

华阳集团 (002906)

立足优质赛道，客户开拓迎来订单收获期

行业：汽车/汽车零部件
 投资评级：买入（维持）
 当前价格：25.43 元

投资要点：

公司精准把握产业趋势，聚焦汽车电子与精密压铸优质赛道，同时产品品类扩展，客户持续开拓，海外市场也取得进展，订单进入快速放量增长期，随着规模效应的不断释放，公司有望迎来业绩高成长。

► 把握汽车智能化东风，座舱+智驾+网联三位一体

汽车智能化大势所趋，智能化渗透率有望加速，从而带动汽车电子产品量价齐升。公司立足汽车智能化赛道，汽车电子业务围绕“智能座舱、智能驾驶、智能网联”三大领域开展，其中座舱类产品较早布局并集中发力，拥有丰厚的技术储备与产品方案，有望维持领先优势。智驾、网联业务协同并进，有望随智驾渗透率提升而稳步增长。

► 顺应轻量化产业趋势，精密压铸有望打造新增长极

公司精准把握汽车产业轻量化趋势，围绕汽车关键零部件、精密 3C 电子部件及工业控制部件等开展精密压铸业务，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。随着扩产产能的进一步释放，精密压铸业务有望为公司打造新增长极。

► 新老客户共同开拓，订单迎来收获期

公司汽车电子业务客户群持续拓展，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，订单迎来收获期。

► 盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 92.27/114.95/143.05 亿元，同比增速分别为 29.28%/24.59%/24.44%，归母净利润分别为 6.40/8.79/11.42 亿元，同比增速分别为 37.78%/37.29%/29.84%，EPS 分别为 1.22/1.68/2.18 元/股，3 年 CAGR 为 34.92%。鉴于公司所处赛道优异，公司产品品类扩展，客户订单持续开拓，即将迎来快速增长期，维持“买入”评级。

风险提示：汽车行业销量不及预期风险，下游客户订单不及预期风险，竞争加剧风险，原材料涨价风险。

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	524.62/524.44
流通 A 股市值(百万元)	13,336.62
每股净资产(元)	11.67
资产负债率(%)	37.29
一年内最高/最低(元)	38.85/18.45

股价相对走势



作者

分析师：高登
 执业证书编号：S0590523110004
 邮箱：gaodeng@glsc.com.cn
 分析师：黄程保
 执业证书编号：S0590523020001
 邮箱：huangcb@glsc.com.cn

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5638	7137	9227	11495	14305
增长率(%)	25.61%	26.59%	29.28%	24.59%	24.44%
EBITDA(百万元)	532	718	948	1208	1483
归母净利润(百万元)	380	465	640	879	1142
增长率(%)	27.40%	22.17%	37.78%	37.29%	29.84%
EPS(元/股)	0.73	0.89	1.22	1.68	2.18
市盈率(P/E)	35.3	28.9	21.0	15.3	11.8
市净率(P/B)	3.2	2.2	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	29.8	24.6	13.6	10.8	8.9

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 07 月 04 日收盘价

相关报告

1、《华阳集团 (002906)：客户结构持续改善，加大研发储备长期动能》2023.08.20

投资聚焦

核心逻辑

公司精准把握产业趋势，立足智能化汽车电子及精密压铸两大赛道，通过研发高投入持续开拓新品并维持行业领先优势，并发挥多业务协同能力。近几年客户开拓不断取得突破，并通过定增扩产推进国内外生产基地布局，业绩有望进入高速成长期。

不同于市场的观点

市场认为：整车市场价格竞争加剧，智能化零部件上车速度或有所放缓，且汽车电子业务竞争较为激烈，利润率难以保证。

我们认为：汽车智能化为大势所趋，智能化零部件渗透率将会加速提升，公司布局汽车电子业务较早，相较于其他公司会有明显的领先优势，利润率会随着规模效应的不断释放而获得保证。

核心假设

- 1) 汽车电子业务：**考虑到伴随着汽车行业电动化、智能化的快速发展，汽车电子智能化产品市场渗透率将持续提升，同时公司客户群持续拓展，海外业务取得较好进展，预计公司 2024-2026 年汽车电子业务收入分别为 63.58/80.41/101.24 亿元。
- 2) 精密压铸业务：**轻量化是汽车产业的重要趋势，考虑到公司精密压铸业务持续获得客户的新项目，预计公司 2024-2026 年精密压铸业务收入分别为 21.80/27.25/34.06 亿元。
- 3) 毛利率：**考虑到公司业务正处于快速增长期，随着规模效应的持续释放，我们预计公司 2024-2026 年的毛利率分别为 22.69%/22.91%/23.12%。

盈利预测与投资建议

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 92.27/114.95/143.05 亿元，同比增速分别为 29.28%/24.59%/24.44%，归母净利润分别为 6.40/8.79/11.42 亿元，同比增速分别为 37.78%/37.29%/29.84%，EPS 分别为 1.22/1.68/2.18 元/股，3 年 CAGR 为 34.92%。鉴于公司所处赛道优异，公司产品品类扩展，客户订单持续开拓，即将迎来快速增长期，维持“买入”评级。

正文目录

1. 公司是国内领先的电子产品与零部件生产商	5
1.1 智能化与轻量化双轮驱动	5
1.2 股权稳定保障高效决策	6
1.3 前期积累带领公司进入业绩收获期	7
2. 汽车电子打造座舱+智驾+网联三位一体	8
2.1 汽车智能化大势所趋	8
2.2 座舱智能化带动光源类应用创新放量	9
2.3 围绕智能化全面打造汽车电子业务	9
3. 精密压铸有望打造新增长极	14
3.1 汽车轻量化大势所趋	14
3.2 精密压铸聚焦汽车关键零部件	15
4. 如何看待华阳的竞争优势	17
4.1 高研发铸就产品领先优势	17
4.2 多业务协同发挥集成优势	17
4.3 新老客户开拓收获订单基础	18
4.4 定增扩产推进国内外生产基地布局	19
4.5 管理提升激发潜力	20
5. 投资建议：厚积薄发迎来订单收获期	20
5.1 盈利预测	20
5.2 投资建议	22
6. 风险提示	23

图表目录

图表 1: 2023 年公司主营结构	5
图表 2: 华阳集团发展历程	5
图表 3: 华阳集团股权结构及其子公司股权结构 (截止 2024 年一季度)	7
图表 4: 营业收入及其同比变动情况	7
图表 5: 净利润及其同比变动情况	7
图表 6: 毛利率与净利率变动情况	8
图表 7: 费用率及其变动情况	8
图表 8: 智能驾驶等级与功能匹配	8
图表 9: 智能驾驶年度渗透率 (分级别)	9
图表 10: 智能驾驶月度渗透率 (分级别)	9
图表 11: 汽车电子三大业务	10
图表 12: 公司座舱产品示意图	10
图表 13: W-HUD 技术	11
图表 14: AR-HUD 技术	11
图表 15: 电子内外后视镜	12
图表 16: 座舱域控产品	12
图表 17: 数字声学系统	13
图表 18: 公司智驾及车联网业务	13
图表 19: 乘用车整备质量与油耗分析	14
图表 20: 乘用车整备质量与续航里程分析	14
图表 21: 各类汽车轻量化材料特点	15
图表 22: 部分车企轻量化布局情况	15
图表 23: 公司精密压铸业务围绕汽车关键零部件	16

