

华阳集团（002906）

汽车电子+精密压铸多点开花，打开公司成长空间

证券研究报告

2025 年 03 月 07 日

投资评级

行业	汽车/汽车零部件
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	35.15 元
目标价格	40.25 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	524.89
流通 A 股股本(百万股)	524.70
A 股总市值(百万元)	18,449.90
流通 A 股市值(百万元)	18,443.24
每股净资产(元)	11.95
资产负债率(%)	43.77
一年内最高/最低(元)	37.88/22.52

作者

孙潇雅	分析师
SAC 执业证书编号: S1110520080009	
sunxiaoya@tfzq.com	
王奕红	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090004	
wangyihong@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

1 《华阳集团-首次覆盖报告:智能网联产品线不断拓展，HUD 放量增长》
2022-03-30

以机芯/激光头起家，不断外延产品线，并转型汽车智能化赛道。公司成立于 1993 年，以参股合资企业的方式进军机芯和激光头生产领域，随后成立全资子公司开始自主承接加工业务，规模化优势逐渐显现；2001 年，公司前瞻性布局汽车电子领域，包括汽车抬头显示（HUD）、车载无线充电等产品，且随着产品线的扩展，公司进入汽车供应链；2012 年以来，在传统业务不断扩大规模的同时，HUD 等多款汽车电子新产品陆续量产，逐渐向汽车电子平台型厂商转型。

汽车电动化、智能化趋势已成，HUD 步入快速发展期。华阳集团旗下全资子公司——华阳多媒体 HUD 的出货量累计已经突破 100 万套，成为国内首家出货量突破百万套的 HUD 供应商。过去中国乘用车 HUD 市场一直由日本精机、大陆集团、电装等外资巨头垄断的局面，在近几年汽车智能电动化浪潮以及国内自主品牌崛起的助推下逐渐被打破，以华阳为代表的一批较早布局 HUD 市场的本土厂商开始奋起直追，逐渐反超外资厂商。

推出车路云协同智驾方案，布局跨域融合。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；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；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。

中大吨位持续突破，预计保持较高增长。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、高精精密数控加工、半总成装配等关联技术，其中高强度铝合金材料压铸、高精精密阀体加工、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。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。公司客户优质并不断扩展，涵盖国际知名汽车一级供应商及全球整车厂客户，持续获得采埃孚、联电、博世、博格华纳、纬湃、伟创力、亿纬锂能、比亚迪等新项目定点，预计精密压铸业务将继续保持较高增长。

盈利预测与投资建议：预计 2024-2026 年公司实现收入 94.39、120.53、148.36 亿元，实现归母净利润 6.47/8.46/10.74 亿元，EPS 分别为 1.23、1.61、2.05 元/股。由于公司处于智能汽车高景气度赛道，同时具有良好的客户结构，具备较高的成长性，因此，给予公司 25 年 PE 25 倍，对应目标价 40.25 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：产品落地不及预期；下游客户销量不及预期；客户开拓不及预期

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,637.93	7,136.86	9,438.58	12,053.09	14,835.66
增长率(%)	25.61	26.59	32.25	27.70	23.09
EBITDA(百万元)	1,056.33	1,421.72	1,022.77	1,226.60	1,496.98
归属母公司净利润(百万元)	380.46	464.82	647.26	845.91	1,073.64
增长率(%)	27.40	22.17	39.25	30.69	26.92
EPS(元/股)	0.72	0.89	1.23	1.61	2.05
市盈率(P/E)	48.49	39.69	28.50	21.81	17.18
市净率(P/B)	4.40	3.09	2.89	2.66	2.42
市销率(P/S)	3.27	2.59	1.95	1.53	1.24
EV/EBITDA	14.19	11.69	16.13	13.89	10.87

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 华阳集团：汽车电子平台型厂商	3
1.1. 发展历程：前瞻性布局汽车电子	3
1.2. 股权结构：股权架构稳定	3
1.3. 客户结构：拥有优质的客户结构	4
1.4. 财务分析：业务增长稳健，规模效应凸显	5
2. 汽车电子：丰富的产品矩阵带来高成长性	6
2.1. 存量升级：AR-HUD 处于快速渗透发展期	7
2.2. 增量空间：跨域融合为下一阶段智驾增长点	9
3. 精密压铸：持续获取新项目定点，增长稳健	9
4. 盈利预测与投资建议	10
5. 风险提示	11

