

# 华阳集团 (002906. SZ)

单三季度营收同比增长 27%，汽车电子新项目持续放量

买入

## 核心观点

**2023Q3 公司营收同比增长 27%，归母净利润创单季新高。**公司 2023Q3 实现营收 19.29 亿元，同比增加 26.6%，环比增加 24.28%，归母净利润 1.16 亿元，同比增加 10.98%，环比增加 11.12%。整体来看，2023Q3 公司实现营业增速超越汽车行业产量增速 23pct，随着核心客户产销增长，叠加新项目逐步放量，公司汽车电子及精密压铸营业收入稳健增长。公司 Q3 利润增速低于营收增速的原因与信用减值损失、财务费用增加有关。

**2023Q3 毛利率同比下滑 0.8pct，四费率稳中有降。**2023Q3 毛利率 21.9%，同比-0.8pct，环比-0.3pct，净利率 6.1%，同比-0.8pct，环比-0.7pct，公司毛利率下滑预计与 Q3 新项目放量初期有关。2023Q3 公司四费率为 14.5%，同比-0.8pct，环比-0.3pct，其中财务费用率为 0.1%，同比+0.3pct，环比+0.4pct，Q3 四费率稳中有降，财务费用率微增主要系利息费用增加所致。

**华阳与华为签署智能车载光业务合作意向书，问界 M5、M7 搭载丰富华阳座舱产品。**2022 年 6 月 30 日，华阳多媒体与华为举行华为光产品线智能车载光业务合作意向书签署仪式，双方将在智能汽车尤其是 AR-HUD 领域进行深入合作。华阳为 M5 和 M7 提供 10.25 英寸高清液晶仪表、大功率无线充电及 NFC 钥匙模块等产品，2023Q3，M5、M7 销量分别为 8262、7605 辆。

**聚焦汽车智能化和轻量化，产品持续升级，客户结构优化。**1) 汽车电子：产品维度，公司应用国产芯片方案的座舱域控实现量产；推出轻域控产品并获得多个定点项目；舱泊一体完成技术预研及样机；推出驾驶域控产品正参与项目竞标；预研中央计算平台解决方案。公司 HUD 产品已推出 PHUD、光波导样机；完成电子外后视镜商用车平台预研，获得车厂项目定点。数字声学系统已承接长安、阿维塔、吉利等多个项目定点，部分已量产；精密运动机构获得多个新能源车型定点项目。客户维度，公司汽车电子业务长安、奇瑞、吉利等客户营收占比提升，新能源车项目大幅增加。2) 精密压铸：公司精密压铸产品类别向中大件延伸，新能源和汽车电子订单占比大幅增加。

**风险提示：**原材料价格波动风险、芯片紧缺导致下游排产风险。

**投资建议：**维持营收预测，下调利润预测，维持买入评级。考虑减值损失影响，我们维持营收预测，下调利润预测，预期 23/24/25 年营收 73.6/94.7/121.2 亿，23/24/25 年利润为 4.5/6.5/9.2 亿（原 23/24/25 年预计 4.9/6.9/9.4 亿），对应 PE 分别 35/25/17x，维持买入评级。

## 盈利预测和财务指标

|             | 2021  | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E  |
|-------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 营业收入(百万元)   | 4,488 | 5,638 | 7,364 | 9,471 | 12,123 |
| (+/-%)      | 33.0% | 25.6% | 30.6% | 28.6% | 28.0%  |
| 净利润(百万元)    | 299   | 380   | 454   | 646   | 921    |
| (+/-%)      | 64.9% | 27.4% | 19.3% | 42.3% | 42.7%  |
| 每股收益(元)     | 0.63  | 0.80  | 0.95  | 1.36  | 1.94   |
| EBIT Margin | 5.8%  | 6.3%  | 5.8%  | 6.7%  | 7.5%   |
| 净资产收益率(ROE) | 7.7%  | 9.1%  | 10.1% | 13.2% | 16.7%  |
| 市盈率(PE)     | 53.3  | 41.9  | 35.2  | 24.7  | 17.3   |
| EV/EBITDA   | 44.3  | 34.6  | 32.7  | 25.1  | 19.5   |
| 市净率(PB)     | 4.10  | 3.81  | 3.56  | 3.25  | 2.90   |

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

## 公司研究·财报点评

### 汽车·汽车零部件

证券分析师：唐旭霞

0755-81981814

tangxx@guosen.com.cn

S0980519080002

联系人：杨钐

0755-81982771

yangshan@guosen.com.cn

### 基础数据

投资评级

买入(维持)

