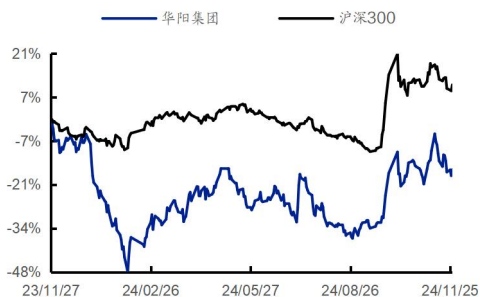


研究所：
 证券分析师：戴畅 S0350523120004
 daic@ghzq.com.cn
 证券分析师：吴铭杰 S0350524090003
 wumj@ghzq.com.cn

新产品&客户放量开启新增长周期，汽车电子平 台化龙头有望崛起

——华阳集团（002906）公司深度研究

最近一年走势



相对沪深300表现

| 表现 | 1M | 3M | 12M |
|-------|-------|-------|--------|
| 华阳集团 | -1.1% | 34.1% | -15.8% |
| 沪深300 | -1.2% | 18.2% | 11.3% |

市场数据

| 市场数据 | 2024/11/27 |
|------------|-------------|
| 当前价格(元) | 30.72 |
| 52周价格区间(元) | 18.45-37.37 |
| 总市值(百万) | 16,122.68 |
| 流通市值(百万) | 16,116.85 |
| 总股本(万股) | 52,482.67 |
| 流通股本(万股) | 52,463.72 |
| 日均成交额(百万) | 161.84 |
| 近一月换手(%) | 1.65 |

相关报告

《华阳集团(002906)2024年Q3季报点评:2024年Q3营收&归母净利润同环比提升,公司高增长逻辑持续兑现(增持)*汽车零部件*戴畅,吴铭杰》——2024-10-29

《华阳集团(002906)2024年Q3业绩预告点评:2024年Q3归母净利润预告均值同环比提升,公司进入快速上升通道(增持)*汽车零部件*戴畅,吴铭杰》——2024-10-17

投资要点:

- 公司发展历程复盘与展望：汽车电子领军企业的崛起之路。**
 - 1) 初创期（1993-2000年）。**公司成立初期主要业务为光盘机芯等产品，为后续开拓汽车电子业务提供技术基础和充沛现金流。
 - 2) 业务开拓期（2001-2012年）。**在这一阶段，公司通过设立华阳多媒体和华阳精机，开拓了汽车电子、精密铸造两大汽车业务。
 - 3) 转型加速期（2013-2020年）。**公司于2017年正式上市，上市后通过募投资金、设立子公司等方式持续扩大汽车电子业务产能，完善自身产品矩阵，抵消精密电子部件业务的持续萎缩，加速转型进程。从2019年起，得益于公司汽车业务放量，以及精密电子业务占比下降，公司业绩开始回升，突破转型阵痛期。
 - 4) 机遇期（2021年—2023年）。**在这一阶段，国内新能源车销量高速增长，公司紧抓电动化机遇，持续突破Stellantis、长安、长城、蔚来等头部主机厂，并配套建设汽车电子和精密铸造业务的产能，不断进行产品迭代，持续推出电子后视镜、舱泊一体域控等高价值量产品，凭借新能源项目的放量，公司整体营收和利润水平不断提升。
 - 5) 崛起期（2024年以来）。**公司推出舱泊一体域控，并预计于2024年下半年推出基于高通8755芯片的舱驾一体域控产品，深化智能驾驶领域的布局，展望未来，我们认为随着智能座舱、自动驾驶渗透率的提升，公司电动智能化新品和配套新客户持续放量，整体产品和客户结构有望进一步优化，进而复刻在电动化背景下的高速增长，进入新一轮智能化上行周期。
- 汽车电子：乘电动智能化浪潮，汽车电子产品布局持续深化。**未来汽车电子业务将是公司业绩的主要驱动力，我们认为公司汽车电子业务增量业务主要分为三大梯队：
 - 1) 稳中有升。**中控屏幕、仪表等产品渗透率已经较高，但作为公司底盘产品在未来2-3年内仍有望较快增长，贡献显著增量；
 - 2) 从1到10。**HUD、座舱域控等新品目前市场渗透率较低，未来有望伴随下游客户开拓快速放量，成为公司3-5年内的主要增长动力；
 - 3) 从0到1。**电子后视镜、智驾域控等产品是公司全新产品，在公司营收占比较低，处于研发期或者初步量产期，后续随着公司持续布局有望实现从0到1快速发展，从10年的长期维度来看或将持续贡献增量。

《华阳集团（002906）2024年中报点评：2024年H1归母净利润高速增长，“新品研发+客户开拓”壮大公司增长引擎（增持）*汽车零部件*戴畅》——2024-08-21

《华阳集团（002906）2023年报点评：2023年营收利润同比高增，订单开拓&产品迭代打开公司未来增量空间（增持）*汽车零部件*戴畅》——2024-03-30

《华阳集团（002906）2023年半年报点评：双业务稳步增长，客户结构优化（增持）*汽车零部件*薛玉虎》——2023-08-23

- **精密铸造：汽车轻量化背景下产能持续加码，精密铸造业务未来可期。** 为满足精密铸造业务快速发展的需要，公司持续扩充产能：定增募投项目中精密铸造业务惠州新建厂房已开始投产；公司使用自有资金在浙江长兴开发区新建精密铸造零部件生产基地第一期预计今年内投产，已启动惠州工业园新的厂房建设工作。我们认为未来受益于产能释放，叠加采埃孚、博世、博格华纳、比亚迪、纬湃、联电等客户导入，公司铸造业务收入有望持续增长。
- **盈利预测和投资评级** 未来在电动智能化浪潮下，公司“汽车电子+精密铸造”业务双轮驱动，公司业绩有望再创新高，我们预计2024-2026年公司营业收入依次为97亿元、120亿元、142亿元，归母净利润依次为6.77亿元、9.24亿元、12.11亿元，EPS为1.29元、1.76元、2.31元，对应PE分别为24倍、17倍、13倍，考虑公司后续多个新品亟待放量，增长潜力较大，维持“增持”评级。
- **风险提示** 汽车行业销量下滑风险，新工厂产能爬坡不及预期，贸易壁垒风险，新产品研发不及预期，供应链国产化进程不及预期，原材料价格上涨风险。

| 预测指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元） | 7137 | 9709 | 12046 | 14163 |
| 增长率(%) | 27 | 36 | 24 | 18 |
| 归母净利润（百万元） | 465 | 677 | 924 | 1211 |
| 增长率(%) | 22 | 46 | 36 | 31 |
| 摊薄每股收益（元） | 0.89 | 1.29 | 1.76 | 2.31 |
| ROE(%) | 8 | 10 | 13 | 15 |
| P/E | 37.50 | 23.80 | 17.45 | 13.31 |
| P/B | 3.09 | 2.49 | 2.26 | 2.01 |
| P/S | 2.59 | 1.66 | 1.34 | 1.14 |
| EV/EBITDA | 24.79 | 15.27 | 11.76 | 9.24 |

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

内容目录

| | |
|---|----|
| 1、 受益于汽车电子转型&新能源春风，整体业绩持续高增 | 5 |
| 1.1、 国内汽车电子及精密铸造领先企业 | 5 |
| 1.2、 产品结构优化叠加新能源客户放量，助力公司业绩持续高增 | 7 |
| 2、 汽车电子：乘电动智能化浪潮，HUD 座舱域控等新品迎来收获期 | 10 |
| 2.1、 市场空间&渗透率：智能座舱&自动驾驶加速渗透，成长空间广阔 | 10 |
| 2.1.1、 智能座舱：电动化带领智能座舱产业蓬勃发展 | 10 |
| 2.1.2、 智能驾驶：电动化下半场是智能化，自动驾驶市场蓝海可期 | 11 |
| 2.2、 竞争格局：头部效应明显，国产替代逻辑持续演绎 | 14 |
| 2.2.1、 车载屏幕：大屏化趋势明显，驱动行业格局集中化 | 14 |
| 2.2.2、 HUD：AR-HUD 未来有望成为主流，2024 年 H1 华阳集团份额稳居第一 | 16 |
| 2.2.3、 座舱域控：“网联化+电动化”驱动渗透率提升，国产替代进行中 | 17 |
| 2.2.4、 电子后视镜：新国标实施开启电子后视镜量产元年 | 18 |
| 2.2.5、 智驾域控：优质芯片厂赋能头部域控供应商维持领先地位 | 19 |
| 2.3、 公司布局：各类新品遍地开花，打造汽车电子平台型企业 | 20 |
| 2.3.1、 稳中有升：屏显示&液晶仪表各类产品协同效应显著 | 21 |
| 2.3.2、 从 1 到 10：HUD、座舱域控产品矩阵不断完善，未来新项目有望快速放量 | 22 |
| 2.3.3、 从 0 到 1：电子后视镜、智驾域控等新兴产品量产在即 | 23 |
| 3、 精密铸造：汽车轻量化背景下产能持续加码，精密铸造业务未来可期 | 24 |
| 3.1、 行业：轻量化需求长期向上，公司毛利率位居前列 | 24 |
| 3.2、 公司：“产能+客户”双轮驱动，精密铸造业务进入快速增长期 | 27 |
| 4、 盈利预测与评级 | 30 |
| 5、 风险提示 | 31 |

图表目录

| | |
|------------------------------------|----|
| 图 1: 2012—2024H1 公司业务结构 | 5 |
| 图 2: 公司股权结构图 (截至 2024 年 11 月 25 日) | 6 |
| 图 3: 公司发展历程复盘 | 7 |
| 图 4: 公司各业务收入变化 (亿元) | 8 |
| 图 5: 公司各业务毛利率变化 | 8 |
| 图 6: 公司营业收入及 YOY (亿元) | 8 |
| 图 7: 公司归母净利润及 YOY (亿元) | 8 |
| 图 8: 公司历年毛利率、净利率和 ROE (加权) | 9 |
| 图 9: 公司各项费用率 | 9 |
| 图 10: 智能座舱主要组成部分 | 10 |
| 图 11: 国内智能座舱市场规模预测 | 11 |
| 图 12: 自动驾驶 L0-L5 级别划分 | 12 |
| 图 13: 中国乘用车月度 L0-L2.9 装配率 | 13 |
| 图 14: 车载屏幕四大发展趋势 | 15 |
| 图 15: 2023 年国内中控屏市场竞争格局 | 15 |
| 图 16: 2024 年 H1 国内中控屏市场竞争格局 | 15 |
| 图 17: 2023 年国内 HUD 市场竞争格局 | 16 |
| 图 18: 2024 年 H1 国内 HUD 市场竞争格局 | 16 |
| 图 19: 国内智能座舱域控市场规模及渗透率 (亿元) | 17 |
| 图 20: 2023 年国内座舱域控市场竞争格局 | 18 |
| 图 21: 2024 年 H1 国内座舱域控市场竞争格局 | 18 |
| 图 22: 相较传统后视镜, 电子后视镜视野盲区大大减少 | 19 |
| 图 23: 2023 年国内智驾域控市场竞争格局 | 20 |
| 图 24: 2024 年 H1 国内智驾域控市场竞争格局 | 20 |
| 图 25: 公司汽车电子业务历年收入和毛利率变化 | 21 |
| 图 26: 公司屏显示产品 | 22 |
| 图 27: 公司液晶仪表产品 | 22 |
| 图 28: 公司 AR-HUD 增强现实抬头显示器 | 22 |
| 图 29: 2023 年国内智能座舱芯片竞争格局 | 23 |
| 图 30: 公司智能座舱域控产品 | 23 |
| 图 31: 公司电子后视镜产品 | 23 |
| 图 32: 公司汽车电子业务智能驾驶及网联产品应用场景示意图 | 24 |
| 图 33: 国内新能源汽车销量及 YOY | 25 |
| 图 34: 汽车轻量化主要效果 | 25 |
| 图 35: 全球汽车铸造市场规模预测 (亿元) | 26 |
| 图 36: 汽车铸造行业主要参加者毛利率对比 | 27 |
| 图 37: 公司精密铸造产品在汽车的应用领域示意图 | 28 |
| 图 38: 公司历年精密铸造业务收入及毛利率 | 28 |
| 表 1: 国内智能驾驶域控制器市场规模预测 (亿元) | 14 |
| 表 2: HUD 不同方案对比 | 16 |
| 表 3: 公司精密铸造主要产能布局 | 29 |
| 表 4: 公司分业务营收和毛利率预测 (亿元) | 31 |

