

# 华阳集团 (002906.SZ)

单四季度净利润同比增长 48%，汽车电子产品量利双增

买入

## 核心观点

**2023Q4 公司归母净利润 1.7 亿元，同比增长 48%。**公司 2023 年实现营收 71.4 亿元，同比增加 27%，营收增速超越汽车行业 15pct（2023 年国内汽车产量同比+12%），归母净利润 4.7 亿元，同比增加 22%。拆单季度看，公司 2023Q4 实现营收 23 亿元，同比增加 44%，环比增加 21%，归母净利润 1.7 亿元，同比增加 48%，环比增加 45%。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。

**2023Q4 毛利率同比提升 0.5pct，四费率稳中有降。**2023Q4 公司毛利率同比提升 0.5pct，净利率同比提升 0.2pct。2023 年公司毛利率为 22.4%，同比+0.3pct，净利率为 6.6%，同比-0.2pct，拆单季度看，2023Q4 毛利率 22.9%，同比+0.5pct，环比+1.0pct，净利率 7.2%，同比+0.2pct，环比+1.1pct。公司 2023Q4 毛利率同环比提升预计与汽车电子产品规模化放量有关。

**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，华阳多媒体与华为签署智能车载光业务合作意向书，双方将在智能汽车尤其是 AR-HUD 领域进行合作。华阳为 M5、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，2023Q4，M5、M7 销量分别为 9740、54681 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，公司搭载国内外多类芯片方案的座舱域控均已量产，推出舱泊一体产品、行泊一体域控产品，并预研舱驾一体平台解决方案；公司 HUD 产品出货量国内领先，AR HUD 产品全面覆盖主流技术路线并均实现量产，VPD 获国内首个量产项目定点；电子外后视镜获得车厂平台项目定点；数字声学产品已量产；精密运动机构持续增加国内自主品牌、新势力车企定点项目。客户维度，与长城、长安、奇瑞、吉利、北汽、长安马自达、理想、极氪、赛力斯、广汽埃安、蔚来、比亚迪以及其他重要客户合作项目增多，搭载的产品品类增加；海外业务取得较好进展，HUD 产品获得玛莎拉蒂品牌全球项目定点，自主品牌海外平台项目增多。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：**维持盈利预测，维持买入评级。预期 2024/2025/2026 年营收 94.7/121.2/153.4 亿，2024/2025/2026 年利润为 6.5/9.2/11.8 亿，对应 PE 分别 23/16/13x，维持买入评级。

盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,638	7,137	9,471	12,123	15,342
(+/-%)	25.6%	26.6%	32.7%	28.0%	26.6%
净利润(百万元)	380	465	646	921	1182
(+/-%)	27.4%	22.2%	39.1%	42.5%	28.3%
每股收益(元)	0.80	0.89	1.23	1.76	2.26
EBIT Margin	6.3%	7.2%	6.5%	7.3%	7.6%
净资产收益率 (ROE)	9.1%	7.8%	10.1%	13.2%	15.2%
市盈率 (PE)	35.2	31.7	22.8	16.0	12.5
EV/EBITDA	29.9	24.1	22.6	17.6	14.9
市净率 (PB)	3.20	2.47	2.31	2.11	1.90

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

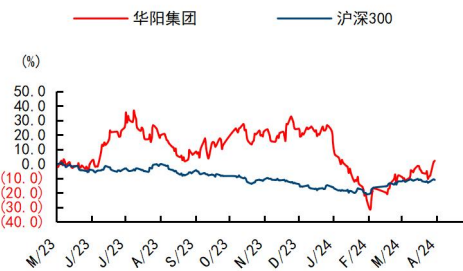
### 汽车·汽车零部件

证券分析师：唐旭霞 0755-81981814 tangxx@guosen.com.cn S0980519080002  
 证券分析师：杨彬 0755-81982771 yangshan@guosen.com.cn S0980523110001

### 基础数据

投资评级 合理估值 买入(维持)  
 收盘价 28.42 元  
 总市值/流通市值 14904/14899 百万元  
 52 周最高价/最低价 38.85/18.45 元  
 近 3 个月日均成交额 227.04 百万元

### 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) - 单三季度营收同比增长 27%，汽车电子新项目持续放量》——2023-10-30
- 《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

**2023Q4 公司归母净利润 1.7 亿元，同比增长 48%。**公司 2023 年实现营收 71.37 亿元，同比增加 26.59%，营收增速超越汽车行业 15pct（2023 年国内汽车产量同比+11.59%），归母净利润 4.65 亿元，同比增加 22.17%。拆单季度看，公司 2023Q4 实现营收 23.40 亿元，同比增加 43.60%，环比增加 21.29%，归母净利润 1.67 亿元，同比增加 47.58%，环比增加 44.53%。

**分产品看**，公司 2023 年汽车电子实现营收 48.26 亿元，同比+28.85%，毛利率 22.05%，同比+0.77pct；精密压铸实现营收 16.60 亿元，同比+25.42%，毛利率 26.11%，同比+0.15pct；精密电子部件实现营收 3.98 亿元，同比+20.22%；LED 照明实现营收 1.26 亿元，同比-1.55%。

**整体来看**，2023 年，公司实现营业增速 27%，超越汽车行业产量增速 15pct，2023Q4，公司实现营业增速 44%，超越汽车行业产量增速 21pct，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。2023 年，公司围绕“订单、交付”中心工作，通过持续加大研发投入、加大新能源及国际大客户开拓力度、推进经营变革等举措，有效提升企业发展的综合实力，季度营收增速加快、年度利润创历史新高，呈现良好的发展势头。

