

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

买入

核心观点

2022Q4 营收创单季新高, 2023Q1 营收同比+10%。公司 2022 年实现营收 56.38 亿元, 同比增加 25.61%, 归母净利润 3.80 亿元, 同比增加 27.40%。拆单季度看, 公司 2022Q4 实现营收 16.29 亿元, 同比增加 20.04%, 环比增加 6.98%, 归母净利润 1.13 亿元, 同比增加 25.39%, 环比增加 8.68%。公司 2023Q1 实现营收 13.15 亿元, 同比增加 9.63%, 环比减少 19.27%; 归母净利润 0.78 亿元, 同比增加 12.10%, 环比减少 31.62%。整体来看, 公司汽车电子、精密压铸业务业绩稳步提升, 2022 年营业增速超越汽车行业产量增速 22pct, 2023Q1 营收增速超越汽车行业产量增速 14pct。

毛利率同比提升, 研发支出加大。2022 年公司毛利率为 22.1%, 同比+0.5pct, 净利率为 6.8%, 同比+0.2pct, 净利率为 6.8%, 同比+0.2pct, 拆单季度看, 2022Q4 毛利率 22.5%, 同比+4.1pct, 环比-0.2pct, 净利率 7.0%, 同比+0.4pct, 环比+0.1pct。2023Q1 毛利率同比提升 0.3pct, 净利率环比有所下滑。2023Q1 公司毛利率为 22.3%, 同比+0.3pct, 环比-0.1pct; 净利率为 6.0%, 同比+0.2pct, 环比-1.1pct。公司 2023Q1 净利率有所下滑, 主要与公司研发投入加大有关 (23Q1 研发费用率环比+1.7pct)。

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**, 智能座舱域控、数字声学系统、自动泊车、数字钥匙等多类新产品量产并承接较多的新定点项目, 屏显示类、液晶仪表、HUD、车载无线充电等出货量同比大幅增长。双焦面 AR-HUD 产品取得重大技术突破并获得定点项目, 斜投影 AR-HUD 产品已向市场推广, 与华为合作的 LCoS AR-HUD 项目已投入开发; 华阳与珑璟光电合作, 加速光波导技术在 HUD 领域的应用; 与美国 CY Vision Inc 合作, 在裸眼 3D AR-HUD 领域展开合作; 电子外后视镜已完成第二代产品预研; 华阳通用旗下全资子公司华阳驭驾正式启动运营, 规划多个自动驾驶域控平台并投入开发。**客户维度**, 公司汽车电子业务大客户数量和项目增多, 持续突破合资、新势力和国际车企客户, 新能源车项目大幅增加。2) **精密压铸**: 公司精密压铸业务产品应用领域拓展, 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: 下调盈利预测, 维持“买入”评级。

考虑到公司研发支出加大, 叠加价格战对下游车型销量的影响, 我们下调盈利预测, 预期 22/23/24 年利润为 5.4/7.2/9.7 亿 (原 23/24 年预计 5.9/8.0 亿), 对应 PE 分别 28/21/16x, 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	536	719	964
(+/-%)	64.9%	27.4%	41.0%	34.0%	34.1%
每股收益(元)	0.63	0.80	1.13	1.51	2.02
EBIT Margin	5.8%	6.3%	6.6%	7.0%	7.5%
净资产收益率 (ROE)	7.7%	9.1%	11.8%	14.4%	17.1%
市盈率 (PE)	50.7	39.9	28.3	21.1	15.7
EV/EBITDA	42.4	33.1	28.2	22.7	18.5
市净率 (PB)	3.90	3.62	3.34	3.03	2.69

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

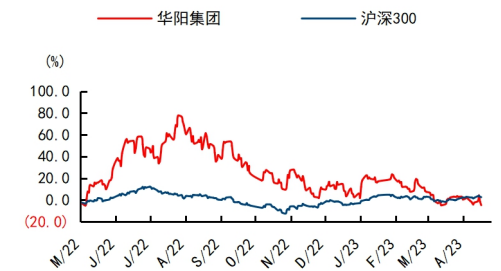
证券分析师: 唐旭霞
0755-81981814
tangxx@guosen.com.cn
S0980519080002