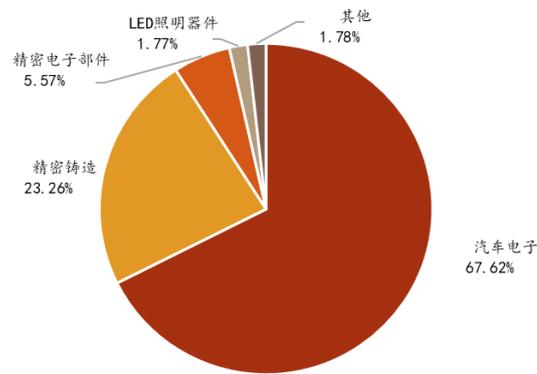
图表 24:	汽车关键零部件产品	16
图表 25:	精密 3C 电子部件产品	16
图表 26:	研发费用及费用率	17
图表 27:	技术人员数量 (人)	17
图表 28:	多业务协同发挥系统集成优势	18
图表 29:	汽车电子产品销量	19
图表 30:	精密压铸产品销量	19
图表 31:	公司募资产能扩张项目	20
图表 32:	华阳集团营收拆分预测 (单位: 亿元)	21
图表 33:	华阳集团盈利预测	22
图表 34:	汽车电子可比公司估值	23
图表 35:	精密压铸可比公司估值	23

1. 公司是国内领先的电子产品与零部件生产商

1.1 智能化与轻量化双轮驱动

智能化与轻量化双轮驱动，剑指全球领先汽车电子及零部件系统供应商。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。

图表1：2023 年公司主营结构



资料来源：公司公告，国联证券研究所

创新转型创新生，成就细分行业领导者。公司始创于 1993 年，经过二十余年的发展和转型，逐步成为行业领先者之一。从最初的全民所有制企业到如今的股份制企业，华阳集团在技术研发、生产制造和市场开拓方面不断取得成就。通过不断转型和创新，公司成功进入了汽车电子和精密压铸等领域，并在智能化、轻量化方向上持续发展。今天的华阳集团，不仅在国内市场占有一席之地，还积极拓展海外业务，为客户提供多样化、高端化的汽车电子和精密制造解决方案，助力汽车行业迈向智能化和高质量发展的新阶段。

图表2：华阳集团发展历程

1993 - 2000 年 初创期	2001 - 2013 年 转型期	2014 - 至今 崛起期
在这一阶段，公司主力发展刻机机头等业务，逐步获得省级产业认定，标志着公司跻身地区经济发展的前沿阵地，彰显了公司在当时工业界的地位和实力，为未来的壮大奠定了坚实的基础。	公司在 2001 年开始了业务转型发展，着手智能化、轻量化的发展方向；并逐步发展精密压铸业务，成为国内早期布局铝合金、锌合金精密压铸的企业之一。 同时，公司在这一阶段迁入惠州新工业园区，并完成整体变更，设立了股份有限公司，更名为华阳集团。	公司在 2015 年开始上市流程，并在上市后持续稳步发展，入选多个荣誉榜单，显示了其在行业中的领先地位和稳健发展态势。 同时，通过首次增发等资金筹集以及子公司设立和收购等活动，公司进一步扩大了智能汽车电子产品产能，加快了智能驾驶平台研发等项目进展以及海外业务的全面布局。

<ul style="list-style-type: none"> • 1993年1月16日，华阳实业创立，为全民所有制企业。 • 1994年4月，子公司华旋有限公司成立，负责海外销售。 • 2000年，公司进入广东省工业龙头企业50强，技术研发中心通过广东省重点工程技术研究开发中心认定。 • 2000年5月，公司设立香港博通精密科技有限公司，负责对海外销售。 	<ul style="list-style-type: none"> • 2001年，公司设立子公司华阳多媒体，开始转型发展汽车电子业务，包括座舱部件及驾驶产品线等。 • 2002年，公司设立子公司华阳通用。 • 2002年12月，公司被认定为广东省企业技术中心。 • 2003年，公司开始发展精密压铸业务并在2005年落实。 • 2004年，子公司华阳数码特电子成立。 • 2007年，子公司华阳精机成立。 • 2011年，被确立为国家卫星定位工程研究中心。 • 2012年，子公司华阳光电成立。 • 2013年3月，公司总部正式迁入惠州新工业园区。 • 2013年9月22日，华阳有限完成整体变更，设立股份有限公司，并改名为华阳集团，由华阳投资、中山中科及中科白云持有。 	<ul style="list-style-type: none"> • 2015年5月15日，华阳集团开始了IPO首次申报。 • 2016年9月，华阳通用(大连)科技成立，是华阳通用电子有限公司的全资子公司。 • 2017年10月13日，华阳集团成功于深交所上市，共发行7310万A股，发行价为13.69元。 • 2019年成立，华阳精机设立全资子公司华博精机。 • 2019年，子公司华阳德国技术于德国法兰克福成立。 • 2020年期间，华阳集团首次入选广东省电子信息制造业综合实力百强企业榜单。 • 2021年，华阳精机完成对江苏中翼收购。 • 2022年，公司设立子公司华阳驭驾。 • 2022年期间，公司入选广东企业500强、广东省电子信息制造业综合实力百强企业榜单以及中国汽车零部件百强企业。 • 2023年上半年，公司获得长城汽车“统计质量先锋奖”、“质量经营贡献奖”、“新车卓越质量管理奖”、“质量突出贡献奖”，博格华纳“最佳合作伙伴奖”，恒隆集团“2023年质量优胜奖”等多项荣誉。
--	---	--

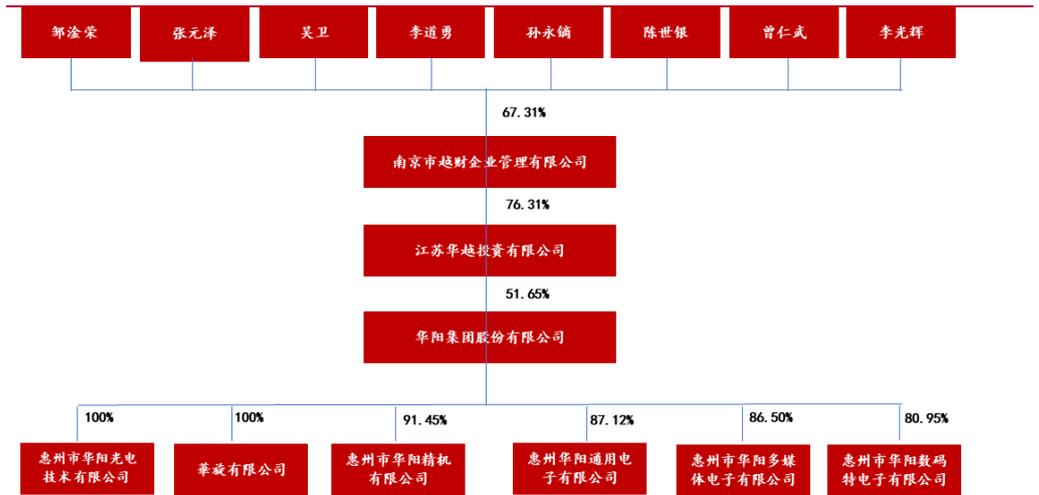
资料来源：公司招股说明书，公司公告，华阳集团官网，国联证券研究所

1.2 股权稳定保障高效决策

股权结构稳定保障高效决策。截至2024年一季度，公司实际控制人为邹淦荣，张元泽，吴卫，李道勇，孙永镛，陈世银，曾仁武，李光辉等八人，八名实际控制人合计持有南京市越财企业管理有限公司67.31%的股权，南京市越财企业管理有限公司则通过持有江苏华越投资有限公司76.31%的股权间接持有华阳集团51.65%的股权。八名实控人为一致行动人，其中邹淦荣任公司董事长、总裁；张元泽任公司董事；吴卫现任公司董事、副总裁；李道勇任公司董事；孙永镛任公司董事、惠州市华阳光学技术有限公司董事、总经理；陈世银任公司副总裁；曾仁武任江苏华越董事；李光辉任江苏华越董事、总经理。稳定的股权结构保障了公司高效的决策效率。