图1：华阳集团营业收入及同比增速



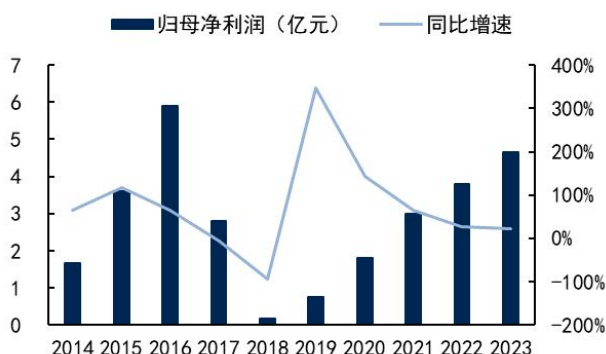
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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



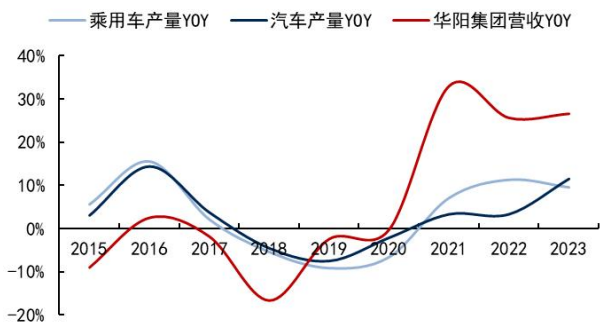
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：华阳集团单季度归母净利润及同比增速



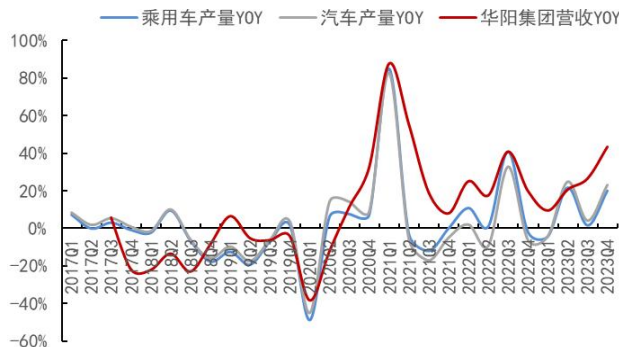
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

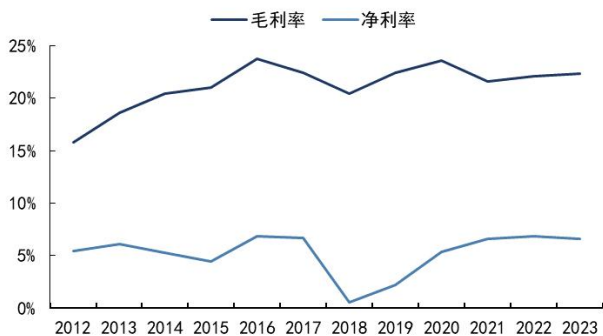
图6: 汽车/乘用车产量增速和华阳集团营收增速季度对比



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

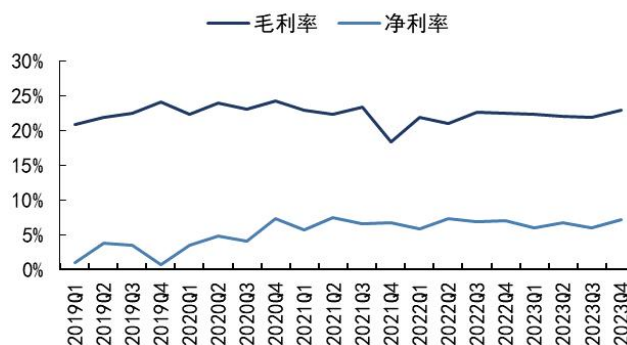
**2023Q4 公司毛利率同比提升 0.5pct，净利率同比提升 0.2pct。**2023 年公司毛利率为 22.4%，同比+0.3pct，净利率为 6.6%，同比-0.2pct，拆单季度看，2023Q4 毛利率 22.9%，同比+0.5pct，环比+1.0pct，净利率 7.2%，同比+0.2pct，环比+1.1pct。公司 2023Q4 毛利率同环比提升预计与汽车电子产品规模化放量有关。

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

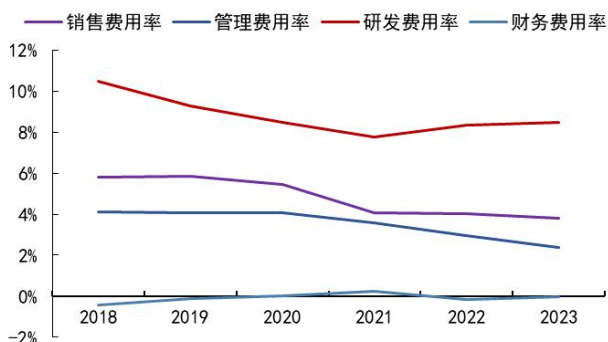


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**公司 2023Q4 四费率稳中有降。**2023 年，公司四费率为 14.7%，同比-0.5pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.8%/2.4%/8.5%/0.0%，同比分别变动-0.2/-0.6/+0.1/+0.1pct。拆单季度看，2023Q4 公司四费率为 13.2%，同比-1.5pct，环比-1.4pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.2%/1.9%/7.3%/-0.1%，同比分别变动+0.0/-0.8/-0.8/+0.2pct，环比变动+0.4/-0.5/-1.0/-0.3pct。公司 2023Q4 四费率稳中有降，财务费用率同比微增主要系财务费用利息支出增加所致。