联系人: 杨彬
0755-81982771
yangshan@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	30.85 元
总市值/流通市值	14694/14657 百万元
52 周最高价/最低价	58.58/26.15 元
近 3 个月日均成交额	172.75 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

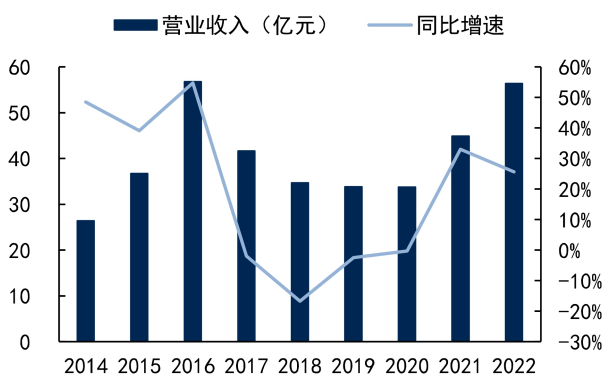
- 《华阳集团 (002906.SZ) - 单三季度营收同比增长 41%, 汽车电子新品有序量产》——2022-10-29
- 《华阳集团 (002906.SZ) - 二季度净利润同比增长 14%, 新订单持续开拓》——2022-08-22
- 《华阳集团 (002906.SZ) - 战略合作华为, 打开 HUD 业务更大市场空间》——2022-07-01
- 《华阳集团 (002906.SZ) - 汽车电子核心企业, 打造智能座舱生态》——2022-06-09
- 《华阳集团-002906-2021 年度业绩预告点评: 2021 年利润增速超 50%, 智能化业务稳健发展》——2022-01-25

2022 年华阳集团归母净利润同比增加 27%，2022Q4 营收创单季新高。公司 2022 年实现营收 56.38 亿元，同比增加 25.61%，归母净利润 3.80 亿元，同比增加 27.40%。拆单季度看，公司 2022Q4 实现营收 16.29 亿元，同比增加 20.04%（延续高增，Q1/Q2/Q3 增速分别为 25%/18%/41%），环比增加 6.98%，归母净利润 1.13 亿元，同比增加 25.39%，环比增加 8.68%。**分产品看**，公司 2022 年汽车电子实现营收 37.45 亿元，同比+27.14%，毛利率 21.28%，同比+0.09pct；精密压铸实现营收 13.24 亿元，同比+41.10%，毛利率 25.96%，同比+0.23pct；精密电子部件实现营收 3.31 亿元，同比-3.88%；LED 照明实现营收 1.28 亿元，同比-21.62%。

2023Q1 公司营收 13 亿元，同比+10%。公司 2023Q1 实现营收 13.15 亿元，同比增加 9.63%，环比减少 19.27%；归母净利 0.78 亿元，同比增加 12.10%，环比减少 31.62%。

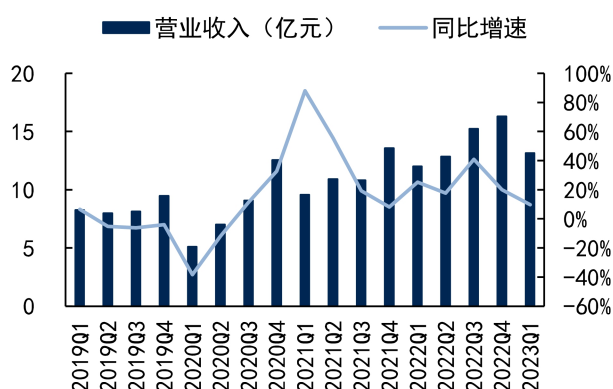
整体来看，公司 2022 年业绩延续高增长，22Q4 营收创单季新高，23Q1 归母净利润稳健增长。2022 年，虽面临经济环境复杂多变、汇率大幅波动、生产节奏受冲击、供应链不畅等挑战，公司汽车电子、精密压铸业务业绩稳步提升，新客户、新产品有序量产，营业增速 26%，超越汽车行业产量增速 22pct。2023Q1，公司实现增速 10%，超越汽车行业产量增速 14pct。随着核心客户产销恢复，叠加新项目逐步放量，公司汽车电子及精密压铸营业收入稳健增长。