各业务由各控股子公司开展，分工明确。公司各业务研发、生产、销售由各控股子公司开展。各子公司业务分工明确，其中华阳通用、华阳多媒体专注汽车电子业务，华阳精机专注精密压铸业务。除此以外，公司亦通过收购扩大业务领域，为各个领域的市场份额提供进一步支持。

图表3：华阳集团股权结构及其子公司股权结构（截止 2024 年一季度）



资料来源：Wind，公司公告，国联证券研究所

1.3 前期积累带领公司进入业绩收获期

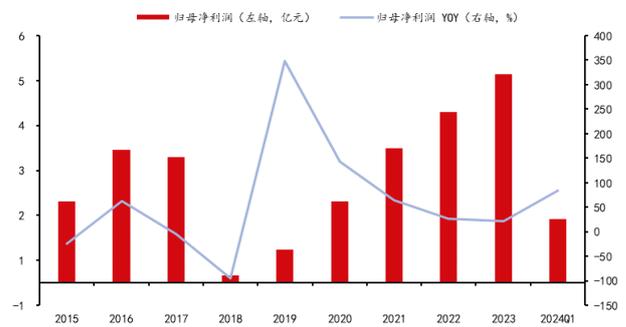
新业务持续放量，公司进入业绩收获期。2015-2020 年，公司受老业务及尾部客户拖累，业绩承压，但公司通过设立子公司和收购等活动，进一步转型智能汽车电子产品及精密压铸，加快国内客户拓展以及海外业务的全面布局。2021 年以来，公司转型卓有成效，营收和利润均实现高速增长主要系主营业务（汽车电子、精密压铸）大幅放量。2023 年公司实现营业收入 71.37 亿元，同比增长 26.59%，实现归母净利润 4.65 亿元，同比增长 22.17%；2024 年一季度公司实现营业收入 19.91 亿元，同比增长 51.34%，实现归母净利润 1.42 亿元，同比增长 83.52%。同时，公司持续开发新产品及新客户，为未来业绩的持续增长提供保障。

图表4：营业收入及其同比变动情况



资料来源：Wind，公司公告，国联证券研究所

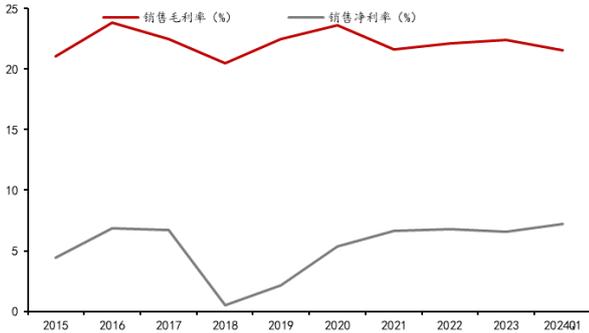
图表5：净利润及其同比变动情况



资料来源：Wind，公司公告，国联证券研究所

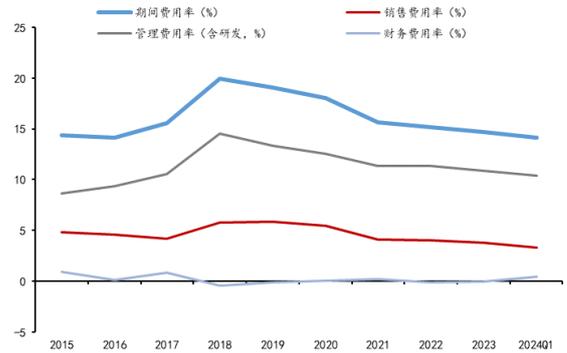
得益于产品结构优化及规模效应释放，盈利能力持续改善。2018 年以来，随着公司新产品放量，整体产品结构优化，叠加规模效应，公司各项费用率不断优化，盈利能力持续提升。

图表6: 毛利率与净利率变动情况



资料来源: Wind, 公司公告, 国联证券研究所

图表7: 费用率及其变动情况



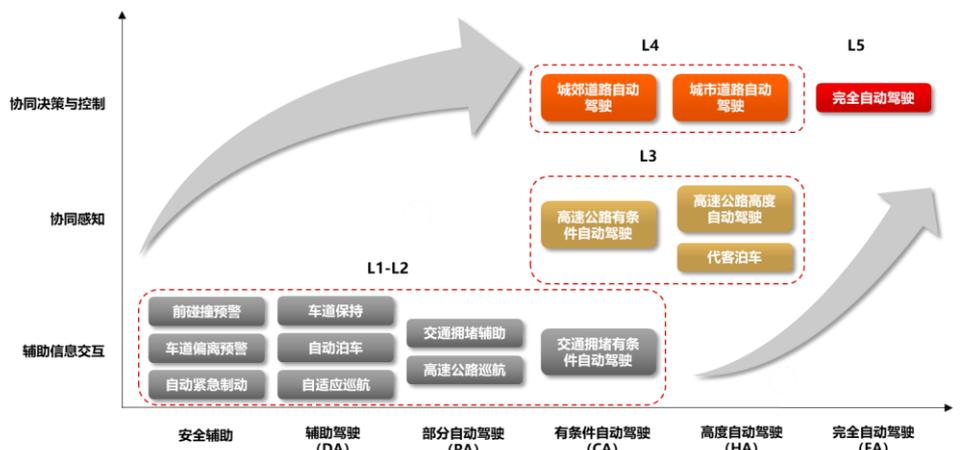
资料来源: Wind, 公司公告, 国联证券研究所

2. 汽车电子打造座舱+智驾+网联三位一体

2.1 汽车智能化大势所趋

智能化渗透率有望加速，目前智能驾驶技术保持快速发展，智能驾驶功能有望持续落地。根据《汽车驾驶自动化分级》标准，智能驾驶技术可划分为L0-L5共六个级别。从实现功能来看，L0级别主要完成向驾驶员发出警告信息的任务；L1实现了行驶过程中可以完成定速巡航等功能；L2方案的主要功能是自适应巡航、自动紧急制动、自动泊车辅助等；L3方案可以完成高速引导驾驶和自动变道辅助等功能；L4的代表功能是领航驾驶辅助和自主代客泊车，实现更多智能驾驶场景的覆盖；L5可以实现完全智能驾驶。

图表8: 智能驾驶等级与功能匹配

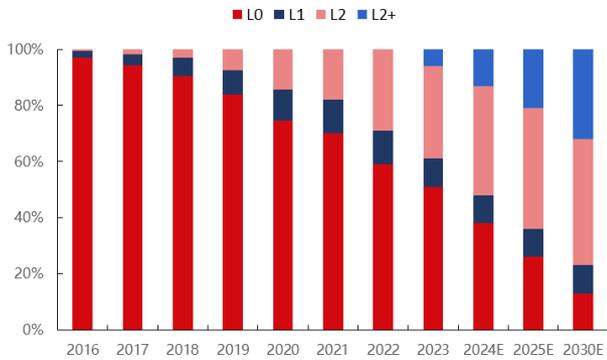


资料来源: 《汽车驾驶自动化分级》标准 (GB/T 40429-2021), 《智能网联汽车技术路线图 2.0》, 国联证券研究所

2023年城市NOA元年，2024年L3渗透率有望加速。政策端与主机厂积极配合，共同推进L3级别自动驾驶功能落地。2023年L3级别车型占比6.1%，L2级别车型占

