

卡位 AR-HUD 赛道，轻量化/域控/CMS 带动二次腾飞

证券研究报告

2023 年 04 月 20 日

华阳集团 (002906.SZ) 22 年年报&23Q1 季报点评

核心结论

事件：公司公布 2022 年年报和 2023 年一季报，2022 年全年实现营收 56.4 亿元，同比增长 25.6%，其中单四季度实现营收 16.3 亿元，同比增长 20%，1Q23 公司实现营收 13.2 亿元，同比增长 9.6%；2022 年全年实现归母净利润 3.8 亿元，同比增长 27.4%，其中单四季度实现归母净利润 1.1 亿元，同比增长 25.4%，1Q23 公司实现归母净利润 0.8 亿元，同比增长 12.1%。

1Q23 毛利率凸显韧性，22 年多业务量价齐升。1) 在 1Q23 价格战环境下，毛利率稳中有升（从 22 年的 22.1% 升至 1Q23 的 22.3%），利润增速高于收入；2) 研发费率提升至 1Q23 的 10%，保障中长期增长；3) 汽车电子/精密压铸单价分别从 2021 年的 471 元/3 元上升至 2022 年的 520 元/4 元。我们认为，公司 23 年盈利水平有望在原材料降价、国产方案量产作用下维稳。

HUD 龙头深度合作华为，卡位 AR-HUD。AR-HUD 助力智能座舱多模交互、自动驾驶实景显示，有望成为智能汽车常规配置，我们预计 2025 年中国 HUD 市场规模达 131 亿元。公司是 HUD 龙头（根据高工，22 年中国 AR-HUD/1Q-3Q22 HUD 市占率达 21%/17%），与华为深度合作。公司 AR-HUD 已获华为/奇瑞/长城/长安/广汽等客户定点，市占率有望持续提升。

定增赋能，轻量化、车载声学、电子后视镜、舱/驾域控有望贡献新增长。1) 轻量化：22 年轻量化营收+yoy41%，成功导入比亚迪新项目，有望继续高增。2) 车载声学：公司与先锋电子合作车载声学系统，22 年首搭于阿维塔 11。3) 电子后视镜：公司参与法规编订，二代产品集成 ADAS 功能并获定点。4) 域控：公司携手黑莓打造座舱域控，规划开发多个智能驾驶域控平台，陆续获新定点。5) 智能驾驶：设立子公司华阳驭驾有望提速业务进展。

投资建议：HUD 龙头绑定华为，业务全面开花。预计 2023-25 年，营收为 72.1/87.8/105.8 亿元，归母净利润为 5.2/7.2/8.6 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：客户拓展不及预期；产品研发不及预期；控制器竞争加剧。

核心数据

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	4,488	5,638	7,208	8,775	10,583
增长率	33.0%	25.6%	27.8%	21.7%	20.6%
归母净利润 (百万元)	299	380	515	717	857
增长率	64.9%	27.4%	35.3%	39.2%	19.5%
每股收益 (EPS)	0.63	0.80	1.08	1.50	1.80
市盈率 (P/E)	50.8	39.9	29.5	21.2	17.7
市净率 (P/B)	3.9	3.6	3.3	2.9	2.5