图表目录

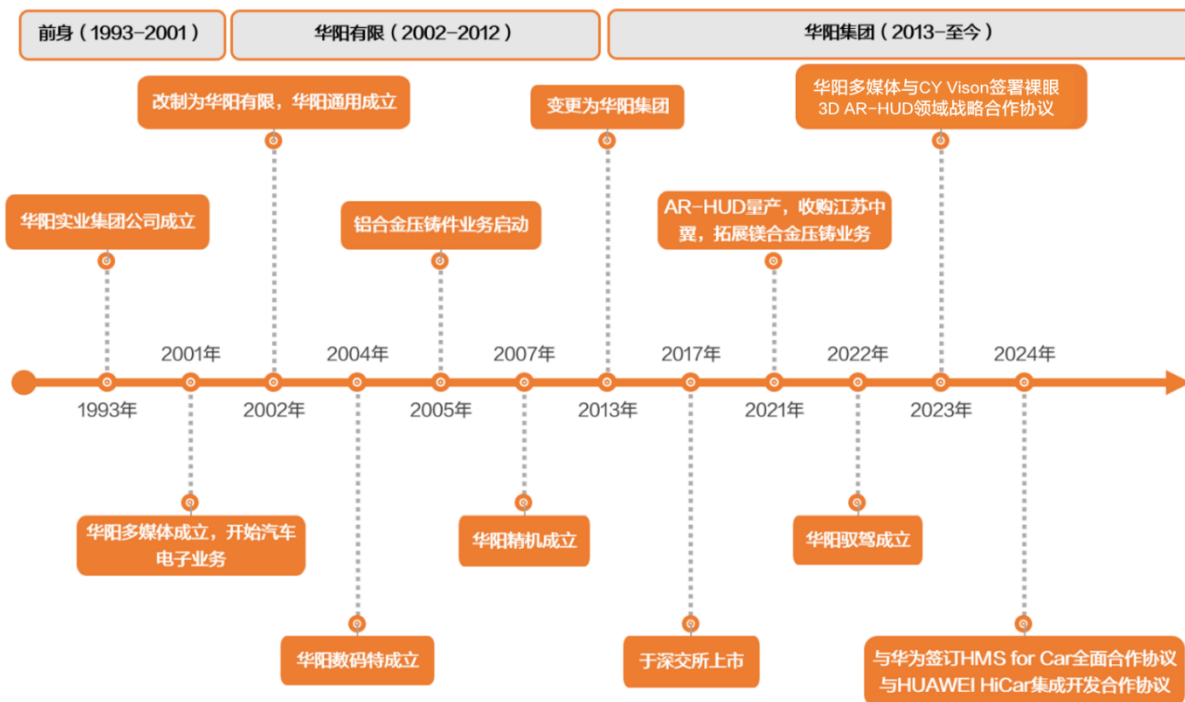
图 1：公司发展历程	3
图 2：公司股权架构图（截至 2025 年 3 月 2 日）	4
图 3：公司客户结构	5
图 4：公司营业收入情况	5
图 5：公司分业务营业收入情况	5
图 6：公司毛利率情况	6
图 7：公司分业务毛利率情况	6
图 8：公司归母净利润情况	6
图 9：公司费用情况	6
图 10：公司智能座舱产品	7
图 11：公司智能驾驶及网联产品	7
图 12：HUD 装机量及渗透率情况	7
图 13：各 HUD 类型装机量同期对比（单位：万套）	7
图 14：2022-2023 年分价格段标配 AR-HUD 产品情况	8
图 15：2024 年 1-4 月 HUD 供应商市场装机量份额	9
图 16：公司跨域融合产品	9
图 17：公司精密压铸业务	10
表 1：公司分产品收入预测（单位：百万元）	11
表 2：可比公司估值表	11

1. 华阳集团：汽车电子平台型厂商

1.1. 发展历程：前瞻性布局汽车电子

以机芯/激光头起家，不断外延产品线，并转型汽车智能化赛道。公司成立于1993年，以参股合资企业的方式进军机芯和激光头生产领域，随后成立全资子公司开始自主承接加工业务，规模化优势逐渐显现；2001年，公司前瞻性布局汽车电子领域，包括汽车抬头显示（HUD）、车载无线充电等产品，且随着产品线的扩展，公司进入汽车供应链；2012年以来，在传统业务不断扩大规模的同时，HUD等多款汽车电子新产品陆续量产，逐渐向汽车电子平台型厂商转型。

