



中信证券研究部



陈俊毅
首席制造产业分析师
S1010512070001



尹欣驰
汽车分析师
S1010519040002

核心观点

公司以“智驭未来”为主题亮相北京国际车展，展出了全系液晶仪表、HUD 智能座舱、自动泊车系统、“煜眼”技术摄像头等智能座舱和自动驾驶产品。公司产品谱系日趋完善，客户不断突破，未来成长可期。维持公司 2020/21/22 年 EPS 预测 0.23/0.42/0.53 元，维持“买入”评级。

公司以“智驭未来”为主题亮相北京车展。2020 年 9 月 26 日，北京国际车展盛大开幕，公司以“智驭未来”为参展主题，携智能座舱、智能驾驶、精密压铸诸多创新解决方案亮相车展，产品令人瞩目。主要产品包括 HUD 全系列产品（C-HUD/W-HUD/AR-HUD）、四款无线充电产品、全系液晶仪表、支持 HUAWEI HiCar 或梧桐系统的车机、新一代流媒体后视镜、360 环视系统、自动泊车系统、“煜眼”技术摄像头、驾驶员监控系统等产品。产品体系日趋完善，全力发力智能座舱和自动驾驶。

智能座舱硬件提升体验，软件定义汽车。公司智能座舱产品全面投放，助力提升驾乘体验。例如公司推出的双 10.25 寸液晶大屏，仪表显示屏采用车规级主流芯片，提供 4 套不同的 UI 主题、3 种驾驶模式交互页面，满足驾驶者的个性化需求；HUD 产品具有显著示范效应，渗透率有望快速提升；后视镜、车载无线充电产品等产品不断推陈出新。2020 年 7 月 10 日，华阳开放平台（AAOP）发布，助推硬件生态与车联生态的软硬解耦，可灵活适配多种车联网系统。公司软件能力不断提升，积极构建座舱生态，车机系统已经能够实现与手机端华为 HiCar 和腾讯梧桐的无缝连接。

自动驾驶产品日益丰富，助力整车厂完成智能升级。公司凭借多年的研发积累，ADAS 产品和功能不断丰富。华阳 360 环视系统通过安装在车身前、后、左、右的 4 个超高清（200 万像素）广角摄像头，实时采集车辆周围影像，应用软件算法生成 360° 全景图像，显示车辆周边环境。公司新一代自动泊车系统拥有 12 个超声波雷达、4 个高清摄像头，能够对道路、车辆、行人、障碍物等进行精准识别，能够覆盖 90% 以上的泊车场景。公司的“煜眼”技术通过独特算法，能改善自动泊车系统的稳定性和可靠性，获得多家车企订单并已开始配置于百度 Apollo。同时，公司的 AVP 产品将量产于威马全新车型。

风险因素：汽车行业景气度下行；产品研发进度不及预期；新产品和新客户扩展不及预期。

华阳集团	002906
评级	买入（维持）
当前价	18.14 元
总股本	473 百万股
流通股本	470 百万股
52 周最高/最低价	18.35/10.3 元
近 1 月绝对涨幅	1.57%
近 6 月绝对涨幅	10.33%
近 12 月绝对涨幅	20.14%

投资建议：公司智能座舱领域产品谱系完善，双联屏渗透率不断提升，新产品 HUD 系列产品和无线充电有望快速放量；公司受益于核心客户长城汽车车型平台的全面升级和长安、广汽、福特等客户的突破，业绩有望快速提升；公司汽车座舱电子产品生态合作不断拓展，发布华阳开放平台（AAOP），与华为的深度合作稳步推进，发力打造座舱生态，未来成长可期。维持 2020/21/22 年 EPS 预测 0.23/0.42/0.53 元，维持“买入”评级。