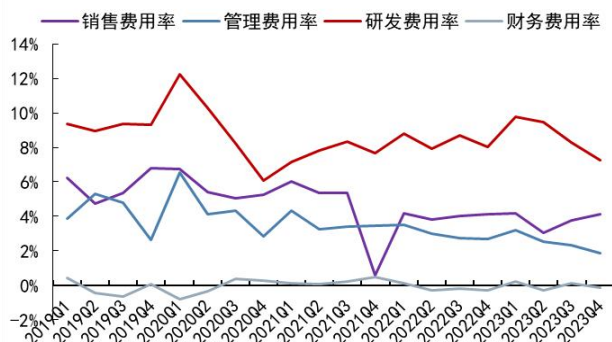


图9：华阳集团四项费用率变化情况



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，坚持以研发创新作为核心驱动力，在提升研发效率的同时持续高强度研发投入，并持续提升工业设计能力，围绕用户需求、用户使用场景设计产品。近年来明显加快了产品迭代和产品线扩展的速度。2023年研发投入6.45亿元，较上年同期增长24.83%，占营业收入9.03%，同比-0.13pct。截至2023年底，公司拥有专利976项，其中发明专利376项。公司汽车电子在软件、硬件、集成、光学、算法、精密机构等方面拥有较强的技术能力，具备丰富的车厂配套经验；精密压铸在精密模具、精密加工、表面处理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。2023年全资子公司华阳通用工业设计中心被认定为“国家级工业设计中心”。公司发挥自身技术优势，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，参与撰写的《中国汽车基础软件测试研究报告1.0》白皮书于2023年12月初发布；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。2023年新增资中翼入选国家级专精特新“小巨人”企业，并被评为江苏常熟市2023年度优秀专精特新企业。

图11：华阳通用荣获“国家级工业设计中心”认定



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

表1：华阳集团主要研发项目

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
座舱域控产品开发	开发高通、芯驰平台化产品方案，提升产品竞争力。	多种芯片方案域控产品均已量产，并持续获得新项目，已推出下一代高性能域控方案平台。	满足不同客户差异化需求，为客户提供多样化选择，实现稳定量产交付。	产品持续迭代升级，巩固市场地位，扩大市场份额。
舱泊一体域控产品开发	在座舱域控平台上集成自动泊车，实现舱泊一体，提升产品力。	已推出样机。	满足不同客户的差异化需求，为客户提供有竞争力的智能	完善域控产品矩阵，提升产品竞争力，扩大市场份额。