图1：华阳集团营业收入及同比增速



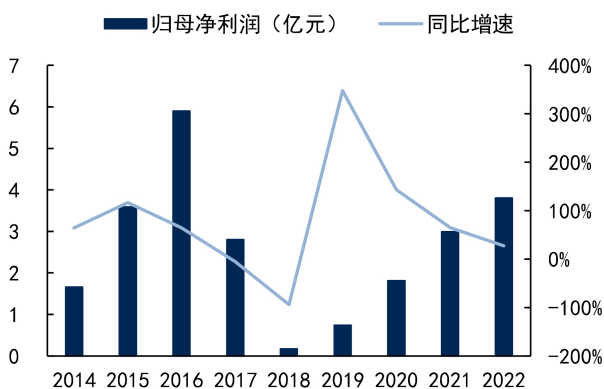
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：华阳集团单季度营业收入及同比增速



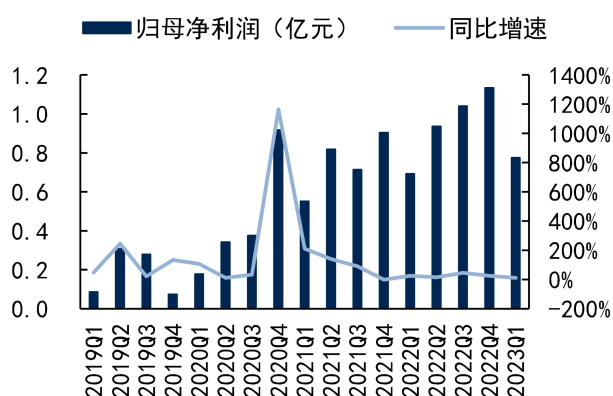
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：华阳集团归母净利润及同比增速



请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

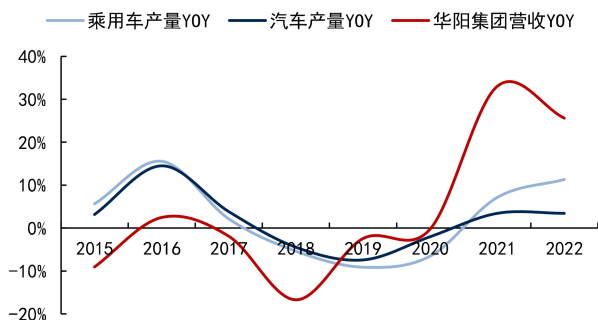
图4：华阳集团单季度归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

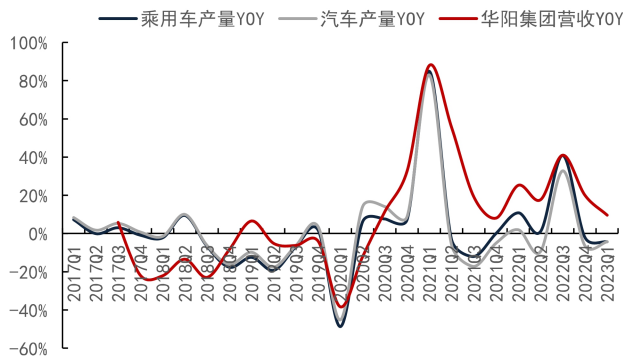
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