合理估值

33.51 元

收盘价

17560/16000 百万元

总市值/流通市值

41.88/26.21 元

52 周最高价/最低价

287.72 百万元

近 3 个月日均成交额

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

《华阳集团 (002906.SZ) -二季度归母净利润同比增加 11%，客户结构优化》——2023-08-20

《华阳集团 (002906.SZ) -聚焦汽车智能化和轻量化，产品持续升级，客户结构优化》——2023-04-21

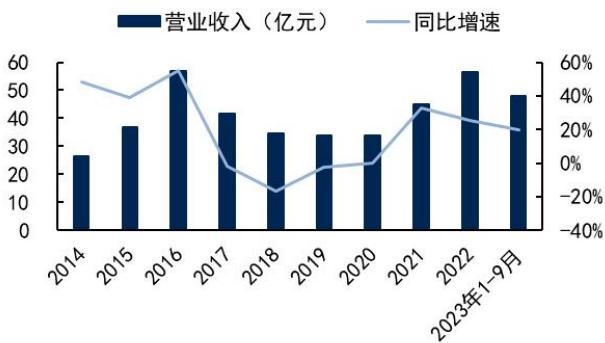
《华阳集团 (002906.SZ) -单三季度营收同比增长 41%，汽车电子新品有序量产》——2022-10-29

《华阳集团 (002906.SZ) -二季度净利润同比增长 14%，新订单持续开拓》——2022-08-22

《华阳集团 (002906.SZ) -战略合作华为，打开 HUD 业务更大市场空间》——2022-07-01

**2023Q3 公司营收同比增长 27%，归母净利润创单季新高。**公司 2023 年前三季度实现营收 47.97 亿元，同比增加 19.67%，营收增速超越汽车行业 12ct（2023 年 1-9 月国内汽车产量同比+7.3%），归母净利润 2.97 亿元，同比增加 11.39%。拆单季度看，公司 2023Q3 实现营收 19.29 亿元，同比增加 26.6%，环比增加 24.28%，归母净利润 1.16 亿元，同比增加 10.98%，环比增加 11.12%。**整体来看，2023Q3，公司实现营业增速 27%，超越汽车行业产量增速 23pct，随着核心客户产销增长，叠加新项目逐步放量，公司汽车电子及精密压铸营业收入稳健增长。公司 23Q3 利润增速低于营收增速的原因与信用减值损失（营业收入增加，应收账款期末余额较期初增加，计提的信用减值损失增加）、财务费用增加（利息费用增加）有关。**

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：华阳集团单季度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

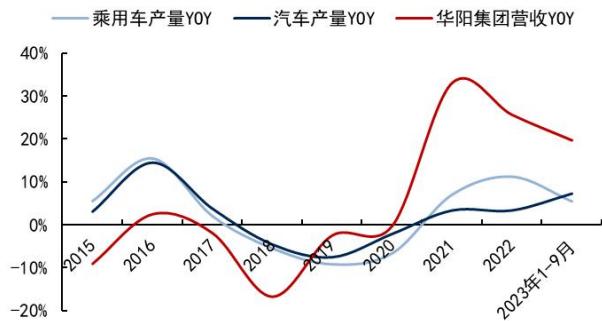


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

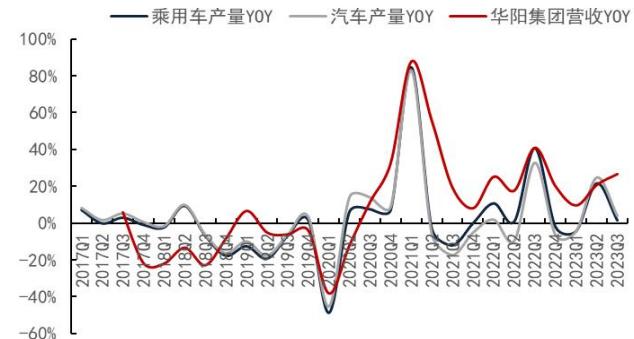
图4：华阳集团单季度归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图5: 汽车/乘用车产量增速和华阳集团营收增速对比**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