图 1：公司发展历程

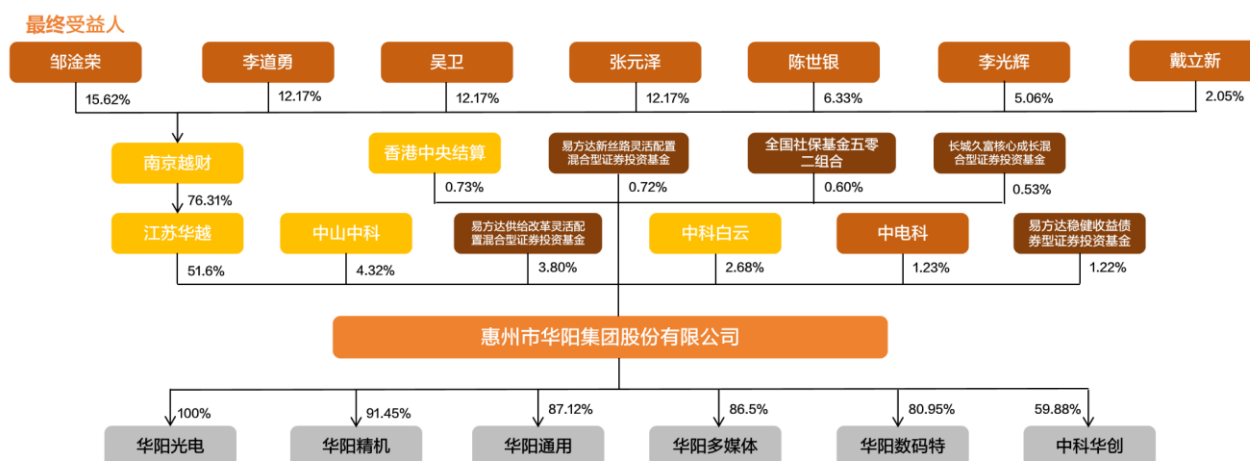


资料来源：华阳集团官网、招股说明书等、天风证券研究所

1.2. 股权结构：股权架构稳定

股权架构稳定，业务结构明确。公司最终受益人为邹淦荣，公司前十大股东合计持股67.43%。同时，公司根据不同的业务设立多个子公司，包括华阳多媒体、华阳通用等，业务战略明确。

图 2：公司股权架构图（截至 2025 年 3 月 2 日）



资料来源：wind、天风证券研究所

1.3. 客户结构：拥有优质的客户结构

持续拓展优质客户，积极开拓国际市场。公司汽车电子业务覆盖长城、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、比亚迪等客户。公司在增加与现有重要客户的合作项目、深化合作关系同时，持续突破白点客户、拓展海外业务。2023 年，公司突破大众 SCANIA、一汽丰田、上汽大众、玛莎拉蒂等客户，HUD 产品获得玛莎拉蒂品牌全球项目定点，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，目前多个海外车企项目竞标中。同时，公司积极配合自主品牌车企出海，并获得多个自主品牌海外平台项目。

精密压铸客户结构稳定，项目结构不断优化。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，其中新能源汽车项目占比较大，主要来自于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。

图 3：公司客户结构

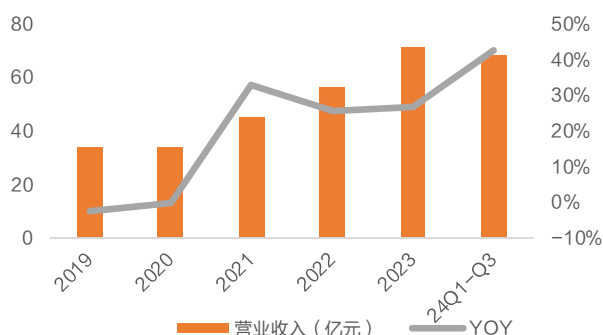


资料来源：华阳集团 2023 年年报、各车企官网、天风证券研究所

1.4. 财务分析：业务增长稳健，规模效应凸显

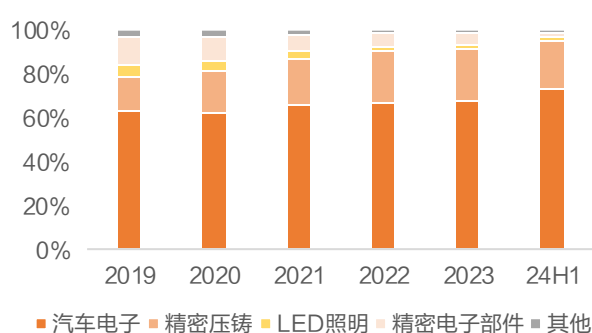
业务稳健增长，客户结构显著优化。公司 2024 年 Q1-Q3 营业收入 68.41 亿元，较上年同期增长 42.62%。分业务看 2024 年 H1 营收情况，1) 汽车电子业务：实现营业收入 30.71 亿元，同比增长 65.41%；2) 精密压铸业务：实现营业收入 9.14 亿元，同比增长 23.55%；3) 精密电子部件业务：实现营业收入 0.74 亿元，同比减少 58.33%；4) LED 照明业务：实现营业收入 0.86 亿元，同比增长 67.28%；5) 其他业务：实现营业收入 0.49 亿元，同比增长 14.16%。业务实现稳健增长主要系公司在深化现有客户的合作关系同时，进一步拓展新客户群，开拓国际市场取得突破，汽车电子方面，一方面突破上汽奥迪获得多品类项目定点，获得 Stellantis 集团、戴姆勒等海外客户新项目，另一方面在原有自主客户基础上获得极氪、小鹏、蔚来、比亚迪等客户新项目。