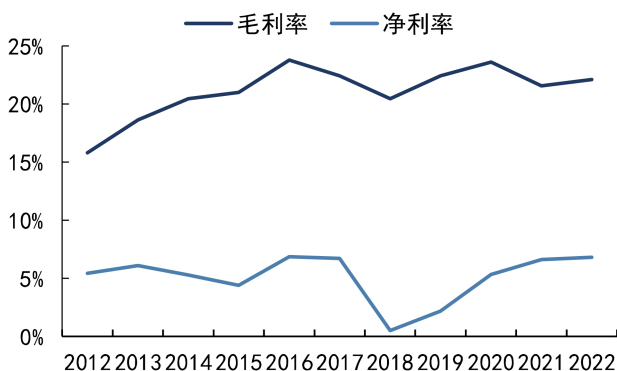


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2022年，公司毛利率同比提升0.5pct。2022年公司毛利率为22.1%，同比+0.5pct，净利率为6.8%，同比+0.2pct，净利率为6.8%，同比+0.2pct，拆单季度看，2022Q4毛利率22.5%，同比+4.1pct，环比-0.2pct，净利率7.0%，同比+0.4pct，环比+0.1pct。

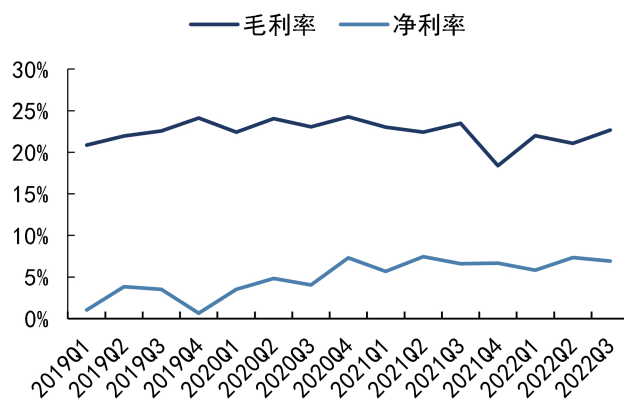
2023Q1毛利率同比提升0.3pct，净利率环比有所下滑。2023Q1公司毛利率为22.3%，同比+0.3pct，环比-0.1pct；净利率为6.0%，同比+0.2pct，环比-1.1pct。公司2023Q1净利率有所下滑，主要与公司研发投入加大有关（23Q1研发费用率环比+1.7pct）。

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

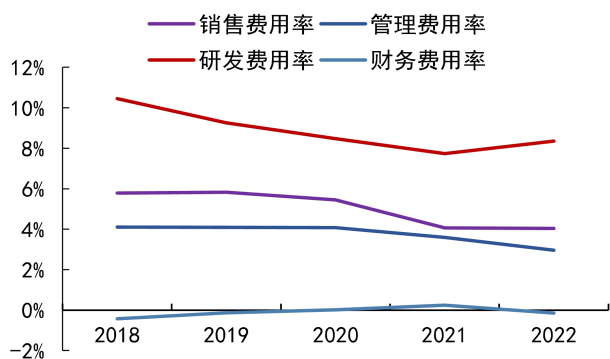


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2022年费用率稳中有降，研发支出加大。2022年，公司四费率为15.2%，同比-0.4pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为4.0%/3.0%/8.4%/-0.2%，同比分别变动+0.0/-0.6/+0.6/-0.4pct。拆单季度看，2022Q4四费率为14.6%，同+2.4pct，环比-0.7pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为4.1%/2.7%/8.0%/-0.3%，同比分别变动+3.5/-0.8/+0.4/-0.7pct，环比分别变动+0.1/+0.0/-0.7/-0.1pct。