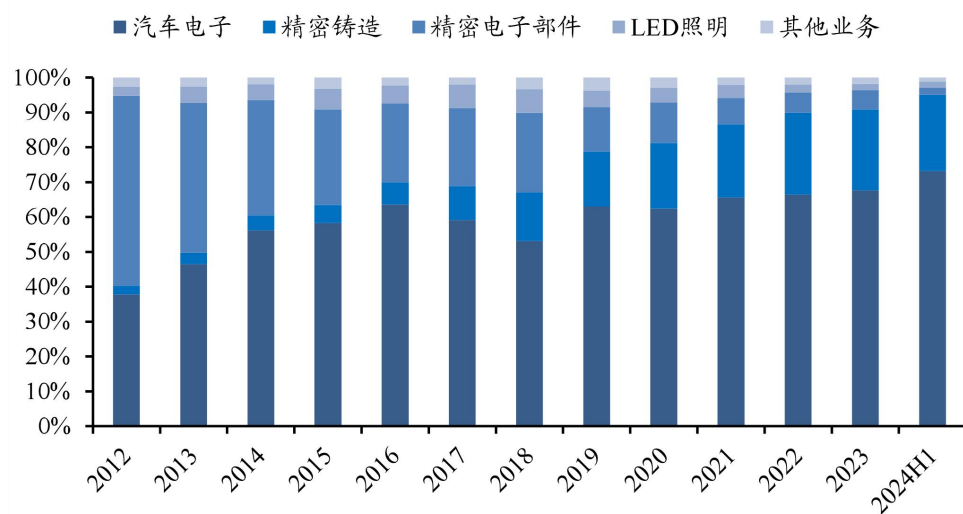
1、受益于汽车电子转型&新能源春风，整体业绩持续高增

1.1、国内汽车电子及精密铸造领先企业

深耕汽车二十余载，铸就汽车电子领军企业。1993年华阳实业（华阳集团前身）成立，初期主要业务集中在机芯、激光头、FPC等精密电子部件，后陆续开拓汽车电子、精密铸造等汽车业务，聚焦汽车智能化、轻量化持续开拓产品和客户，深耕汽零领域二十余载，目前已经成长为国内领先的汽车电子优秀供应商。

聚焦汽车电子+精密铸造两大业务。公司主要业务为汽车电子、精密铸造两大板块，其他业务包括LED照明、精密电子部件等：**1) 汽车电子。**公司汽车电子业务围绕“智能座舱、智能驾驶、智能网联”三大领域，面向车厂提供配套产品和服务，包含电子后视镜、座舱域控、HUD、无线充电、行泊一体域控等核心产品。**2) 精密铸造。**公司精密铸造业务产品主要包括新能源三电系统、动力系统、制动系统、转向系统、热管理系统、智能座舱系统及智能驾驶系统、汽车高速高频连接器、光通讯模块等零部件。

图 1：2012—2024H1 公司业务结构

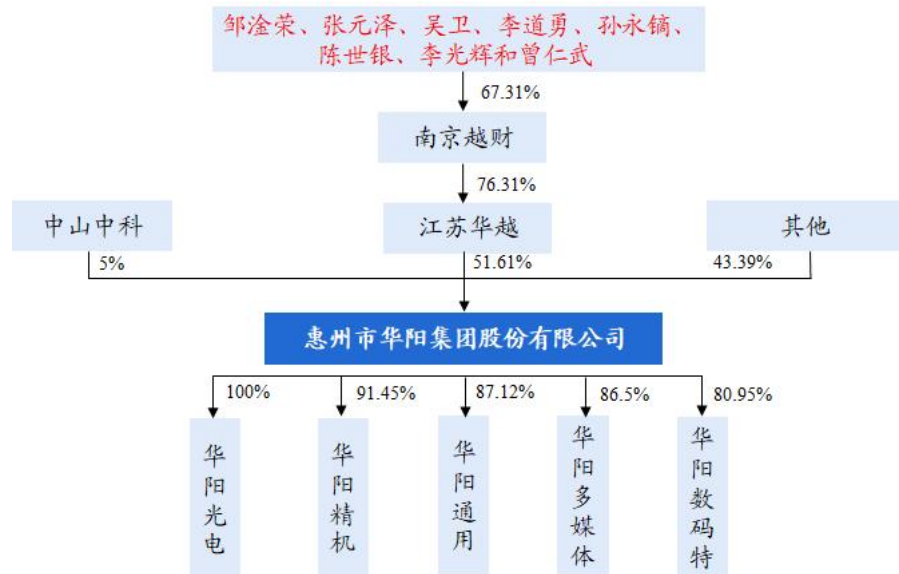


资料来源：wind，国海证券研究所

邹淦荣、张元泽、吴卫、李道勇、孙永镛、陈世银、李光辉和曾仁武为公司实际控制人，各子公司定位明确。截至2024年11月25日，邹淦荣、张元泽、吴卫、李道勇、孙永镛、陈世银、李光辉和曾仁武合计持有南京越财67.31%的股权，间接持有华阳集团26.51%的股权，为华阳集团实际控制人。华阳集团旗下有华阳光电、华阳精机、华阳通用、华阳多媒体、华阳数码特5家子公司负责主营业务的实际经营，其中汽车电子业务由华阳通用、华阳多媒体负责，其中精密铸造业务由华阳精机负责，精密电子部件业务由华阳多媒体、华阳数码特负责，

LED 业务由华阳多媒体、华阳光电特负责，各子公司定位明确，能够产生较强的协同效应。

图 2：公司股权结构图（截至 2024 年 11 月 25 日）



资料来源：wind，公司公告，国海证券研究所

公司发展历程复盘与展望：汽车电子领军企业的崛起之路。

1) 初创期（1993-2000 年）。公司成立初期主要业务为光盘机芯等产品，为后续开拓汽车电子业务提供技术基础和充沛现金流。

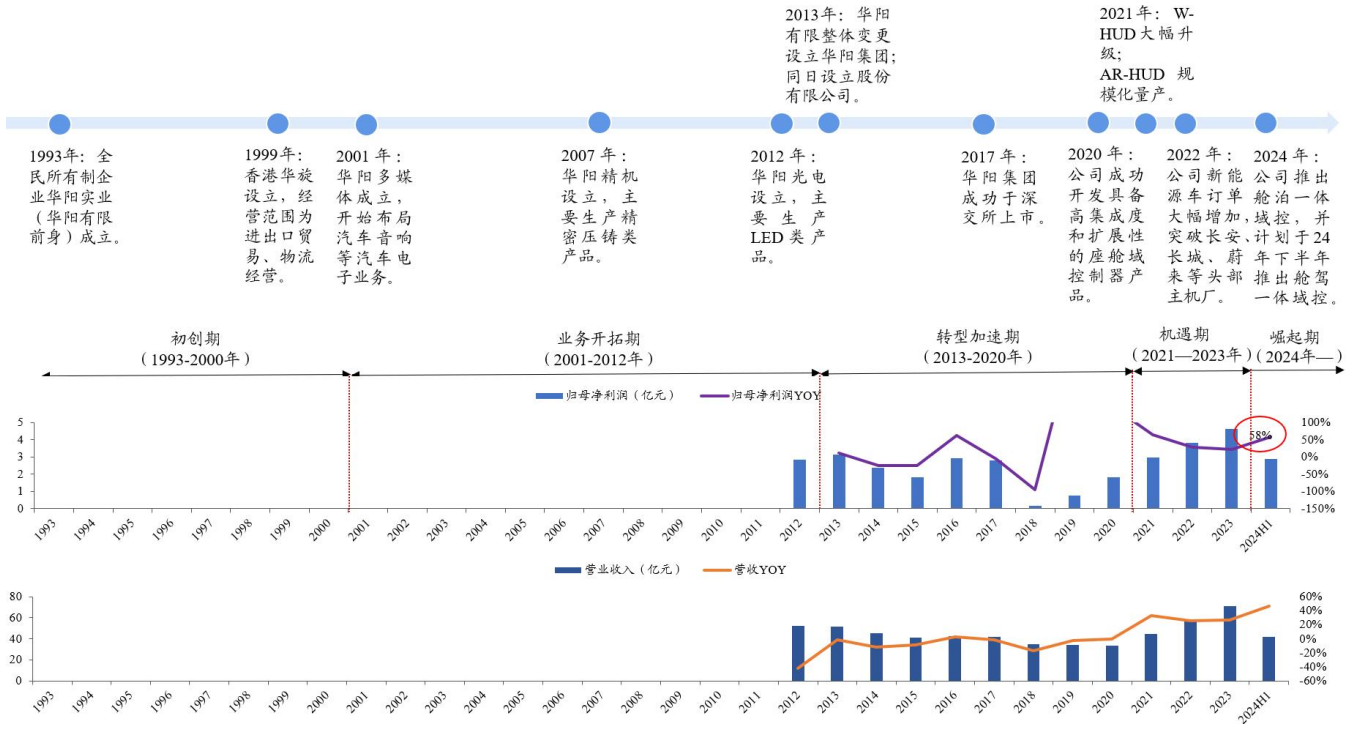
2) 业务开拓期（2001-2012 年）。在这一阶段，公司开拓了汽车电子、精密铸造两大汽车业务：公司于 2001 年设立华阳多媒体，从事汽车音响、各类 CD/VCD/DVD 录放机芯及其配件等产品的生产和销售；于 2007 年设立华阳精机，从事精密铸造类产品的生产和销售。

3) 转型加速期（2013-2020 年）。在这一阶段，我们认为由于光盘及机芯业务所处的细分市场持续萎缩，公司精密电子部件业务营收持续下滑，叠加汽车业务规模效应尚未充分显现，导致 2013-2018 年公司业绩持续承压。但公司于 2013 年改制为股份有限公司，于 2017 年正式上市，上市后通过募投资金、设立子公司等方式持续扩大汽车电子业务产能，此外成功开发并量产流媒体后视镜、智能座舱域控制器、AR-HUD 等新产品，优化产品结构，对冲精密电子业务的下滑，加速转型进程。从 2019 年起，得益于公司屏幕、铸造件等汽车业务放量，以及精密电子业务占比下降，公司业绩开始回升，突破转型阵痛期。

4) 机遇期（2021—2023 年）。在这一阶段，国内新能源车销量高速增长，公司紧抓电动化机遇，持续突破 Stellantis、长安、长城、蔚来等合资、新势力和国际车企客户，并配套建设汽车电子和精密铸造业务的产能，不断进行产品迭代，持续推出电子外后视镜、舱泊一体域控等高价值量产品，凭借新能源项目的放量，公司整体营收和利润水平不断提升。

5) 崛起期 (2024 年以来)。公司一方面在新产品继续突破, 推出舱泊一体域控, 并预计于 2024 年下半年推出基于高通 8755 芯片的舱驾一体域控产品, 深化智能驾驶领域的布局。另一方面, 公司屏显示、HUD、座舱域控等核心产品进入规模化量产阶段。展望未来, 我们认为随着智能座舱、自动驾驶渗透率的提升, 公司电动智能化新品和配套新客户持续放量, 整体产品和客户结构有望进一步优化, 进而复刻在电动化背景下的高速增长, 进入新一轮智能化上行周期。

图 3: 公司发展历程复盘



资料来源: 公司公告, 公司招股书, 国海证券研究所 (2019 和 2020 年公司归母净利润 YOY 分别为 348% 和 143%)