		化、个性化解决方案。		
<b>智能驾驶域控产品开发</b>	搭建多平台解决方案。	完成多个国产化方案的设计开发工作。	提供多种技术解决方案，满足不同客户的差异化需求，为客户提供多样化选择。	扩展智能驾驶产品线，提升规模。
<b>自动驾驶产品开发</b>	完成多类特殊场景算法设计，实现核心算法自研，提升产品力。	实现多个项目量产交付并获得新定点项目。	自动驾驶车能有效解决驾驶员在泊车时的痛点，为客户提供有竞争力的成熟技术解决方案。	产品持续迭代升级，巩固市场地位，扩大市场份额。
<b>屏显示产品开发</b>	实现先进显示技术落地，进一步提升竞争力。	OLED 显示中控大屏项目实现量产交付。	实现超高对比度、超广色域的显示效果，为客户提供具备竞争力的产品。	产品持续迭代升级，优化成本，提升竞争力，扩大市场份额。
<b>液晶仪表产品开发</b>	扩大产品线规模和市场占有率，进一步提升产品力。	进入开拓新客户群，实现多个项目的规模量产交付。	为客户提供具备竞争力的产品。	产品技术持续迭代升级，优化成本，提升竞争力，扩大市场份额。
<b>数字声学产品开发</b>	开发更高算力 DSP 功放平台项目落地，并扩大产品线规模。	部分车型实现量产出货，部分车型已完成开发工作。	为用户带来美妙的车内音质体验，为客户提供有竞争力的声学产品解决方案。	丰富产品线和客户群，扩大市场份额。
<b>电子外后视镜产品开发</b>	持续迭代升级，提升产品力	获得车厂平台项目定点，并完成商用车平台预研，多个 POC 项目装车。	为驾驶员提供更高清、更广阔的车外视野影像，让行车更安全，为客户提供有竞争力的产品。	拓展新产品线，寻求新的营收增长点。
<b>V2X 产品开发</b>	针对车路协同，建立产品平台。	已完成平台验证，为产品推广奠定基础。	实现车辆与周围车辆、基础设施、行人以及云端等互联互通功能；为客户提供有竞争力的产品。	完善智能驾驶产业布局，提升竞争力。
<b>高精度定位产品开发</b>	根据需求搭建多种形态的产品。	已实现量产出货。	通过产业生态协作，为客户提供有竞争力的产品。	完善智能驾驶产业布局，提升竞争力。
<b>HUD 产品开发</b>	多种技术方案持续迭代升级，并开发新方案	LCOS 方案实现量产；推出 VPD (Virtual Panoramic Display 虚拟全景显示) 产品并获国内首个量产项目定点	提升 HUD 用户体验，保持市场、技术领先优势。	产品持续升级并推出新方案，巩固市场地位，扩大市场份额。
<b>无线充电产品开发</b>	持续推进大功率平台并集成 NFC 功能产品迭代升级	攻克大功率自动循迹功能，突破多个技术难题，大功率平台产品量产项目增多。	提升用户体验，保持市场、技术领先优势。	产品持续迭代升级，巩固市场地位，扩大市场份额。
<b>精密运动机构产品开发</b>	搭建车载屏类、喇叭类、内饰件等运动机构平台，扩充产品品类	多个产品品类量产并获得多家客户新定点项目。	搭建“动”车生活，打造多变车内空间，提升车内科技感。	丰富机构类产品线，提升产品竞争力，扩大销售规模。
<b>数字钥匙产品开发</b>	搭建基于 NFC、BLE、UWB 等多种技术平台及融合产品解决方案，增强定位精度。	融合算法开发中；新承接定点项目。	拓展产品形态，优化定位精度算法，提升产品性能，为用户带来更好体验。	拓展新产品线，寻求新的营收增长点。
<b>车载激光雷达压铸零部件智能生产技术的研究与开发</b>	攻克车载激光雷达压铸零部件生产线的检测及装配等关联技术难题。	已完成技术开发，并取得关键技术突破，项目已验收并实现量产。	降低成本，提高产品质量，提升效率。	提质增效，提升综合竞争力，抢占更多市场份额。
<b>新能源汽车电机壳体铸件研究与开发</b>	突破多个压铸及机加工技术难点，达成客户产品质量要求。	产品质量达到客户要求，项目已实现量产。	产品精密密度达到新高度，提升产品力。	为公司抢占更多新能源汽车三电系统产品订单奠定坚实的技术基础。
<b>高集成度汽车连接器壳体压铸技术研究及开发</b>	攻克多腔体复杂薄壁件压铸难题。	相关技术难题已攻克，项目已实现批量生产。	降低成本，提高产品质量。	提升产品线差异化竞争力，助力公司提高市场份额。
<b>精密模具加工在线检测技术的研究与应用</b>	解决在线检测技术在数控机床中使用的可靠性及稳定性问题	已完成精密模具线上检测系统的开发。	提高精密模具加工质量及提升检测效率。	提升公司高精密模具的检测水平，提升竞争力。
<b>其他基于已定点项目的研发</b>	开发已定点项目的产品。	已量产/开发中	提升产品力，高质量完成产品交付	扩大销售规模，提升盈利能力。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表2: 华阳集团研发人员情况

	2023 年	2022 年	变动比例
<b>研发人员数量 (人)</b>	2,333	2,015	15.78%
<b>研发人员数量占比</b>	34.63%	34.19%	0.44%
<b>研发人员学历结构</b>			
<b>本科</b>	1,299	1,083	19.94%
<b>硕士</b>	109	83	31.33%
<b>本科以下</b>	925	849	8.95%
<b>研发人员年龄构成</b>			
<b>30 岁以下</b>	1,082	904	19.69%

30~40岁	861	769	11.96%
40岁以上	390	342	14.04%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表3: 华阳集团研发投入情况

	2023年	2022年	变动比例
研发投入金额（元）	644,783,190.76	516,514,370.83	24.83%
研发投入占营业收入比例	9.03%	9.16%	-0.13%
研发投入资本化的金额（元）	39,149,864.21	45,662,697.64	-14.26%
资本化研发投入占研发投入的比例	6.07%	8.84%	-2.77%

资料来源：公司公告，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”三大领域，主要面向整车厂提供配套服务，包括与客户同步研发、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完善的配套解决方案，与汽车厂商、产业伙伴协同创新，构建智能汽车产业生态体系，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，公司坚持以用户体验和使用价值为导向，提供丰富产品的同时，集成软硬件系统和丰富的生态资源，并运用多种创新的人机交互技术，围绕智慧出行、万物互联的应用场景，向客户提供多功能融合的先的智能座舱解决方案，为用户提供沉浸式的智能座舱体验。在智能驾驶领域，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

此外, 公司顺应汽车 EE 架构变化的趋势, 以 SOA 架构为桥梁, 通过敏捷开发、配置化管理等实现跨域功能融合和快速稳定交付。公司已推出舱泊一体域控产品, 正在研发舱驾一体、中央计算单元等跨域融合产品, 持续提升汽车电子系统集成优势。

图15: 公司汽车电子域控制器产品



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

公司加大研发投入推动产品扩展和迭代, 打开增量空间。2023 年, 公司汽车电子研发投入占其营业收入 12.08%。产品迭代升级及量产落地卓有成效: 公司搭载国内外多类芯片方案的座舱域控均已量产并获得客户高度认可; 基于首个国产化大算力座舱域控平台集成自动泊车, 推出舱泊一体产品; 推出行泊一体域控产品, 并预研舱驾一体平台解决方案; 公司 HUD 产品出货量国内领先, AR HUD 产品全面覆盖主流技术路线并均实现量产, 持续推进前瞻性技术研发, 已率先在国内推出 VPD (Virtual Panoramic Display 虚拟全景显示产品并获国内首个量产项目定点; 屏显示产品推出一体化贯穿屏、曲面屏以及智能表面和 OLED 显示技术等系列新产品和新技术, 中大尺寸 OLED 车载显示屏已实现量产; 电子外后视镜通过 GB15084 测试, 通过升级 CMS 光学实验室、设计 CMS 专用镜头、自研视野仿真软件等提升

