

002906.SZ
买入

原评级：买入

市场价格：人民币 29.53

板块评级：强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(14.0)	(8.7)	(22.2)	(7.6)
相对深圳成指	(17.0)	(8.9)	(17.8)	(10.9)

发行股数(百万)	476.16
流通股(百万)	474.96
总市值(人民币 百万)	14,061.03
3个月日均交易额(人民币 百万)	172.19
主要股东	
江苏华越投资有限公司	56.86

 资料来源：公司公告，Wind，中银证券
 以2023年4月21日收市价为标准

相关研究报告

《华阳集团：Q3 业绩高速增长，汽车电子产品前景看好》20221031

《华阳集团：业绩高速增长，产品及产能扩张前景看好》20220820

 中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

汽车：汽车零部件

证券分析师：朱朋

(8621)20328314

peng.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517060001

华阳集团

业绩高速增长，双主业驱动业绩持续增长

公司发布2022年报及2023年一季度报，2022年共实现营业收入56.4亿元，同比增长25.6%，归母净利润3.8亿元，同比增长27.4%，每股收益0.80元，拟每10股派发现金红利2.50元(含税)。其中22Q4共实现营业收入16.3亿元(+20.0%)，实现归母净利润1.1亿元(+25.4%)。23Q1实现归母净利润0.8亿元(+12.1%)。公司汽车电子业务HUD技术储备丰富，出货量持续提升，新产品不断拓展；精密压铸业务技术有所突破，产品向中大件延伸；双主业有望驱动业绩持续增长，长期发展看好。我们预计公司2023-2025年每股收益分别为1.16元、1.56元、2.04元，维持买入评级，持续推荐。

支撑评级的要点

■ **22Q4 盈利大幅增长，业绩表现出色。**2022年公司实现营收56.4亿元，同比增长25.6%，其中汽车电子37.5亿元(+27.1%)、精密压铸13.2亿元(+41.1%)。全年毛利率22.1%，同比增长0.5pct，预计主要是产品结构及汇率变动所致。全年销售费用同比增长24.9%，预计主要是营收增长带动相关费用增加所致；管理费用同比增长3.5%；财务费用同比下降179.6%，主要是汇兑收益增加所致；研发费用同比增长35.5%，主要是研发项目及投入增加所致；四项费用率同比下降0.4pct。收入及毛利率增长、费用率下降，全年扣非归母净利润3.6亿元(+37.3%)。其中22Q4公司实现营收16.3亿元，同比增长20.0%，毛利率同比提升4.1pct，归母净利润同比增长25.4%。2023年Q1公司实现营收13.2亿元，同比增长9.6%，毛利率同比提升0.3pct，归母净利润同比增长12.1%，在下游汽车销量下降的情况下，业绩同比仍有较快增长。公司新产品持续推出，产品矩阵不断完善，合作客户积极拓展，后续业绩有望进一步提升。

■ **多项业务迭代升级，新产品持续推出。**汽车电子业务方面，重点产品HUD市场渗透率持续提升。公司AR-HUD技术路线不断丰富，出货量同比大幅增长。双焦面AR-HUD获定点、斜投影AR-HUD产品参与全球化项目竞标、与华为合作的LCoSAR-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。此外大功率车载无线充电产品、国产化高端仪表平台方案实现量产；高精度定位产品、集成ADAS功能的第二代电子外后视镜获得定点项目；多个驾驶域控平台并投入开发。持续拓宽的产品矩阵使得公司能为客户提供更全面的整体解决方案，持续提升单车价值量。精密压铸业务方面，公司在新能源汽车关键零部件制造工艺开发、高精数控加工、半总成装配关联技术等方面取得新的突破，产品类别从小件逐步向中大件延伸。产品与技术的不断升级有望推动公司业绩持续增长。

■ **客户持续开拓，结构不断优化。**公司汽车电子业务持续突破，获得多家合资、新势力和国际车企客户的新定点项目。精密压铸业务中新能源和汽车电子订单占比大幅增加，成功导入如比亚迪等主机厂及博世、博格华纳等零部件供应商的新项目。不断开拓的新订单和客户为公司业绩增长提供有效支撑。