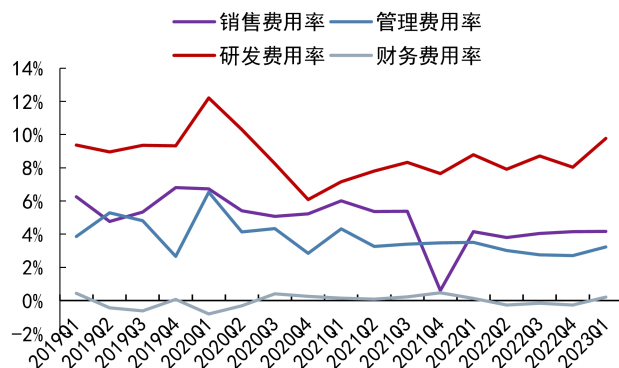
项目增加，研发投入增加，公司 2023Q1 研发费用率环比+1.7pct。2023Q1 公司四费率为 17.4%，同比+0.8pct，环比+2.7pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.2%/3.2%/9.8%/0.2%，同比分别变动+0.0/-0.3/+1.0/+0.1pct，环比变动+0.0/+0.5/+1.7/+0.5pct。伴随公司获取的项目增加，研发投入增加。

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

公司围绕汽车智能化、轻量化，在汽车电子、精密压铸业务加大研发投入，主要用于项目研发和前瞻性技术研发。2022 年公司完成多个智能化、轻量化新产品的量产开发，持续加强迭代升级和集成能力；加快智能驾驶业务布局。进一步拓展和丰富公司产品线，提升了竞争力。

表1：2022 年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
智能座舱域控平台开发	丰富座舱域控平台方案，完成虚拟化、快速休眠唤醒、多设备共享等关键技术研发，融合多方的生态功能。	已实现量产并陆续获取新定点项目。
自动泊车产品开发	完成多类特殊场景算法设计并攻克关键技术。	已实现量产并获取新定点项目。
数字声学产品开发	研发双 DSP 智能声学产品平台，实现主动降噪、模拟声浪、音场改善等功能。	已实现量产并获取多个新定点项目。
数字钥匙产品开发	搭建基于 NFC、BLE、UWB 等多种技术平台的产品解决方案。	完成 NFC 方案量产交付并承接新定点项目。
电子外后视镜产品开发	建设满足法规要求、集成 ADAS 功能产品平台。	完成两代平台的研发，已获客户定点项目及多个 POC 项目。
V2X 产品开发	针对车路协同，建立产品平台。	完成 V2X 应用平台，于 2022 年 9 月通过“四跨”应用示范活动测试
高精度定位产品开发	搭建多种形态的产品平台。	完成产品平台研发，已获得客户定点项目。
智能驾驶域控制器平台研发	搭建多个技术平台方案。	项目正在开发中
屏显示类产品开发	实现先进显示技术落地并持续迭代升级。	已完成 MiniLED、OLED 等技术的落地；陆续获取新定点项目。
液晶仪表产品开发	完成平台标准化，提升研发效率；实现国产化平台方案落地。	实现多个重大项目交付（含国产化平台）并陆续获取新定点项目。
HUD 产品开发	双焦面、斜投影、光波导等新技术开发。	双焦面 AR-HUD 实现技术突破并获得定点项目；国内率先实现斜投影样机开发；光波导产品开发中。
无线充电产品开发	产品智能化升级，集成 NFC 功能；建立大功率产品平台。	产品实现量产交付并陆续获得新定点项目。
精密运动机构产品开发	建立屏类运动机构主流平台，改善喇叭类运动机构形式，扩展香氛、动态内饰机构。	多个产品品类量产并获得新定点项目。
新能源三电系统关键零部件压铸技术的研究与开发	新能源三电系统的订单增多，完成客户项目开发。	实现多个项目的量产交付
激光雷达探头壳体压铸技术的研究与开发	高精度模具与压铸工艺配合，攻克压铸关键尺寸不稳定难题。	已实现新项目批量生产交付
汽车连接器高速多滑块机压铸技术的研究与开发	实现汽车连接器壳体类产品线的高速多轴机压铸生产技术突破。	已实现生产技术突破
精密压铸系统高真空阀的研究与开发	攻克压铸高真空阀体结构设计及生产问题。	已实现真空阀体完全内制化，并在多个项目中推广应用
其他基于已定点项目的研发	按时按质开发出客户需求的产品。	已量产/开发中