1.2、产品结构优化叠加新能源客户放量, 助力公司业绩持续高增

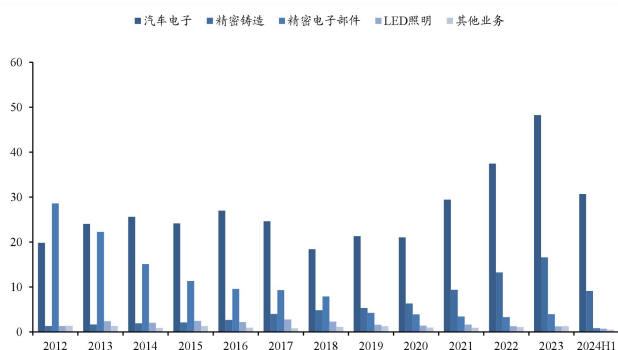
汽车电子+精密铸造业务占比呈现提升趋势, 产品结构持续优化。根据 2023 年数据, 公司汽车电子和精密铸造业务占比分别为 67.6% 和 23.3%, 目前是公司的两大主要业务, 且两大业务营收占比呈上升趋势 (2024H1 汽车电子+精密铸造业务营收占比同比增加 4.5pct)。

1) 复盘 2012-2023 年公司各业务的收入变化: 汽车电子业务收入从 2012 年的 19.8 亿元增长至 2023 年的 48.3 亿元, 精密铸造业务收入从 2012 年的 1.3 亿元增长至 2023 年的 16.6 亿元, 主要系新能源车放量带动公司汽车电子、精密铸造各类产品持续放量; 精密电子部件业务收入从 2012 年的 28.6 亿元下降至 2023

年的 4 亿元，LED 照明业务收入维持相对稳定，主要系视盘机市场规模及相关上游产业持续萎缩所致。

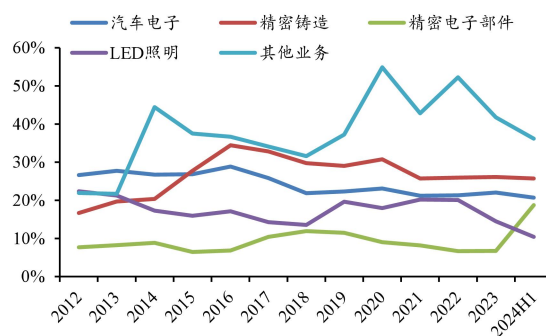
2) 复盘 2012-2023 年公司各业务的毛利率变化：汽车电子业务毛利率从 2012 年的 26.6% 下降至 2023 年的 22.1%；精密铸造业务毛利率从 2012 年的 16.7% 上升至 2023 年的 26.1%，主要系铸造产品规模效应显现所致；精密电子部件业务毛利率从 2012 年的 7.7% 下降至 2023 年的 6.7%，LED 照明业务毛利率从 2012 年的 22.4% 下降至 2023 年的 14.5%，主要系视盘机市场规模及相关上游产业持续萎缩所致。

图 4：公司各业务收入变化（亿元）



资料来源：wind，国海证券研究所

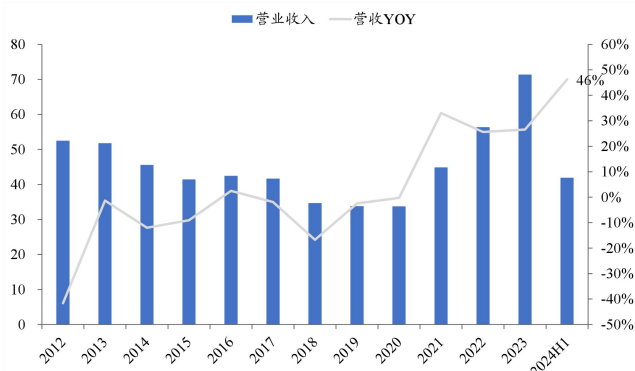
图 5：公司各业务毛利率变化



资料来源：wind，国海证券研究所

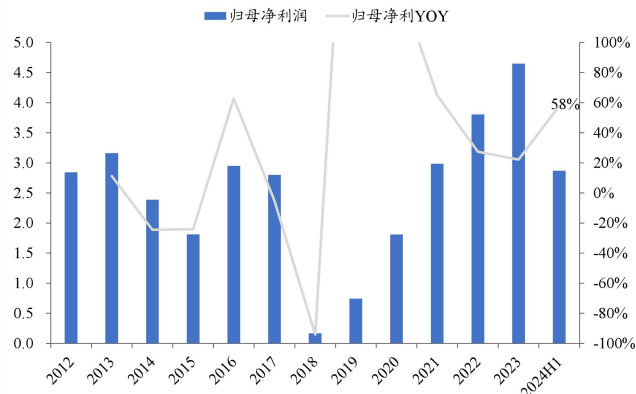
营收&利润快速增长。复盘公司历史营收，公司营业收入从 2012 年的 52 亿元上涨至 2023 年的 71 亿元，复合增速为 3%。复盘公司历史利润，公司归母净利润从 2012 年的 3 亿元上涨至 2023 年的 4.6 亿元，复合增速为 5%。2024H1 公司实现营收 42 亿元，同比+46%，实现归母净利润 3 亿元，同比+58%，成长加速，主要系多个新产品线陆续进入规模化量产阶段，快速放量所致。

图 6：公司营业收入及 YOY（亿元）



资料来源：wind，国海证券研究所

图 7：公司归母净利润及 YOY（亿元）

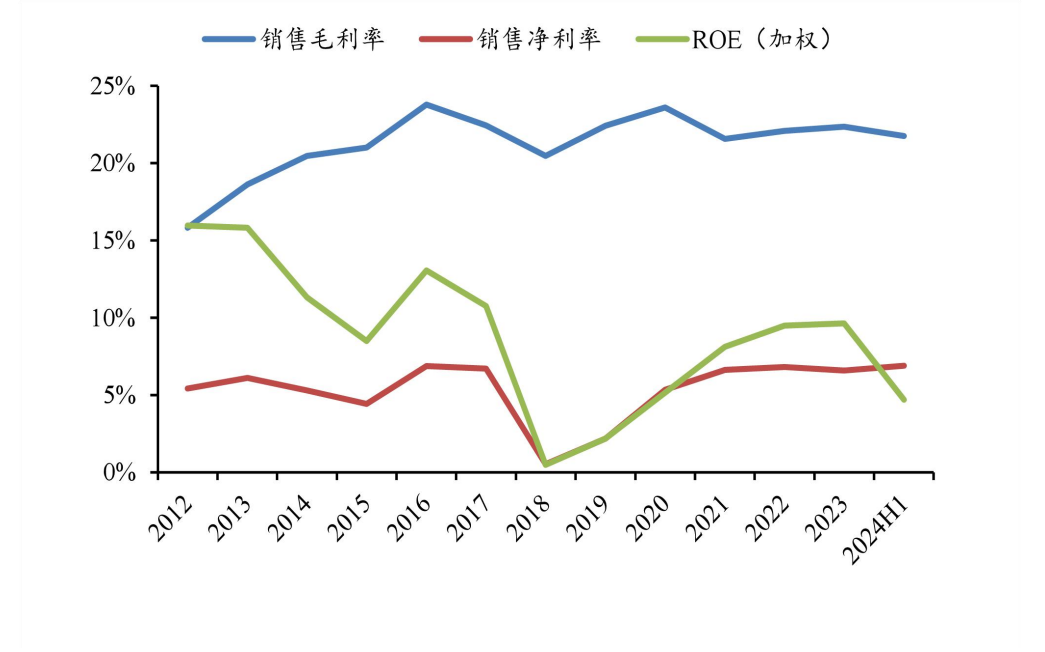


资料来源：wind，国海证券研究所

受益于产品结构优化、新能源车销量持续高增，公司盈利水平 2018 年触底反弹快速提升。从盈利能力来看，2018 年是公司盈利能力的历史低点，由于汽车行业

业下滑等因素影响，2018 年公司毛利率、净利率和 ROE 承压。2018 起，受益于产品结构优化、新能源车销量持续高增等因素，公司毛利率和净利率稳中有升，毛利率从 2018 年的 20.5% 增长至 2023 年的 22.4%，净利率从 2018 年的 0.5% 增长至 2023 年的 6.6%，ROE 从 2018 年的 0.5% 增长至 2023 年的 9.6%。

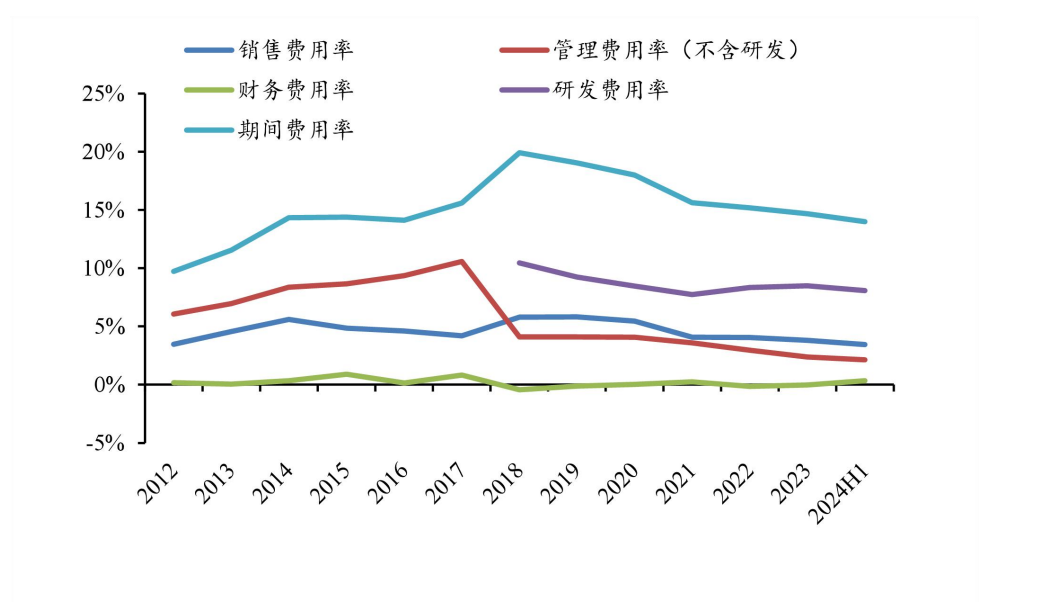
图 8：公司历年毛利率、净利率和 ROE（加权）



资料来源：wind，国海证券研究所

费用管控得当，期间费用优化显著。公司费用率整体呈下降趋势，总体费用率由 2018 年的 19.9% 下降至 2023 年的 14.7%。其中销售费用率/管理费用率（不含研发）/研发费用率分别从 2018 年的 5.8%/4.1%/10.5% 下降至 2023 年的 3.8%/2.4%/8.5%，主要系公司各类新品放量助力营收快速增长，摊薄费用所致。

图 9：公司各项费用率



资料来源：wind，国海证券研究所

2、汽车电子：乘电动智能化浪潮，HUD 座舱域控等新品迎来收获期

2.1、市场空间&渗透率：智能座舱&自动驾驶加速渗透，成长空间广阔

2.1.1、智能座舱：电动化带领智能座舱产业蓬勃发展

智能座舱是指采用先进的传感、计算、通讯等技术，提供舒适、便捷、安全的驾乘体验的汽车座椅系统。智能座舱通过集成多种技术和功能，包括但不限于座椅调节、座椅加热、座椅通风、按摩功能、智能调节、智能识别、人机交互等，以提高驾乘者的舒适性、安全性和便捷性。智能座舱通过感知驾乘者的身体姿态、生理状态、行为习惯等信息，与车辆其他系统进行数据交互和协同控制，以实现个性化的驾乘体验和提供智能化的座舱环境。