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,468.78	3,383.41	3,112.00	3,837.39	4,511.43
营业收入增长率	-17%	-2%	-8%	23%	18%
净利润(百万元)	16.64	74.49	108.70	197.45	249.96
净利润增长率	-94%	348%	46%	82%	27%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.04	0.16	0.23	0.42	0.53
毛利率%	20%	22%	24%	24%	23%
净资产收益率 ROE%	0.49%	2.16%	3.10%	5.39%	6.50%
每股净资产（元）	7.19	7.27	7.40	7.74	8.13
PE	454	113	79	43	34
PB	2.5	2.5	2.5	2.3	2.2

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 10 月 20 日收盘价

目录

“智驭未来”，亮相北京车展	1
公司以“智驭未来”为主题亮相北京车展	1
智能座舱、自动驾驶等诸多创新产品竞相亮相，储备丰富	1
智能座舱：硬件提升体验，软件定义汽车	3
智能座舱产品全面投放，助力提升驾乘体验	3
软件能力不断提升，积极构建座舱生态	4
自动驾驶：产品日益丰富，助力智能驾驶	6
自动驾驶产品日益丰富，功能日趋完善	6
产业强强联合，助力智能升级	7
风险因素	9
投资建议	9

插图目录

图 1：华阳集团北京车展展台.....	1
图 2：华阳 AR-HUD 行驶示意图.....	2
图 3：华阳车载无线充电设备.....	2
图 4：华阳流媒体全视屏后视镜.....	2
图 5：华阳开放式平台（AAOP）.....	2
图 6：海思 360 环视系统.....	3
图 7：搭载“煜眼”技术的 DMS 摄像头、驾驶员监控系统.....	3
图 8：华阳双 10.25 寸液晶大屏.....	3
图 9：W-HUD 和 C-HUD 产品展示.....	4
图 10：AR-HUD 成像展示.....	4
图 11：流媒体全视屏后视镜.....	4
图 12：华阳多媒体无线充电产品.....	4
图 13：华阳开放平台（AAOP）技术框架.....	5
图 14：华阳开放平台（AAOP）合作案例.....	5
图 15：搭载 HUAWEI HiCar 的华阳车机产品.....	5
图 16：HUAWEI HiCar 映射方案.....	5
图 17：华阳中控大屏搭载梧桐车联 TINNOVE 智能系统.....	6
图 18：华阳 360 环视系统的 2D/3D 多视角.....	6
图 19：华阳 360 环视系统的车道偏离预警（LDW）功能.....	6
图 20：华阳最新一代自动泊车系统的多场景车位探测功能.....	7
图 21：华阳最新一代自动泊车系统的可视化人机交互界面.....	7
图 22：搭载华阳“煜眼”技术的新宝骏 E300 自动泊车系统实车体验.....	7
图 23：华阳集团的海思 360 环视系统展示.....	8
图 24：威马汽车的 AVP 自主泊车技术.....	9

表格目录

表 1：公司盈利预测和估值评级.....	9
----------------------	---

“智驭未来”，亮相北京车展

公司以“智驭未来”为主题亮相北京车展

华阳集团携众多创新产品亮相北京车展，“智驭未来”，助力智慧出行。2020年9月26日，华阳集团以“智驭未来”为参展主题，携智能座舱、智能驾驶、精密压铸诸多创新解决方案亮相中国国际展览中心（天竺）新馆 W1-W 零部件展区。公司展示了旗下新一代智能驾驶舱解决方案，涵盖了全系液晶仪表、支持 HUAWEI HiCar 或梧桐系统的车机、新一代流媒体后视镜、HUD、360 环视系统、自动泊车系统、“煜眼”技术摄像头、无线充电、驾驶员监控系统等产品。公司的汽车智能化产品丰富，全方位助力智慧出行，旨在让消费者享受更有魅力的智能汽车生活。