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

	2022 年	2021 年	变动比例
研发人员数量（人）	2,015	1,797	12.13%
研发人员数量占比	34.19%	34.05%	0.14%
研发人员学历结构			
本科	1,083	827	30.96%
硕士	83	66	25.76%
本科以下	849	904	-6.08%
研发人员年龄构成			
30 岁以下	904	732	23.33%
30~40 岁	769	730	5.34%
40 岁以上	342	335	2.09%

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，公司汽车电子板块业务涵盖“智能座舱、智能驾驶、智能网联”三大领域，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，与汽车厂商、行业伙伴共创共建生态链，让用户享受更有魅力的智能汽车生活。以用户体验和使用价值为导向，围绕汽车驾驶、汽车生活，从视觉、触觉、听觉、嗅觉多维度出发，运用软件、硬件系统及生态资源，融合触控、智能语音、视觉识别、手势识别、智能显示等实现多模态交互，满足不同应用场景，为用户提供集出行、生活、娱乐为一体的沉浸式座舱体验。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，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11：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 12：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

汽车电子产品线不断拓展，单车价值量提升。智能座舱域控、数字声学系统、自动泊车、数字钥匙等多类新产品量产并承接较多的新定点项目；屏显示类、液晶仪表、HUD、车载无线充电等出货量同比大幅增长。随着产品线不断拓展，公司将为客户提供更全面的整体解决方案，持续提升单车价值量。

汽车电子业务产品及技术迭代升级取得进展：AR-HUD 技术路线不断丰富，光学创新方面，双焦面 AR-HUD 产品获得定点项目，斜投影 AR-HUD 产品参与外资全球化项目竞标中，与华为合作的 LCoS AR-HUD 项目已投入开发，实现 TFT、DLP、LCoS 成像技术的全面布局，同时开启光波导技术预研；大功率车载无线充电产品实现量产，可集成 NFC 功能；国产化高端仪表平台方案实现量产；屏显示类产品全面导入平台化设计，可依照车厂技术要求，实现一体黑、薄型化、长条贯穿屏等技术；精密运动机构采用独特噪音处理技术实现产品升级；电子外后视镜第二代产品集成 ADAS 功能，获得定点项目；V2X 产品通过 2022 C-V2X “四跨”（柳州）应用示范活动测试；高精度定位产品获得定点项目；针对市场需求规划了多个驾驶域控平台并投入开发。

图 13：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 14：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

内外赋能，加快汽车电子新产品新技术布局。2022 年，公司加快智能驾驶领域布局，下属公司华阳通用新设立全资子公司华阳驭驾（广州）科技有限公司，主要发展智能驾驶业务，致力于相关的软硬件研发、测试服务和技术咨询等；自建多功能自动泊车测试场地并投入使用。2022 年，下属公司华阳多媒体与华为签署了

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 领域进行深入合作；与深圳珑璟光电科技有限公司签署战略合作协议，专注光波导技术应用的开发；加入中国智能网联汽车产业创新联盟并成为理事单位，与华为等行业伙伴共同牵头成立“智能车载光显示任务组”。**2023年4月18日，第二十二届上海国际汽车工业展览会现场，华阳通用与先锋中国举行战略合作发布仪式**，双方优势互补，联合打造数字声学系统解决方案，现已承接了多个车厂前装项目。**2023年4月19日，在第二十二届上海国际汽车工业展览会现场，华阳多媒体与美国 CY Vision Inc 签署战略合作协议**，正式宣告双方在裸眼 3D AR-HUD 领域展开战略合作。

图 15：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



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

图 16：华阳多媒体与珑璟光电签署光波导 AR-HUD 技术开发战略合作协议



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

图 17：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 18：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