智能座舱主要构成可以分为硬件（座舱域控、HUD、电子后视镜等硬件）、软件、交互（语音识别、人脸识别、触摸识别、生物识别）三大部分。

图 10：智能座舱主要组成部分

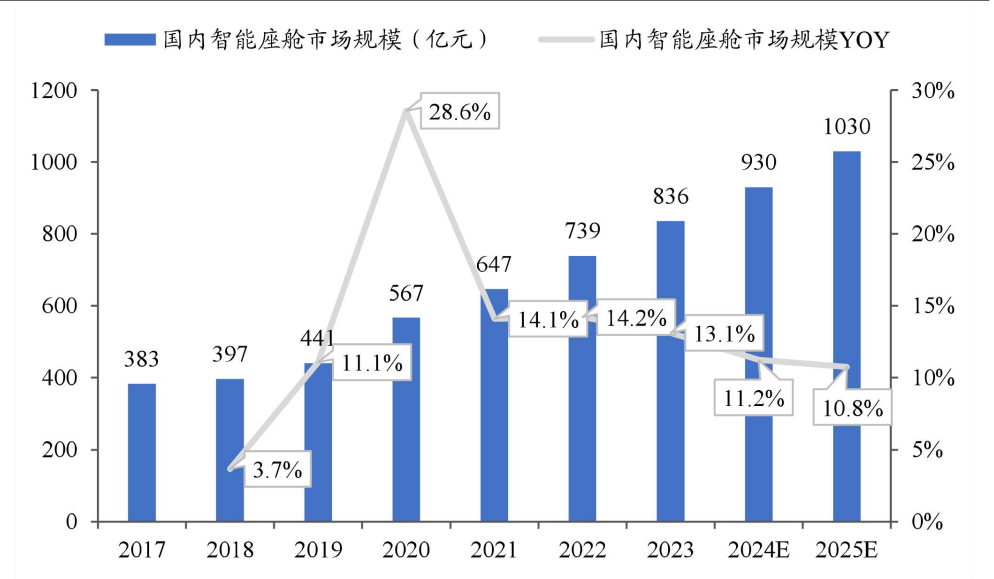


资料来源：《2023 年汽车智能座舱行业研究报告》创业邦研究中心，后厂造工业创新服务云公众号

国内智能座舱渗透率提升有望带动相关核心产业链崛起。智能座舱作为汽车智能化的重要载体，其演进与创新深度依赖于车载显示、车载声学、先进人机交互以及高性能芯片等核心技术的深度融合与高效协同。也正因如此，过去几年智能座舱的迅猛发展，除了带来终端用户驾乘体验革命性跃升，也有力驱动了相关核心产业链的成熟与繁荣。未来，随着软件定义汽车的发展趋势愈发明显，智能座

舱仍将作为车企间进行差异化竞争的焦点。根据创业邦研究中心数据，2025年国内智能座舱市场规模有望达到1030亿元，2023-2025年CAGR=11%。

图 11：国内智能座舱市场规模预测



资料来源：《2023年汽车智能座舱行业研究报告》创业邦研究中心，后厂造工业创新服务云公众号，国海证券研究所

2.1.2、智能驾驶：电动化下半场是智能化，自动驾驶市场蓝海可期

智能驾驶根据自动化程度分为五个级别。智能驾驶是指汽车通过搭载先进的传感器、控制器、执行器、通讯模块等设备协助驾驶员操控车辆，甚至完全代替驾驶员实现无人驾驶的功能。智能驾驶根据自动化程度分为五个级别：L1阶段是简单辅助驾驶阶段，以驾驶员操作为主。L2阶段是部分辅助驾驶阶段，司机可以短暂休息，但需随时准备好手动驾驶。L3阶段是部分自动驾驶阶段，车辆通过传感系统监测环境，在特定的场景下，驾驶员可以选择一定条件的自动驾驶。L4阶段是高度自动驾驶阶段，车辆可以在一定条件下完成所有的驾驶功能。L5阶段是完全自动驾驶阶段，车辆能够在所有场景下实现真正的无人控制。

图 12: 自动驾驶 L0-L5 级别划分



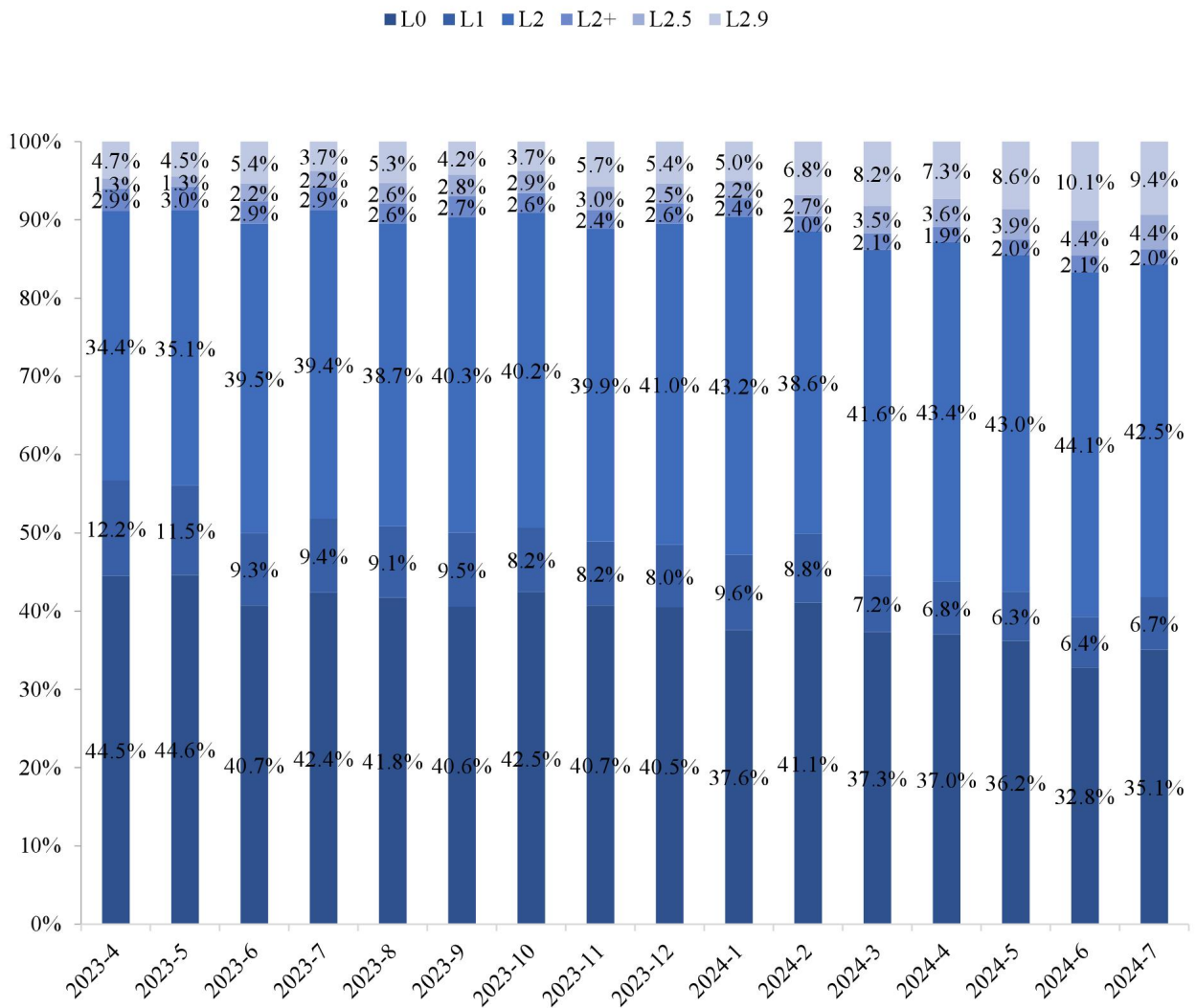
资料来源：《自动驾驶行业深度报告》RCL，焉知汽车公众号

“政策法规&技术升级”双轮驱动，L2/L2+/L2.5/L2.9 配置加速渗透。根据佐思汽车研究，国内乘用车 L2 渗透率从 2023 年 4 月的 34.4% 提升至 2024 年 7 月的 42.5%，L2+/L2.5/L2.9 合计渗透率从 2023 年 4 月的 8.9% 提升至 2024 年 7 月的 15.7%，我们认为自动驾驶渗透率快速提升主要系政策和技术的双重驱动所致：

1) 政策端。2024 年 6 月 4 日，根据工业和信息化部等四部门发布的进入智能网联汽车准入和上路通行试点联合体名单，我国首批确定由 9 个汽车生产企业和 9 个使用主体组成的联合体，将在北京、上海、广州等 7 个城市展开智能网联汽车准入和上路通行试点。该试点通知完善了 L3/L4 级自动驾驶上路的政策支持，有望促进我国智能网联汽车产品的功能、性能提升和产业生态的迭代优化。

2) 技术端。电动化是新能源车上半场，智能化则是新能源车下半场，伴随国内新能源汽车的快速普及，电气化架构和零部件为智能网联汽车的发展奠定了技术基础，各新能源车企为进一步巩固自身在电动化领域已经取得的优势地位，正在加速驶向智能化新高地，加大自动驾驶技术开发，持续迭代降本，促进自动驾驶渗透率提升。

图 13: 中国乘用车月度 L0-L2.9 装配率



资料来源：佐思汽车研究公众号，国海证券研究所

智能驾驶渗透率提升带动相关核心产业链崛起。电动化是新能源车上半场，智能化则是新能源车下半场，伴随国内新能源汽车的快速普及，电气化架构和零部件为智能网联汽车的发展奠定了技术基础，各新能源车企为进一步巩固自身在电动化领域已经取得的优势地位，正在加速驶向智能化新高地。未来国内汽车智能驾驶渗透率提升有望带动相关产业链发展，其中智能驾驶域控制器作为智能驾驶的核心或将显著收益，据我们测算，2026 年智驾域控市场规模有望达到 602 亿元，2023-2026 年 CAGR=19%。

1) 销量。假设国内乘用车整体销量稳定增长，2023-2026 年 CAGR=3%。

2) 渗透率。假设在政策和技术双重驱动下，L0、L1 等低级别自动驾驶渗透率下降，L2 及 L2 以上级别的自动驾驶渗透率持续提升。

3)价值量。假设高级别自动驾驶的域控制器价值量高于低级别自动驾驶，且L0、L1级别自动驾驶不配置域控制器，各类自动驾驶域控制器的年降幅度为2%—4%，取中间值为3%。

表 1：国内智能驾驶域控制器市场规模预测（亿元）

| | | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|---------------|------|------|-------|-------|-------|
| 国内乘用车销量（包含出口，万辆） | | 2355 | 2606 | 2737 | 2819 | 2875 |
| YOY | | 10% | 11% | 5% | 3% | 2% |
| 渗透率 | L0 | | 43% | 32% | 24% | 18% |
| | L1 | | 10% | 6% | 5% | 4% |
| | L2 | | 38% | 48% | 55% | 60% |
| | L2+ | | 3% | 5% | 6% | 7% |
| | 其他（L2.5+L2.9） | | 7% | 9% | 10% | 11% |
| 单车价值量（元） | L0 | | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | L1 | | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | L2 | | 2500 | 2425 | 2352 | 2282 |
| | L2+ | | 3500 | 3395 | 3293 | 3194 |
| | 其他（L2.5+L2.9） | | 5000 | 4850 | 4705 | 4563 |
| 市场空间（亿元） | L0 | | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | L1 | | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | L2 | | 245 | 319 | 365 | 394 |
| | L2+ | | 25 | 46 | 56 | 64 |
| | 其他（L2.5+L2.9） | | 91 | 119 | 133 | 144 |
| | 合计 | | 361 | 484 | 553 | 602 |
| | YOY | | | | 34% | 14% |

资料来源：wind，佐思汽车研究公众号，焉知汽车公众号，国海证券研究所

2.2、竞争格局：头部效应明显，国产替代逻辑持续演绎

2.2.1、车载屏幕：大屏化趋势明显，驱动行业格局集中化

大屏化集成化带动车载显示屏价值量显著提升。车载显示屏主要应用在中控屏、组合仪表盘、娱乐系统等汽车内饰，其作为人车交互的重要界面，功能日益完善，目前正朝着大屏化、多屏化、个性化、整合化发展。

