

营收稳健增长，业外客户占比提升

2024 年 3 月 29 日 | 中国内地

年报点评
汽车零部件

投资评级(维持): 买入
目标价(人民币): 24.45

23 年营业收入同比增长 6.5%

华域汽车发布年报，23 年实现营收 1685.9 亿元 (yoy+6.5%)，归母净利 72.1 亿元 (yoy+0.15%)，扣非净利 65.0 亿元 (yoy+0.6%)。其中 Q4 实现营收 470.35 亿元 (yoy+4.6%, qoq+5.5%)，归母净利 24.74 亿元 (yoy+6.4%, qoq+30.2%)。考虑到合资客户压力仍存，我们预计公司 24-26 年归母净利分别为 77.8/86.9/98.3 亿元 (前值 24/25 年 85.6/93.9 亿元)。可比公司 24 年 Wind 一致预期 PE 均值为 11.6 倍，考虑公司传统业务占比较高，给予公司 24 年 9.9 倍 PE，目标价 24.45 元 (前值 25.75 元)，维持“买入”。

23 年客户结构继续优化，内外饰业务稳健增长

分板块看: 1) 优势业务内外饰件 23 年实现营收 1130.7 亿元, 同比增长 8.6%。其中车灯销量同比+9.5%至 2342 万只, 平均单价+3.4%, 推动华域视觉营收同比+13.2%至 153 亿元; 仪表板/门板/座椅产品销量则维持稳健增长, 分别同比+2.3%/2.0%/3.2%; 2) 功能件营收同比+5.7%至 285.4 亿元, 其中传动轴/EPB 产品销量同比+8.9%/16.1%; 3) 金属成型和模具/电子电器件/热加工业务营收则分别同比-14.1%/+18.7%/+4%至 100.8/72.5/5.8 亿元。23 年公司客户结构进一步优化, 上汽集团以外客户营收占比提至 53.82% (22 年 49.57%), 特斯拉上海/比亚迪/奇瑞分别成为国内第 1/3/4 大业外客户。且年内新获订单中, 自主品牌配套金额占比突破 40%。

合联营企业收益同比正增，着力推动降本增效

23 年公司综合毛利率同比-0.9pct 至 13.3%，主营业务毛利率同比-1.0pct 至 12.65%；净利率为 4.8%，同比-0.3pct。具体看，电子电气件产品净利率同比下滑 5.6pct，影响归母净利约-3.56 亿元，主要系 22 年包含出售参股公司 27%股权的所得收益；包括纳铁福、博世华域在内的合联营企业 23 年贡献投资收益 25.6 亿元，同比小幅增长约 0.5%。23 年公司继续推进降本增效，压缩办公运营费用，管理费率同比-0.4pct 至 4.74%，销售费率同比+0.04pct 至 0.69%，研发费率则同比-0.3pct 至 4.22%。

聚焦智能电动化，高价值量产品有望助力业务结构优化

23 年公司紧跟汽车电动化、智能化发展机遇，加快推动优势业务的技术创新转型。座舱领域，公司依托平台化能力提供系统化智舱解决方案，获取更高单车配套价值；电动化方面，已覆盖 400V-800V 的全系列驱动电机/电控产品，新获上汽通用/零跑项目定点，800V 碳化硅自研控制器项目也在顺利推进；智能视觉领域，公司最新数字全彩交互地灯产品已实现配套量产，并对数字交互大灯等新产品实现了大幅降本。公司有望依托新技术、新产品的产业化落地，持续实现营收体量突破和结构优化。

风险提示：下游客户整车产销不及预期，短期内新产品盈利能力不及预期。

经营预测指标与估值

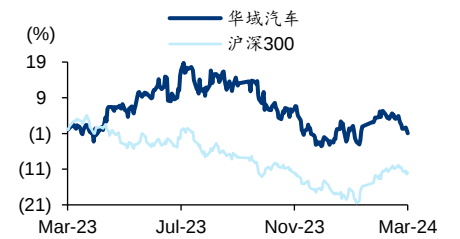
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (人民币百万)	158,268	168,594	183,669	200,717	220,215
+/-%	13.09	6.52	8.94	9.28	9.71
归属母公司净利润 (人民币百万)	7,203	7,214	7,777	8,690	9,829
+/-%	11.35	0.15	7.81	11.73	13.11
EPS (人民币, 最新摊薄)	2.28	2.29	2.47	2.76	3.12
ROE (%)	15.73	14.62	14.61	14.92	15.37
PE (倍)	7.20	7.19	6.67	5.97	5.28
PB (倍)	0.98	0.90	0.82	0.75	0.68
EV EBITDA (倍)	2.69	2.33	1.90	1.26	0.71

资料来源：公司公告、华泰研究预测

基本数据

目标价 (人民币)	24.45
收盘价 (人民币 截至 3 月 28 日)	16.46
市值 (人民币百万)	51,894
6 个月平均日成交额 (人民币百万)	180.73
52 周价格范围 (人民币)	15.85-19.73
BVPS (人民币)	18.32