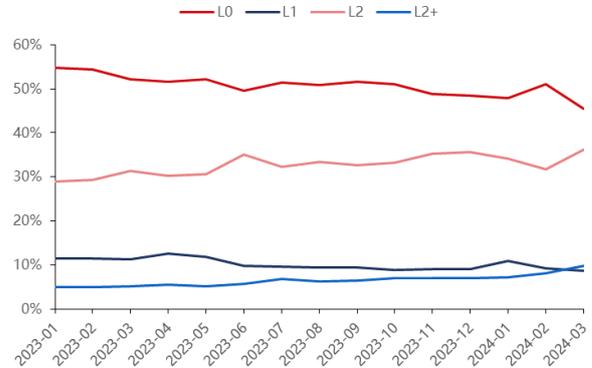
比为 32.7%；2024Q1 L3 级别车型占比 8.2%，L2 级别车型占比为 34.2%。2024 年预计 L2 占比为 39%，L3 占比为 13%，优质供给增加或逐步成为影响车型销量的原因。

图表9：智能驾驶年度渗透率（分级别）



资料来源：高工产研，中保信，国联证券研究所

图表10：智能驾驶月度渗透率（分级别）



资料来源：高工产研，中保信，国联证券研究所

2.2 座舱智能化带动光源类应用创新放量

智能化水平提升，光源应用逐步丰富。光源在汽车的使用最早大规模运用于车灯上，随着汽车电子技术进步，车载屏幕出现，光源应用场景进一步丰富。智能座舱时代，车载光源技术又有了新的应用，例如氛围灯、HUD、车载投影灯。我们认为在智能化加速的背景下，汽车有望进入智慧光源时代。

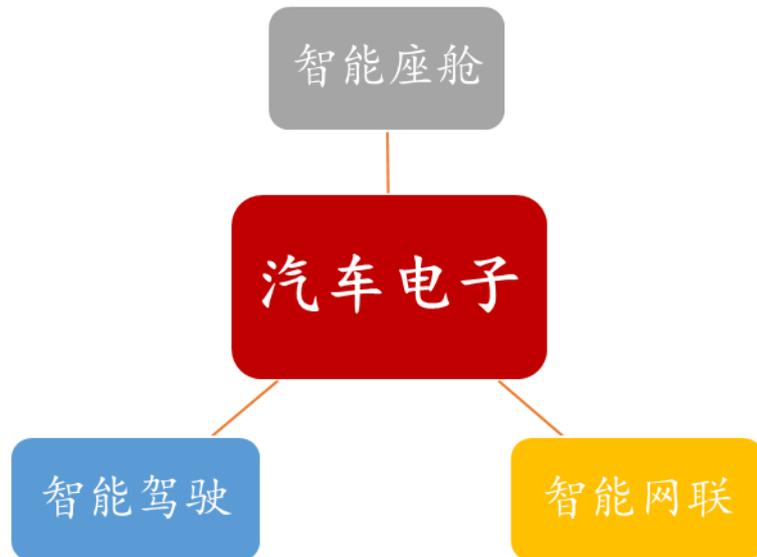
分类来看，光源在汽车应用分为照明类、座舱类和驾驶类。传统照明类包括大灯、雾灯、尾灯、转向灯、舱内照明灯等；座舱类包括液晶仪表、中控屏、副驾娱乐屏、氛围灯、HUD等；智能驾驶类包括车载摄像头、激光雷达、流媒体后视镜、电子外后视镜等。

光源持续升级背景下，车端应用已经不断丰富。我们认为，应重视车端智慧光源时代带来的投资机会，建议重点关注光场屏、HUD及智慧大灯等细分产品。

2.3 围绕智能化全面打造汽车电子业务

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，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。

图表11：汽车电子三大业务



资料来源：公司公告，国联证券研究所

公司座舱产品享先发优势。公司所有的智能座舱产品包括：车内感知、流媒体后视镜、HUD、液晶仪表、电子外后视镜、数字声学系统、无线充电、香氛系统、座舱域控、智能助手、空调控制器、信息娱乐系统等，预期在实际场景应用中为驾乘者带来更加智能愉悦的汽车生活体验。其中，公司在 HUD、电子外后视镜、座舱域控及数字声学四大产品领域较早布局并集中发力，拥有丰厚的技术储备与产品方案。

图表12：公司座舱产品示意图



资料来源：公司公告，国联证券研究所

（一）HUD

目前 HUD 技术已在汽车方面有十数年应用历史，基于不同成像原理和技术实现方式，可以进一步分类为：C-HUD（已逐渐退出市场）、W-HUD、AR-HUD、TFT-HUD、DLP-

HUD、LCOS-HUD 等，在实际应用中有着不同的特点和适用场景。

图表13: W-HUD 技术



资料来源：华阳多媒体官网，国联证券研究所

图表14: AR-HUD 技术



资料来源：华阳集团官网，国联证券研究所

公司为国内 HUD 头部供应商，持续领跑 HUD 赛道多年。旗下产品品类多样，拥有 W-HUD 和 AR-HUD（TFT、DLP、LCOS）等多种成像方案，产品量产规模突出，累计出货已超过 100 万套，积累了丰富的配套经验。特别是 W-HUD 技术已经成熟稳定，显示效果优秀且价格适中，成为了市场上的主流选择产品。随着智能汽车与新能源汽车的普及，市场需求将进一步提升，而公司的领先实力将有望助力在新一轮快速增长中拔得头筹。

（二）电子内外后视镜

电子后视镜(Camera Monitor System),包括内外后视镜，是一种配备了电子显示屏的汽车后视镜，用于替代传统的平面反光镜。它可以通过摄像头捕捉车辆后方的实时图像，并在显示屏上显示出来，提供更清晰、更广角的视野，从而帮助驾驶员更容易地观察到车辆后方的情况。电子后视镜通常还具有一些附加功能，如夜视模式、自动防眩光、行车记录等，以提高驾驶安全性和舒适性，被越来越多的国内车企视为智能座舱不可缺失的一环。

本产品属于公司较早布局的领域，是另一业务主力军，包括流媒体后视镜及电子外后视镜，可通过动态图像处理、显示屏设计、智能化等功能解决用户在驾车时遇到的驾驶视野痛点。其主力产品电子外后视镜于 2022 年推出，除了提供高清广阔的车外后视野，还同步支持多种 ADAS 功能，提升续航里程，改善用户驾驶体验；同时，依托多平台方案，可根据客户需求对产品进行定制化开发。

图表15: 电子内外后视镜



资料来源: 华阳多媒体官网, 国联证券研究所

图表16: 座舱域控产品



资料来源: 华阳集团官网, 国联证券研究所

(三) 座舱域控产品

公司搭配高通骁龙 8255、瑞萨和芯驰舱之芯 X9 等高算力 SoC 芯片的座舱域控产品能够将多个不同操作系统和安全级别的功能融合到一个平台上, 通过虚拟化隔离、芯片算力共享实现资源充分应用, 具有高集成、高性能、强扩展、高效软件迭代、兼容第三方应用、高性价比等特点。

目前相关产品已实现量产并安装应用于长城、北汽、宇通、奇瑞等客户的多个车型, 可以实现一芯多屏、多屏互联、舱泊一体、多模态交互等功能, 丰富了用户的驾车空间体验, 满足了不同车型的客制化需求。