图 14: 车载屏幕四大发展趋势



资料来源: 《汽车行业知识报告系列——智能座舱》灼鼎咨询

国产份额持续上升, 未来竞争格局趋向集中化。根据盖世汽车社区公众号数据, 2023年中国市场中控屏供应商中德赛西威、比亚迪、航盛排名前三位, CR3为41.3%, 竞争格局相对分散。相较2023年全年, 2024年1-6月华阳集团份额有所提升, CR10略有提高。整体来看, 在座舱域控领域, 本土供应商正呈现较好发展势头, 群创光电、华阳通用、北斗智联等本土供应商表现出色, 市场份额持续攀升。我们认为车载屏幕目前渗透率位于较高水平, 未来发展趋势将向大屏化集成化发展, 产品的集成化对供应商的总成化供货能力提出更高要求, 有望驱动竞争格局集中化, 优秀的头部供应商或将持续扩张份额。

图 15: 2023 年国内中控屏市场竞争格局

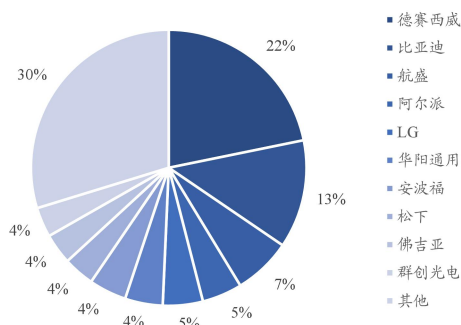
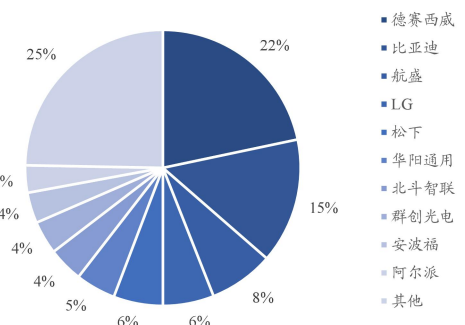


图 16: 2024 年 H1 国内中控屏市场竞争格局



资料来源: 盖世汽车社区公众号, 国海证券研究所

资料来源: 盖世汽车社区公众号, 国海证券研究所

2.2.2、HUD: AR-HUD 未来有望成为主流, 2024 年 H1 华阳集团份 额稳居第一

W-HUD 为主流方案, AR-HUD 未来有望成为行业发展趋势。按照显示屏不同, HUD 产品可划分为四类: C-HUD 由于成像效果差、成像尺寸有限且存在安全隐患, 正逐步被淘汰; W-HUD 相比 C-HUD 在成像尺寸、成像质量等方面均有所提升, 技术相对成熟; AR-HUD 利用了增强现实技术, 能以图像将虚拟信息与道路实景结合, 导航信息的显示更为直接且易于理解, 扩展了 HUD 的使用场景。结合 ADAS 功能, 可以实时进行道路危险警示和预告路况, 提升驾驶安全性。

表 2: HUD 不同方案对比

| 产品名称 | C-HUD | W-HUD | AR-HUD |
|------|---|--|---|
| 优点 | 1、采用半透明树脂板作为显示介质, 安装便利 2、安装价格低 | 1、较 C-HUD 显示范围更大、投影距离更远 2、无色差, 图像更明亮清晰 3、投影内容多, 包括车况、车速、部分 ADAS 信息 | 1、投影范围最大, 可投影于整个前挡风玻璃 2、投影内容多, 信息量大, 质量高 3、图形生成器技术先进是智能驾驶对 AR 技术的完美融合 |
| 缺点 | 1、成像区域小、显示信息少 2、投影质量较差, 存在镜片和玻璃色差 3、以配件的形式加装在车辆上, 发生事故时容易造成二次伤害 | 1、光学结构复杂, 维修成本大幅增加 2、制造成本偏高 3、夜间行车干扰行车视线, 带来安全隐患 | 1、虽有部分应用, 但应用效果不是 AR-HUD 的终极形态 2、需要强大的算法支撑, 量产成本高 3、受限于技术和成本, 暂时无法大规模量产使用 |

资料来源: 《汽车行业知识报告系列——智能座舱》灼鼎咨询, 国海证券研究所

竞争格局较为集中, 2024 年 H1 华阳集团份额位居第一。根据盖世汽车社区公众号数据, 2024 年 H1 的 HUD 市场 CR10 为 96.5%, 供应商格局相对集中, 其中华阳集团份额较 2023 年全年大幅提升, 以 29 万套的装机量和 21.7% 的市场份额稳居第一, 其领先地位彰显了在技术研发、市场拓展上的深厚底蕴。我们认为未来随着自动驾驶技术的不断成熟, HUD 技术有望成为车辆标配, 为供应商带来更为广阔的发展空间。我们认为 2024 年 H1 华阳集团在 HUD 市场份额大幅提升至第一, 主要系下游新能源自主品牌放量所致, 未来在新能源大背景下有望继续凭借优质的新能源客户维持较高份额。

图 17: 2023 年国内 HUD 市场竞争格局

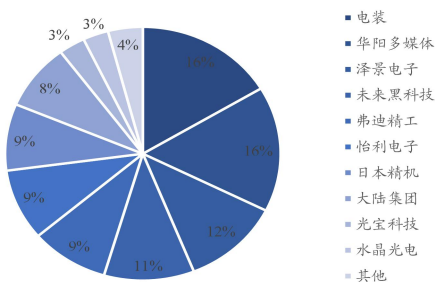
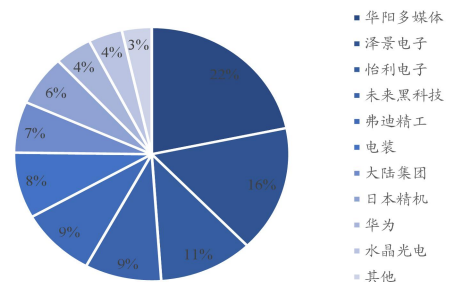


图 18: 2024 年 H1 国内 HUD 市场竞争格局



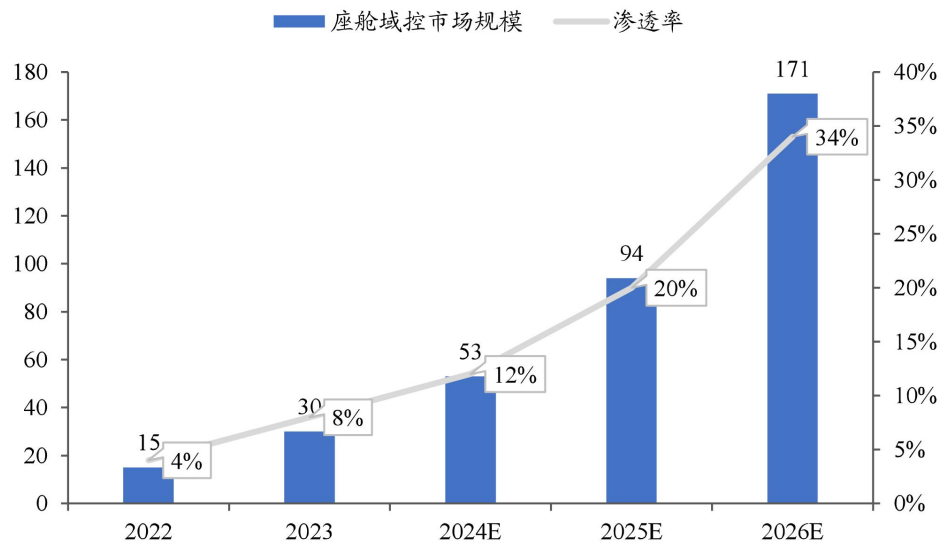
资料来源: 盖世汽车社区公众号, 国海证券研究所

资料来源: 盖世汽车社区公众号, 国海证券研究所

2.2.3、座舱域控：“网联化+电动化”驱动渗透率提升，国产替代进行中

“电动化+智能化”驱动汽车智能座舱域控渗透率快速提升。随着新能源和智能汽车产业的不断发展，传统智能座舱已难以满足对汽车智能化的需求，各大主机厂已逐步开展对液晶仪表、信息娱乐、显示屏等座舱功能进行整合与升级，以期探索更加平安、智能、舒适的出行方式，对智能座舱域控的需求不断提升。根据创业邦研究中心数据，2022年座舱域控制器渗透率仅为4%，随着汽车构架向域内集中式发展，渗透率将快速上升，预计2026年有望达到34%。

图 19：国内智能座舱域控市场规模及渗透率（亿元）



资料来源：《2023年汽车智能座舱行业研究报告》创业邦研究中心，后厂造工业创新服务云公众号，国海证券研究所

竞争格局较为激烈，国产份额持续提升。根据盖世汽车社区公众号数据，2024H1，德赛西威以35万套装机量及15.2%的市场占有率稳居榜首，紧随其后的是和硕/广达（特斯拉）和亿咖通，CR3相较2023年全年有所下滑。此外，相较2023年全年，2024年H1伟世通市场份额和排名小幅下滑，亿咖通、车联天下、华阳集团等本土供应商表现出色，市场份额持续攀升。

图 20：2023 年国内座舱域控市场竞争格局

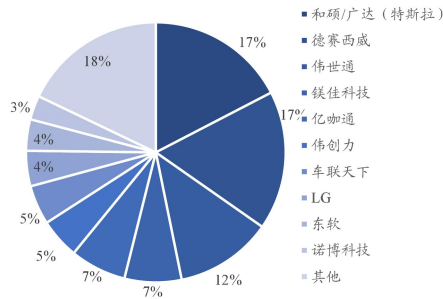
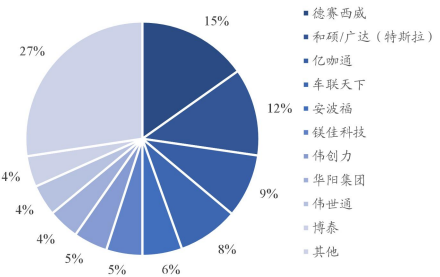


图 21：2024 年 H1 国内座舱域控市场竞争格局



资料来源：盖世汽车社区公众号，国海证券研究所

资料来源：盖世汽车社区公众号，国海证券研究所

2.2.4、电子后视镜：新国标实施开启电子后视镜量产元年

“性能+法规”双轮驱动，电子后视镜渗透率有望提升。相较于传统玻璃后视镜，电子外后视镜（CMS）采用摄像头与监视器的组合来取代传统的光学外后视镜，拥有视野盲区更小、风阻系数更低、电子成像等优势：

1) 扩大后视镜视野、大大减小视野盲区。传统光学反射镜的曲率、形状和大小固定，视野区域有限。而电子后视镜通过摄像头可以调节 FOV 获得更宽阔的视野，也可以在转弯及倒车等场景下针对某一区域进行视野扩大。

2) 视野不受远光灯影响。电子后视镜的 ISP 具有强光抑制和闪烁抑制功能，可以消除远光灯照射的影响，保持清晰的后方视野。另外，电子后视镜还具有自动亮度调节功能，在夜晚或者隧道等光线不足的情况下，依然可以保持清晰的后方视野。

3) 视野不受天气影响。和传统玻璃后视镜不同，外置镜头是藏在防护罩内的，镜头表面积很小，所以摄像头可以做比较小的封装，另外电子后视镜摄像头还附着了自清洁及水性防护涂层，工作期间可以自发热去除雨雾雪包围的状态。同时 ISP 算法还可以实现除雾功能，能大幅度改善后视镜视野。

4) 具有更低的风阻、风噪。电子后视镜外置摄像头造型整体体积可降到传统后视镜的三分之一或以下，整体设计更加符合空气动力学原理，可有效提升续航里程，同时也可降低不少高速风噪，提升行车舒适性。

新国标实施开启电子后视镜量产元年。2023 年 7 月 1 日，中国汽车后视镜新国标 GB15084-2022 正式实施，标志着中国搭载电子后视镜的车辆正式合法量产上路——中国汽车电子后视镜替代传统玻璃外后视镜时代正式开启。CMS 单车价值量较高，我们认为电子后视镜相较于传统后视镜有显著性能优势，叠加新国标的实施，未来汽车后视镜市场规模有望持续扩容。