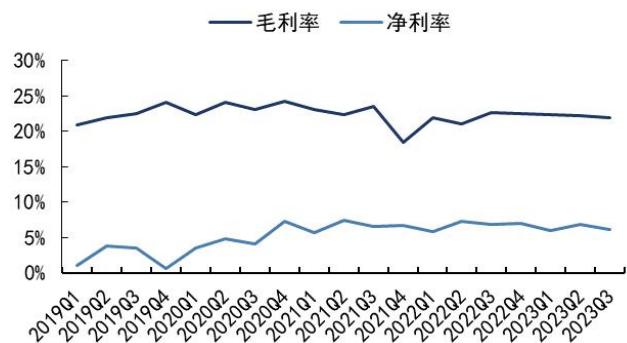
**图6: 汽车/乘用车产量增速和华阳集团营收增速季度对比**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**2023Q3 公司毛利率同比下降 0.8pct，净利率环比下降 0.8pct。**2023 年前三季度公司毛利率为 22.1%，同比+0.1pct，净利率为 6.3%，同比-0.4pct，拆单季度看，2023Q3 毛利率 21.9%，同比-0.8pct，环比-0.3pct，净利率 6.1%，同比-0.8pct，环比-0.7pct。公司 2023Q3 毛利率下滑预计与 Q3 新项目放量初期有关。

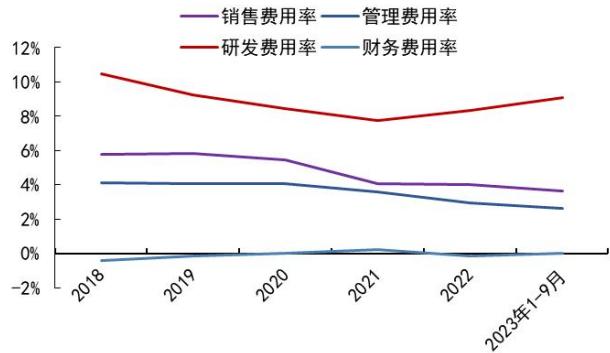
**图7: 华阳集团毛利率和净利率**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

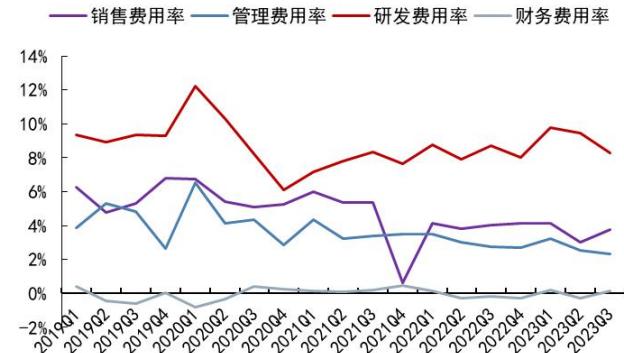
**图8: 华阳集团单季度毛利率和净利率**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**公司 2023Q3 四费率稳中有降。**2023 年前三季度，公司四费率为 15.4%，同比+0.0pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.6%/2.6%/9.1%/0.0%，同比分别变动-0.4/-0.4/+0.6/+0.1pct。拆单季度看，2023Q3 公司四费率为 14.5%，同比-0.8pct，环比-0.3pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.8%/2.3%/8.3%/0.1%，同比分别变动-0.3/-0.4/-0.4/+0.3pct，环比变动+0.7/-0.2/-1.2/+0.4pct。公司 2023Q3 四费率稳中有降，财务费用率同环比微增主要系利息费用增加所致。

**图9: 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

**图10: 华阳集团单季度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

公司始终将研发作为保持和提升竞争力的重要手段，持续高比例研发投入和提高研发效率，不断提升软硬件实力。近年来明显加快了产品迭代和产品线扩展的速度。2023年前三季度研发投入约4.36亿元，较上年同期增长28.16%，占营业收入9.08%，公司加快产品升级，加大前瞻性技术储备，推动业务可持续发展。截至2023H1，公司拥有专利906项，其中发明专利335项。经过多年的技术积淀，公司汽车电子业务在软件、硬件、集成、光学、算法、精密机构等方面拥有较强的技术能力，具备较强的集成能力和丰富的车厂配套经验；精密压铸业务在精密模具、精密加工等方面有较强的技术能力，为客户提供有竞争力、安心的产品与服务。公司紧贴行业技术趋势，发挥自身技术优势，近年来先后牵头或参与十多项国家标准和行业标准的制定工作。全资子公司华阳通用参与修订的GB 15084-2022《机动车辆间接视野装置性能和安装要求》于2023年7月1日正式实施；全资子公司华阳多媒体是国家标准《乘用车抬头显示系统性能要求及试验方法》起草组成员之一。