股价走势图



资料来源：Wind

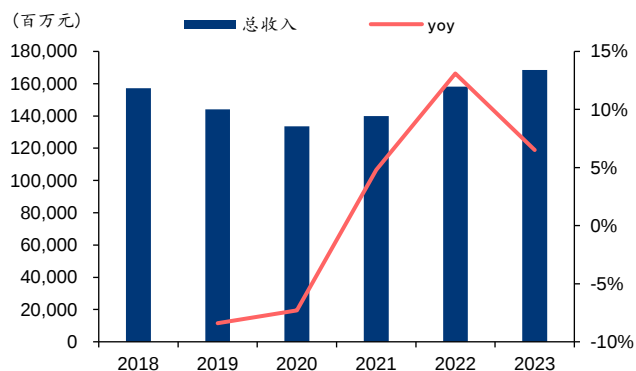
图表1：华域汽车：可比公司估值表

证券代码	公司名称	市值 (亿元)	EPS (报告货币 元)		PE (倍)	
			2024E	2025E	2024E	2025E
002048 CH	宁波华翔	103	1.72	2.00	7.4	6.3
000887 CH	中鼎股份	147	1.04	1.25	10.7	8.9
600660 CH	福耀玻璃	1,117	2.44	2.86	17.6	15.0
600104 CH	上汽集团	1,733	1.40	1.53	10.7	9.8
平均		775			11.6	10.0