(四) 数字声学产品

公司的数字声学产品由先锋品牌扬声器矩阵及公司独立开发 DSP 功放构成, 支持 8~24 声道, RNC/ANC/ASE, 头枕音响模式/环绕声, CAN 和系统诊断等多功能, 可以通过智能算法完成音效处理, 同时针对不同车型进行定制化调音, 实现了高品质、多功能的驾乘声学系统, 满足高品质的音频体验需求, 属于国内车载声学领域的领头羊, 拥有从硬件到软件的全面化专业产品和服务配套能力, 可满足主机厂客户多样化、高端化的车载声学解决方案定制需求。

图表17: 数字声学系统



资料来源: 华阳集团官网, 国联证券研究所

智驾、网联业务协同并进。公司在智能驾驶领域, 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。伴随着新能源汽车快速发展的东风, 座舱智能化和汽车网联化实现了高速发展, 促进了公司的传感器、摄像头、车载屏显、智能驾驶域(包括360环视、自动泊车、驾驶域控制器、高精度定位等)以及车联网等产品和服务的发展应用, 渗透率稳步提升。

图表18: 公司智驾及车联网业务



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

3. 精密压铸有望打造新增长极

3.1 汽车轻量化大势所趋

汽车轻量化是节能减排最直接的方案。汽车轻量化是在保证汽车强度和安全性能的前提下，尽可能地降低汽车的整备质量。汽车的动力来自于发动机或电机，汽车的整备质量越大，克服滚动阻力、空气阻力所需要的动力也越大，因此要实现更低的油耗和更高的续航里程，降低汽车的整备质量是最直接的方案。

汽车轻量化可显著降低油耗。在车辆动力性能保持一致的情况下，调整车辆的整备质量，在UDC循环工况下，整备质量每减少100kg，百公里油耗下降0.44-0.58L；在EUDC循环工况下，整备质量每减少100kg，百公里油耗下降0.28-0.42L；在NEDC循环工况下，整备质量每减少100kg，百公里油耗下降0.37-0.43L。汽车轻量化对于车辆降低油耗的效果尤为显著，是汽车行业实现节能减排的关键技术路径。

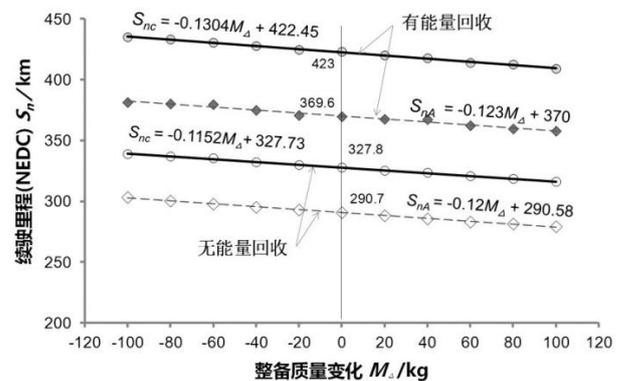
汽车轻量化可明显提升续航里程。对于电动轿车，A级车和C级车每降低100kg整备质量，续航里程可分别增加12.3km和13km。若动力电池以外部件降重10kg，并将质量分给动力电池，动力电池能量密度按138Wh/kg计，保持整车的整备质量不变，则A级车和C级车的续航里程将分别增加12.5km和9.3km。汽车轻量化对于电动车提升续航里程起到重要的作用。

图表19：乘用车整备质量与油耗分析

整备质量 (kg)	1000	1100	1200	1300
主减参数	3.09	3.46	3.65	3.985
UDC (L/百公里)	7.8	8.24	8.76	9.34
EUDC (L/百公里)	5.89	6.31	6.6	6.88
NEDC (L/百公里)	6.59	7.02	7.39	7.78

资料来源：《基于某典型乘用车型的轻量化与降油耗分析》（胡强等），国联证券研究所

图表20：乘用车整备质量与续驶里程分析



资料来源：《电动轿车续驶里程的影响因素及仿真研究》（董雪峰等），国联证券研究所

目前主流轻量化材料为高强度钢、铝合金、镁合金以及碳纤维复合材料。高强度钢广泛应用于客车的车身结构中，但存在减重效果不明显的缺点。铝合金材料具备低密度和高强度的特点，是目前最具发展优势的轻质合金材料。镁合金是目前工业应用中最轻的金属材料，密度仅为钢的2/9，铝合金的2/3，抗冲击性能较好的特点使其有助于改善汽车的NVH性能。碳纤维复合材料减重效果较其他金属合金更高，但由于碳纤维价格较高，成本压力导致其未能广泛应用。

图表21：各类汽车轻量化材料特点

材质	汽车应用部件	优点	缺点
高强度钢	客车车身等	强度高、塑性好、韧性好、成本低等	减重效果不如其他材料
铝合金	汽车缸盖、缸体、活塞、转向机壳、车轮等	密度低、高强度、抗腐蚀性强、节能质量轻、散热速度快	抗承载能力较弱
镁合金	方向盘、仪表盘、车门框架、离合器支架、座椅等	质量轻、抗冲击、全回收无污染、成本较低、资源量丰富等	易燃烧、耐腐蚀性差
碳纤维复合材料	仪表盘、前部保险杠、车身内饰件、侧围内饰衬板、地板及座椅等	密度小、强度高、热膨胀系数小、导热性好、耐腐蚀性好、耐磨性好	成本高

资料来源：华经产业研究院，国联证券研究所

主流新能源车企纷纷布局轻量化领域。针对渗透率仍待提升的动力总成、车身结构件和底盘，部分新能源车企已开始推进相应零部件的轻量化进程。特斯拉的电池托盘等部件采用铝合金材料，德国西格里碳素公司为蔚来研发碳纤维增强型塑料电池外壳，小鹏与理想采用了底盘铝合金车架产品，比亚迪采用了高强度钢作为车身结构件材料。车企在轻量化领域的布局有望助力国内乘用车用铝量的增长。

图表22：部分车企轻量化布局情况

车企	轻量化领域	具体产品	产品供应商
特斯拉	动力总成轻量化	电池托盘、电机变速箱壳、电池上盖、支架	华域赛科利、旭升集团、拓普集团、广东鸿图
	车身结构件	后底板	特斯拉
	底盘轻量化	转向节、控制臂、支架	万都、拓普集团、广东鸿图
蔚来	动力总成轻量化	电池外壳	宁德时代、德国西格里碳素公司
	车身结构件	铝合金车身结构件	文灿股份
	底盘轻量化	后底板	文灿股份、美利信
小鹏	动力总成轻量化	电池托盘	宁德时代
	车身结构件	后底板	广东鸿图、小鹏
	底盘轻量化	车架	万安科技
理想	动力总成轻量化	电池托盘	宁德时代
	车身结构件	后底板	文灿股份
	底盘轻量化	控制臂、车架	韩国日进、万安科技
比亚迪	动力总成轻量化	电池托盘	和胜股份
	车身结构件	车身高强度钢结构件	祥鑫科技
	底盘轻量化	底盘轻量化总成产品	中鼎股份