**图11: 双焦面 AR-HUD 产品场景应用图**


资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

**图12: 华阳集团电子外后视镜产品**


资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

华阳集团聚焦汽车智能化、轻量化，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，主要业务为汽车电子、精密压铸，其他业务包括LED照明、精密电子部件等。

#### ● 汽车电子

产品维度，公司汽车电子业务围绕“智能座舱、智能驾驶、智能网联”，主要面向整车厂提供配套服务，包括与客户同步研发产品、生产和销售。市场和技术双轮驱动，为客户提供丰富的汽车电子产品和整体解决方案，并与汽车厂商、行业伙伴共创共建生态链，共同为用户打造“更有魅力的智能汽车生活”。在智能

**座舱领域**，公司重视用户体验，集成软硬件系统和丰富的生态资源，运用多种创新的人机交互技术，围绕智能出行、万物互联的应用场景，打造智能座舱系统解决方案，为用户提供沉浸式的智能座舱体验，引领智慧出行。在**智能驾驶及智能网联领域**，公司依托高性能计算平台、多传感器融合、驾驶辅助控制算法以及智能网联技术，从低速（泊车）场景向高速（自动驾驶）场景布局，提供人-车-路-云协同的智能驾驶解决方案，打造安全便捷的用户驾乘体验。

图13: 公司汽车电子智能座舱产品应用场景示意图



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图14: 公司汽车电子智能驾驶及网联产品应用场景示意图



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**公司加快汽车电子产品迭代升级：**智能运算单元方面，公司应用国产芯片方案的座舱域控实现量产；推出轻域控产品并获得多个定点项目；舱泊一体完成技术预研及样机；推出驾驶域控产品正参与项目竞标；预研中央计算平台解决方案。智能显示单元方面，公司 HUD 产品累计出货已超过 100 万套，积累了丰富的配套经验，AR-HUD 产品采用多种技术路线并行发展的策略，持续进行前瞻性技术研发，已推出 PHUD、光波导样机；屏显示类多尺寸、多形态产品量产，新获得中大尺寸 OLED 屏的定点项目，并投入研发超高色域、智慧表面、智慧屏、光场屏等系列产

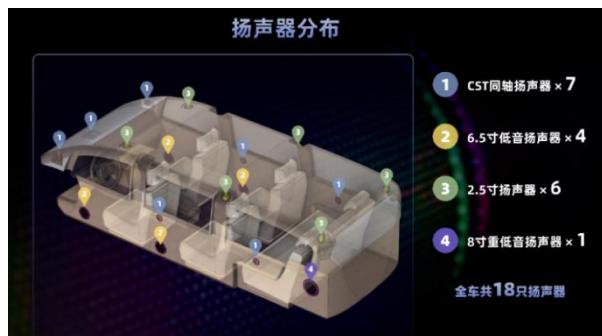
品；完成电子外后视镜商用车平台预研，获得车厂项目定点。其他智能化产品方面，大功率无线充电 Qi 2.0 新品投入开发；数字声学系统进一步升级，搭载全景 7.1.4 沉浸式环绕音效、更多通道输出的产品投入开发，截至目前，华阳已承接长安、阿维塔、吉利等多家车企的多个项目定点，部分已实现量产，此外，与国外部分主流车企也开始进行项目对接；精密运动机构包括吸顶屏、4D 音效喇叭机构等完成升级换代，获得多个新能源车型定点项目；数字钥匙完成 BLE、UWB 技术预研，并获得车厂平台化定点项目；高精度定位产品获得新定点项目。

图15：华阳集团座舱域控制器



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

图16：华阳集团声学体验车扬声器布置图



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

今年上半年，下属公司华阳通用获得 2022–2023 年度 NVH 与声学系统行业领域“科技创新突破企业”荣誉，华阳多媒体获得“汽车抬头显示 HUD 国内领军企业”荣誉；“基于 AAOP 的座舱域控制器”和“集成 NFC 数字钥匙的 50W 大功率无线充电总成”分别荣获 2022 年度汽车电子科学技术奖“卓越创新产品奖”与“突出创新产品奖”。10 月 19 日，由盖世汽车主办的 2023 第五届“金辑奖”颁奖盛典在上海圆满落幕。ADAYO 华阳集团旗下全资子公司连续四年亮相颁奖舞台，本届活动华阳通用凭借数字声学系统在技术与市场等方面的优异表现，荣膺“2023 金辑奖·中国汽车新供应链百强”奖项。