估值

■ 考虑到下游汽车销量承压，我们小幅调整了盈利预测，预计公司2023-2025年每股收益分别为1.16元、1.56元、2.04元，维持买入评级。

评级面临的主要风险

■ 1) 汽车销量下滑；2) 原材料涨价及产品降价；3) 研发进度不及预期。

投资摘要

年结日：12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	4,488	5,638	7,240	9,012	10,954
增长率(%)	33.0	25.6	28.4	24.5	21.5
EBITDA(人民币 百万)	371	479	675	888	1,138
归母净利润(人民币 百万)	299	380	551	742	971
增长率(%)	64.9	27.4	44.8	34.6	30.9
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.63	0.80	1.16	1.56	2.04
原先预测摊薄每股收益(人民币)			1.23	1.72	
调整幅度(%)			(5.8)	(9.7)	
市盈率(倍)	47.1	37.0	25.5	19.0	14.5
市净率(倍)	3.6	3.4	3.1	2.8	2.4
EV/EBITDA(倍)	68.3	31.7	20.0	15.2	11.9
每股股息(人民币)	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6
股息率(%)	0.4	0.8	1.2	1.7	2.2

资料来源：公司公告，中银证券预测

图表 1. 2022 年业绩摘要

(人民币, 百万元)	2022	2021	同比变动(%)
营业总收入	5,637.9	4,488.3	25.6
营业利润	354.6	274.0	29.4
净利润	384.6	297.6	29.2
归属于上市公司股东的净利润	380.5	298.6	27.4
扣非后归属于上市公司股东的净利润	356.2	259.5	37.3
营业成本	4,391.9	3,520.2	24.8
毛利润	1,246.0	968.1	28.7
销售费用	227.9	182.4	24.9
管理费用	166.6	160.9	3.5
研发费用	470.9	347.4	35.5
财务费用	(8.7)	10.9	(179.6)
资产+信用减值损失	(64.8)	(38.2)	69.5
销售费用率(%)	4.0	4.1	减少 0.0pct
管理费用率(%)	3.0	3.6	减少 0.6pct
研发费用率(%)	8.4	7.7	增加 0.6pct
财务费用率(%)	(0.2)	0.2	减少 0.4pct
毛利率(%)	22.1	21.6	增加 0.5pct
净利率(%)	6.8	6.6	增加 0.2pct

资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 2. 2022 年第四季度业绩摘要

(人民币, 百万元)	2022Q4	2021Q4	同比变动(%)
营业收入	1,629.5	1,357.5	20.0
营业利润	102.6	71.6	43.4
净利润	114.8	90.6	26.7
归属于上市公司股东的净利润	113.4	90.4	25.4
扣非后归属于上市公司股东的净利润	108.7	83.6	30.0
营业成本	1,263.5	1,108.1	14.0
毛利润	366.0	249.4	46.8
销售费用	67.6	8.2	726.7
管理费用	44.1	47.2	(6.5)
研发费用	131.0	103.8	26.3
财务费用	(4.4)	6.3	(168.8)
资产+信用减值损失	(37.9)	(21.4)	76.7
销售费用率(%)	4.1	0.6	增加 3.5pct
管理费用率(%)	2.7	3.5	减少 0.8pct
研发费用率(%)	8.0	7.6	增加 0.4pct
财务费用率(%)	(0.3)	0.5	减少 0.7pct
毛利率(%)	22.5	18.4	增加 4.1pct
净利率(%)	7.0	6.7	增加 0.4pct

资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 3. 2023 年第一季度业绩摘要

(人民币, 百万元)	2023Q1	2022Q1	同比变动(%)
营业收入	1,315.4	1,199.9	9.6
营业利润	71.4	65.3	9.3
净利润	78.6	69.9	12.5
归属于上市公司股东的净利润	77.5	69.2	12.1
扣非后归属于上市公司股东的净利润	72.8	65.2	11.6
营业成本	1,021.8	936.2	9.1
毛利润	293.6	263.7	11.3
销售费用	54.7	49.9	9.7
管理费用	42.5	42.0	1.1
研发费用	128.4	105.4	21.8
财务费用	2.7	1.5	77.2
资产+信用减值损失	2.6	(1.1)	(337.7)
销售费用率(%)	4.2	4.2	增加 0.0pct
管理费用率(%)	3.2	3.5	减少 0.3pct
研发费用率(%)	9.8	8.8	增加 1.0pct
财务费用率(%)	0.2	0.1	增加 0.1pct
毛利率(%)	22.3	22.0	增加 0.3pct
净利率(%)	6.0	5.8	增加 0.2pct

资料来源: 公司公告, 中银证券

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4,488	5,638	7,240	9,012	10,954
营业收入	4,488	5,638	7,240	9,012	10,954
营业成本	3,520	4,392	5,614	6,965	8,438
营业税金及附加	17	25	32	39	48
销售费用	182	228	290	351	423
管理费用	161	167	210	260	312
研发费用	347	471	594	721	843
财务费用	11	(9)	5	14	23
其他收益	19	31	31	32	33
资产减值损失	(26)	(19)	(13)	(12)	(11)
信用减值损失	(12)	(46)	(36)	(29)	(23)
资产处置收益	(4)	0	10	10	10
公允价值变动收益	0	(1)	0	0	0
投资收益	48	26	25	26	27
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	274	355	513	689	902
营业外收入	1	2	2	2	2
营业外支出	5	4	3	3	3
利润总额	270	353	511	688	900
所得税	(28)	(32)	(46)	(62)	(81)
净利润	298	385	557	750	982
少数股东损益	(1)	4	6	8	10
归母净利润	299	380	551	742	971
EBITDA	371	479	675	888	1,138
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.63	0.80	1.16	1.56	2.04

