

投资评级 优于大市 首次覆盖

## 聚焦智能化与轻量化，产品品类持续拓展

### 股票数据

05月10日收盘价(元)	28.95
52周股价波动(元)	27.08-58.58
总股本/流通A股(百万股)	476/475
总市值/流通市值(百万元)	13789/13754

### 相关研究

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-13.3	-15.6	-23.6
相对涨幅(%)	-11.8	-16.3	-23.2

资料来源:海通证券研究所

分析师:刘一鸣

Tel:(021)23154145

Email:lym15114@haitong.com

证书:S0850522120003

分析师:房乔华

Tel:021-23219807

Email:fqh12888@haitong.com

证书:S0850522030001

分析师:张觉尹

Tel:021-23185705

Email:zjy15229@haitong.com

证书:S0850523020001

### 投资要点:

- **公司发布2022年年报,全年业绩稳健增长,转型智能电动平台型企业。**2022年全年公司实现营收56.38亿元,同比+25.61%,归母净利润3.8亿元,同比+27.4%,毛利率为22.1%,净利率为6.82%,2022年公司的营收和净利润均实现稳健增长,我们判断主要由于公司在智能电动赛道上的全面布局,汽车电子与精密铸造业务实现放量。
- **2022Q4公司营收与净利润均创近五年单季度新高。**分单季度看,2022Q4公司实现营收16.29亿元,同比+20.04%,环比+6.98%,归母净利润1.13亿元,同比+25.39%,环比+8.68%,公司Q4营收与净利润均创近五年单季度新高;毛利率为22.46%,环比-0.22pct,净利率为6.96%,环比+0.11pct,公司Q4盈利能力基本持平。
- **公司发布2023年一季报,2023Q1公司业绩环比下滑,盈利能力有所回落。**分单季度看,2023Q1公司实现营收13.15亿元,同比+9.63%,环比-19.27%,归母净利润0.78亿元,同比+12.1%,环比-31.62%,公司23Q1营收和净利润均出现环比下滑;毛利率为22.32%,环比-0.14pct,净利率为5.89%,环比-1.06pct,盈利能力环比有所回落,我们认为Q1公司业绩环比下滑主要受春节等季节性因素影响。
- **公司聚焦高景气的智能化与轻量化赛道,产品品类持续拓展,客户结构持续优化,定增获批有望助力公司后续发展。**在产品品类方面,公司以汽车电子和精密压铸双轮驱动,产品品类持续拓展,汽车电子业务中智能座舱域控、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;精密压铸方面,新能源三电系统、热管理系统和汽车电子零部件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。在技术研发方面,公司创新产品研发持续推进落地,如AR-HUD技术路线不断丰富,双焦面AR-HUD产品获得定点项目,电子后视镜第二代产品集成ADAS功能,获得定点项目等。在客户结构方面,公司持续突破合资、新势力和国际车企客户,客户结构持续优化。在融资方面,公司非公开发行A股股票申请已于2022年底获得中国证监会核准批复,我们认为本次募资能够有效增强公司核心竞争力,助力公司长远发展。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计2023-2025年公司归母净利润分别为5.06/7.02/9.07亿元,EPS分别为1.06/1.47/1.90元,参考同行业公司估值水平,考虑到HUD等汽车电子创新产品具有高成长性,给予其2023年30-35倍PE,对应合理价值区间为31.80-37.10元,首次覆盖,给予“优于大市”评级。
- **风险提示。**汽车行业景气度下行;原材料价格大幅波动;电子产品价格下降的风险;新客户项目进度不达预期;新业务技术研发及客户开拓不达预期。

### 主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万)	4488	5638	7133	9188	11413
(+/-)YoY(%)	33.0%	25.6%	26.5%	28.8%	24.2%
净利润(百万元)	299	380	506	702	907
(+/-)YoY(%)	64.9%	27.4%	33.0%	38.8%	29.1%
全面摊薄EPS(元)	0.63	0.80	1.06	1.47	1.90
毛利率(%)	21.6%	22.1%	22.9%	23.2%	23.5%
净资产收益率(%)	7.7%	9.1%	10.8%	13.0%	14.4%