图17：华阳通用获评“2023 金辑奖·中国汽车新供应链百强”奖项



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

图18：华阳多媒体获评“汽车抬头显示 HUD 国内领军企业”



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

**共创共建，推进融合创新。**公司秉持开放、合作、共赢原则，与产业上下游共建生态圈，开展多维度合作，发挥各自优势、共同破解产业发展技术难题，加快实现技术突破和产业化应用。在今年上海车展上，下属公司华阳通用与先锋电子(中国)投资有限公司举行了战略合作发布仪式，推出华阳&先锋数字声学系统解决方案；华阳多媒体与美国 CY Vision Inc 签署战略合作协议，展出双方合作的裸眼 3D AR-HUD 产品，未来双方将共同推进裸眼 3D AR-HUD 在汽车领域的技术发展及

落地。

图19：华阳通用与先锋中国举行战略合作发布仪式



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

图20：华阳多媒体与美国 CY Vision Inc 签署战略合作协议



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

**华阳与华为签署智能车载光业务合作意向书，问界 M5、M7 搭载丰富华阳座舱产品。**2022 年 6 月 30 日，华阳多媒体与华为在中国东莞举行了华为光产品线智能车载光业务合作意向书签署仪式，根据合作意向书，双方将建立长期、稳定、快速的合作交流机制，充分发挥各自优势，在智能汽车尤其是 AR-HUD 领域进行深入合作，携手开发新业务、拓展新市场、打造自主可控的产业链、与更多行业伙伴一起构筑健康繁荣的产业生态，未来也将在更多应用领域实现互利互惠，共赢发展。作为金康赛力斯的汽车电子产品配套供应商之一，华阳自AITO 品牌推出首款车型问界 M5 以来，便为其提供“10.25 英寸高清液晶仪表”、“大功率无线充电”及“NFC 钥匙模块”等产品配套；凭借优秀的产品品质和服务保障，华阳与赛力斯的合作再升级，为其进阶车型问界 M7 提供“10.25 英寸高清液晶仪表”、“大功率无线充电”及“NFC 钥匙模块”等产品配套，2023Q3，M5、M7 销量分别为 8262、7605 辆。

图21：华阳与华为签署智能车载光业务合作意向书



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

图22：华阳为问界 M5 配套 10.25 寸高清液晶仪表



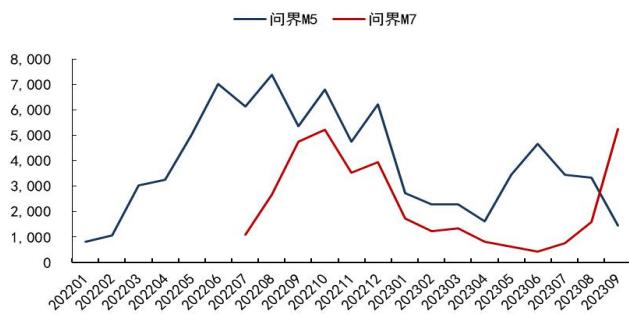
资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

图23：华阳为问界M5 配套无线充电产品



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

图24：问界M5、M7 销量情况（辆）



资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理

**客户维度，公司汽车电子业务订单开拓进展良好，客户结构持续优化。**2023H1，公司汽车电子业务突破大众 SCANIA、一汽丰田、上汽大众等新客户；加大力度拓展与现有客户的合作宽度与深度，包括与上汽、蔚来、长安新能源、广汽埃安等客户合作开发新产品项目，并承接了本田、福田戴姆勒、郑州日产、长安、长城、广汽、比亚迪、吉利、奇瑞、北汽、东风柳汽、零跑、合众、阿维塔、赛力斯、中国重汽等客户的新项目，其中部分国内客户出口势头良好，公司获得了多个重点海外平台出口项目；新接订单中新能源项目持续增加，占比持续提升。国内自主品牌大客户数量增多，长安、奇瑞、吉利等客户营收占比提升；2023 年以来公司接受众多合资及海外车企审厂并参与产品项目竞标。

#### ● 精密压铸

**产品维度，公司精密压铸业务主要为铝合金、镁合金、锌合金精密压铸件、精密加工件及精密注塑件的研发、生产、销售。**拥有模具设计和制造、精密加工及表面处理能力，以精密模具技术为核心，持续打造一站式服务模式，致力于为客户提供有竞争力且安心的产品与服务。公司精密压铸业务产品应用领域包括汽车关键零部件、精密 3C 电子部件及工业控制部件等类别。目前以汽车关键零部件产品应用为主要业务，包括新能源三电系统、动力系统、制动系统、转向系统、热管理系统、智能座舱系统及智能驾驶系统等零部件。