产品力，获得车厂平台项目定点，并完成商用车平台预研；新平台 50W 大功率无线充电产品实现量产并率先通过 Qi1.3 标准的实验认证；支持 3D 沉浸式环绕音效的数字声学产品已量产，新推双 DSP 智能声学产品平台，获得多个客户项目；不断完善精密运动机构现有平台，吸顶屏、偏摆屏、升降喇叭机构等完成升级换代，开发悬浮屏等新平台，量产项目增多并持续增加国内自主品牌、新势力车企定点项目；数字钥匙完成 云端发放秘钥、手机控车、ICCE 协议解锁等多项技术开发。产品先进性和竞争力进一步提升。

图16: 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17: 华阳集团 HUD 产品



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

图18: 华阳集团数字声学系统产品



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

图19: 华阳集团精密运动机构产品



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

**公司汽车电子产品持续放量，客户结构优化。**2023 年，公司屏显示、HUD 、车载无线充电、座舱域控、数字声学系统、DAB 、精密运动机构等汽车电子产品产品销售额大幅增长；客户结构持续优化，汽车电子业务中奇瑞、吉利、赛力斯、长安福特等客户营收大幅提升，蔚来、理想等新势力车企项目增多并陆续量产。2023 年 5 月 30 日，奇瑞瑞虎 9 上市，华阳为瑞虎 9 配套 50 寸 AR-HUD、大功率无线充电产品；2023 年 11 月 17 日，极氪智能科技旗下首款纯电豪华轿车极氪 007 首次全球公开亮相，并开启预售，极氪 007 搭载了由华阳配套的可偏转式 15.05 英寸 2.5K OLED 向日葵中控屏，作为智能座舱人机交互的重要载体，该屏融入了华阳多项设计理念、创新技术和先进工艺，外形采用 7mm 超窄边框设计，使屏幕占比高达 87%以上，且边缘厚度仅 6mm。



图20: 华阳集团为瑞虎 9 配套 50 寸 AR-HUD



资料来源: 公司官微, 国信证券经济研究所整理

图21: 极氪 007 搭载由华阳配套的可偏转式 15.05 英寸 2.5K OLED 向日葵中控屏



资料来源: 公司官微, 国信证券经济研究所整理

订单方面, 2023 年公司汽车电子业务客户群持续拓展, 订单开拓成功明显。突破大众 SCANIA、一汽丰田、上汽大众、玛莎拉蒂等客户; 深化与现有客户的合作关系, 与长城、长安、奇瑞、吉利、北汽、长安马自达、理想、极氪、赛力斯、广汽埃安、蔚来、比亚迪以及其他重要客户合作项目增多, 搭载的产品品类增加; 海外业务取得较好进展, HUD 产品获得玛莎拉蒂品牌全球项目定点, 数字声学获得海外项目定点, 屏显示产品获得大众 SCANIA 项目定点, 无线充电产品已配套 Stellantis 集团、现代集团实现全球供应, 目前有多个海外车企项目竞标中; 积极配合自主品牌车企出海, 自主品牌海外平台项目增多。

2023 年, 公司产品质量交付方面取得客户高度认可, 获得较多奖项。华阳通用及华阳多媒体均获得长城汽车“质量经营零缺陷工程奖”及赛力斯“欧洲万里行精品供应商”荣誉; 华阳通用获得奇瑞汽车“卓越质量表现奖”及“最佳开发奖”, 长城汽车“质量经营贡献奖”、“质量追风奖”, 长安汽车“优秀供应商”, 上汽乘用车“卓越贡献奖”, 北汽“卓越贡献奖”, 吉利汽车“最佳价值贡献奖”及“质量贡献奖”, 中国重汽“优秀供应商”等奖项; 华阳多媒体获得长城汽车“质量经营先锋奖”、“质量经营奖”, 长安马自达“优秀开发奖”等。

图22: 华阳通用荣获长安汽车 2023 年度优秀供应商奖



资料来源: 公司官微, 国信证券经济研究所整理

图23: 华阳通用获得吉利汽车 2023 年度“质量贡献奖”奖项



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 2023 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24: 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25: 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 领域进行深度合作, 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 提供产品配套, 2023Q4, M5、M7 销量分别为 9740、54681 辆。

图26: 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27: 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

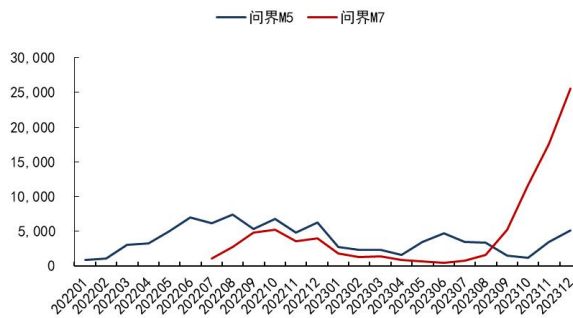


图28: 华阳为问界 M5 配套无线充电产品



资料来源: 公司官微, 国信证券经济研究所整理

图29: 问界 M5、M7 销量情况 (辆)