注：数据截至3月28日收盘；EPS和PE数据为Wind一致预期

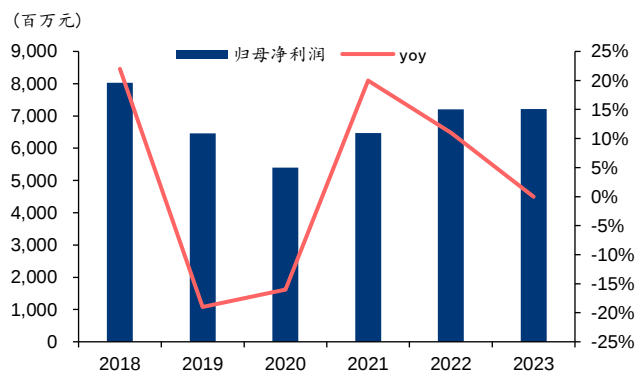
资料来源：Wind，华泰研究

图表2：华域汽车营业收入



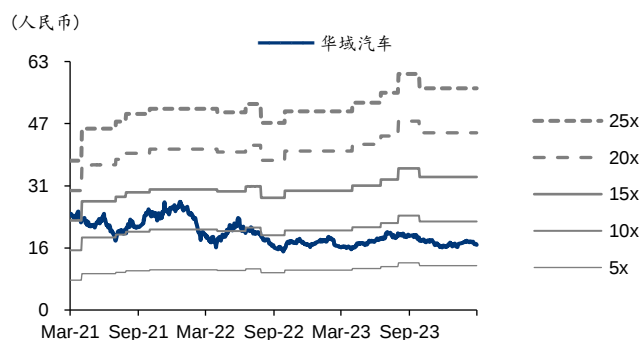
资料来源：Wind，华泰研究

图表3：华域汽车归母净利润



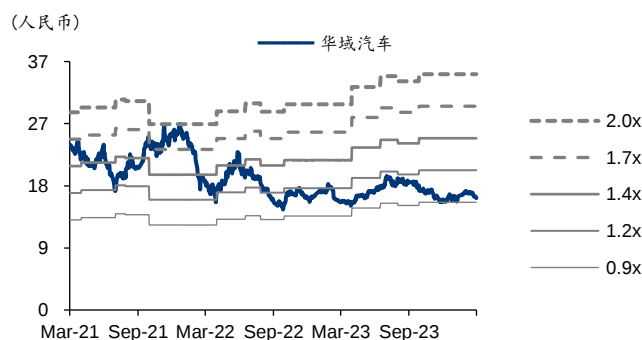
资料来源：Wind，华泰研究

图表4：华域汽车 PE-Bands



资料来源：Wind，华泰研究

图表5：华域汽车 PB-Bands



资料来源：Wind，华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	104,132	116,620	127,485	141,079	157,786
现金	33,330	40,211	44,088	51,947	59,867
应收账款	33,684	38,534	40,142	45,837	48,494
其他应收账款	2,283	2,074	2,673	2,515	3,177
预付账款	807.50	632.58	936.26	778.20	1,103
存货	22,891	22,813	26,947	27,342	32,097
其他流动资产	11,137	12,355	12,699	12,661	13,049
非流动资产	58,665	59,477	60,302	61,299	62,427
长期投资	12,074	12,307	14,578	17,264	20,399
固定资产投资	22,233	21,857	21,555	20,942	19,971
无形资产	4,018	3,900	3,418	2,894	2,328
其他非流动资产	20,340	21,413	20,752	20,200	19,729
资产总计	162,797	176,097	187,786	202,379	220,213
流动负债	95,719	104,097	110,097	118,265	128,534
短期借款	9,296	10,639	9,968	10,303	10,136
应付账款	52,472	56,062	62,105	66,816	74,335
其他流动负债	33,951	37,396	38,025	41,145	44,064
非流动负债	10,023	10,419	9,635	8,865	8,099
长期借款	2,436	3,369	2,586	1,816	1,049
其他非流动负债	7,587	7,049	7,049	7,049	7,049
负债合计	105,742	114,516	119,733	127,130	136,633
少数股东权益	4,086	3,813	4,873	6,058	7,399
股本	3,153	3,153	3,153	3,153	3,153
资本公积	11,449	11,467	11,467	11,467	11,467
留存公积	36,859	41,725	47,518	54,168	61,933
归属母公司股东权益	52,968	57,768	63,180	69,190	76,182
负债和股东权益	162,797	176,097	187,786	202,379	220,213

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金	9,989	11,316	12,096	14,478	15,799
净利润	8,061	8,095	8,838	9,875	11,169
折旧摊销	4,958	5,174	5,031	5,738	6,479
财务费用	(222.34)	82.97	44.53	44.53	0.00
投资损失	(2,922)	(2,843)	(2,971)	(3,186)	(3,418)
营运资金变动	(1,243)	(687.71)	1,365	2,227	1,776
其他经营现金	1,358	1,495	(211.83)	(220.36)	(208.09)
投资活动现金	(2,310)	(1,179)	(2,765)	(3,430)	(4,069)
资本支出	(5,201)	(4,898)	(2,803)	(3,110)	(3,345)
长期投资	190.91	471.65	(2,271)	(2,687)	(3,135)
其他投资现金	2,700	3,248	2,308	2,367	2,411
筹资活动现金	(6,212)	(3,180)	(5,454)	(3,189)	(3,810)
短期借款	(322.36)	1,343	(671.49)	335.74	(167.87)
长期借款	(1,123)	933.14	(783.68)	(769.96)	(766.68)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	12.00	18.26	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(4,779)	(5,474)	(3,999)	(2,755)	(2,875)
现金净增加额	1,480	6,879	3,877	7,859	7,919

利润表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	158,268	168,594	183,669	200,717	220,215
营业成本	135,764	146,137	159,107	173,586	190,054
营业税金及附加	652.26	621.54	677.11	739.96	811.84
营业费用	1,030	1,158	1,286	1,365	1,497
管理费用	8,128	7,989	8,703	9,511	10,435
财务费用	(222.34)	82.97	44.53	44.53	0.00
资产减值损失	(192.32)	(421.23)	(367.34)	(361.29)	(330.32)
公允价值变动收益	0.00	34.82	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2,922	2,843	2,971	3,186	3,418
营业利润	9,108	8,818	9,705	10,865	12,315
营业外收入	52.03	249.52	254.51	259.60	264.79
营业外支出	20.95	28.55	29.12	29.70	30.29
利润总额	9,139	9,039	9,930	11,095	12,549
所得税	1,078	943.85	1,092	1,220	1,380
净利润	8,061	8,095	8,838	9,875	11,169
少数股东损益	858.08	880.59	1,061	1,185	1,340
归属母公司净利润	7,203	7,214	7,777	8,690	9,829
EBITDA	13,930	14,297	14,467	16,100	18,038
EPS (人民币，基本)	2.29	2.29	2.47	2.76	3.12

主要财务比率

会计年度 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	13.09	6.52	8.94	9.28	9.71
营业利润	2.01	(3.19)	10.06	11.96	13.34
归属母公司净利润	11.35	0.15	7.81	11.73	13.11
获利能力 (%)					
毛利率	14.22	13.32	13.37	13.52	13.70
净利率	5.09	4.80	4.81	4.92	5.07
ROE	15.73	14.62	14.61	14.92	15.37
ROIC	36.92	37.96	47.33	72.37	133.45
偿债能力					
资产负债率 (%)	64.95	65.03	63.76	62.82	62.05
净负债比率 (%)	(32.44)	(36.38)	(43.09)	(50.03)	(55.69)
流动比率	1.09	1.12	1.16	1.19	1.23
速动比率	0.82	0.88	0.89	0.94	0.96
营运能力					
总资产周转率	1.00	0.99	1.01	1.03	1.04
应收账款周转率	5.02	4.67	4.67	4.67	4.67
应付账款周转率	2.71	2.69	2.69	2.69	2.69
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	2.28	2.29	2.47	2.76	3.12
每股经营现金流(最新摊薄)	3.17	3.59	3.84	4.59	5.01
每股净资产(最新摊薄)	16.80	18.32	20.04	21.95	24.16
估值比率					
PE (倍)	7.20	7.19	6.67	5.97	5.28
PB (倍)	0.98	0.90	0.82	0.75	0.68
EV EBITDA (倍)	2.69	2.33	1.90	1.26	0.71

资料来源：公司公告、华泰研究预测