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

1 | 请务必仔细阅读报告尾部的投资评级说明和声明

公司评级

买入

股票代码

002906.SZ

前次评级

买入

评级变动

维持

当前价格

31.88

近一年股价走势



分析师

刘虹辰 S0800522100001



liuhongchen@xbmail.com.cn

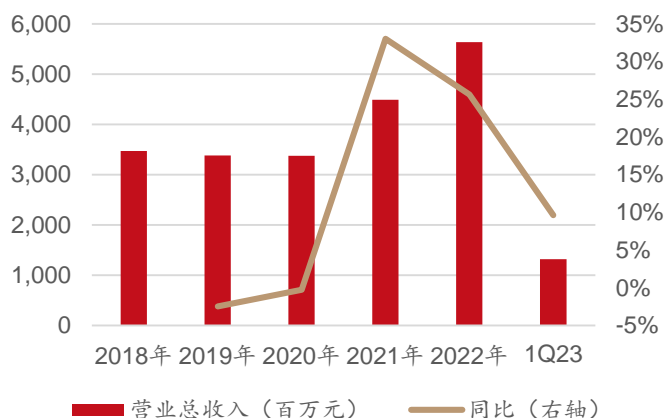
相关研究

华阳集团：AR-HUD 批量定点，域控全面布局——华阳集团 (002906.SZ) 2022 年三季报点评 2022-10-28

华阳集团：与华为实现战略合作，巩固 AR-HUD 先发优势——华阳集团 (002906.SZ) 公司事件点评 2022-07-02

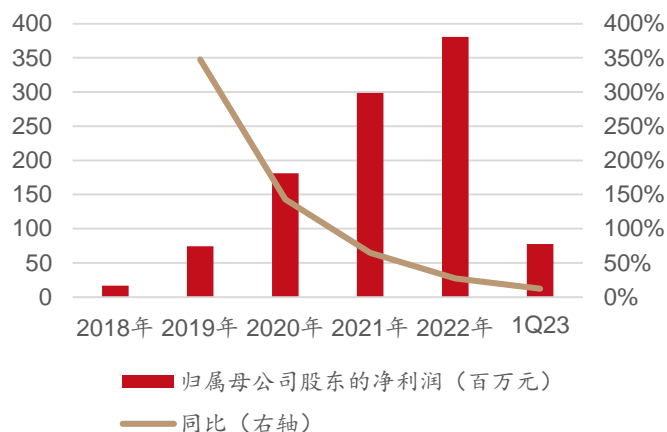
华阳集团：业绩稳健增长，占据座舱行业先机——华阳集团 (002906.SZ) 2021 年年报&2022 年 1 季报点评 2022-04-27