图 22: 相较传统后视镜, 电子后视镜视野盲区大大减少



资料来源: 车东西公众号

2.2.5、智驾域控: 优质芯片厂赋能头部域控供应商维持领先地位

智能驾驶域控制器是自动驾驶系统的核心, 目前有 3 种供货模式。作为整车 E/E 架构集中化演进的阶段性产物, 智能驾驶域控制器不仅在智驾系统成本优化与性能提升方面发挥了重要作用, 也一定程度上推动了产业链格局的重塑。目前在智能驾驶域控布局方面, 主要有 3 种供货模式:

- 1) 整车厂委托代工, 即主机厂设计域控制器, 或者双方合作设计, 代工厂进行生产制造;
- 2) Tier1 采用白盒或灰盒模式, 为整车厂提供域控制器硬件生产, 以及中间层、芯片等方案整合, 应用层开发则由整车厂掌握;
- 3) 在软硬件分离趋势下, 还有部分企业选择从域控基础软件平台出发, 切入智驾域控制器研发。

优质芯片厂赋能头部域控供应商维持领先地位。根据盖世汽车社区公众号数据, 2024H1, 和硕/广达(特斯拉)和德赛西威市场份额分别位居第一和第二, 主要系智驾域控产品的核心壁垒体现在芯片, 而两者分别绑定特斯拉和英伟达两家头部智驾芯片供应商, 未来有望凭借供应链资源的优势继续维持较高份额。

图 23: 2023 年国内智驾域控市场竞争格局

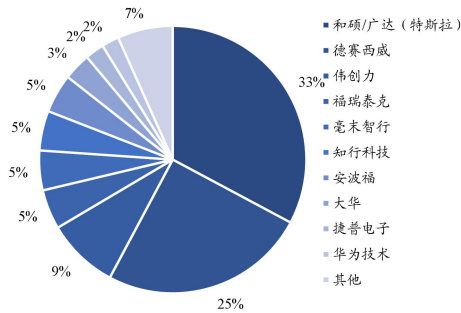
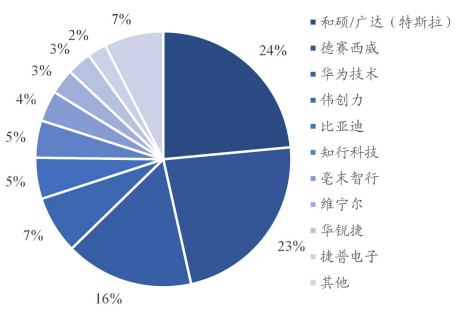


图 24: 2024 年 H1 国内智驾域控市场竞争格局



资料来源: 盖世汽车社区公众号, 国海证券研究所

资料来源: 盖世汽车社区公众号, 国海证券研究所

2.3、公司布局: 各类新品遍地开花, 打造汽车电子平台型企业

复盘公司汽车电子业务, 公司 2001 年开始布局汽车电子产品, 汽车电子业务营收从 2012 年的 19.8 亿元增长至 2023 年的 48.3 亿元, CAGR=8%, 主要可以分为四个发展阶段:

1) 投入阶段 (2019 年以前)。公司在这一阶段不断加大各类汽车电子产品的研发投入, 在原有产品业务基础上量产 HUD、流媒体后视镜、无线充电、大屏数字仪表盘等新产品, 此外通过上市募集资金进行产能扩张, 持续投入汽车电子业务。

2) 突破阶段 (2019-2020 年)。在这一阶段, 前期研发投入的新项目陆续量产, 中液晶仪表、HUD、无线充电等产品的销量呈高增长态势, 且前期优化客户、优化订单取得进展, 高附加值的产品销售比例进一步提高, 带动盈利水平上移。

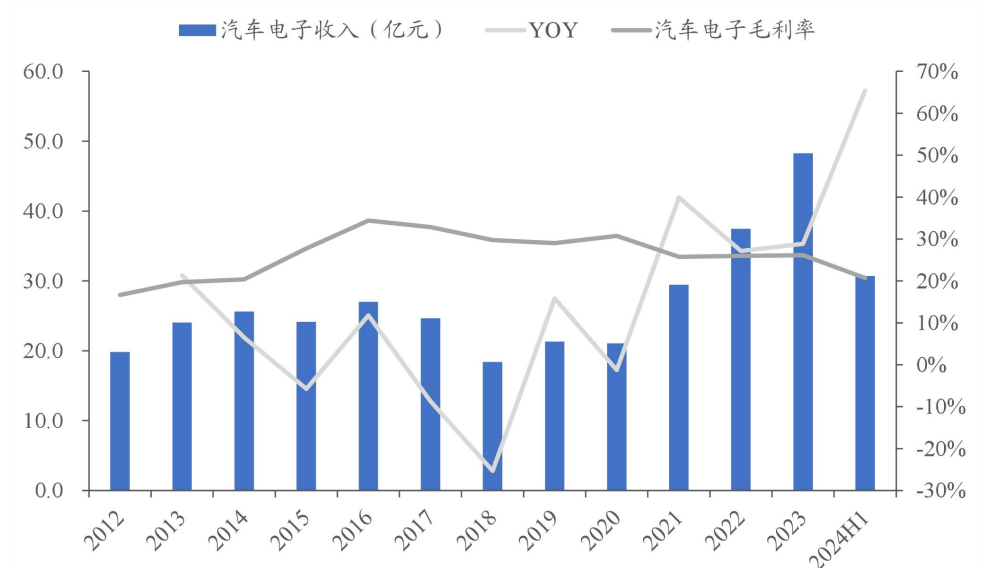
3) 电动化阶段 (2021 年—2023 年)。在这一阶段, 国内新能源车销量高速增长, 公司紧抓电动化机遇, 持续突破 Stellantis、长安、长城、蔚来等合资、新势力和国际车企客户, 国产替代加速。公司不断进行产品迭代, 持续推出电子外后视镜、舱泊一体域控等高价值量产品来适配电动车, 凭借新能源项目的放量, 公司汽车电子营收规模不断扩大。

4) 智能化阶段 (2024 年以来)。公司推出舱泊一体域控, 并预计于 2024 年下半年推出基于高通 8755 芯片的舱驾一体域控产品, 深化智能驾驶领域的布局, 展望未来, 我们认为随着智能座舱、自动驾驶渗透率的提升, 公司电动智能化新

品和配套新客户持续放量，整体产品和客户结构有望进一步优化，进而复刻在电动化背景下的高速增长，进入新一轮智能化上行周期。

展望未来，我们认为公司汽车电子业务增量业务主要分为三大梯队：1) 稳中有升。中控屏幕、仪表等产品渗透率已经较高，但作为公司底盘产品在未来 2-3 年内仍有望较快增长，贡献显著增量；**2) 从 1 到 10。**HUD、座舱域控等新品目前市场渗透率较低，未来有望伴随下游客户开拓快速放量，成为公司 3-5 年内的主要增长动力；**3) 从 0 到 1。**电子后视镜、智驾域控等产品是公司全新产品，在公司营收占比较低，处于研发期或者初步量产期，后续随着公司持续布局有望实现从 0 到 1 快速发展，从 10 年的长期维度来看或将持续贡献增量。

图 25：公司汽车电子业务历年收入和毛利率变化

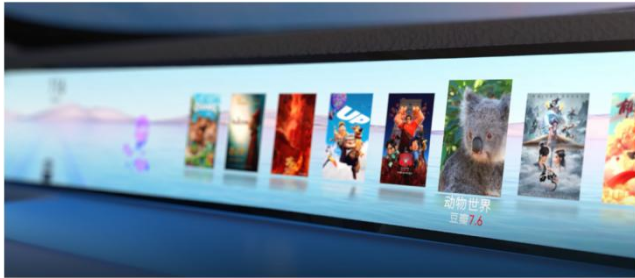


资料来源：wind，国海证券研究所

2.3.1、稳中有升：屏显示&液晶仪表各类产品协同效应显著

公司深耕屏幕领域多年，屏显示&液晶仪表协调效应显著。1) 屏显示。公司车载显示屏产品不断提高显示画面的色彩饱和度及画面精细度，公司加大 OLED 显示技术研发和生产投入，量产项目增多，并完成了可折叠 P-OLED (PlasticOLED) 显示屏及三轴运动机构的车载显示产品预研。2) 液晶仪表。仪表向着大屏、多联屏、高清等趋势发展。公司凭借多年车载技术经验，遵循仪表设计规范，持续优化设计工具及工艺，提升安全等级，为客户提供科技感强、丰富多样的液晶仪表产品。我们认为中控屏和液晶仪表盘均为车内显示屏，部分底层技术相通，未来屏幕类产品之间的技术路线和客户资源有望复用，协同效应显著。

图 26: 公司屏显示产品



资料来源: 公司官网

图 27: 公司液晶仪表产品



资料来源: 公司官网

2.3.2、从 1 到 10: HUD、座舱域控产品矩阵不断完善, 未来新项目有望快速放量

HUD 产品矩阵持续丰富, 未来新项目放量有望贡献显著增量。公司不断丰富 HUD 产品种类, 其中 HUD 产品在光波导、可变焦投影技术中取得技术突破, AR 生成器 (ARCreator) 在延迟性、精准度及 UI 显示性能等各方面进一步提升, 已率先实现 5.1 寸 TFTHUD 量产。此外, 公司融合 HUD 光学显示及车载屏幕显示技术在国内率先推出 VPD (虚拟全景显示) 产品, 带来简洁的座舱设计和新的体验, 定点项目预计明年实现量产, 并规划其下一代的融合方案, 未来公司多个新品的量产有望给 HUD 业务贡献显著增量。

图 28: 公司 AR-HUD 增强现实抬头显示器

信息与实景融合, 变成指引性显示, 成像区域更大、投射距离更远, 成像上也更为生动直观, AR-HUD 与 ADAS 功能相结合, 可提升驾驶安全



多形态
W-HUD、AR-HUD (双焦面、斜投影等)

驾驶安全
LDW / FCW / FEB / BSW

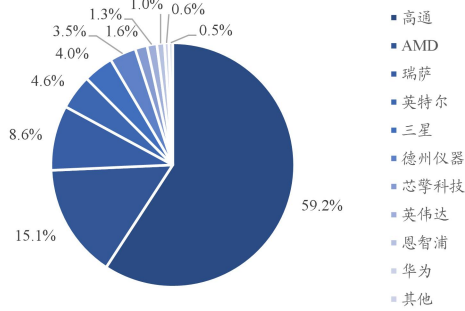
大视野
60米可覆盖三车道

多场景
自动亮度调节适应多场景显示

资料来源: 公司官网

绑定高通等优质芯片厂商，赋能座舱域控业务快速增长。公司座舱域控产品能将多个不同操作系统和安全级别的功能融合到一个平台上，以高性能、高集成、高扩展性等满足个性化需求，目前已经配套多个新能源车企。目前，公司已经和优质座舱芯片厂商高通合作，高通是座舱芯片龙头(据盖世汽车社区公众号数据，2023年座舱芯片市场份额为59.2%)，未来优秀芯片厂将赋能公司座舱域控业务，助力公司向客户提供功能更先进更多元化的智能座舱解决方案。

图 29: 2023 年国内智能座舱芯片竞争格局



资料来源: 盖世汽车社区公众号, 国海证券研究所

图 30: 公司智能座舱域控产品



资料来源: 公司官网

2.3.3、从 0 到 1: 电子后视镜、智驾域控等新兴产品量产在即

电子后视镜产品迭代多年，实现从 0 到 1 突破。公司自 2016 年起开始布局数字后视镜产品线，并在国内推出了其第一代流媒体后视镜（电子后视镜的前身），经过多年的产品迭代、技术升级，在 2022 年初，推出较为成熟的电子后视镜产品。相较于初期研发，目前公司电子外后视镜产品在系统启动速度、画面亮度及流畅度、视野扩展度、软件与硬件的可靠性等方面有明显提升，并构建了完善且高效的光学测试体系，自研的视野仿真软件已投入使用，获得首个项目并进入量产阶段。