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	4,017	4,597	5,497	6,809	8,555
货币资金	936	753	724	901	1,095
应收账款	1,537	1,978	2,487	3,020	3,917
应收票据	0	0	0	0	0
存货	914	1,234	1,355	1,934	2,074
预付账款	36	59	50	84	86
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	594	574	881	870	1,382
非流动资产	2,032	2,400	2,483	2,516	2,514
长期投资	171	190	190	190	190
固定资产	1,202	1,466	1,548	1,594	1,610
无形资产	155	191	229	231	228
其他长期资产	503	553	517	501	486
资产合计	6,049	6,997	7,980	9,325	11,069
流动负债	1,920	2,546	3,230	4,044	5,117
短期借款	157	189	337	571	769
应付账款	734	1,047	1,230	1,587	1,832
其他流动负债	1,029	1,311	1,663	1,886	2,517
非流动负债	231	235	149	163	156
长期借款	109	58	0	0	0
其他长期负债	122	177	149	163	156
负债合计	2,152	2,781	3,379	4,207	5,273
股本	475	476	476	476	476
少数股东权益	19	23	29	37	48
归属母公司股东权益	3,878	4,193	4,572	5,081	5,748
负债和股东权益合计	6,049	6,997	7,980	9,325	11,069

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	298	385	557	750	982
折旧摊销	148	188	223	253	283
营运资金变动	84	(206)	(393)	(555)	(676)
其他	(61)	(28)	(49)	(13)	(19)
经营活动现金流	469	339	338	435	570
资本支出	(297)	(438)	(312)	(283)	(284)
投资变动	50	16	0	0	0
其他	(149)	44	35	36	37
投资活动现金流	(396)	(378)	(277)	(247)	(247)
银行借款	266	(19)	90	234	198
股权融资	(115)	(119)	(172)	(232)	(304)
其他	(9)	12	(7)	(13)	(24)
筹资活动现金流	141	(126)	(89)	(11)	(130)
净现金流	215	(165)	(28)	177	194

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入增长率(%)	33.0	25.6	28.4	24.5	21.5
营业利润增长率(%)	56.5	29.4	44.5	34.4	30.8
归属于母公司净利润增长率(%)	64.9	27.4	44.8	34.6	30.9
息税前利润增长率(%)	118.7	31.1	55.2	40.4	34.7
息税折旧前利润增长率(%)	60.8	29.3	40.7	31.6	28.2
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	64.9	27.4	44.8	34.6	30.9
获利能力					
息税前利润率(%)	4.9	5.2	6.2	7.0	7.8
营业利润率(%)	6.1	6.3	7.1	7.6	8.2
毛利率(%)	21.6	22.1	22.5	22.7	23.0
归母净利润率(%)	6.7	6.7	7.6	8.2	8.9
ROE(%)	7.7	9.1	12.0	14.6	16.9
ROIC(%)	7.9	8.9	12.3	15.1	17.7
偿债能力					
资产负债率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
净负债权益比	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
流动比率	2.1	1.8	1.7	1.7	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.9	1.0	1.0	1.1
应收账款周转率	3.2	3.2	3.2	3.3	3.2
应付账款周转率	6.3	6.3	6.4	6.4	6.4
费用率					
销售费用率(%)	4.1	4.0	4.0	3.9	3.9
管理费用率(%)	3.6	3.0	2.9	2.9	2.9
研发费用率(%)	7.7	8.4	8.2	8.0	7.7
财务费用率(%)	0.2	(0.2)	0.1	0.2	0.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.6	0.8	1.2	1.6	2.0
每股经营现金流(最新摊薄)	1.0	0.7	0.7	0.9	1.2
每股净资产(最新摊薄)	8.1	8.8	9.6	10.7	12.1
每股股息	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6
估值比率					
P/E(最新摊薄)	47.1	37.0	25.5	19.0	14.5
P/B(最新摊薄)	3.6	3.4	3.1	2.8	2.4
EV/EBITDA	68.3	31.7	20.0	15.2	11.9
价格/现金流(倍)	30.0	41.5	41.6	32.3	24.7

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371