客户维度，公司汽车电子业务大客户数量和项目增多，持续突破合资、新势力和国际车企客户，新能源车项目大幅增加。2022年，公司获得 Stellantis 集团、长安福特、长安马自达、北京现代、悦达起亚、VinFast、长城、长安、吉利、广汽、北汽、比亚迪、奇瑞、东风乘用车、一汽红旗、赛力斯、蔚来、理想、小鹏、小桔智能 等客户的新定点项目，一批潜在的优质客户正在推进中。2022年，公司凭借优秀的产品力、响应服务和保交付能力获得客户的高度认可，集团下属公司获得长城汽车“协同贡献奖”、长城汽车哈弗“优秀供应商-卓越质量奖”、广汽传祺“科技创新奖”、奇瑞汽车“卓越质量表现奖”及“最佳开发奖”、江汽集团“优秀供应商”称号、东风柳汽“先进供应商奖”、郑州日产“优秀开发奖”、岚图汽车“优秀供应商·技术创新奖”等多项荣誉。

● 精密压铸

产品维度，公司汽车精密压铸业务主要从事铝合金、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，并建立了模具加工及表面处理能力，打造一站式服务模式，提升产品配套及交付能力。目前拥有汽车关键零部件、精密 3C 电子部件及工业控制部件等产品类别，公司专注“高精尖”领域，汽车关键零部件产品为核心业务，产品应用在动力系统、制动系统、转向系统、新能源三电系统、热管理系统和汽车电子零部件（HUD、激光雷达、毫米波雷达）等为客户提供有竞争力的、安心的产品与服务。

图19：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**。新能源三电系统、热管理系统和汽车电子零部件（HUD、激光雷达、毫米波雷达）等新应用领域的项目不断增加，多个高难度、高精度产品相继量产，产品类别从小件逐步向中大件延伸。随着应用领域的扩展，业务增量空间扩大。精密压铸业务抓住新能源汽车的发展机遇，在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方面取得新的突破，其中高强韧铝合金产品生产、高精密阀体加工、摩擦焊接等技术取得应用性突破，助推汽车零部件轻量化、智能化等产品线加速发展。

客户维度，公司精密压铸业务产品应用领域拓展，**新能源和汽车电子订单占比大幅增加**。2022 年公司成功导入比亚迪、博世、博格华纳、宁德时代、泰科、法雷奥、蒂森克虏伯、捷普、大疆、大陆、纬湃、海拉、莫仕、伟世通、舍弗勒、采埃孚、电装、爱信、亿纬锂能、日本精机等客户的新项目。

图20：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21：华阳精机连续两年蝉联采埃孚“最佳质量奖”



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

投资建议：下调盈利预测，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。**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，规划多个自动驾驶域控方案并陆续投入开发。

3) **客户结构逐年优化，客户群体覆盖头部、头部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、广汽、吉利、北汽等）均有应用；积极开拓新势力客户，2022 年承接了蔚来、理想、小鹏、金康赛力斯等客户的新项目定点。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，汽车电子产品在 Stellantis 集团、长安福特、长安马自达、北京现代、悦达起亚、VinFast 等客户配套量产。

投资建议：下调盈利预测，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、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，目前规划多个自动驾驶域控方案并陆续投入开发，后续丰富订单量产，有望持续超越行业。考虑到公司研发支出加大，叠加价格战对下游车型销量的影响，我们下调盈利预测，预期 22/23/24 年利润为 5.4/7.2/9.7 亿（原 23/24 年预计 5.9/8.0 亿），对应 PE 分别 28/21/16x，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、四维图新作为可比公司，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 37 倍，更新华阳集团一年期目标估值（对应 2024 年）为 38-45 元（对应 2024 年 PE 25-30 倍），维持买入评级。