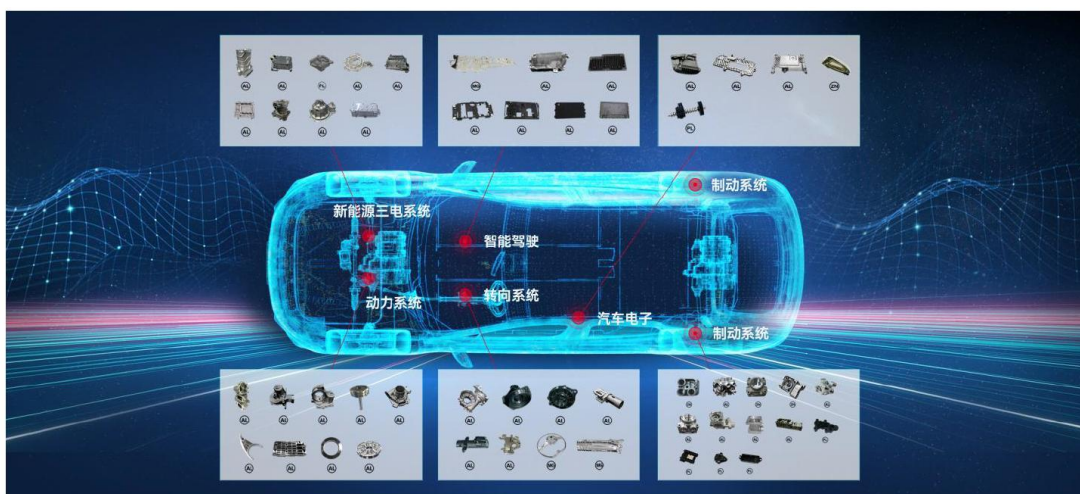


资料来源: 中汽协, 国信证券经济研究所整理

### ● 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。公司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30: 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多个项目定点。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, 持续增强新能源汽车关键零部件制造工艺开发、高精度数控加工、半总成装配等关联技术, 其中高强韧铝合金材料压铸、高精度阀体加工、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; 3500 吨压铸机进入试产, 并获得多个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。公司精密压铸业务持续获得采埃孚、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、速腾聚创、大疆以及其



他重要客户的新项目，新能源汽车项目占比较大，汽车智能化相关零部件项目大幅增加，包括激光雷达部件、中控屏支架、域控部件、HUD 部件等。

**公司持续提升精密压铸产品交付表现，荣获客户认可。**公司汽车电子零部件、动力系统、底盘控制系统等压铸产品销售额大幅增长；客户结构持续优化，精密压铸业务中采埃孚、博世、博格华纳、联电等客户营收实现大幅增长。2023 年，华阳精机获得博格华纳“最佳合作伙伴奖”，纬湃全球“质量改善优秀奖”及天津纬湃“零缺陷供应商奖”、捷普“年度质量金奖”、泰科“优秀战略供应商合作奖”，恒隆集团“2023 年质量优胜奖”等多项荣誉。

图31：华阳精机荣获“纬湃全球质量优秀奖”



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

图32：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

### ● 产能扩充

**公司完成定增，持续扩充产能、推进国内外生产基地布局。**2023 年，公司完成向特定对象发行股票募集资金约 14 亿元，募投项目厂房建设、设备投入、研发等均按计划推进中，其中募投项目新建厂房将于 2024 年陆续投产。随着主要业务的快速发展，为满足订单增长的需求，公司持续扩充产能，2023 年度固定资产等长期资产投入达到历史新高，将助力公司汽车电子和精密压铸业务加速发展。

表4：2023 年公司向特定对象发行股票募集资金使用情况说明（单位：万元）

募集年份	2023 年	募集资金总体使用情况说明
<b>募集方式</b>	向特定对象发行股票	根据中国证监会《关于核准惠州市华阳集团股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可〔2022〕3127 号），公司向特定对象发行人民币普通股（A 股）46,280,991 股，发行价格为人民币 30.25 元/股，募集资金总额为人民币 1,399,999,977.75 元，扣除各项发行费用（不含增值税）人民币 7,292,611.56 元后，募集资金净额为人民币 1,392,707,366.19 元。上述募集资金于 2023 年 8 月 4 日全部汇入公司指定账户，已经德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）审验并出具《验资报告》（德师报（验）字（23）第 00204 号）。 2023 年度，公司使用募集资金人民币 593,171,594.74 元（包含已开票未到期的银行承兑汇票支付额人民币 16,494,541.45 元，该等银行承兑汇票支付额需待票据到期后，以募集资金置换）。2023 年 12 月 31 日，公司持有经批准转出以现金管理方式进行理财但尚未到期的募集资金金额人民币 470,000,000.00 元，募集资金监管专户余额人民币 354,794,032.83 元（其中包含尚未使用的募集资金本金人民币 329,535,771.45 元，已开票未到期的银行承兑汇票待置换金额人民币 16,494,541.45 元，募集资金的现金管理收益及利息收入扣除银行手续费等人民币 8,763,719.93 元）。
<b>募集资金总额</b>	140,000	
<b>募集资金净额</b>	139,270.74	
<b>本期已使用募集资金总额</b>	59,317.16	
<b>已累计使用募集资金总额</b>	59,317.16	
<b>报告期内变更用途的募集资金总额</b>	0	
<b>累计变更用途的募集资金总额</b>	0	
<b>累计变更用途的募集资金总额比例</b>	0.00%	
<b>尚未使用募集资金总额</b>	79,953.58	
<b>尚未使用募集资金用途及去向</b>	存放于募集资金专户及理财专用账户进行现金管理	
<b>闲置两年以上募集资金金额</b>	0	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表5: 2023 年公司向特定对象发行股票募集资金承诺项目情况 (单位: 万元)