图25：公司精密压铸产品在汽车的应用领域示意图



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**精密压铸产品从小件往中大件延伸，公司精密压铸业务抓住新能源趋势取得技术突破。**公司精密压铸业务在中大吨位模具设计、模具制造、CNC加工、镁合金工艺、FA装备技术和注塑工艺等方面取得多项技术突破，继续增强新能源汽车关键零部件制造工艺开发、高精密数控加工、半总成装配关联技术等，其中高强韧铝合金产品生产、高精密阀体加工、摩擦焊接等技术应用项目增多，镁合金注射成型新技术量产应用。公司多个高难度、高精度产品项目逐步放量并获得新定点项目；产品类别向中大件延伸，已引进3500吨压铸设备并获得新能源汽车三电系统定点项目。

**客户维度，公司精密压铸业务新能源和汽车电子订单占比大幅增加。**公司精密压铸业务今年上半年成功导入采埃孚、博世、博格华纳、比亚迪、大陆、纬湃、爱信、Stellantis集团、联电、海拉、法雷奥、莫仕、捷普、蒂森克虏伯、恒盛等客户的新项目，新能源及汽车电子零部件相关订单占比较大，新能源车企客户营收占比同比提升。

图26：华阳精机荣获广州捷普2022年度质量金奖



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

图27：华阳精机荣获博格华纳“最佳合作伙伴”奖



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

### 投资建议：维持营收预测，下调利润预测，维持买入评级

#### 华阳集团作为汽车电子核心企业：

1) **传统产品方面受益于单车价值量提升：**中控屏和液晶仪表的车机是座舱电子核心组件，从按键到一体化屏再到多联屏，单车价值量由原来的600-700元提升至2000元以上，华阳集团作为汽车电子核心企业，持续受益于传统车机产品升级带来的单车价值量提升。

2) **在车机主业以外专注于智能座舱、智能驾驶核心增量产品开发：**智能座舱方面，看点之一在于HUD，华阳作为HUD自主tier1龙头，产品端从W-HUD向AR-HUD升级带动价值量提升，客户端从配套自主优质客户向合资延伸，公司将持续受益于HUD快速放量；看点之二在于座舱域控制器、数字声学系统、无线充电、电子外后视镜等产品有序落地量产。**智能驾驶方面**，公司推出的360环视系统、自动泊车系统、“煜眼”技术等已在多款车型中应用，推出驾驶域控产品正参与项目竞标，预研中央计算平台解决方案。

3) **客户结构逐年优化，客户群体覆盖头部自主品牌、造车新势力和合资客户：**华阳和长城合作多年，座舱产品在自主品牌（长安、北汽、奇瑞、吉利、广汽等）均有应用；积极开拓新能源和新势力客户，2023年上半年承接了比亚迪、零跑、合众、阿维塔等客户的新项目定点，与上汽、蔚来、长安新能源、广汽埃安等客户合作开发新产品项目。另外公司也积极实现从自主品牌向合资品牌和国际车企

客户的突破，汽车电子产品获得了多个重点海外平台出口项目，2023年以来公司接受众多合资及海外车企审厂并参与产品项目竞标。

**投资建议：维持营收预测，下调利润预测，维持买入评级。**短期维度，公司核心看点在于智能座舱，看好公司中控、液晶仪表、多联屏量产带动的带来ASP提升，以及HUD快速放量、座舱域控量产、数字功放、电子外后视镜持续落地带来的核心增量。长期维度，公司新增成长曲线自动驾驶，推出驾驶域控产品正参与项目竞标。后续丰富订单量产，有望持续超越行业。考虑减值损失影响，我们维持营收预测，下调利润预测，预期23/24/25年营收73.6/94.7/121.2亿，23/24/25年利润为4.5/6.5/9.2亿（原23/24/25年预计4.9/6.9/9.4亿），对应PE分别35/25/17x，维持买入评级。

**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，以及智能驾驶标的科博达作为可比公司，其中公司与德赛西威的差异化在于，公司深耕汽车电子座舱业务，HUD爆发力凸显；德赛西威作为智能驾驶龙头，智能驾驶域控制器已量产供货。高成长性赛道的汽车电子标的均具备较高的估值，2024年可比公司平均估值32倍，更新华阳集团一年期目标估值（对应2024年）为34-41元（对应2024年PE25-30倍），维持买入评级。