资料来源:公司年报(2021-2022),海通证券研究所

备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

### 主要盈利预测假设：

公司聚焦汽车智能化、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，各业务研发、生产、销售由各控股子公司开展。2022 年公司实现营业收入 56.38 亿元，较上年同期增长 25.61%，实现归属于上市公司股东的净利润 3.80 亿元，较上年同期增长 27.40%。公司主要业务汽车电子及精密压铸营业收入均实现增长，其中汽车电子实现营业收入 37.45 亿元，较上年同期增长 27.14%，精密压铸实现营业收入 13.24 亿元，较上年同期增长 41.10%，其他业务中 LED 照明实现营业收入 1.28 亿元，较上年同期下降 21.62%，精密电子部件实现营业收入 3.31 亿元，较上年同期下降 3.88%。从中长期看，我们认为公司聚焦高景气的智能化与轻量化赛道，产品品类持续拓展，客户结构持续优化，HUD 等创新型汽车电子产品的放量将是公司业绩持续增长的保证，基于此我们对公司重要业务的判断如下：

1、汽车电子：主要面向整车厂提供配套服务，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。在客户和订单方面，2022 年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；在产品品类方面，汽车电子产品品类持续拓展，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；在技术研发方面，公司创新产品研发持续推进落地，汽车电子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，电子外后视镜第二代产品集成 ADAS 功能，获得定点项目。我们认为随着汽车智能化渗透率的持续提升，公司汽车电子业务有望持续放量，假设汽车电子业务 2023-2025 年营收增速分别为 27.8%/31.4%/24.2%，毛利率为 21.30%/21.40%/21.55%。

图1 公司汽车电子智能座舱产品应用场景示意图

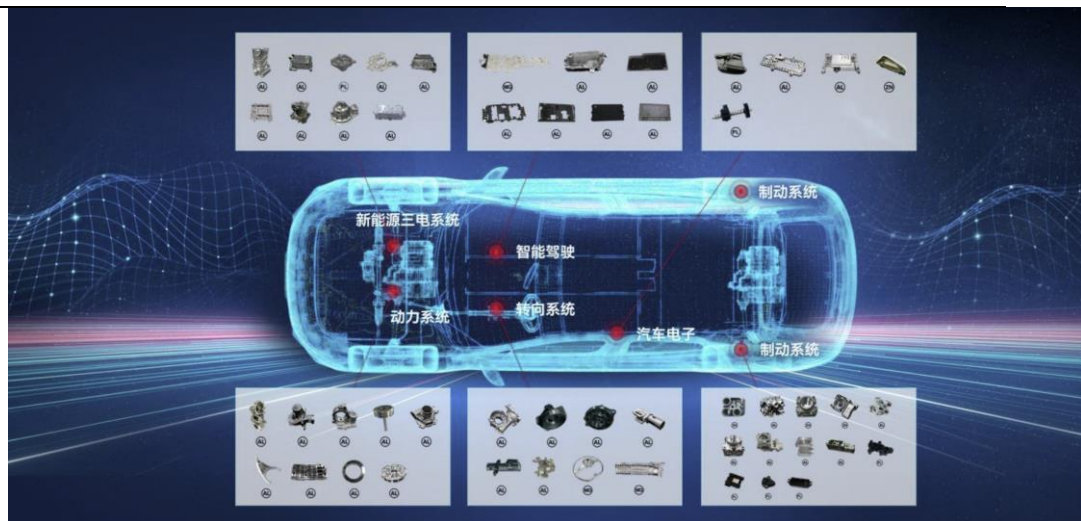


资料来源：公司 2022 年报，海通证券研究所

**图2 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 2022 年报，海通证券研究所

2、精密压铸：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。2022 年，公司精密压铸业务中新能源三电系统、热管理系统和汽车电子零部件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。我们认为随着应用领域的持续拓展，精密压铸业务的增量空间有望持续扩大。假设精密压铸业务 2023-2025 年营收增速分别为 35%/30%/30%，毛利率为 28.0%/28.5%/28.5%。

