.12	-0.59	13.09	-7.47	12.86
每股净资产(最新摊薄)	15.47	15.76	16.51	17.50	19.77
估值比率					
P/E	51.0	65.8	47.1	22.6	13.7
P/B	2.9	2.8	2.7	2.6	2.3
EV/EBITDA	46.4	61.2	24.1	15.6	6.6

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R4（中高风险），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（underperform）	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（underperform）	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