图 1：华阳集团北京车展展台

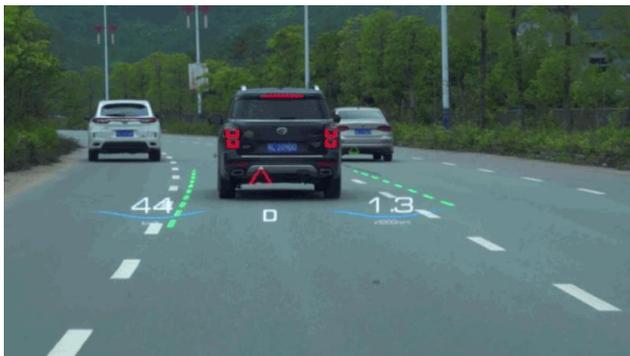


资料来源：公司官网

智能座舱、自动驾驶等诸多创新产品竞相亮相，储备丰富

多种智能产品齐亮相，助力改善汽车座舱体验。智能座舱方面，公司展出了全系列 HUD 产品、四款车载无线充电设备、流媒体后视镜等硬件产品，并且展示了通过华阳开放式平台（AAOP）与汽车座舱合作伙伴通力打造更丰富座舱生态的理念。1）公司全套 HUD 产品包括 C-HUD, W-HUD 和 AR-HUD，其中 AR-HUD 的平台将包含 ADAS、仪表、导航等各项功能，并计划于 2021 年底开始陆续搭载量产车型面世。2）公司四款车载无线充电产品，支持“随放随充”，已获得单线圈自动对准相关技术的专利，可实现 OPPO 手机 40W 无线快充功能。3）新一代 ADAYO 华阳流媒体后视镜，采用 9.2 寸全液晶宽屏设计，分辨率达 1920*384、亮度达 1700 cd/m²，采用 200 万像素摄像头，同时具备自动防眩光功能。4）公司通过华阳开放式平台（AAOP），和合作伙伴通力合作，展出搭载了华为 HiCar 和腾讯梧桐车联的车机系统，助力更多的 APP 上线使用，实现更好的人机交互。

图 2：华阳 AR-HUD 行驶示意图



资料来源：公司官网

图 3：华阳车载无线充电设备



资料来源：公司官网

图 4：华阳流媒体全视屏后视镜



资料来源：公司官网

图 5：华阳开放式平台（AAOP）



资料来源：公司官网

自动驾驶产品日益丰富，助力智能出行。公司还展出了一系列自动驾驶产品，主要包括新一代自动泊车系统、海思 360 环视系统和搭载“煜眼”技术的高清车载摄像头、以太网 AVB 摄像头、驾驶员监控系统等产品。1) 公司新一代的自动泊车系统采用多传感融合方案，拥有 12 个超声波雷达、4 个高清摄像头、可以对车位自动探测并进行路径规划，把实时环视图像传输到中控屏呈现给驾驶者查看、监控，实现垂直或平行自动泊车。2) 公司推出的海思 360 环视系统，采用车规级芯片及百万像素高清摄像头，支持 2D、3D 显示，实现无缝拼接，无死角无畸变的真实呈现汽车周边环境，扫除视觉盲区，搭载丰富的 ADAS 功能（BSD、LDW、DVR 等）。3) 公司的“煜眼”技术采用独特的中心点算法及其它参数优化算法，实现精准的物像测距和识别定位，让 AVP、APA、FCW、LDW 等具有更好的稳定性和可靠性，并将助力威马汽车首款搭载 AVP 自主泊车技术（L4 级无人驾驶技术）的全新量产车型落地。

图 6：海思 360 环视系统



资料来源：公司官网

图 7：搭载“煜眼”技术的 DMS 摄像头、驾驶员监控系统



资料来源：公司官网

智能座舱：硬件提升体验，软件定义汽车

智能座舱产品全面投放，助力提升驾乘体验

双联屏交互方式逐渐多样化，更能满足用户定制化需求。公司新推出双 10.25 寸液晶大屏，该屏以 8.1° 夹角略微倾向主驾驶位，反射率低于 6%，配合光线自适应功能，时刻保持画面舒适、高清，给予驾驶者更好的视觉感与操控感。此外，仪表显示屏采用车规级主流芯片，提供 4 套不同的 UI 主题、3 种驾驶模式交互页面，满足驾驶者的个性化需求。