**图3 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 2022 年报，海通证券研究所

3、LED 照明、精密电子部件及其他业务：LED 照明板块拥有 LED 照明灯具、LED 封装等业务，主要产品包括智能照明、工程照明、工业和商业照明灯具，封装产品等；精密电子部件板块主要生产与光盘应用相关的产品，拥有机芯、激光头、零部件等产品线，相关产品产销量位居行业前列，激光头及零部件等产品主要为国际知名企业代工，机芯类产品为公司自主研发，并根据客户订单安排生产。我们认为上述业务应用领域有所萎缩，但考虑到公司收入得占比相对较小，并非公司主要业务，并不影响公司的成长性。假设 LED 照明业务 2023-2025 年营收增速分别为 -5%/-5%/-5%，毛利率为 20%/20%/20%，精密电子部件业务 2023-2025 年营收增速分别为 -5%/-3%/-3%，毛利率为 7%/7%/7%。

基于上述假设，我们预测公司 2023-2025 年营收增速分别为 26.5%/28.8%/24.2%，毛利率分别为 22.86%/23.24%/23.50%。

**表 1 公司营收、毛利率和归母净利润情况预测**

		2022	2023E	2024E	2025E
汽车电子	营业收入 (百万元)	3745	4785	6286	7806
	YOY	27.1%	27.8%	31.4%	24.2%
	毛利率 (%)	21.28	21.30	21.40	21.55
精密铸造	营业收入 (百万元)	1324	1787	2323	3020
	YOY	41.1%	35.0%	30.0%	30.0%
	毛利率 (%)	25.96	28.00	28.50	28.50
精密电子部件	营业收入 (百万元)	331	314	305	296
	YOY	-3.9%	-5.0%	-3.0%	-3.0%
	毛利率 (%)	6.68	7.00	7.00	7.00
LED 照明器件	营业收入 (百万元)	128	122	116	110
	YOY	-21.6%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
	毛利率 (%)	20.08	20.00	20.00	20.00
其他主营业务及其他业务	营业收入 (百万元)	110	125	158	182
	YOY	13.7%	13.0%	27.2%	14.9%
	毛利率 (%)	52.26	51.79	52.47	52.80
华阳集团合计	营业总收入 (百万元)	5638	7133	9188	11413
	YOY	25.6%	26.5%	28.8%	24.2%
	营业成本 (百万元)	4392	5502	7053	8732
	YOY	24.8%	25.3%	28.2%	23.8%
	毛利率 (%)	22.10	22.86	23.24	23.50
	归母净利润 (百万元)	380	506	702	907
	YOY	27.4%	33.0%	38.8%	29.1%

资料来源：公司 2022 年报，海通证券研究所

**表 2 可比公司估值表**

代码	简称	EPS (元)			PE (倍)			PB (倍)
		2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	2023E
601799.SH	星宇股份	3.30	4.28	5.74	34	26	20	3.4
603596.SH	伯特利	1.70	2.37	3.21	39	28	20	5.3
002920.SZ	德赛西威	2.13	2.89	3.96	49	36	27	7.4
603786.SH	科博达	1.11	1.58	2.06	49	34	26	4.7
	平均值	2.06	2.78	3.74	43	31	23	5.2