资料来源：华经产业研究院，国联证券研究所

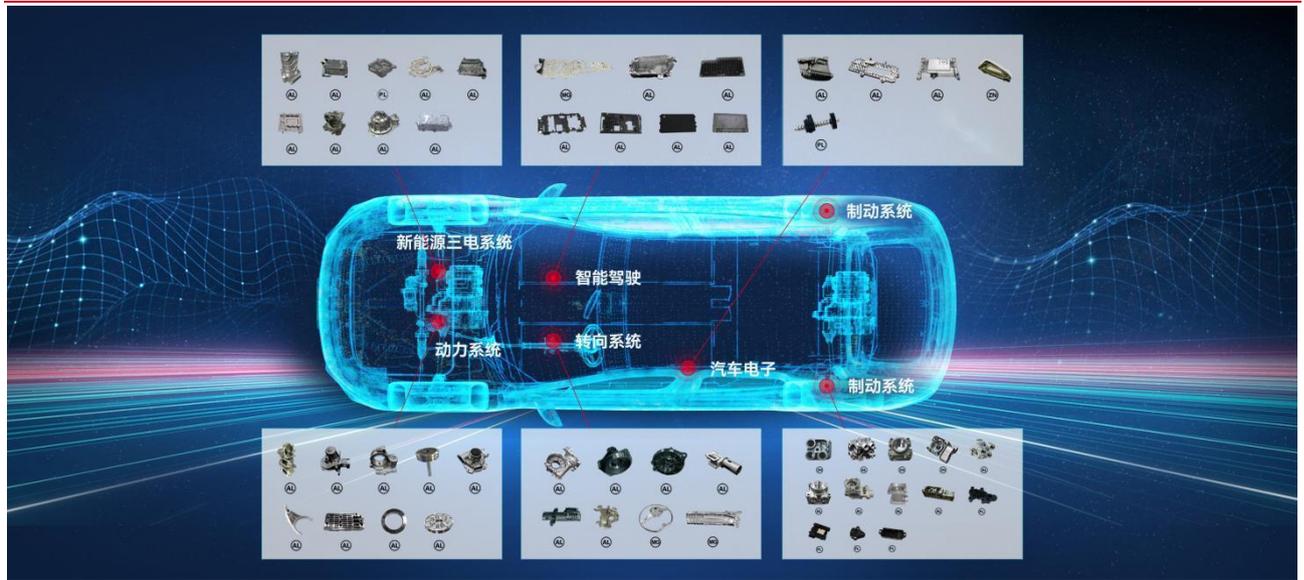
3.2 精密压铸聚焦汽车关键零部件

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。

图表23：公司精密压铸业务围绕汽车关键零部件



资料来源：公司公告，国联证券研究所

公司自 2003 年开始着手发展精密压铸业务，相关布局广泛，致力于铝合金、镁合金、锌合金、精密 3C 电子部件及精密注塑件等汽车关键零部件产品应用，涵盖新能源三电系统、动力系统、制动系统、转向系统、热管理系统、智能座舱系统以及智能驾驶系统等。公司同步拥有模具设计与制造、CNC 精密加工、FA 装备和注塑工艺等高精尖研发技术，可通过一站式的研发、生产、加工、定制与销售服务满足客户需求。

图表24：汽车关键零部件产品



资料来源：华阳集团官网，国联证券研究所

图表25：精密 3C 电子部件产品



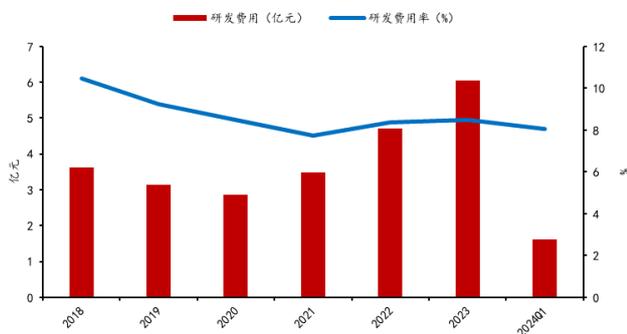
资料来源：华阳集团官网，国联证券研究所

4. 如何看待华阳的竞争优势

4.1 高研发铸就产品领先优势

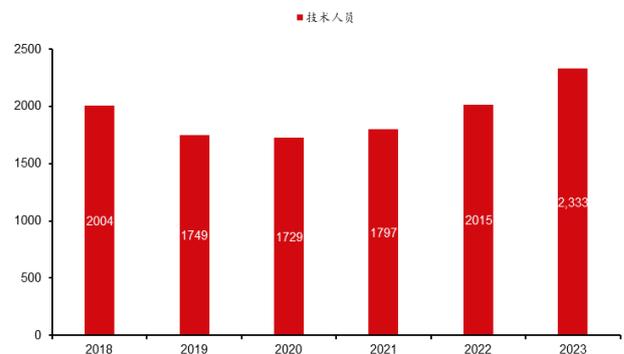
持续高研发投入，专利铸就技术领先优势。公司始终将研发作为保持和提升竞争力的重要手段，坚持以研发创新作为核心驱动力，研发费用率始终保持在 8% 以上水平。公司在提升研发效率的同时持续高强度研发投入，并持续提升工业设计能力，围绕用户需求、用户使用场景设计产品。截至 2023 年末，公司拥有技术人员 2333 人，占总员工人数的 34.63%；拥有专利 976 项，其中发明专利 376 项。

图表26：研发费用及费用率



资料来源：Wind，公司公告，国联证券研究所

图表27：技术人员数量 (人)



资料来源：Wind，公司公告，国联证券研究所

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；电子后视镜通过 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；精密压铸业务多个高难度、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。

4.2 多业务协同发挥集成优势

多业务协同发挥系统集成优势。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。

图表28：多业务协同发挥系统集成优势



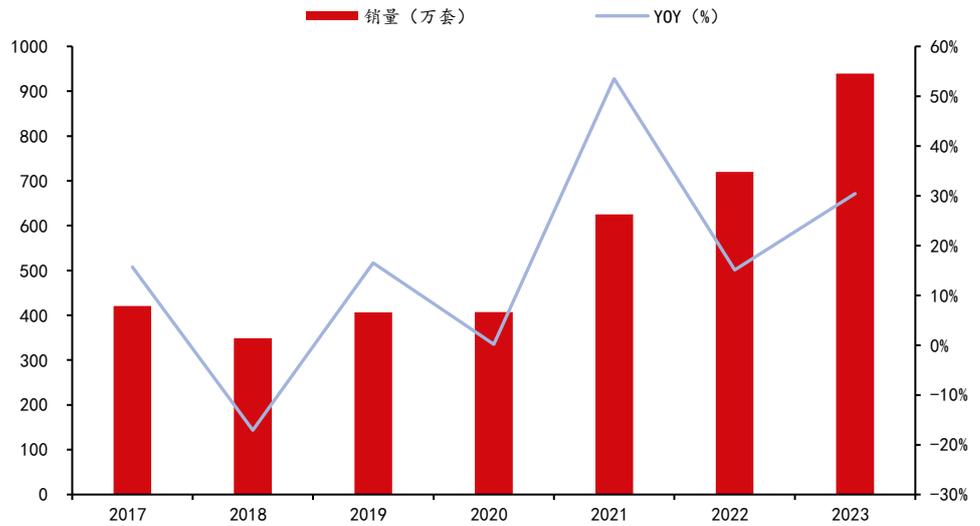
资料来源：公司公告，国联证券研究所

4.3 新老客户开拓收获订单基础

汽车电子：原有客户合作深化，新客户拓展不断。2023 年公司汽车电子业务客户群持续拓展，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。

汽车电子产品销量进入快速上行期。公司产品凭借过硬的优势获得客户认可，2021 年以来持续放量，产品销量高增增速，CAGR-3（2021-2023）达到 32.1%。