图 4：公司营业收入情况



资料来源：华阳集团年报及 2024 三季报、天风证券研究所

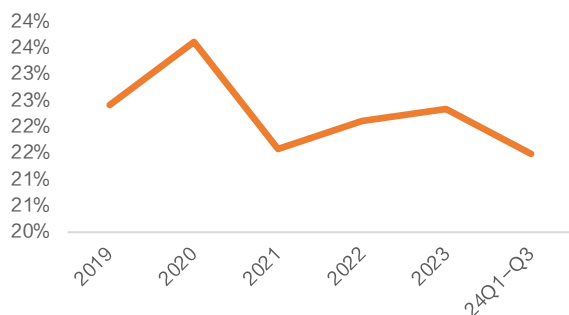
图 5：公司分业务营业收入情况



资料来源：华阳集团年报及 2024 年半年报、天风证券研究所

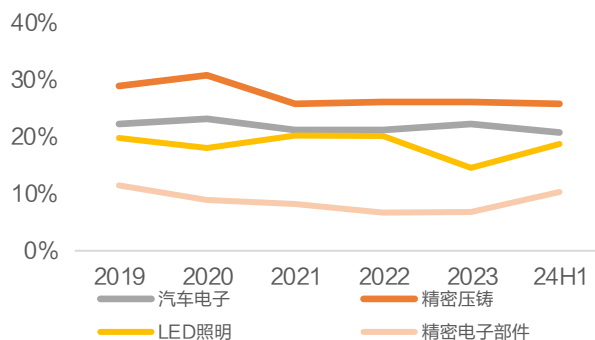
规模效应凸显，毛利率保持稳定。2023 全年毛利率 22.4%，同比提高 0.26pct，毛利率持续改善。其中，1) 汽车电子业务毛利率 22.1%，同比+0.77pct；2) 精密压铸业务毛利率 26.1%，同比+0.15pct，盈利能力稳定。24Q1-Q3 毛利率为 21.49%，主要在于汽车电子业务毛利率较低，业务占比提升导致毛利率略有下滑，同比下滑了 0.6pct。

图 6：公司毛利率情况



资料来源：华阳集团年报及 2024 年三季报、天风证券研究所

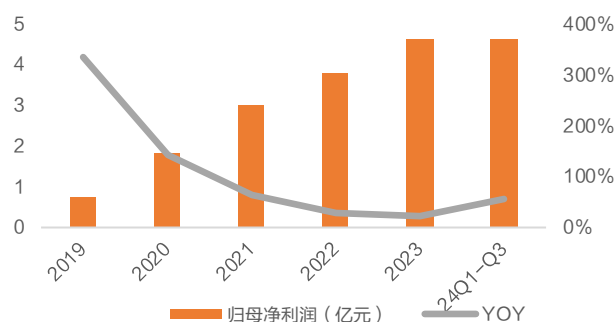
图 7：公司分业务毛利率情况



资料来源：华阳集团年报及 2024 年半年报、天风证券研究所

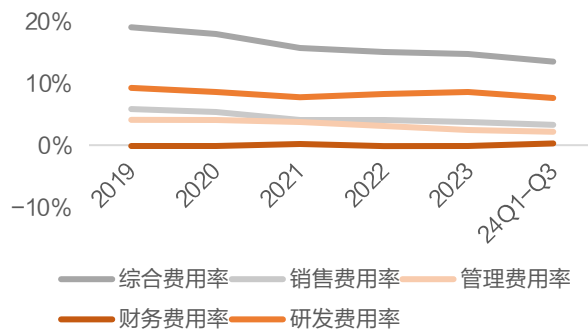
费用管控能力增强，净利润高速增长。2023 年，公司实现归母净利润 4.65 亿元，同比增长 22.17%，24Q1-Q3 实现归母净利润 4.65 亿元，同比增长 56.20%，主要得益于规模化效应及费用的合理管控。2024Q1-Q3 公司期间费用率 13.49%，同比-1.90pct，分项目看，主要系研发投入降低，研发费用率同比-1.31pct。同时销售费用率和管理费用率管控有效，同比分别-0.37pct、-0.48pct。

图 8：公司归母净利润情况



资料来源：华阳集团年报及 2024 年三季报、天风证券研究所

图 9：公司费用情况



资料来源：华阳集团年报及 2024 年三季报、天风证券研究所

2. 汽车电子：丰富的产品矩阵带来高成长性

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。在智能座舱领域，公司向客户提供丰富产品以及多功能融合的先进的智能座舱解决方案。华阳智能驾驶产品包括传感器（摄像头）、车内感知、驾驶辅助系统（ADAS 警示、360 环视、融合视觉自动泊车 APA、盲区监测 BSD 等），可实现丰富的场景感知；智能网联产品及服务涵盖 T-BOX、FOTA 等，并搭建了丰富的生态合作平台。