图 31: 公司电子后视镜产品



资料来源: ADAYO 华阳通用公众号

积极进行产品跨域功能融合，智驾域控产品量产在即。在智能驾驶领域，公司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，从低速泊车场景向高速自动驾驶场景延伸，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。具体产品方面，公司已推出基于高通 8255 芯片的舱泊一体域控产品，持续提升汽车电子系统集成优势，此外同步开发基于高通 8775 芯片的舱驾融合和中央计算单元产品，预计 2024 年下半年有望推出。

图 32：公司汽车电子业务智能驾驶及网联产品应用场景示意图



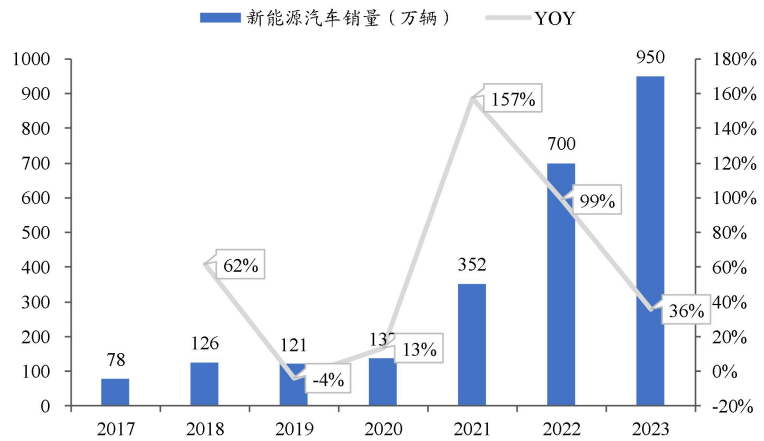
资料来源：公司公告

3、精密铸造：汽车轻量化背景下产能持续加码，精密铸造业务未来可期

3.1、行业：轻量化需求长期向上，公司毛利率位居前列

新能源车销量持续增高，带动产业链上下游高速发展。根据中汽协数据，2023 年国内新能源车销量实现 950 万辆，同比高增 36%，电动化进程持续加速。我们认为未来随着电动车降价以及众多新能源重磅新车型的上市，国内新能源车销量有望继续高增，带动新能源产业链的高速发展。

图 33: 国内新能源汽车销量及 YOY



资料来源: wind, 国海证券研究所 (中汽协口径数据)

汽车轻量化是解决汽车能耗和续航问题的主要措施。根据百色市铝产业协会公众号, 燃油汽车整备质量每下降 10%, 油耗将降低 6-8%, 排放将减少 10%; 电动汽车整备质量每降低 100kg, 电耗将降低约 0.4kWh/100km, 续航将增加约 25km。汽车轻量化不仅适用于传统燃油汽车降低油耗, 对于新能源车而言, 也可以通过降低汽车载重有效提升续航里程。

图 34: 汽车轻量化主要效果



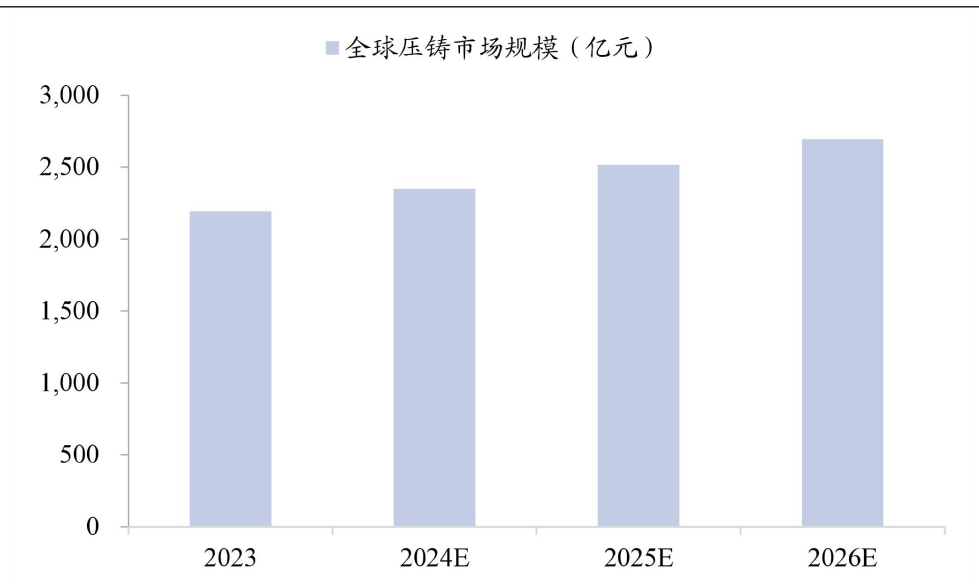
资料来源: 百色市铝产业协会公众号, 《电车资源》

市场空间预测: 轻量化趋势带动全球汽车铸造市场快速增长。我们认为未来在新能源汽车销量持续增长的背景下, 轻量化需求上升, 全球汽车铸造市场规模或将持续增长。据贝哲斯咨询数据, 2023 年全球汽车铸造市场规模为 2194 亿元, 根据我们测算, 2026 年市场规模有望达到 2695 亿元, 2023-2026 年 CAGR=7%, 主要基于以下假设:

假设 1. 2023 年全球乘用车销量为 6527 万台，假设未来在电动车驱动下，全球销量增速维持在 2%。

假设 2. 2023 年全球汽车铸造单车价值量为 3361 元，未来随着新能源渗透率上升，平均单车价值量有望不断提升，假设价值量增速为 3-7%，取中值为 5%。

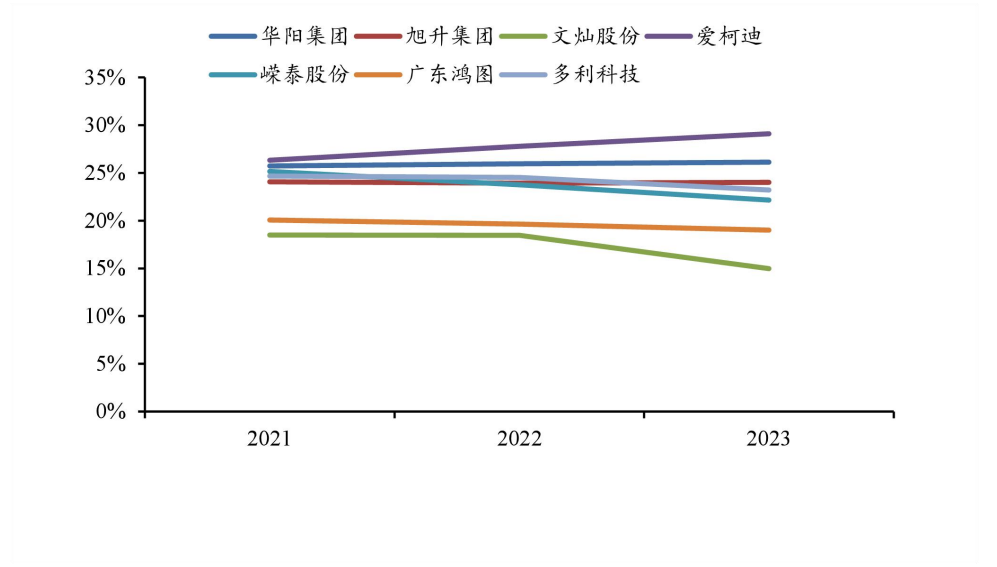
图 35: 全球汽车铸造市场规模预测 (亿元)



资料来源: wind, 贝哲斯咨询, 国海证券研究所

竞争格局: 铸造行业竞争格局分散, 公司毛利率位居前列。 汽车铸造行业除华阳集团外, 仍存在旭升集团、文灿股份、爱柯迪等较多竞争力较强的竞争对手, 对比各自近 3 年 (2021-2023 年) 的平均毛利率, 华阳集团精密铸造业务近 3 年平均毛利率为 25.9%, 排名第二, 位居前列。我们认为主要系公司铸造产品主要为汽车精密铸造件, 相较于使用压铸工艺的中大件, 精密铸造加工件精密度和附加值更高, 因此公司毛利率相对较高。

图 36: 汽车铸造行业主要参加者毛利率对比



资料来源: wind, 国海证券研究所 (注*: 其中华阳集团毛利率为精密铸造业务毛利率)

3.2、公司：“产能+客户”双轮驱动，精密铸造业务进入快速增长期

公司精密铸造产品覆盖众多领域/功能，持续打造一站式服务模式。公司精密铸造业务自 2003 年起步发展，2021 年新增镁合金精密铸造业务，经过多年研发，目前公司已经拥有铝合金、镁合金、锌合金精密铸造件及精密加工件等多种产品的制造和加工能力。从应用领域来看，公司精密铸造业务产品应用领域包括汽车关键零部件、精密 3C 电子部件及工业控制部件等类别，目前以汽车关键零部件产品为主要业务。从应用功能来看，精密铸造业务产品主要包括新能源三电系统、动力系统、制动系统、转向系统、热管理系统、智能座舱系统及智能驾驶系统、汽车高速高频连接器、光通讯模块等零部件。

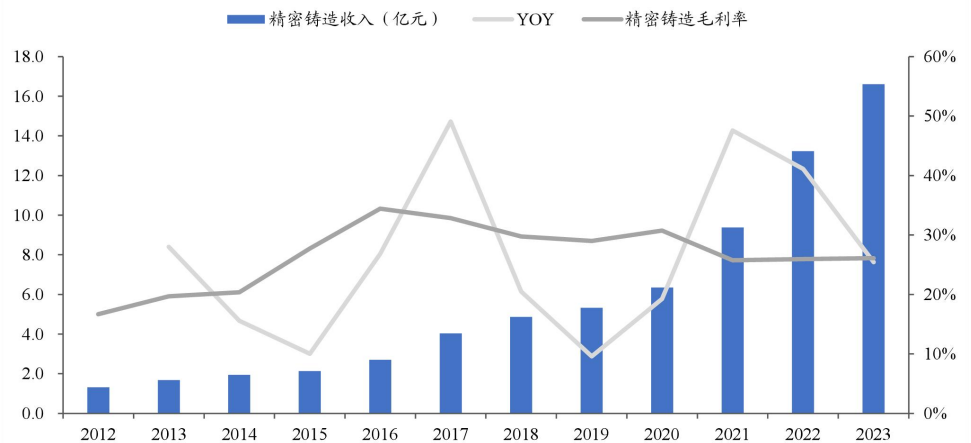
图 37: 公司精密铸造产品在汽车的应用领域示意图



资料来源: 公司公告

下游需求旺盛带动公司铸造业务快速放量，未来高增长或将延续。随着加工工艺的进步及需求的提高，汽车、3C 产品、医疗设备等众多领域为精密铸造产品带来了更加广阔的需求，公司抓住发展机遇积极开拓产品终端应用领域和客户群体，精密铸造业务收入多年来保持快速增长，收入规模从 2012 年的 1.3 亿元增长至 2023 年的 16.6 亿元，CAGR 高达 26%。展望公司铸造业务未来发展，我们认为电子、汽车等行业对精密铸造需求持续增加的背景下，公司产能扩张叠加客户放量，未来铸造业务有望继续保持高速增长。

图 38: 公司历年精密铸造业务收入及毛利率



资料来源: wind, 国海证券研究所

产能: 多个在投项目陆续投产，为持续增长奠定基础。2023 年，公司精密铸造收入实现较快增长，实现收入 16.6 亿元，同比+25%。为满足精密铸造业务快速发展的需要，公司持续扩充产能: 定增募投项目中精密铸造业务惠州新建厂房已开始投产; 公司使用自有资金在浙江长兴开发区新建精密铸造零部件生产基地第一期预计今年内投产，已启动惠州工业园新的厂房建设工作。我们认为未来受益于产能释放，公司铸造业务收入有望持续增长。