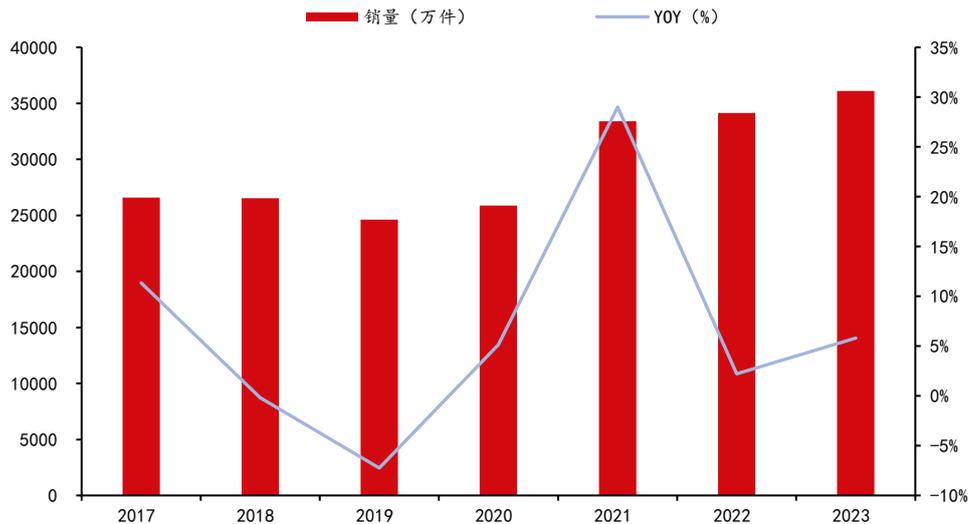
图表29：汽车电子产品销量



资料来源：公司公告，国联证券研究所

精密压铸获全球大客户订单，销量稳步上行。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，产品销量稳步上行。

图表30：精密压铸产品销量



资料来源：公司公告，国联证券研究所

4.4 定增扩产推进国内外生产基地布局

顺利定增，扩大产能优势。定增扩产 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。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；同时，公司推进海外生产基地布局，加速海外业务的发展。

图表31：公司募资产能扩张项目

项目	具体情况
华阳通用智能汽车电子产品产能扩建项目	拟购置汽车电子产品生产设备及产线，提升工艺生产水平和自动化生产能力，扩大公司座舱域控、数字声学、电子内外后视镜、屏显示类等汽车电子产品的产能。
华阳多媒体智能汽车电子产品产能扩建项目	拟新建汽车电子智能工厂，购置生产设备提高 HUD、车载无线充电、精密运动机构及数字钥匙等产品产能。
汽车轻量化零部件产品产能扩建项目	本项目拟通过建设先进的产业化生产基地，扩大公司汽车轻量化零部件产能。
智能驾驶平台研发项目	拟通过本项目的实施，购置研发硬件、软件工具或设备，研发驾驶域控和其他辅助驾驶产品，引进优秀人才，提升技术水平，加快公司智能驾驶业务的发展，拓展新的增长点。

资料来源：公司公告，国联证券研究所整理

4.5 管理提升激发潜力

管理改善，持续推进变革。2023 年下属公司扩展和深化阿米巴经营体制，进一步提升组织活力，为培养经营人才、精准激励创造更好的条件；推出了新的激励制度，增长导向，取得初步成效；启动以项目管理为核心的转型，助力“订单、交付”中心工作的完善和提升，为公司可持续、高质量发展创造更扎实的基础。

多次发布股权激励计划绑定核心骨干，激发潜力。公司于 2020 年 4 月实施股权激励计划，向 372 名激励对象授予 450 万份股票期权；于 2020 年 10 月向 155 名激励对象授予 150 万份股票期权；于 2021 年 9 月向 337 名激励对象授予 300 万份股票期权。公司股权激励深度绑定核心骨干，并激发员工潜力，助力公司稳步成长。

5. 投资建议：厚积薄发迎来订单收获期

5.1 盈利预测

汽车电子业务：考虑到伴随着汽车行业电动化、智能化的快速发展，汽车电子智

能化产品市场渗透率将持续提升，未来一段时期汽车电子行业将保持较高增长率。同时公司客户群持续拓展，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，且海外业务取得较好进展，预计公司 2024-2026 年汽车电子业务收入分别为 63.58/80.41/101.24 亿元。

精密压铸业务：轻量化是汽车产业的重要趋势，汽车电动化对轻量化有更迫切的需求。近年来以铝、镁合金等为主的轻量化材料在整车的应用持续增加，市场空间进一步扩大。考虑到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。预计公司 2024-2026 年精密压铸业务收入分别为 21.80/27.25/34.06 亿元。

图表32：华阳集团营收拆分预测（单位：亿元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
汇总						
收入	44.88	55.98	71.37	92.27	114.95	143.05
YOY (%)	32.98%	24.73%	27.49%	29.28%	24.59%	24.44%
成本	35.20	43.71	55.42	71.33	88.62	109.98
毛利	9.67	12.28	15.95	20.94	26.34	33.07
销售毛利率(%)	21.55	21.94	22.35	22.69	22.91	23.12
汽车电子						
收入	29.46	37.45	48.26	63.58	80.41	101.24
YOY (%)	39.89%	27.12%	28.87%	31.75%	26.46%	25.90%
成本	23.22	29.48	37.62	49.44	62.36	78.31
毛利	6.24	7.97	10.64	14.15	18.05	22.93
毛利率(%)	21.19	21.28	22.05	22.25	22.45	22.65
业务收入比例(%)	65.63	66.43	67.62	68.91	69.95	70.77
精密压铸						
收入	9.38	13.24	16.60	21.80	27.25	34.06
YOY (%)	47.48%	41.15%	25.38%	31.33%	25.00%	25.00%
成本	6.97	9.80	12.27	16.06	20.04	25.04
毛利	2.41	3.44	4.33	5.74	7.21	9.03
毛利率(%)	25.73	25.96	26.11	26.33	26.45	26.5
业务收入比例(%)	20.90	23.48	23.26	23.63	23.71	23.81
精密电子部件						
收入	3.44	3.31	3.98	4.38	4.82	5.30
YOY (%)	-12.24%	-3.78%	20.24%	10.00%	10.00%	10.00%
成本	3.16	3.09	3.71	4.08	4.48	4.93
毛利	0.28	0.22	0.27	0.30	0.33	0.37
毛利率(%)	8.17	6.68	6.71	6.80	6.90	7.00

业务收入比例(%)	7.66	5.87	5.57	4.74	4.19	3.70
LED 照明						
收入	1.63	1.28	1.26	1.23	1.21	1.19
YOY (%)	14.79%	-21.47%	-1.56%	-2.00%	-2.00%	-2.00%
成本	1.30	1.02	1.08	1.06	1.03	1.01
毛利	0.33	0.26	0.18	0.18	0.18	0.17
毛利率(%)	20.17	20.08	14.51	14.51	14.51	14.51
业务收入比例(%)	3.64	2.27	1.77	1.34	1.05	0.83
其他						
收入	0.97	0.70	1.27	1.27	1.27	1.27
YOY (%)	-2.02%	-27.84%	81.43%	0.00%	0.00%	0.00%
成本	0.55	0.32	0.74	0.70	0.70	0.70
毛利	0.41	0.39	0.53	0.57	0.57	0.57
毛利率(%)	42.79	55.24	41.76	45	45	45
业务收入比例(%)	2.16	1.25	1.79	1.38	1.10	0.89