图 8：华阳双 10.25 寸液晶大屏



资料来源：公司官网

HUD 产品示范效应显著，渗透率有望快速提升。华阳旗下子公司华阳多媒体于 2012 年开始组建 HUD 团队，进行前瞻性的研发和布局。目前已推出组合式抬头显示器（C-HUD）、风挡式抬头显示器（W-HUD）和增强显示抬头显示器（AR-HUD）三类产品解决方案。其中 W-HUD 由于性价比高，单车配套价值在千元左右，已获得包括长城、东风日产启辰星等多个车企订单；同时 AR-HUD 技术也日趋成熟，集公司多年新产品研发积累于一身，融合了 ADAS、仪表、导航等功能，并计划于 2021 年底开始陆续搭载量产车型。

图 9：W-HUD 和 C-HUD 产品展示



资料来源：公司官网

图 10：AR-HUD 成像展示



资料来源：公司官网

后视镜、车载无线充电产品技术升级，座舱电子储备日益丰富。公司在后视镜、车载无线充电等座舱电子产品上加大研发投入，不断推陈出新。1) 公司的流媒体后视镜产品具有延时低 (<30 毫秒)、帧率高 (60 帧/秒)，视野宽 (62.5°，视野是传统后视镜的两倍) 的特性，且不受后排座椅遮挡，具备自动防眩功能，提升驾驶体验，保障驾乘安全。2) 车载无线充电方面，公司自 2012 年开始致力于无线充电在车载领域的前装产品的开发，并且在 2013 年加入 WPC 联盟，于 2018 年率先通过 Qi1.2.4 标准的认证，目前已经完成对 Qi1.3 标准草案的解读并储备了部分技术方案，且已获得单线圈自动对准相关技术的专利。此外，公司相关产品率先完成了 OPPO 手机快充协议的适配，可实现 OPPO 手机 40W 无线快充功能。公司同时开发出了四款无线充电产品，包括循迹和强制散热等产品，满足客户的个性化需求。

图 11：流媒体全屏后视镜



资料来源：公司官网

图 12：华阳多媒体无线充电产品



资料来源：公司官网

软件能力不断提升，积极构建座舱生态

华阳开放平台（AAOP）发布，助推硬件生态与车联生态的软硬解耦，可灵活适配多种车联网系统。7 月 10 日，公司在 2020 全球智能汽车大会（GIVC）上发布“华阳开放平台（AAOP）”。AAOP 采用软件标准架构分层开发的方式，包括驱动层、中间件层、应

用逻辑层、UI 层，客户可在应用逻辑层实施差异化的定制开发，可灵活适配当前知名的车联网系统，如阿里斑马、腾讯车联 TAI、百度 Duer OS、讯飞 iFly OS AUTO、梧桐车联 PAI 等，大大降低开发难度，为客户提供更多选择。

图 13: 华阳开放平台 (AAOP) 技术框架



资料来源: 公司官网

图 14: 华阳开放平台 (AAOP) 合作案例



资料来源: 公司官网

携手华为 HiCar，改善用户的智慧出行体验。基于软硬解耦的 AAOP，搭载 HUAWEI HiCar 的华阳车机产品，首次亮相于 9 月 26 日开幕的北京国际汽车展览会。其通过新的手机互联映射方案实现无感连接、深度互联，如通过手机端远程遥控车辆，还可通过车机系统控制电视、空调、音箱等智能家居设备，让用户感受“人-车-家”无缝流转的全场景体验。其中 HUAWEI HiCar 是提供人-车-家全场景的智慧车载解决方案。它将移动设备和汽车连接起来，进一步改善用户的出行体验。

