

华阳集团 (002906) \ 汽车

业绩高增符合预期，汽车电子+压铸双轮驱动

投资评级：
行 业：汽车零部件
投资建议：买入（维持评级）
当前价格：31.88 元
目标价格：48.40 元

事件：

4月19日，公司发布2022年年报和2023年一季报，2022年实现营收56.38亿元，同比+25.61%；归母净利润3.8亿元，同比+27.4%；扣非归母净利润3.56亿元，同比+37.27%。2023年Q1实现营收13.15亿元，同比+9.63%；归母净利润0.78亿元，同比+12.1%；扣非归母净利润0.73亿元，同比+11.59%。

➤ 新产品逐步量产，汽车电子增长动能强劲

22年公司汽车电子业务实现营业收入37.45亿元，同比+27.14%，汽车电子业务保持高增长主要得益于公司座舱新产品包括座舱域控制器、数字声学系统等在22年H2陆续量产，同时持续扩大客户群并获得客户定点。根据我们测算，25年国内智能座舱6大单品市场规模有望达到1067亿元，22-25年CAGR为17.14%，公司在座舱领域依托核心单品HUD不断丰富产品矩阵，有望凭借平台化供应能力获得更大市场份额，助力公司业绩向上。

➤ 轻量化趋势确定，精密压铸成为第二增长极

轻量化是行业确定趋势，在保证安全的前提下，汽车重量下降可以降低能耗，对于新能源汽车还可以增加续航里程。22年公司精密压铸业务实现营业收入13.24亿元，同比+41.1%，实现大幅增长。21年公司收购江苏中翼，将压铸业务从铝合金拓展至镁合金，目前已经进入比亚迪供应链，有望充分受益于比亚迪新能源市场份额快速提升。

➤ 正式布局智驾，定增助力落地

22年公司通过华阳通用设立华阳驭驾（广州），开发智能驾驶相关软硬件，正式进入智能驾驶领域。22年底公司非公开发行申请获证监会批复，公司拟募集不超过20亿元用于汽车电子产品产能、汽车轻量化零部件产品产能扩建及智能驾驶平台研发项目建设。加速智能驾驶布局有望加强公司平台化供应能力，提升公司核心竞争力。

➤ 盈利预测、估值与评级

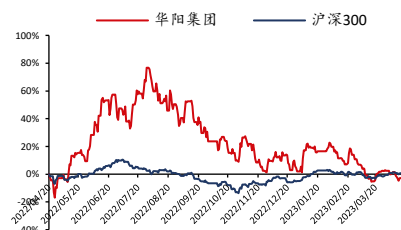
我们预计2023-25年公司营收分别为78.91/97.60/113.21亿元，同比增长39.96%/23.69%/15.99%；归母净利润分别为5.88/8.01/9.72亿元，同比增长分别为54.51%/36.22%/21.43%；EPS分别为1.23/1.68/2.04元/股（不考虑非公开发行后摊薄）。考虑到公司HUD持续迭代巩固竞争优势，同时积极开发各类座舱单品、开扩新客户，维持23年28.8倍PE，维持目标价48.4元，维持“买入”评级。

风险提示：汽车销量不及预期；座舱新产品和客户开拓不及预期；原材料价格上升和供应短缺。

基本数据

| | |
|---------------|-------------|
| 总股本/流通股本（百万股） | 476/475 |
| 流通A股市值（百万元） | 15,143 |
| 每股净资产（元） | 8.98 |
| 资产负债率（%） | 39.35 |
| 一年内最高/最低（元） | 58.58/26.00 |

股价相对走势



分析师：贺朝晖
执业证书编号：S0590521100002
邮箱：hezha@glsc.com.cn

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

相关报告

| 财务数据和估值 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 4488 | 5638 | 7891 | 9760 | 11321 |
| 增长率（%） | 33.01% | 25.61% | 39.96% | 23.69% | 15.99% |
| EBITDA（百万元） | 429 | 531 | 746 | 966 | 1134 |
| 归母净利润（百万元） | 299 | 380 | 588 | 801 | 972 |
| 增长率（%） | 64.94% | 27.40% | 54.51% | 36.22% | 21.43% |
| EPS（元/股） | 0.63 | 0.80 | 1.23 | 1.68 | 2.04 |
| 市盈率（P/E） | 51 | 40 | 26 | 19 | 16 |
| 市净率（P/B） | 3.9 | 3.6 | 3.2 | 2.8 | 2.5 |
| EV/EBITDA | 60.3 | 29.9 | 20.7 | 15.9 | 13.3 |