表1：可比公司估值表

| 代码        | 公司简称 | 投资评级 | 昨收盘（元）   |        | 总市值  |       | EPS   |      | PE    |       |
|-----------|------|------|----------|--------|------|-------|-------|------|-------|-------|
|           |      |      | 20231029 | 亿元     | 2022 | 2023E | 2024E | 2022 | 2023E | 2024E |
| 002920.SZ | 德赛西威 | 买入   | 124.49   | 691.17 | 2.13 | 2.85  | 3.87  | 58   | 44    | 32    |
| 603786.SH | 科博达  | 买入   | 68.29    | 275.87 | 1.11 | 1.61  | 2.14  | 62   | 42    | 32    |
| <b>平均</b> |      |      |          |        |      |       |       | 60   | 43    | 32    |
| 002906.SZ | 华阳集团 | 买入   | 33.51    | 175.60 | 0.80 | 0.95  | 1.36  | 42   | 35    | 25    |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**风险提示：**原材料价格波动风险、芯片紧缺导致下游排产风险。

## 财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元)      | 2021        | 2022        | 2023E        | 2024E        | 2025E        | 利润表 (百万元)          | 2021         | 2022         | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
|------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 现金及现金等价物         | 936         | 753         | 700          | 700          | 700          | 营业收入               | 4488         | 5638         | 7364         | 9471         | 12123        |
| 应收款项             | 1561        | 2000        | 2623         | 3373         | 4318         | 营业成本               | 3520         | 4392         | 5736         | 7364         | 9395         |
| 存货净额             | 914         | 1234        | 1505         | 1940         | 2485         | 营业税金及附加            | 17           | 25           | 32           | 40           | 52           |
| 其他流动资产           | 571         | 611         | 736          | 947          | 1212         | 销售费用               | 182          | 228          | 295          | 379          | 485          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>4017</b> | <b>4597</b> | <b>5564</b>  | <b>6960</b>  | <b>8715</b>  | 管理费用               | 161          | 167          | 199          | 244          | 311          |
| 固定资产             | 1316        | 1603        | 1656         | 1695         | 1722         | 研发费用               | 347          | 471          | 678          | 815          | 970          |
| 无形资产及其他          | 155         | 191         | 185          | 178          | 171          | 财务费用               | 11           | (9)          | 22           | 38           | 48           |
| 投资性房地产           | 402         | 433         | 433          | 433          | 433          | 投资收益               | 48           | 26           | 25           | 25           | 25           |
| 长期股权投资           | 158         | 173         | 183          | 193          | 203          | 资产减值及公允价值变动        | 26           | 18           | 22           | 20           | 21           |
| <b>资产总计</b>      | <b>6049</b> | <b>6997</b> | <b>8020</b>  | <b>9458</b>  | <b>11244</b> | 其他收入               | (397)        | (525)        | (678)        | (815)        | (970)        |
| 短期借款及交易性金融负债     | 158         | 191         | 672          | 919          | 1141         | 营业利润               | 274          | 355          | 450          | 637          | 908          |
| 应付款项             | 1211        | 1928        | 1843         | 2375         | 3043         | 营业外净收支             | (4)          | (2)          | (4)          | (3)          | (3)          |
| 其他流动负债           | 551         | 428         | 731          | 941          | 1205         | <b>利润总额</b>        | <b>270</b>   | <b>353</b>   | <b>446</b>   | <b>634</b>   | <b>905</b>   |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>1920</b> | <b>2546</b> | <b>3246</b>  | <b>4234</b>  | <b>5389</b>  | 所得税费用              | (28)         | (32)         | (13)         | (19)         | (27)         |
| 长期借款及应付债券        | 109         | 58          | 58           | 58           | 58           | 少数股东损益             | (1)          | 4            | 5            | 7            | 11           |
| 其他长期负债           | 122         | 177         | 202          | 227          | 252          | <b>归属于母公司净利润</b>   | <b>299</b>   | <b>380</b>   | <b>454</b>   | <b>646</b>   | <b>921</b>   |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>231</b>  | <b>235</b>  | <b>260</b>   | <b>285</b>   | <b>310</b>   | <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2021</b>  | <b>2022</b>  | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> |
| <b>负债合计</b>      | <b>2152</b> | <b>2781</b> | <b>3506</b>  | <b>4519</b>  | <b>5699</b>  | <b>净利润</b>         | <b>299</b>   | <b>380</b>   | <b>454</b>   | <b>646</b>   | <b>921</b>   |