图 1: 公司 2018 年-1Q23 营业收入及同比增速



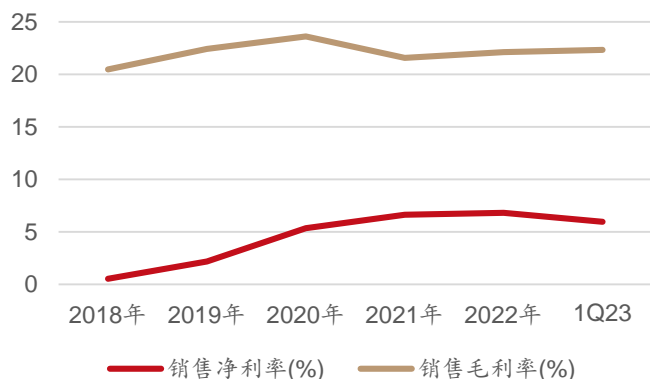
资料来源: WIND, 西部证券研发中心

图 2: 公司 2018 年-1Q23 归母净利润及同比增速



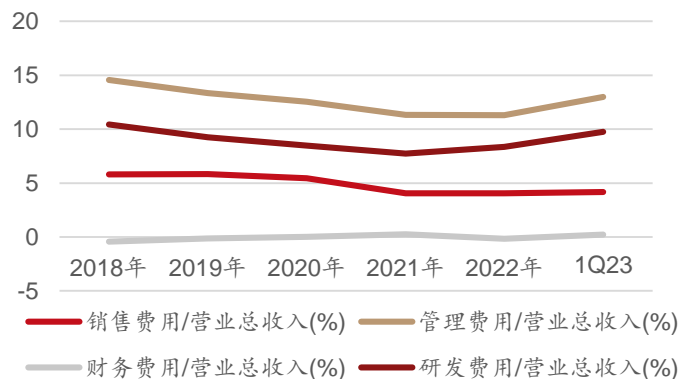
资料来源: WIND, 西部证券研发中心

图 3: 公司 2018 年-1Q23 毛利率和净利率



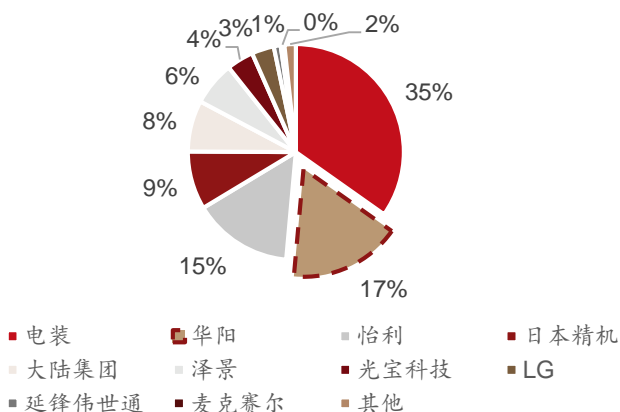
资料来源: WIND, 西部证券研发中心

图 4: 公司 2018 年-1Q23 费用率



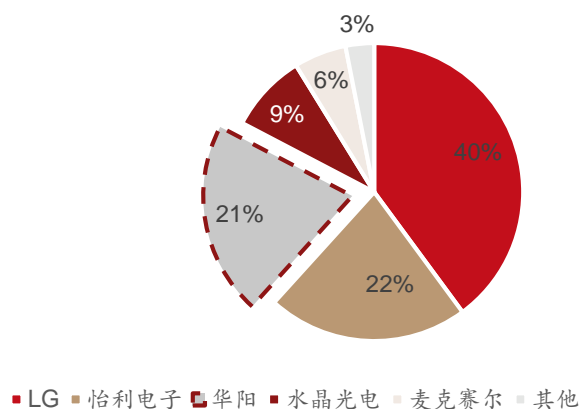
资料来源: WIND, 西部证券研发中心

图 5: 2022 年 1-9 月中国 W/AR-HUD 前装标配市占率



资料来源: 高工智能汽车, 西部证券研发中心

图 6: 2022 年乘用车 AR-HUD 前装供应商市占率



资料来源: 高工智能汽车, 西部证券研发中心

图7：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，西部证券研发中心

图8：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，西部证券研发中心

图9：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，西部证券研发中心

财务报表预测和估值数据汇总

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	794	1,231	1,729	营业收入	4,488	5,638	7,208	8,775	10,583
应收款项	1,597	2,059	2,607	3,015	3,584	营业成本	3,520	4,392	5,590	6,727	8,100
存货净额	914	1,234	1,503	1,815	2,213	营业税金及附加	17	25	28	32	39
其他流动资产	570	552	579	555	562	销售费用	182	228	288	349	420
流动资产合计	4,017	4,597	5,484	6,617	8,088	管理费用	508	637	800	963	1,174
固定资产及在建工程	1,316	1,603	1,675	1,786	1,880	财务费用	11	(9)	1	(2)	(8)
长期股权投资	158	173	173	173	173	其他费用/(-收入)	(24)	10	18	40	61
无形资产	194	222	235	261	272	营业利润	274	355	483	666	796
其他非流动资产	363	402	341	370	372	营业外净收支	(4)	(2)	(2)	(3)	(2)
非流动资产合计	2,032	2,400	2,424	2,591	2,697	利润总额	270	353	481	663	794
资产总计	6,049	6,997	7,908	9,208	10,785	所得税费用	(28)	(32)	(36)	(59)	(67)
短期借款	157	189	155	154	152	净利润	298	385	517	722	861
应付款项	1,735	2,345	2,852	3,442	4,197	少数股东损益	(1)	4	2	5	5
其他流动负债	28	12	15	18	15	归属于母公司净利润	299	380	515	717	857
流动负债合计	1,920	2,546	3,021	3,614	4,364						
长期借款及应付债券	109	58	78	104	102	财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
其他长期负债	122	177	131	143	150	盈利能力					
长期负债合计	231	235	209	247	252	ROE	8.0%	9.4%	11.6%	14.4%	15.0%
负债合计	2,152	2,781	3,230	3,861	4,616	毛利率	21.6%	22.1%	22.4%	23.3%	23.5%
股本	475	476	477	477	477	营业利润率	6.1%	6.3%	6.7%	7.6%	7.5%
股东权益	3,897	4,216	4,678	5,347	6,169	销售净利率	6.6%	6.8%	7.2%	8.2%	8.1%
负债和股东权益总计	6,049	6,997	7,908	9,208	10,785	成长能力					
						营业收入增长率	33.0%	25.6%	27.8%	21.7%	20.6%
						营业利润增长率	56.5%	29.4%	36.2%	37.8%	19.7%
						归母净利润增长率	64.9%	27.4%	35.3%	39.2%	19.5%
						偿债能力					
						资产负债率	35.6%	39.7%	40.8%	41.9%	42.8%
						流动比	2.09	1.81	1.82	1.83	1.85
						速动比	1.62	1.32	1.32	1.33	1.35
						每股指标与估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
						每股指标					
						EPS	0.63	0.80	1.08	1.50	1.80
						BVPS	8.14	8.80	9.77	11.16	12.88
						估值					
						P/E	50.8	39.9	29.5	21.2	17.7
						P/B	3.9	3.6	3.3	2.9	2.5
						P/S	3.4	2.7	2.1	1.7	1.4

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

西部证券—投资评级说明

行业评级	超配: 行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10%以上
	中配: 行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10%之间
	低配: 行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10%以上
公司评级	买入: 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
	增持: 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
	中性: 公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
	卖出: 公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

联系地址

联系地址：上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层

北京市西城区丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 513 室

深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话：021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议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客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。