图 10：公司智能座舱产品



资料来源：华阳集团 2023 年年报、天风证券研究所

图 11：公司智能驾驶及网联产品

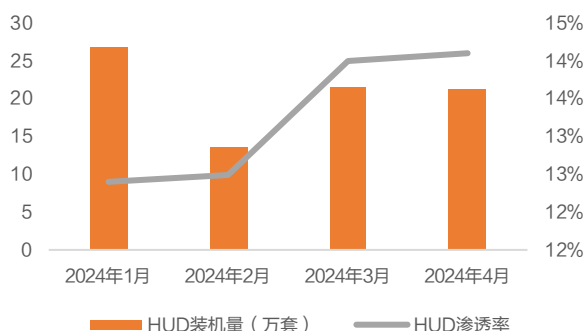


资料来源：华阳集团 2023 年年报、天风证券研究所

2.1. 存量升级：AR-HUD 处于快速渗透发展期

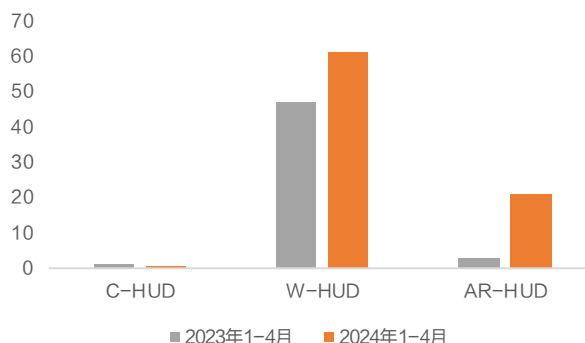
汽车电动化、智能化趋势已成，HUD 步入快速发展期。HUD 起源于飞行器辅助仪，最早应用在军事飞行器上，如今 HUD 已经向信息数字化发展，功能逐步完善，不再局限于豪华品牌、高端车型，加速向中低端车型渗透。2023 年中国市场乘用车（不含进出口）前装标配 W/AR HUD 交付新车 225.43 万辆，同比增长 50.26%，渗透率首次突破 10% 大关。根据盖世汽车研究院智能座舱配置数据，2024 年 1-4 月，HUD 累计装机量达 83 万套，渗透率从 12.4% 稳步提升至 14.1%，充分显示出 HUD 技术所拥有的广阔市场潜力。

图 12：HUD 装机量及渗透率情况



资料来源：盖世汽车社区公众号、天风证券研究所

图 13：各 HUD 类型装机量同期对比（单位：万套）



资料来源：盖世汽车社区公众号、天风证券研究所

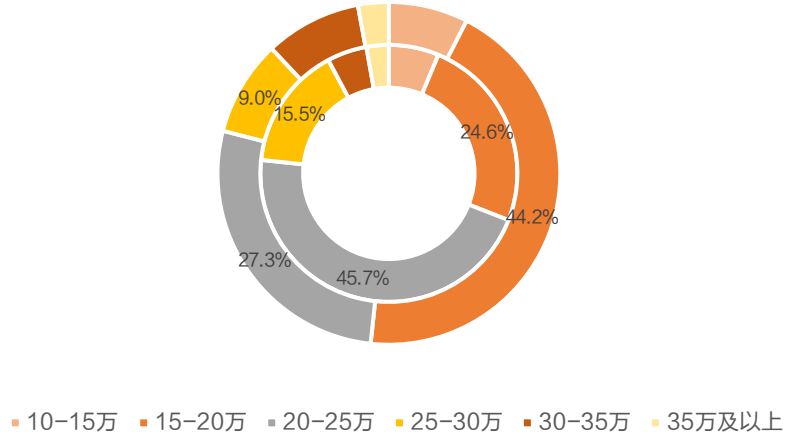
AR-HUD 展现发展潜力，呈下沉趋势。目前 W-HUD 仍是主流，而 AR-HUD 则呈现出快速增长势头，2023 年 1-9 月，AR-HUD 前装标配搭载量超过 10 万辆，达到 13.23 万辆，同比增长 82.48%。一方面，智能化驱动算力及传感器支持 AR-HUD，自动驾驶技术由 L2 向 L3 迈进，车机的算力、传感器性能变得更为强悍，为 AR-HUD 提供良好的底层支持，促进 HUD 加速迭代；另一方面，得益于自主品牌的 B 级车型降价，20 万以下的车型搭载 AR-HUD 份额快速提高。根据盖世汽车发布的《2023 年乘用车 HUD 市场分析及消费洞察白皮书》数据显示，2023 年 1-9 月 10-20 万价格区间的乘用车搭载的 AR-HUD 出货量份额，从 2022 年的 31% 上升至 52.7%，下沉趋势明显。W-HUD 则更多呈现出豪华品牌特性，根据盖世汽车数据，2023 年 1-9 月 30 万以上价格区间内车型 W-HUD 的出货份额占比超过 60%。据高工智能汽车研究院预测，到 2025 年，HUD 前装上车规模将突破 500 万辆/年，其中，AR-HUD 的贡献占比将有机会突破 30%。

标配 HUD 已成趋势，搭载车型价格下探。2023 年以来，主机厂标配 HUD 已成为趋势：30 万元以上车型来看，理想、蔚来标配 HUD；20-30 万元车型来看，极氪、问界 M5 标配