| 少数股东权益           | 19          | 23          | 27           | 31           | 38           | 资产减值准备             | (36)         | 27           | 7            | 1            | 1            |
| 股东权益             | 3878        | 4193        | 4488         | 4908         | 5507         | 折旧摊销               | 147          | 186          | 171          | 187          | 200          |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>6049</b> | <b>6997</b> | <b>8020</b>  | <b>9458</b>  | <b>11244</b> | 公允价值变动损失           | (26)         | (18)         | (22)         | (20)         | (21)         |
|                  |             |             |              |              |              | 财务费用               | 11           | (9)          | 22           | 38           | 48           |
| <b>关键财务与估值指标</b> | <b>2021</b> | <b>2022</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> | 营运资本变动             | (97)         | (155)        | (770)        | (627)        | (797)        |
| 每股收益             | 0.63        | 0.80        | 0.95         | 1.36         | 1.94         | 其它                 | 36           | (24)         | (3)          | 3            | 6            |
| 每股红利             | 0.21        | 0.23        | 0.33         | 0.47         | 0.68         | <b>经营活动现金流</b>     | <b>322</b>   | <b>397</b>   | <b>(164)</b> | <b>190</b>   | <b>311</b>   |
| 每股净资产            | 8.17        | 8.81        | 9.43         | 10.31        | 11.56        | 资本开支               | 0            | (483)        | (201)        | (201)        | (201)        |
| ROIC             | 8.03%       | 10.54%      | 9%           | 11%          | 15%          | 其它投资现金流            | 65           | 35           | 0            | 0            | 0            |
| ROE              | 7.70%       | 9.07%       | 10%          | 13%          | 17%          | <b>投资活动现金流</b>     | <b>54</b>    | <b>(463)</b> | <b>(211)</b> | <b>(211)</b> | <b>(211)</b> |
| 毛利率              | 22%         | 22%         | 22%          | 22%          | 22%          | 权益性融资              | (4)          | 23           | 0            | 0            | 0            |
| EBIT Margin      | 6%          | 6%          | 6%           | 7%           | 8%           | 负债净变化              | 109          | (51)         | 0            | 0            | 0            |
| EBITDA Margin    | 9%          | 10%         | 8%           | 9%           | 9%           | 支付股利、利息            | (102)        | (110)        | (159)        | (226)        | (323)        |
| 收入增长             | 33%         | 26%         | 31%          | 29%          | 28%          | 其它融资现金流            | (144)        | 180          | 481          | 247          | 223          |
| 净利润增长率           | 65%         | 27%         | 19%          | 42%          | 43%          | <b>融资活动现金流</b>     | <b>(133)</b> | <b>(118)</b> | <b>322</b>   | <b>21</b>    | <b>(100)</b> |
| 资产负债率            | 36%         | 40%         | 44%          | 48%          | 51%          | <b>现金净变动</b>       | <b>243</b>   | <b>(184)</b> | <b>(53)</b>  | <b>0</b>     | <b>0</b>     |
| 股息率              | 0.6%        | 0.7%        | 1.0%         | 1.4%         | 2.0%         | 货币资金的期初余额          | 694          | 936          | 753          | 700          | 700          |
| P/E              | 53.3        | 41.9        | 35.2         | 24.7         | 17.3         | 货币资金的期末余额          | 936          | 753          | 700          | 700          | 700          |
| P/B              | 4.1         | 3.8         | 3.6          | 3.3          | 2.9          | 企业自由现金流            | 0            | (64)         | (363)        | 8            | 140          |
| EV/EBITDA        | 44.3        | 34.6        | 32.7         | 25.1         | 19.5         | 权益自由现金流            | 0            | 66           | 96           | 215          | 313          |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

| 投资评级标准  | 类别         | 级别 | 说明                     |
|---|------------|----|------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票<br>投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场代表性指数20%以上     |
|   |            | 增持 | 股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间 |
|   |            | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数±10%之间    |
|   |            | 卖出 | 股价表现弱于市场代表性指数10%以上     |
|   | 行业<br>投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场代表性指数10%以上   |
|   |            | 中性 | 行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间  |
|   |            | 低配 | 行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上   |

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 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 层

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