资料来源：公司公告，国联证券研究所

考虑到公司业务正处于快速增长期，随着规模效应的持续释放，我们预计公司 2024-2026 年的毛利率分别为 22.69%/22.91%/23.12%。

综上，我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 92.27/114.95/143.05 亿元，同比增速分别为 29.28%/24.59%/24.44%，归母净利润分别为 6.40/8.79/11.42 亿元，同比增速分别为 37.78%/37.29%/29.84%，EPS 分别为 1.22/1.68/2.18 元/股，3 年 CAGR 为 34.92%。

图表33：华阳集团盈利预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5638	7137	9227	11495	14305
增长率	25.61%	26.59%	29.28%	24.59%	24.44%
EBITDA (百万元)	532	718	948	1208	1483
归母净利润(百万元)	380	465	640	879	1142
增长率 (%)	27.40%	22.17%	37.78%	37.29%	29.84%
EPS (元/股)	0.73	0.89	1.22	1.68	2.18
市盈率 (P/E)	36.1	29.6	21.0	15.3	11.8
市净率 (P/B)	3.3	2.3	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	29.8	24.6	13.6	10.8	8.9

资料来源：公司公告，国联证券研究所测算

注：股价为 2024 年 7 月 3 日收盘价

5.2 投资建议

鉴于公司所处赛道汽车电子及精密压铸均属优质赛道，且公司产品品类扩展，客户订单持续开拓，即将迎来快速增长期，维持“买入”评级。

图表34：汽车电子可比公司估值

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE (X)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
002920.SZ	德赛西威	521.65	20.98	27.12	34.36	22.64	17.52	13.83
603786.SH	科博达	272.35	8.75	11.32	14.00	28.20	21.80	17.63
603596.SH	伯特利	236.13	11.78	15.40	19.42	19.57	14.97	11.87
688326.SH	经纬恒润-W	82.91	0.57	2.71	4.39	119.68	25.22	15.56
平均值						47.52	19.88	14.72

资料来源：iFind，国联证券研究所

注：股价为2024年7月3日收盘价；可比公司盈利预测取自Wind一致预期

图表35：精密压铸可比公司估值

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE (X)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600933.SH	爱柯迪	155.30	11.34	14.27	17.58	12.05	9.58	7.78
603305.SH	旭升集团	105.73	8.13	10.19	12.55	12.12	9.67	7.85
603348.SH	文灿股份	75.71	3.96	5.74	7.06	18.63	12.83	10.44
平均值						14.27	10.69	8.69

资料来源：iFind，国联证券研究所

注：股价为2024年7月3日收盘价；可比公司盈利预测取自Wind一致预期

6. 风险提示

- 1) **汽车行业销量不及预期风险**：公司处于汽车行业，若汽车行业整体销量不及预期，则影响公司订单情况。
- 2) **下游客户订单不及预期风险**：公司下游客户竞争激烈，如订单不及预期，则前期投入的研发成本难以回收。
- 3) **竞争加剧风险**：若行业竞争加剧，格局恶化，则会影响公司的盈利能力。
- 4) **原材料涨价风险**：若部分原材料存在价格大幅波动，则会出现供应短缺风险，并影响公司的利润率。

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	753	1204	1598	1693	1931	营业收入	5638	7137	9227	11495	14305
应收账款+票据	2430	3570	4268	5317	6617	营业成本	4392	5541	7133	8861	10998
预付账款	59	76	90	112	140	营业税金及附加	25	36	41	51	63
存货	1234	1280	1834	2279	2828	营业费用	228	272	337	391	479
其他	121	547	568	606	654	管理费用	637	776	996	1192	1459
流动资产合计	4597	6676	8357	10007	12169	财务费用	-9	-1	8	16	18
长期股权投资	173	182	201	221	240	资产减值损失	-19	-42	-47	-58	-72
固定资产	1471	1743	1556	1382	1220	公允价值变动收益	-1	0	0	0	0
在建工程	137	209	260	300	321	投资净收益	26	19	31	31	31
无形资产	191	193	170	158	142	其他	-15	-17	-50	-71	-96
其他非流动资产	428	450	464	446	431	营业利润	355	473	646	887	1150
非流动资产合计	2400	2776	2651	2507	2354	营业外净收益	-2	0	-2	-2	-2
资产总计	6997	9453	11008	12514	14523	利润总额	353	473	644	885	1148
短期借款	189	83	500	500	612	所得税	-32	4	0	0	0
应付账款+票据	1928	2601	2978	3699	4591	净利润	385	470	644	885	1148
其他	430	484	816	1015	1260	少数股东损益	4	5	4	5	7
流动负债合计	2546	3168	4294	5214	6463	归属于母公司净利润	380	465	640	879	1142
长期带息负债	62	2	6	9	10	财务比率					
长期应付款	0	0	0	0	0		2022	2023	2024E	2025E	2026E
其他	173	276	276	276	276	成长能力					
非流动负债合计	235	278	282	284	286	营业收入	25.61%	26.59%	29.28%	24.59%	24.44%
负债合计	2781	3446	4576	5498	6749	EBIT	22.49%	37.15%	38.21%	38.12%	29.52%
少数股东权益	23	27	31	37	43	EBITDA	23.95%	34.93%	32.00%	27.42%	22.78%
股本	476	524	524	524	524	归属于母公司净利润	27.40%	22.17%	37.78%	37.29%	29.84%
资本公积	964	2348	2348	2348	2348	获利能力					
留存收益	2753	3107	3529	4107	4858	毛利率	22.10%	22.36%	22.69%	22.91%	23.12%
股东权益合计	4216	6007	6432	7016	7774	净利率	6.82%	6.58%	6.98%	7.69%	8.03%
负债和股东权益总计	6997	9453	11008	12514	14523	ROE	9.07%	7.77%	10.01%	12.60%	14.77%
现金流量表						ROIC	9.61%	10.42%	12.68%	15.51%	17.87%
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	偿债能力					
净利润	385	470	644	885	1148	资产负债率	39.74%	36.46%	41.57%	43.94%	46.47%
折旧摊销	188	246	296	307	316	流动比率	1.8	2.1	1.9	1.9	1.9
财务费用	-9	-1	8	16	18	速动比率	1.3	1.6	1.5	1.4	1.4
存货减少(增加为“-”)	-320	-46	-554	-444	-549	营运能力					
营运资金变动	-294	-395	-578	-635	-787	应收账款周转率	2.3	2.0	2.2	2.2	2.2
其它	388	169	547	466	587	存货周转率	3.6	4.3	3.9	3.9	3.9
经营活动现金流	339	442	363	595	734	总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.9	1.0
资本支出	-386	-551	-137	-144	-144	每股指标(元)					
长期投资	37	-470	0	0	0	每股收益	0.7	0.9	1.2	1.7	2.2
其他	-29	-80	-26	-41	-57	每股经营现金流	0.6	0.8	0.7	1.1	1.4
投资活动现金流	-378	-1101	-163	-185	-201	每股净资产	8.0	11.4	12.2	13.3	14.7
债权融资	-17	-165	421	3	113	估值比率					
股权融资	1	48	0	0	0	市盈率	35.3	28.9	21.0	15.3	11.8
其他	-111	1227	-227	-317	-409	市净率	3.2	2.2	2.1	1.9	1.7
筹资活动现金流	-126	1110	194	-314	-296	EV/EBITDA	29.8	24.6	13.6	10.8	8.9
现金净增加额	-156	453	394	96	237	EV/EBIT	46.2	37.5	19.7	14.4	11.3

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 07 月 04 日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