HUD；20 万元以下车型，长安深蓝 S7、瑞虎 9 标配 HUD，标配 HUD 的车型价格开始下探。

图 14：2022-2023 年分价格段标配 AR-HUD 产品情况

内圈：2022 年 外圈：2023 年1-9月



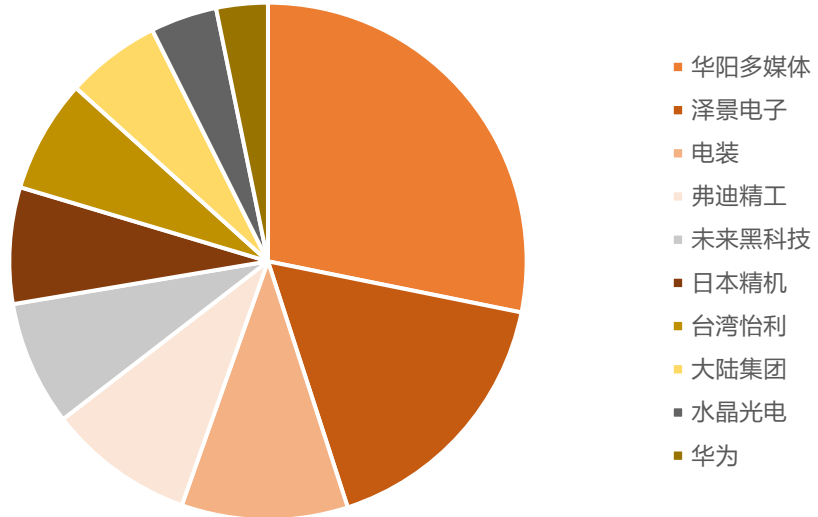
资料来源：盖世汽车社区公众号、天风证券研究所

首次反超外资，自主品牌崛起利好本土供应商。根据高工智能汽车研究院监测数据显示，2023 年中国市场乘用车（不含进出口）前装标配 W/AR HUD 交付新车中，自主品牌搭载交付贡献占比超过 60%，国内头部供应商在汽车智能化趋势下紧跟自主品牌崛起浪潮，凭借本土优势与自主车企深度合作，本土供应商份额占比超过 52%，首次实现对传统外资供应商的反超。

HUD 技术储备丰厚，AR-HUD 引领行业。华阳在 HUD 领域深耕多年，突破产品体积、显示效果、增强现实融合、HMI 交互等关键技术，拥有百余项 HUD 专利技术，同时具备 W-HUD、AR-HUD 两大产品线，覆盖客户不同功能和价位的需求。公司 AR-HUD 采用多条技术路线并行的发展策略，目前已经实现 TFT、DLP 和 LCoS 成像技术的全面布局，同时开启光波导技术预研，其基于 DLP 技术开发的 AR-HUD 成功在广汽传祺 GS8 上实现了量产供货，是国内首家实现基于 DLP 技术的 AR-HUD 量产供应商。公司目前大力发展全新 AR-HUD 产品，布局斜投影、双焦面、LCOS、PHUD、裸眼 3D、光波导等引领市场方向的技术路线。

技术创新，引领 HUD 车载应用新时代。据高工智能汽车了解到，华阳集团旗下全资子公司华阳多媒体 HUD 的出货量累计已经突破 100 万套，成为国内首家出货量突破百万套的 HUD 供应商。过去中国乘用车 HUD 市场一直由日本精机、大陆集团、电装等外资巨头垄断的局面，在近几年汽车智能电动化浪潮以及国内自主品牌崛起的助推下逐渐被打破，以华阳为代表的一批较早布局 HUD 市场的本土厂商开始奋起直追，逐渐反超外资厂商。而从供应商的搭载情况来看，2023 年 1-4 月，华阳、泽景等国内本土厂商前装搭载 HUD 的市场份额已经达到了 48.02%。其中，华阳作为中国本土的头部 HUD 厂商，先后拿下了长城、长安、上汽、吉利、广汽、奇瑞、蔚来、东风本田等诸多车企的前装定点。

图 15：2024 年 1-4 月 HUD 供应商市场装机量份额



资料来源：盖世汽车社区公众号、天风证券研究所

2.2. 增量空间：跨域融合为下一阶段智驾增长点

推出车路云协同智驾方案，布局跨域融合。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；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；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 16：公司跨域融合产品



资料来源：华阳集团 2023 年年报、天风证券研究所

3. 精密压铸：持续获取新项目定点，增长稳健

中大吨位持续突破，预计保持较高增长。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、高精密数控加工、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。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。公司

客户优质并不断扩展，涵盖国际知名汽车一级供应商及全球整车厂客户，持续获得采埃孚、联电、博世、博格华纳、纬湃、伟创力、亿纬锂能、比亚迪等新项目定点，我们预计精密压铸业务将继续保持较高增长。