表3：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		
			20230420	20230420	亿元	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E		
002405.SZ	四维图新	无评级	13.51	13.51	321.58	-0.02	0.14	0.22	-	97	61		
002920.SZ	德赛西威	买入	114.75	114.75	618.66	2.13	3.01	4.15	54	38	28		
603786.SH	科博达	买入	58.00	58.00	227.99	1.11	1.82	2.58	52	32	22		
平均									53	55	37		
002906.SZ	华阳集团	买入	31.88	31.88	146.94	0.80	1.13	1.51	40	28	21		

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（注：四维图新取Wind一致预期）

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。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		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	2421	3114	3986	营业成本	3520	4392	5733	7354	9401
存货净额	914	1234	1504	1937	2487	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	298	383	485
流动资产合计	4017	4597	5362	6698	8384	管理费用	161	167	199	244	311
固定资产	1316	1603	1656	1695	1722	研发费用	347	471	619	786	970
无形资产及其他	155	191	185	178	171	财务费用	11	(9)	0	0	0
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
资产总计	6049	6997	7818	9196	10914	其他收入	(397)	(525)	(619)	(786)	(970)
短期借款及交易性金融负债	158	191	416	558	678	营业利润	274	355	530	709	950
应付款项	1211	1928	1842	2372	3045	营业外净收支	(4)	(2)	(3)	(3)	(3)
其他流动负债	551	428	731	940	1206	利润总额	270	353	527	706	947
流动负债合计	1920	2546	2989	3870	4928	所得税费用	(28)	(32)	(16)	(21)	(28)
长期借款及应付债券	109	58	58	58	58	少数股东损益	(1)	4	6	8	11
其他长期负债	122	177	202	227	252	归属于母公司净利润	299	380	536	719	964
长期负债合计	231	235	260	285	310	现金流量表 (百万元)					
负债合计	2152	2781	3249	4155	5238	净利润	299	380	536	719	964
少数股东权益	19	23	27	32	40	资产减值准备	(36)	27	7	1	1
股东权益	3878	4193	4542	5009	5635	折旧摊销	147	186	171	187	200
负债和股东权益总计	6049	6997	7818	9196	10914	公允价值变动损失	(26)	(18)	(22)	(20)	(21)
关键财务与估值指标						财务费用	11	(9)	0	0	0
每股收益	0.63	0.80	1.13	1.51	2.02	营运资本变动	(97)	(155)	(568)	(571)	(722)
每股红利	0.21	0.23	0.39	0.53	0.71	其它	36	(24)	(3)	4	6
每股净资产	8.17	8.81	9.54	10.52	11.84	经营活动现金流	322	397	121	321	429
ROIC	8.03%	10.54%	11%	13%	16%	资本开支	0	(483)	(201)	(201)	(201)
ROE	7.70%	9.07%	12%	14%	17%	其它投资现金流	65	35	0	0	0
毛利率	22%	22%	22%	22%	22%	投资活动现金流	54	(463)	(211)	(211)	(211)
EBIT Margin	6%	6%	7%	7%	7%	权益性融资	(4)	23	0	0	0
EBITDA Margin	9%	10%	9%	9%	9%	负债净变化	109	(51)	0	0	0
收入增长	33%	26%	31%	29%	28%	支付股利、利息	(102)	(110)	(188)	(252)	(337)
净利润增长率	65%	27%	41%	34%	34%	其它融资现金流	(144)	180	225	142	120
资产负债率	36%	40%	42%	46%	48%	融资活动现金流	(133)	(118)	38	(110)	(218)
股息率	0.7%	0.7%	1.2%	1.7%	2.2%	现金净变动	243	(184)	(53)	0	0
P/E	50.7	39.9	28.3	21.1	15.7	货币资金的期初余额	694	936	753	700	700
P/B	3.9	3.6	3.3	3.0	2.7	货币资金的期末余额	936	753	700	700	700
EV/EBITDA	42.4	33.1	28.2	22.7	18.5	企业自由现金流	0	(64)	(101)	99	208
						权益自由现金流	0	66	124	241	328

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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