资料来源：Wind，海通证券研究所

注：收盘价为 2023 年 5 月 10 日价格，EPS 为 wind 一致预期

**风险提示。**汽车行业景气度下行；原材料价格大幅波动；电子产品价格下降的风险；新客户项目进度不达预期；新业务技术研发及客户开拓不达预期。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>5638</b>	<b>7133</b>	<b>9188</b>	<b>11413</b>
每股收益	0.80	1.06	1.47	1.90	营业成本	4392	5502	7053	8732
每股净资产	8.81	9.87	11.34	13.24	毛利率%	22.1%	22.9%	23.2%	23.5%
每股经营现金流	0.71	-0.20	1.42	0.20	营业税金及附加	25	30	39	48
每股股利	0.25	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	228	289	372	462
P/E	35.89	26.99	19.44	15.06	营业费用率%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
P/B	3.26	2.91	2.53	2.16	管理费用	167	226	284	356
P/S	2.42	1.91	1.49	1.20	管理费用率%	3.0%	3.2%	3.1%	3.1%
EV/EBITDA	30.03	19.52	14.70	11.94	EBIT	322	512	710	924
股息率%	<b>0.9%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	-9	1	12	8
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-0.2%	0.0%	0.1%	0.1%
毛利率	22.1%	22.9%	23.2%	23.5%	资产减值损失	-19	-15	-10	-10
净利润率	6.7%	7.1%	7.6%	7.9%	投资收益	26	47	55	70
净资产收益率	9.1%	10.8%	13.0%	14.4%	<b>营业利润</b>	<b>355</b>	<b>491</b>	<b>696</b>	<b>934</b>
资产回报率	5.4%	6.6%	7.2%	8.3%	营业外收支	-2	-2	-2	-2
投资回报率	7.9%	10.5%	12.4%	13.2%	<b>利润总额</b>	<b>353</b>	<b>489</b>	<b>694</b>	<b>932</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	510	700	906	1133
营业收入增长率	25.6%	26.5%	28.8%	24.2%	所得税	-32	-20	-14	19
EBIT 增长率	33.4%	59.1%	38.6%	30.2%	有效所得税率%	-9.0%	-4.0%	-2.0%	2.0%
净利润增长率	27.4%	33.0%	38.8%	29.1%	少数股东损益	4	3	5	6
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>380</b>	<b>506</b>	<b>702</b>	<b>907</b>
资产负债率	39.7%	38.4%	44.5%	41.6%	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
流动比率	1.81	1.88	1.71	1.86	货币资金	753	357	773	610
速动比率	1.26	1.32	1.19	1.31	应收账款及应收票据	1978	2475	3244	3875
现金比率	0.30	0.13	0.19	0.14	存货	1234	1379	1991	2180
<b>经营效率指标</b>					其它流动资产	633	801	974	1226
应收账款周转天数	112.20	112.74	112.56	112.62	流动资产合计	4597	5011	6981	7892
存货周转天数	88.00	85.94	86.63	86.40	长期股权投资	173	188	206	227
总资产周转率	0.86	0.97	1.05	1.11	固定资产	1466	1635	1701	1760
固定资产周转率	4.23	4.60	5.51	6.60	在建工程	137	167	197	227
					无形资产	191	226	266	311
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	非流动资产合计	2400	2654	2812	2970
净利润	380	506	702	907	<b>资产总计</b>	<b>6997</b>	<b>7665</b>	<b>9793</b>	<b>10862</b>
少数股东损益	4	3	5	6	短期借款	189	262	322	386
非现金支出	253	228	228	239	应付票据及应付账款	1928	1842	3059	2980
非经营收益	-31	-28	-31	-43	预收账款	1	1	1	1
营运资金变动	-268	-806	-226	-1014	其它流动负债	429	559	701	870
<b>经营活动现金流</b>	<b>339</b>	<b>-97</b>	<b>679</b>	<b>96</b>	流动负债合计	2546	2664	4084	4238
资产	-430	-408	-317	-328	长期借款	58	98	98	98
投资	37	-37	-40	-43	其它长期负债	177	178	179	180
其他	15	46	54	69	非流动负债合计	235	276	277	278
<b>投资活动现金流</b>	<b>-378</b>	<b>-398</b>	<b>-304</b>	<b>-302</b>	<b>负债总计</b>	<b>2781</b>	<b>2940</b>	<b>4361</b>	<b>4516</b>
债权募资	-37	114	61	65	实收资本	476	476	476	476
股权募资	23	0	0	0	归属于母公司所有者权益	4193	4699	5401	6308
其他	-111	-15	-19	-22	少数股东权益	23	26	32	38
<b>融资活动现金流</b>	<b>-126</b>	<b>100</b>	<b>41</b>	<b>43</b>	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>6997</b>	<b>7665</b>	<b>9793</b>	<b>10862</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-156</b>	<b>-396</b>	<b>416</b>	<b>-163</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 10 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

刘一鸣 汽车行业  
房乔华 汽车行业  
张觉尹 汽车行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 中鼎股份,伯特利,长城汽车,中国重汽,欣锐科技,拓普集团,瑞鹄模具,阿尔特,华依科技,潍柴动力,保隆科技,奥福环保,比亚迪,骆驼股份,敏实集团,文灿股份

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。