图 17：公司精密压铸业务



资料来源：华阳集团 2023 年年报、天风证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

公司前瞻性布局汽车电子相关产品，近年来规模化效应逐渐显现，同时在智能汽车高景气度的发展下，新产品的增量及新客户增量逐渐体现在营收端，公司营收预计将保持快速增长，预计 2024-2026 年公司实现收入 94.39、120.53、148.36 亿元，同比增长 32.25%、27.70%、23.09%，毛利率为 22.10%/22.06%/22.77%。分业务来看，1) 汽车电子：受益于智能汽车的高景气度，公司 HUD、座舱域控等产品获得多个客户定点，近两年处于高速增长期，预计 2024-2026 年实现收入 65.15/84.7/105.87 亿元，同比增长 35%/30%/25%，随着业务规模放量，毛利率有所提升，毛利率为 22%/22%/23%；2) 精密电子部件：随着 24 年座舱域控等产品的规模化量产，配套的精密电子部件也随之规模化，预计 2024-2026 年实现收入 4.97/6.06/7.28 亿元，同比增长 25%/22%/20%，毛利率为 6.70%/6.60%/6.60%；3) 精密压铸：该业务为公司传统业务，我们预计保持稳健增长，2024-2026 年实现收入 21.58/26.97/32.37 亿元，同比增速为 30%/25%/20%，毛利率为 25%/25%/25%；4) LED 照明：该业务规模逐渐缩减，因此预计 2024-2026 年实现收入 1.24/1.17/1.06 亿元，同比增速-2%/-5%/-10%，整体规模下滑，毛利也会下滑，毛利率为 15.00%/14.00%/14.00%。

表 1：公司分产品收入预测（单位：百万元）

	2023	2024E	2025E	2026E
汽车电子				
收入	4825.78	6514.80	8469.24	10586.55
增速	28.85%	35%	30%	25%
毛利率	22.05%	22.00%	22.00%	23.00%
精密电子部件				
收入	397.54	496.93	606.25	727.50
增速	20.22%	25%	22%	20%
毛利率	6.71%	6.70%	6.60%	6.60%
精密压铸				
收入	1659.97	2157.96	2697.45	3236.94
增速	25.42%	30%	25%	20%
毛利率	26.11%	25.00%	25.00%	25.00%
LED 照明				
收入	126.14	123.62	117.44	105.69
增速	-1.55%	-2%	-5%	-10%
毛利率	14.51%	15.00%	14.00%	14.00%
其他				
收入	127.43	145.27	162.70	178.97
增速	15.62%	14%	12%	10%
毛利率	41.84%	42.00%	40.00%	40.00%
合计				
收入	7136.86	9438.58	12053.08	14835.66
增速	26.59%	32.25%	27.70%	23.09%
毛利率	22.36%	22.10%	22.06%	22.77%

资料来源：Wind、天风证券研究所

根据公司所处行业，我们选择德赛西威（智能座舱、智能驾驶）、均胜电子（汽车安全、汽车电子）、科博达（灯控系统、车身域控）三家作为可比公司，2025 年行业可比平均估值 PE 为 21.02 倍。由于公司处于智能汽车高景气度赛道，同时具有良好的客户结构，具备较高的成长性，因此，给予公司 25 年 PE 25X 倍，对应目标价 40.25 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值表

证券代码	公司简称	市值/亿元	股价	EPS		PE	
				2024E	2025E	2024E	2025E
603786.SH	科博达	252.43	62.50	2.08	2.73	29.99	22.89
600699.SH	均胜电子	267.65	19.00	0.97	1.24	19.59	15.37
002920.SZ	德赛西威	679.83	122.50	3.82	4.94	32.03	24.80
	平均值	399.97	68.00	2.29	2.97	27.21	21.02
002906.SZ	华阳集团	184.50	35.15	1.23	1.61	28.50	21.81

资料来源：Wind、天风证券研究所（注：可比公司盈利预测数据采用 wind 一致预期；收盘价数据截至 2025 年 3 月 7 日）

5. 风险提示

- 1) 产品落地不及预期：公司在汽车电子领域加大投入，对应产品若不及预期，会对收入及利润产生一定影响；
- 2) 下游客户销量不及预期：由于公司所处行业环境与下游主机厂销量强相关，若下游主机厂销量不及预期，对公司收入将会造成影响；

- 3) 客户开拓不及预期：公司产品线逐渐扩展，但由于行业竞争加剧，会出现产品客户拓展不及预期的风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	752.53	1,203.88	1,340.28	819.61	1,631.92
应收票据及应收账款	1,977.68	3,036.08	2,494.77	5,171.55	4,278.29
预付账款	59.24	76.42	55.13	134.50	106.91
存货	1,233.53	1,279.82	1,777.97	2,479.71	2,709.21
其他	573.57	1,080.20	1,051.57	1,045.05	1,065.74
流动资产合计	4,596.55	6,676.39	6,719.72	9,650.42	9,792.07
长期股权投资	173.25	181.70	181.70	181.70	181.70
固定资产	1,466.23	1,739.11	1,770.81	1,796.96	1,810.11
在建工程	137.18	208.80	251.27	297.15	350.47
无形资产	222.09	234.43	226.14	200.98	174.46
其他	401.70	412.21	354.62	380.50	384.81
非流动资产合计	2,400.45	2,776.24	2,784.54	2,857.28	2,901.55
资产总计	6,997.00	9,452.64	9,504.26	12,507.69	12,693.61
短期借款	188.60	83.18	73.99	108.91	151.47
应付票据及应付账款	1,927.57	2,601.39	2,074.15	4,487.61	3,722.49
其他	306.72	409.17	781.65	752.64	955.53
流动负债合计	2,422.89	3,093.75	2,929.79	5,349.15	4,829.49
长期借款	58.40	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	176.56	277.84	167.87	186.11	202.09
非流动负债合计	234.96	277.84	167.87	186.11	202.09
负债合计	2,780.88	3,445.98	3,097.66	5,535.26	5,031.59
少数股东权益	23.16	27.43	31.67	37.64	44.91
股本	476.16	524.25	524.83	524.83	524.83
资本公积	964.04	2,347.73	2,358.00	2,354.04	2,354.04
留存收益	2,786.97	3,132.71	3,529.39	4,088.23	4,769.94
其他	(34.20)	(25.46)	(37.28)	(32.31)	(31.69)
股东权益合计	4,216.12	6,006.66	6,406.61	6,972.43	7,662.03
负债和股东权益总计	6,997.00	9,452.64	9,504.26	12,507.69	12,693.61