表 3: 公司精密铸造主要产能布局

| 工厂名称 | 预计/已投产时间 | 具体产品 |
|----------------|----------|---|
| 定增募投项目(广东省惠州市) | 2024 年 | 用于投资智能汽车电子产品产能扩建、轻量化零部件产品产能扩容、以及智能驾驶平台研发三个项目, 其中汽车轻量化零部件产品产能扩建项目投资总额为 7.3 亿元。 |
| 长兴工厂(浙江省长兴县) | 2024 年 | 投资建设汽车轻量化精密铸造零部件项目, 项目固定资产投资(含土地)总额预计不低于 10 亿元, 由长兴华阳精机负责项目投资、建设、运营。 |
| 江苏中翼 | 2021 年收购 | 主营业务为镁、铝合金压铸零部件, 主要客户为博世、蒂森克努伯、华为等。 |

资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

客户: 积极整合各业务客户资源, 新项目持续加码。公司围绕汽车智能化、轻量化景气赛道布局, 目前已形成丰富的智能座舱和智能驾驶产品线, 精密铸造应用领域拓展至汽车电子产品, 公司在此基础上积极整合下属公司资源, 联合开拓市场, 精密铸造项目不断增加。根据公司 2024 年半年报, 2024 年 H1, 公司精密铸造业务中新能源三电系统、智能驾驶系统、汽车高速高频及 3C 连接器等零部件项目订单额大幅增加; 获得采埃孚、博世、博格华纳、比亚迪、纬湃、联电、佛瑞亚(海拉)、伟创力、亿纬锂能、泰科、莫仕、安费诺以及其他重要客户新项目。

4、盈利预测与评级

我们预计 2024-2026 年公司营业收入依次为 97 亿元、120 亿元、142 亿元，归母净利润依次为 6.77 亿元、9.24 亿元、12.11 亿元，EPS 为 1.29 元、1.76 元、2.31 元，对应 PE 分别为 24 倍、17 倍、13 倍，考虑公司后续多个新品亟待放量，增长潜力较大，维持“增持”评级。

汽车电子业务：公司汽车电子业务主要覆盖长城、长安、吉利、奇瑞、赛力斯等头部新能源客户，未来电子外后视镜、HUD、驾舱域控等产品有望快速放量，预计 2024-2026 年对应业务营收分别为 70.92、89.11、103.65 亿元；毛利率受益于产品结构优化稳中有升，预计 2024-2026 年对应业务毛利率分别为 20.6%、20.9%、21.4%。

精密铸造业务：公司精密铸造业务客户包括采埃孚、博世等头部 Tier1，我们认为未来受益于新客户开拓叠加产能扩建，未来营收有望保持较快增长，预计 2024-2026 年精密加工业务营收分别为 20.75、25.94、32.42 亿元；未来精密铸造业务毛利率有望维持稳定，预计 2024-2026 年毛利率分别为 25%、25%、25%。

精密电子部件业务：未来光盘行业萎缩，公司精密电子部件业务或将下滑，预计 2024-2026 年公司精密电子部件业务营收分别为 2.5、2、1.5 亿元；未来精密电子部件业务毛利率有望维持稳定，预计 2024-2026 年毛利率分别为 10%、10%、10%。

LED 照明器件业务：未来公司 LED 照明器件业务营收和毛利率有望保持稳定，预计 2024-2026 年公司铝锻轻量化营收分别为 1.26、1.26、1.26 亿元，毛利率分别为 20%、20%、20%。

表 4: 公司分业务营收和毛利率预测 (亿元)

| | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 汽车电子 | 销售收入 (亿元) | 48 | 71 | 89 | 104 |
| | YOY | 29% | 47% | 26% | 16% |
| | 销售成本 (亿元) | 38 | 56 | 71 | 81 |
| | 毛利率 | 22% | 21% | 21% | 21% |
| 精密铸造 | 销售收入 (亿元) | 17 | 21 | 26 | 32 |
| | YOY | 25% | 25% | 25% | 25% |
| | 销售成本 (亿元) | 12 | 16 | 19 | 24 |
| | 毛利率 | 26% | 25% | 25% | 25% |
| 精密电子部件 | 销售收入 (亿元) | 4 | 3 | 2 | 2 |
| | YOY | 20% | -37% | -20% | -25% |
| | 销售成本 (亿元) | 4 | 2 | 2 | 1 |
| | 毛利率 | 7% | 10% | 10% | 10% |
| LED 照明器件 | 销售收入 (亿元) | 1 | 1 | 1 | 1 |
| | YOY | -2% | 0% | 0% | 0% |
| | 销售成本 (亿元) | 1 | 1 | 1 | 1 |
| | 毛利率 | 15% | 20% | 20% | 20% |
| 其他 | 销售收入 (亿元) | 1 | 2 | 2 | 3 |
| | YOY | 81% | 30% | 30% | 30% |
| | 销售成本 (亿元) | 1 | 1 | 1 | 2 |
| | 毛利率 | 42% | 40% | 40% | 40% |
| 合计 | 销售收入 (亿元) | 71 | 97 | 120 | 142 |
| | YOY | 27% | 36% | 24% | 18% |
| | 销售成本 (亿元) | 55 | 76 | 94 | 110 |
| | 毛利率 | 22% | 22% | 22% | 22% |

资料来源: wind, 国海证券研究所

5、风险提示

- 1) 汽车行业销量下滑风险: 若汽车行业销量下滑, 将对公司业绩产生影响;
- 2) 新工厂产能爬坡不及预期: 公司在国内有新工厂正在建设, 若建设速度不及预期或将影响公司业绩;
- 3) 贸易壁垒风险: 若海外对国内新能源车征收关税落地, 或将对公司产生不利影响;
- 4) 新产品研发不及预期: 公司新产品/技术的研发进度低于预期, 将影响销量及订单。
- 5) 供应链国产化进程不及预期: 若供应链国产化进程较慢, 可能影响公司业绩;
- 6) 原材料价格上涨风险: 行业供需变化或将导致原材料价格大幅上涨。

附表：华阳集团盈利预测表

| 证券代码: | 002906 | | | | 股价: | 30.72 | 投资评级: | 增持 | | 日期: | 2024/11/27 |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|-------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------|
| 财务指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 每股指标与估值 | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 盈利能力 | | | | | 每股指标 | | | | | | |
| ROE | 8% | 10% | 13% | 15% | EPS | | 0.94 | 1.29 | 1.76 | 2.31 | |
| 毛利率 | 22% | 22% | 22% | 22% | BVPS | | 11.41 | 12.31 | 13.60 | 15.29 | |
| 期间费率 | 6% | 6% | 6% | 5% | 估值 | | | | | | |
| 销售净利率 | 7% | 7% | 8% | 9% | P/E | | 37.50 | 23.80 | 17.45 | 13.31 | |
| 成长能力 | | | | | P/B | | 3.09 | 2.49 | 2.26 | 2.01 | |
| 收入增长率 | 27% | 36% | 24% | 18% | P/S | | 2.59 | 1.66 | 1.34 | 1.14 | |
| 利润增长率 | 22% | 46% | 36% | 31% | | | | | | | |
| 营运能力 | | | | | 利润表 (百万元) | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 总资产周转率 | 0.87 | 0.95 | 1.01 | 1.04 | 营业收入 | | 7137 | 9709 | 12046 | 14163 | |
| 应收账款周转率 | 2.85 | 2.94 | 2.98 | 2.85 | 营业成本 | | 5541 | 7613 | 9408 | 10979 | |
| 存货周转率 | 4.41 | 4.78 | 4.44 | 4.42 | 营业税金及附加 | | 36 | 49 | 60 | 71 | |
| 偿债能力 | | | | | 销售费用 | | 272 | 320 | 385 | 439 | |
| 资产负债率 | 36% | 41% | 44% | 44% | 管理费用 | | 170 | 204 | 241 | 269 | |
| 流动比 | 2.11 | 1.94 | 1.84 | 1.85 | 财务费用 | | -1 | 29 | 36 | 42 | |
| 速动比 | 1.65 | 1.42 | 1.33 | 1.35 | 其他费用/(-收入) | | 606 | 757 | 940 | 1105 | |
| 资产负债表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 营业利润 | | 473 | 716 | 975 | 1277 | |
| 现金及现金等价物 | 1614 | 1400 | 1356 | 1462 | 营业外净收支 | | 0 | -3 | -3 | -3 | |
| 应收款项 | 3036 | 3570 | 4514 | 5427 | 利润总额 | | 473 | 713 | 972 | 1274 | |
| 存货净额 | 1280 | 1907 | 2331 | 2634 | 所得税费用 | | 4 | 29 | 39 | 51 | |
| 其他流动资产 | 746 | 1145 | 1330 | 1564 | 净利润 | | 470 | 684 | 933 | 1223 | |
| 流动资产合计 | 6676 | 8022 | 9532 | 11087 | 少数股东损益 | | 5 | 7 | 9 | 12 | |
| 固定资产 | 1739 | 1974 | 2199 | 2403 | 归属于母公司净利润 | | 465 | 677 | 924 | 1211 | |
| 在建工程 | 209 | 159 | 109 | 59 | 现金流量表 (百万元) | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 无形资产及其他 | 647 | 685 | 711 | 732 | 经营活动现金流 | | 442 | 293 | 703 | 941 | |
| 长期股权投资 | 182 | 193 | 205 | 215 | 净利润 | | 465 | 677 | 924 | 1211 | |
| 资产总计 | 9453 | 11033 | 12755 | 14496 | 少数股东损益 | | 5 | 7 | 9 | 12 | |
| 短期借款 | 83 | 111 | 96 | 65 | 折旧摊销 | | 246 | 257 | 291 | 323 | |
| 应付款项 | 2601 | 3178 | 4158 | 4863 | 公允价值变动 | | 0 | -5 | -5 | -5 | |
| 合同负债 | 74 | 291 | 250 | 289 | 营运资金变动 | | -383 | -725 | -578 | -642 | |
| 其他流动负债 | 409 | 551 | 667 | 791 | 投资活动现金流 | | -1101 | -469 | -484 | -487 | |
| 流动负债合计 | 3168 | 4131 | 5170 | 6007 | 资本支出 | | -649 | -464 | -495 | -500 | |
| 长期借款及应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期投资 | | -470 | -15 | -14 | -12 | |
| 其他长期负债 | 278 | 405 | 405 | 405 | 其他 | | 18 | 9 | 25 | 25 | |
| 长期负债合计 | 278 | 405 | 405 | 405 | 筹资活动现金流 | | 1110 | -39 | -268 | -353 | |
| 负债合计 | 3446 | 4536 | 5576 | 6413 | 债务融资 | | -166 | 28 | -15 | -31 | |
| 股本 | 524 | 525 | 525 | 525 | 权益融资 | | 1424 | 11 | 0 | 0 | |
| 股东权益 | 6007 | 6497 | 7180 | 8083 | 其它 | | -148 | -78 | -253 | -322 | |
| 负债和股东权益总计 | 9453 | 11033 | 12755 | 14496 | 现金净增加额 | | 453 | -219 | -49 | 101 | |

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【汽车小组介绍】

戴畅，首席分析师，上海交通大学本硕，9年汽车卖方工作经验，全行业覆盖，深耕一线，主攻汽车智能化和电动化，善于把握行业周期拐点，技术突破节奏，以及个股经营变化。

吴铭杰，汽车行业分析师，上海财经大学金融专业硕士，2年汽车市场研究经验，擅长发现个股边际变化，从底部挖掘潜力个股，目前主要覆盖汽车热管理及机器人产业链。

王琿，汽车行业分析师，中国人民大学管理学硕士、新加坡管理大学财务分析专业硕士、吉林大学汽车设计专业学士。3年主机厂汽车设计经验，2年汽车市场研究经验。曾任职于一汽汽研负责自主品牌造型设计工作，目前主要覆盖整车及重点主机厂产业链。

【分析师承诺】

戴畅，吴铭杰，本报告中的分析师均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，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
 卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。