承诺投资项目和超募资金投向	汽车轻量化零部件产能扩建项目	华阳通用智能汽车电子产品产能扩建项目	华阳多媒体智能汽车电子产品产能扩建项目	智能驾驶平台研发项目	分项目说明未达到计划进度、预计收益的情况和原因(含“是募集资金投资项目先期投入未达到预计效益”选择“不适用”的原因)
是否已变更项目(含部分变更)	否	否	否	否	
募集资金承诺投资总额	70,293.91	57,640.77	52,225.73	19,839.58	公司于2023年9月18日召开的第四届董事会第九次会议和第四届监事会第九次会议审议通过了《关于使用募集资金置换预先投入募投项目自
调整后投资总额(1)	56,070	26,320.74	41,850	15,030	“汽车轻量化零部件产品产能扩建项目”、“华阳通用智能汽车电子产品产能扩建项目”、实施募投项目子公司使用募
本报告期投入金额	43,198.95	5,399.49	8,828.84	1,889.88	“华阳多媒体智能汽车电子产品产能扩建项目”预计效益选
截至期末累计投入金额(2)	43,198.95	5,399.49	8,828.84	1,889.88	项不适用的原因是项目尚在建为319,774,027.82元。本次
截至期末投资进度(3)=(2)/(1)	77.04%	20.51%	21.10%	12.57%	设中,尚未达到预定可使用状使用募集资金置换预先投入
项目达到预定可使用状态日期	2025年8月31日	2025年8月31日	2025年8月31日	不适用	态;“智能驾驶平台研发项目”募投项目的自筹资金事项已
本报告期实现的效益	不适用	不适用	不适用	不适用	主要是公司技术研发等投入无经德勤华永会计师事务所(特
是否达到预计效益	不适用	不适用	不适用	不适用	项不适用。2023年9月18日出具了(德
项目可行性是否发生重大变化	否	否	否	否	师报(核)字(23)第E00311号)专项审核报告,公司独立

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司聚焦客户需求, 为进一步提升在长三角地区就近配套客户的能力, 在浙江长兴开发区投资设立子公司投建汽车轻量化精密压铸零部件项目, 将于 2024 年投产, 扩大公司汽车轻量化精密压铸零部件产能和市场规模; 公司推进海外生产基地布局, 加速海外业务的发展。华阳集团于 2023 年 12 月 15 日召开第四届董事会第十二次会议审议通过了《关于拟签署投资协议暨设立子公司的议案》, 同意公司与长兴经济技术开发区管理委员会签订《长兴经济技术开发区投资协议》, 投资项目名称为“汽车轻量化精密压铸零部件项目”, 项目固定资产投资(含土地)总额预计约 10 亿元人民币, 并在长兴经济技术开发区投资设立子公司负责项目投资、建设、运营, 项目公司注册资本约 2 亿元人民币。公司及公司全资子公司惠州市华阳精机有限公司拟以自有或自筹资金合计出资 2 亿元人民币在浙江省长兴经济技术开发区设立子公司(其中公司全资子公司惠州市华阳精机有限公司持有其 90% 股权, 公司持有其 0% 股权, 公司直接和间接合计持有其 100% 股权), 主要从事汽车轻量化精密压铸零部件相关产品研发、生产及销售。根据协议内容, 项目利用意向土地现有部分厂房并新建厂房, 购置压铸设备及配套、CNC 加工设备、检测设备、机器人等先进生产设备和辅助设备, 采用节能、环保生产工艺, 建设年产汽车零部件 300 万件生产能力。公司本次投资是为了满足增长的订单需求而扩充产能, 提升公司在长三角地区就近配套客户的能力。

### 投资建议: 维持盈利预测, 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，公司搭载国内外多类芯片方案的座舱域控均已量产并获得客户高度认可；基于首个国产化大算力座舱域控平台集成自动泊车，推出舱泊一体产品；推出行泊一体域控产品，并预研舱驾一体平台解决方案；**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，推出行泊一体域控产品，并预研舱驾一体平台解决方案。

**3) 客户结构进一步优化，客户群体覆盖头部自主品牌、造车新势力、合资和外资客户，新能源车订单大幅增加，国际市场开拓取得重大进展：**华阳和长城合作多年，座舱产品在自主品牌（长安、奇瑞、吉利、北汽、广汽等）均有应用；积极开拓新能源和新势力客户，2023 年与理想、极氪、赛力斯、蔚来、比亚迪以及其他重要客户合作项目增多，搭载的产品品类增加。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，2023 年海外业务取得较好进展，HUD 产品获得玛莎拉蒂品牌全球项目定点，数字声学获得海外项目定点，屏显示产品获得大众 SCANIA 项目定点，无线充电产品已配套 Stellantis 集团、现代集团实现全球供应，目前有多个海外车企项目竞标中；此外公司积极配合自主品牌车企出海，自主品牌海外平台项目增多。

**投资建议：维持盈利预测，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、多联屏量产带来的带来 ASP 提升，以及 HUD 快速放量、座舱域控量产、数字功放量产、电子外后视镜量产、精密运到机构量产带来的核心增量。长期维度，公司新增成长曲线自动驾驶，推出行泊一体域控产品，并预研舱驾一体平台解决方案。后续丰富订单量产，有望持续超越行业。我们维持盈利预测，预期 2024/2025/2026 年营收 94.7/121.2/153.4 亿，2024/2025/2026 年利润为 6.5/9.2/11.8 亿，对应 PE 分别 23/16/13x，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 31 倍，更新华阳集团一年期目标估值（对应 2024 年）为 31-37 元（对应 2024 年 PE 25-30 倍），维持买入评级。