图 15: 搭载 HUAWEI HiCar 的华阳车机产品



资料来源: 公司官网

图 16: HUAWEI HiCar 映射方案



资料来源: 公司官网

联合腾讯梧桐 TINNOVE 车联系统，实现微信上车。ADAYO 华阳 15.6 寸中控大屏搭载梧桐车联 TINNOVE 智能系统，深度整合了“腾讯车联 TAI”的核心能力。特别是车载微信，连接手机蓝牙后，上车自动登录、下车自动断开，支持全语音交互，无需动手即可实现常用功能，保障驾驶期间乘车者的安全。

图 17：华阳中控大屏搭载梧桐车联 TINNOVE 智能系统



资料来源：公司官网

■ 自动驾驶：产品日益丰富，助力智能驾驶

自动驾驶产品日益丰富，功能日趋完善

华阳 360 环视提供 2D/3D 多视角高清体验，搭载丰富 ADAS 功能。ADAYO 华阳 360 环视系统通过安装在车身前、后、左、右的 4 个超高清（200 万像素）广角摄像头，实时采集车辆周围影像，应用软件算法生成 360° 全景图像，显示车辆周边环境。驾驶员可通过档位变换、车速变化、用户主动操作等多模式启动或关闭系统。操作过程中，可以选择 2D/3D 模式显示，以及全景环视图、前/后/左/右 独立视图、车门开启视图、后视镜折叠视图等多视图显示及切换。此外，该系统还配备了丰富的 ADAS 功能，包括盲区监测和预警（BSD）、移动物体监测和预警(MOD)、车道偏离预警(LDW)、以及行车记录仪功能(DVR) 等功能，为行车提供更智能、全方位的安全保障。

图 18：华阳 360 环视系统的 2D/3D 多视角



资料来源：公司官网

图 19：华阳 360 环视系统的车道偏离预警（LDW）功能



资料来源：公司官网

华阳自动泊车系统迭代升级，覆盖 90%以上的泊车场景。华阳最新一代自动泊车产品采用的是基于 360 环视系统感知和超声波雷达感知融合的自动泊车系统，主要为自动泊车

提供感知服务。硬件方面，该系统拥有 12 个超声波雷达、4 个高清摄像头，能够对道路、车辆、行人、障碍物等进行精准识别。凭借多传感器融合解决方案，该产品能够实现多场景车位探测、动态路径规划、3D 可视化雷达显示、前后倒车雷达、侧翼保护提醒等功能。此外，该产品还提供人性化、可视化的人机交互设计以及搭载丰富的 ADAS 功能（BSD、MOD、LDW、汽车底盘透视）。

图 20：华阳最新一代自动泊车系统的多场景车位探测功能



资料来源：公司官网

图 21：华阳最新一代自动泊车系统的可视化人机交互界面



资料来源：公司官网

产业强强联合，助力智能升级

“煜眼”技术改善自动泊车系统，迎来规模化量产。公司旗下子公司华阳数码特的“煜眼”技术采用独特的中心点算法及其它参数优化算法，可在 20 秒内稳定、准确的测出摄像头内参，并将内参写入摄像头内的 FLASH 中，从而可以满足在线操作的节拍速度，对每个摄像头进行在线标定。写入摄像头 FLASH 中的内参可以直接被 ADAS 算法读取，通过算法进行有效补偿，来实现精准的物像测距和识别定位，让 AVP、APA、FCW、LDW 等具有更好的体验。华阳数码特“煜眼”技术于 2019 年推出，旨在改善自动泊车系统的稳定性和可靠性，该技术一经推出便获得多家车企的订单，并于 2020 年 6 月在新宝骏 E300 上迎来规模化量产。