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2023年4月19日收盘价

财务预测摘要

| 资产负债表 | | | | | | 利润表 | | | | | |
|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 单位:百万元 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 单位:百万元 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 货币资金 | 936 | 753 | 789 | 976 | 1314 | 营业收入 | 4488 | 5638 | 7891 | 9760 | 11321 |
| 应收账款+票据 | 2048 | 2430 | 3299 | 4081 | 4733 | 营业成本 | 3520 | 4392 | 6115 | 7514 | 8698 |
| 预付账款 | 36 | 59 | 66 | 82 | 95 | 税金及附加 | 17 | 25 | 28 | 34 | 40 |
| 存货 | 914 | 1234 | 1645 | 2021 | 2339 | 营业费用 | 182 | 228 | 316 | 387 | 444 |
| 其他 | 82 | 121 | 80 | 99 | 115 | 管理费用 | 508 | 637 | 844 | 1015 | 1155 |
| 流动资产合计 | 4017 | 4597 | 5879 | 7259 | 8597 | 财务费用 | 11 | -9 | 9 | 7 | 1 |
| 长期股权投资 | 158 | 173 | 197 | 221 | 245 | 资产减值损失 | -26 | -19 | -32 | -39 | -45 |
| 固定资产 | 1204 | 1471 | 1469 | 1429 | 1365 | 公允价值变动收益 | 0 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 在建工程 | 114 | 137 | 114 | 91 | 69 | 投资净收益 | 48 | 26 | 36 | 36 | 36 |
| 无形资产 | 155 | 191 | 180 | 168 | 156 | 其他 | 3 | -15 | 7 | 4 | 0 |
| 其他非流动资产 | 401 | 428 | 414 | 401 | 391 | 营业利润 | 274 | 355 | 590 | 803 | 975 |
| 非流动资产合计 | 2032 | 2400 | 2374 | 2311 | 2225 | 营业外净收益 | -4 | -2 | -2 | -2 | -2 |
| 资产总计 | 6049 | 6997 | 8253 | 9570 | 10821 | 利润总额 | 270 | 353 | 588 | 801 | 973 |
| 短期借款 | 157 | 189 | 231 | 164 | 0 | 所得税 | -28 | -32 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款+票据 | 1211 | 1928 | 2381 | 2926 | 3387 | 净利润 | 298 | 385 | 588 | 801 | 973 |
| 其他 | 552 | 430 | 776 | 955 | 1106 | 少数股东损益 | -1 | 4 | 0 | 1 | 1 |
| 流动负债合计 | 1920 | 2546 | 3388 | 4045 | 4493 | 归属于母公司净利润 | 299 | 380 | 588 | 801 | 972 |
| 长期带息负债 | 110 | 62 | 48 | 33 | 19 | 财务比率 | | | | | |
| 长期应付款 | 1 | 29 | 29 | 29 | 29 | | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 其他 | 222 | 263 | 263 | 263 | 263 | 成长能力 | | | | | |
| 非流动负债合计 | 231 | 235 | 154 | 139 | 125 | 营业收入 | 33.01 | 25.61 | 39.96 | 23.69 | 15.99 |
| 负债合计 | 2152 | 2781 | 3542 | 4185 | 4618 | EBIT | 60.22 | 22.49 | 73.62 | 35.40 | 20.41 |
| 少数股东权益 | 19 | 23 | 24 | 24 | 25 | EBITDA | 41.68 | 23.85 | 40.58 | 29.37 | 17.44 |
| 股本 | 475 | 476 | 476 | 476 | 476 | 归母净利润 | 64.94 | 27.40 | 54.51 | 36.22 | 21.43 |
| 资本公积 | 954 | 964 | 964 | 964 | 964 | 获利能力 | | | | | |
| 留存收益 | 2449 | 2753 | 3247 | 3921 | 4738 | 毛利率 | 21.57 | 22.10 | 22.50 | 23.01 | 23.17 |
| 股东权益合计 | 3897 | 4216 | 4711 | 5385 | 6204 | 净利率 | 6.63% | 6.82% | 7.46% | 8.21% | 8.60% |
| 负债和股东权益总 | 6049 | 6997 | 8253 | 9570 | 10821 | ROE | 7.70% | 9.07% | 12.54 | 14.94 | 15.74 |
| | | | | | | ROIC | 10.18 | 10.44 | 14.12 | 16.35 | 17.56 |
| 现金流量表 | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| 单位:百万元 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 资产负债 | 34.86 | 37.10 | 29.58 | 26.88 | 23.57 |
| 净利润 | 298 | 385 | 588 | 801 | 973 | 流动比率 | 2.6 | 3.3 | 4.1 | 4.1 | 4.5 |
| 折旧摊销 | 148 | 187 | 149 | 157 | 160 | 速动比率 | 2.1 | 2.7 | 3.5 | 3.5 | 3.8 |
| 财务费用 | 11 | -9 | 9 | 7 | 1 | 营运能力 | | | | | |
| 存货减少 | -227 | -320 | -411 | -376 | -318 | 应收账款周转率 | 2.0 | 2.3 | 2.2 | 2.2 | 2.2 |
| 营运资金变动 | 35 | -294 | -446 | -468 | -388 | 存货周转率 | 1.8 | 1.8 | 2.0 | 2.0 | 2.0 |
| 其它 | 204 | 388 | 360 | 412 | 371 | 总资产周转率 | 0.4 | 0.5 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| 经营活动现金流 | 468 | 337 | 249 | 533 | 799 | 每股指标(元) | | | | | |
| 资本支出 | -270 | -386 | -167 | -70 | -50 | 每股收益 | 0.6 | 0.8 | 1.2 | 1.7 | 2.0 |
| 长期投资 | -117 | 37 | 0 | 0 | 0 | 每股经营现金流 | 1.0 | 0.7 | 0.5 | 1.1 | 1.7 |
| 其他 | -9 | -29 | 28 | -60 | -76 | 每股净资产 | 8.1 | 8.8 | 9.8 | 11.3 | 13.0 |
| 投资活动现金流 | -396 | -378 | -139 | -130 | -126 | 估值比率 | | | | | |
| 债权融资 | 267 | -17 | 29 | -82 | -179 | 市盈率 | 50.8 | 39.9 | 25.8 | 19.0 | 15.6 |
| 股权融资 | 2 | 1 | 0 | 0 | 0 | 市净率 | 3.9 | 3.6 | 3.2 | 2.8 | 2.5 |
| 其他 | -127 | -111 | -103 | -135 | -155 | EV/EBITDA | 60.3 | 29.9 | 20.7 | 15.9 | 13.3 |
| 筹资活动现金流 | 141 | -126 | -73 | -217 | -334 | EV/EBIT | 92.0 | 46.2 | 25.9 | 19.0 | 15.4 |
| 现金净增加额 | 210 | -157 | 37 | 187 | 338 | | | | | | |

数据来源:公司公告, iFinD, 国联证券研究所预测, 股价取2023年4月19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

无锡：江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695