表6: 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		
			20240401	亿元	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
002920.SZ	德赛西威	买入	125.40	695.98	2.79	3.87	5.05	45	32	25
603786.SH	科博达	买入	62.60	252.89	1.61	2.14	2.77	39	29	23
<b>平均</b>								42	31	24
002906.SZ	华阳集团	买入	25.58	147.58	0.89	1.23	1.76	29	21	15

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)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	753	1204	702	700	700	营业收入	5638	7137	9471	12123	15342
应收款项	2000	3064	3373	4318	5464	营业成本	4392	5541	7326	9340	11781
存货净额	1234	1280	1927	2465	3122	营业税金及附加	25	36	47	58	76
其他流动资产	611	718	947	1212	1534	销售费用	228	272	379	485	614
<b>流动资产合计</b>	<b>4597</b>	<b>6676</b>	<b>7359</b>	<b>9105</b>	<b>11231</b>	管理费用	167	170	254	311	391
固定资产	1603	1948	1969	1987	1990	研发费用	471	606	852	1039	1312
无形资产及其他	191	193	186	180	173	财务费用	(9)	(1)	5	10	20
投资性房地产	433	454	454	454	454	投资收益	26	19	25	25	25
长期股权投资	173	182	192	202	212	资产减值及公允价值变动	18	42	30	36	33
<b>资产总计</b>	<b>6997</b>	<b>9453</b>	<b>10160</b>	<b>11927</b>	<b>14059</b>	其他收入	(525)	(706)	(852)	(1039)	(1312)
短期借款及交易性金融负债	191	84	130	348	555	营业利润	355	473	662	941	1207
应付款项	1928	2601	2359	3019	3823	营业外净收支	(2)	(0)	(4)	(3)	(3)
其他流动负债	428	482	936	1196	1515	<b>利润总额</b>	<b>353</b>	<b>473</b>	<b>658</b>	<b>938</b>	<b>1204</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2546</b>	<b>3168</b>	<b>3426</b>	<b>4563</b>	<b>5893</b>	所得税费用	(32)	4	5	7	9
长期借款及应付债券	58	0	0	0	0	少数股东损益	4	5	7	10	13
其他长期负债	177	278	303	328	353	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>380</b>	<b>465</b>	<b>646</b>	<b>921</b>	<b>1182</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>235</b>	<b>278</b>	<b>303</b>	<b>328</b>	<b>353</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>2781</b>	<b>3446</b>	<b>3728</b>	<b>4891</b>	<b>6246</b>	净利润	380	465	646	921	1182
少数股东权益	23	27	32	38	46	资产减值准备	27	48	12	1	0
股东权益	4193	5979	6399	6998	7767	折旧摊销	186	244	205	224	237
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6997</b>	<b>9453</b>	<b>10160</b>	<b>11927</b>	<b>14059</b>	公允价值变动损失	(18)	(42)	(30)	(36)	(33)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(9)	(1)	5	10	20
每股收益	0.80	0.89	1.23	1.76	2.26	营运资本变动	(155)	(361)	(936)	(802)	(977)
每股红利	0.23	0.27	0.43	0.62	0.79	其它	(24)	(45)	(7)	5	8
每股净资产	8.81	11.41	12.21	13.35	14.81	<b>经营活动现金流</b>	<b>397</b>	<b>309</b>	<b>(110)</b>	<b>313</b>	<b>418</b>
ROIC	10.54%	11.38%	11%	14%	16%	资本开支	0	(630)	(201)	(201)	(201)
ROE	9.07%	7.77%	10%	13%	15%	其它投资现金流	35	(410)	0	0	0
毛利率	22%	22%	23%	23%	23%	<b>投资活动现金流</b>	<b>20</b>	<b>(1049)</b>	<b>(211)</b>	<b>(211)</b>	<b>(211)</b>
EBIT Margin	6%	7%	6%	7%	8%	权益性融资	10	1424	0	0	0
EBITDA Margin	10%	11%	9%	9%	9%	负债净变化	(51)	(58)	0	0	0
收入增长	26%	27%	33%	28%	27%	支付股利、利息	(110)	(143)	(226)	(322)	(414)
净利润增长率	27%	22%	39%	43%	28%	其它融资现金流	(289)	171	46	218	207
资产负债率	40%	37%	37%	41%	45%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(600)</b>	<b>1192</b>	<b>(181)</b>	<b>(104)</b>	<b>(207)</b>
股息率	0.7%	1.0%	1.5%	2.2%	2.8%	<b>现金净变动</b>	<b>(184)</b>	<b>451</b>	<b>(502)</b>	<b>(2)</b>	<b>0</b>
P/E	35.2	31.7	22.8	16.0	12.5	货币资金的期初余额	936	753	1204	702	700
P/B	3.2	2.5	2.3	2.1	1.9	货币资金的期末余额	753	1204	702	700	700
EV/EBITDA	29.9	24.1	22.6	17.6	14.9	企业自由现金流	0	(240)	(325)	104	219
						权益自由现金流	0	(127)	(284)	312	407

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 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 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所提及的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