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	384.57	469.73	647.26	845.91	1,073.64
折旧摊销	186.87	244.57	276.61	291.22	305.84
财务费用	24.11	23.40	(12.78)	(7.07)	(3.99)
投资损失	(25.92)	(18.70)	(20.57)	(28.23)	(23.36)
营运资金变动	(288.71)	(336.58)	(187.92)	(1,074.79)	120.38
其它	57.79	59.80	7.29	9.09	11.81
经营活动现金流	338.71	442.22	709.89	36.13	1,484.32
资本支出	462.20	507.83	452.47	319.83	329.82
长期投资	14.90	8.45	0.00	0.00	0.00
其他	(854.99)	(1,617.53)	(775.13)	(629.77)	(653.01)
投资活动现金流	(377.89)	(1,101.24)	(322.66)	(309.94)	(323.18)
债权融资	(9.09)	(163.33)	3.40	42.26	46.66
股权融资	(90.09)	1,256.91	(254.24)	(289.13)	(395.48)
其他	(26.88)	16.54	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(126.06)	1,110.12	(250.83)	(246.86)	(348.82)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(165.25)	451.10	136.40	(520.67)	812.31

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	5,637.93	7,136.86	9,438.58	12,053.09	14,835.66
营业成本	4,391.91	5,540.99	7,352.98	9,393.95	11,457.12
营业税金及附加	24.60	36.04	56.63	60.27	74.18
销售费用	227.92	272.16	358.67	482.12	608.26
管理费用	166.63	170.33	217.09	289.27	356.06
研发费用	470.85	605.63	773.96	964.25	1,216.52
财务费用	(8.66)	(1.39)	(12.78)	(7.07)	(3.99)
资产/信用减值损失	(64.78)	(113.11)	(104.42)	(86.82)	(108.77)
公允价值变动收益	(1.46)	0.23	0.37	0.05	0.37
投资净收益	25.92	18.70	20.57	28.23	23.36
其他	50.37	133.81	0.00	0.00	0.00
营业利润	354.63	473.47	608.55	811.74	1,042.48
营业外收入	1.76	3.00	1.95	3.20	3.00
营业外支出	3.64	3.18	4.77	3.97	4.37
利润总额	352.75	473.29	605.73	810.97	1,041.10
所得税	(31.83)	3.56	(48.46)	(43.98)	(43.97)
净利润	384.57	469.73	654.18	854.95	1,085.08
少数股东损益	4.11	4.91	6.92	9.04	11.44
归属于母公司净利润	380.46	464.82	647.26	845.91	1,073.64
每股收益（元）	0.72	0.89	1.23	1.61	2.05

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	25.61%	26.59%	32.25%	27.70%	23.09%
营业利润	29.43%	33.51%	28.53%	33.39%	28.42%
归属于母公司净利润	27.40%	22.17%	39.25%	30.69%	26.92%
获利能力					
毛利率	22.10%	22.36%	22.10%	22.06%	22.77%
净利率	6.75%	6.51%	6.86%	7.02%	7.24%
ROE	9.07%	7.77%	10.15%	12.20%	14.10%
ROIC	13.11%	13.95%	15.64%	19.17%	19.61%
偿债能力					
资产负债率	39.74%	36.46%	32.59%	44.25%	39.64%
净负债率	-11.94%	-18.64%	-19.75%	-10.17%	-19.30%
流动比率	1.81	2.11	2.29	1.80	2.03
速动比率	1.32	1.70	1.69	1.34	1.47
营运能力					
应收账款周转率	3.21	2.85	3.41	3.14	3.14
存货周转率	5.25	5.68	6.17	5.66	5.72
总资产周转率	0.86	0.87	1.00	1.10	1.18
每股指标（元）					
每股收益	0.72	0.89	1.23	1.61	2.05
每股经营现金流	0.65	0.84	1.35	0.07	2.83
每股净资产	7.99	11.39	12.15	13.21	14.51
估值比率					
市盈率	48.49	39.69	28.50	21.81	17.18
市净率	4.40	3.09	2.89	2.66	2.42
EV/EBITDA	14.19	11.69	16.13	13.89	10.87
EV/EBIT	17.21	14.10	22.11	18.21	13.66

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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com