图 22：搭载华阳“煜眼”技术的新宝骏 E300 自动泊车系统实车体验



资料来源：公司官网

海思 360 环视系统提供安全智能防护。ADAYO 华阳推出的海思 360 环视系统，采用车规级芯片及百万像素高清摄像头，支持 2D、3D 显示，实现无缝拼接，无死角无畸变地真实呈现汽车周边环境，扫除视觉盲区，便于驾驶者做出精准的判断。该系统更是搭载了丰富的 ADAS 功能，包括盲区监测和预警、移动物体监测和预警、车道偏离预警、以及行车记录仪等功能，为行车提供更智能、全方位的安全保障，还具备 AI 功能拓展、人脸检测、物体分类等功能。

图 23：华阳集团的海思 360 环视系统展示



资料来源：公司官网，中信证券研究部

“煜眼”技术联合百度 Apollo，赋能威马 AVP 系统。2020 年 9 月 15 日，在 2020 百度世界大会上，威马汽车发布了与百度共同开发的 AVP 自主泊车技术，并亮相了首款搭载 AVP 自主泊车技术的全新量产车型，将在 2021 年初上市。该 AVP 自主泊车技术由威马汽车、百度 Apollo 和华阳共同研发，是 L4 级无人驾驶技术。华阳在整个系统中提供关键的传感器——带华阳数码特有的“煜眼”技术的摄像头：一个前视及四个环视摄像头。华阳数码特的“煜眼”技术，已经获得了包括百度在内的多家知名自动驾驶公司的认可，在多个车厂项目上开始落地。

图 24：威马汽车的 AVP 自主泊车技术



资料来源：公司官网

■ 风险因素

汽车行业景气度下行；

产品研发进度不及预期；

新产品和新客户扩展不及预期。

■ 投资建议

公司汽车电子产品储备丰富，产品涵盖智能座舱和自动驾驶领域。公司携智能座舱、自动驾驶等诸多创新产品亮相 2020 年北京国际车展，其中包括 HUD 全系列产品、四款无线充电产品、全系液晶仪表、支持 HUAWEI HiCar 或梧桐系统的车机、新一代流媒体后视镜、360 环视系统、自动泊车系统、“煜眼”技术摄像头、驾驶员监控系统等产品。产品体系日趋完善，全力发力智能座舱和自动驾驶。

车机产品功能日益完善，部分智能化产品有望快速放量。公司凭借在汽车电子领域的多年研发和产品经验，依据华阳开放平台(AAOP)，实现硬件生态与车联生态的软硬解耦，从而灵活适配多种车联网系统，显示更多功能的车机系统，如搭载 HUAWEI HiCar 或梧桐车联系统成功亮相车展。而且相关智能化产品如 HUD 和无线充电有望快速放量，提高渗透率。公司受益于汽车电子相关产品的快速渗透，未来成长可期。维持公司 2020/21/22 年 EPS 预测 0.23/0.42/0.53 元，维持“买入”评级。

表 1：公司盈利预测和估值评级

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,468.78	3,383.41	3,112.00	3,837.39	4,511.43
营业收入增长率	-17%	-2%	-8%	23%	18%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润(百万元)	16.64	74.49	108.70	197.45	249.96
净利润增长率	-94%	348%	46%	82%	27%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.04	0.16	0.23	0.42	0.53
毛利率%	20%	22%	24%	24%	23%
净资产收益率 ROE%	0.49%	2.16%	3.10%	5.39%	6.50%
每股净资产 (元)	7.19	7.27	7.40	7.74	8.13
PE	454	113	79	43	34
PB	2.5	2.5	2.5	2.3	2.2

资料来源: Wind, 中信证券研究部

注: 股价为 2020 年 10 月 20 日收盘价

利润表 (百万元)						资产负债表 (百万元)					
指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E	指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,469	3,383	3,112	3,837	4,511	货币资金	539	782	791	737	921
营业成本	2,759	2,624	2,352	2,928	3,458	存货	590	540	484	602	711
毛利率	20.47%	22.43%	24.42%	23.70%	23.35%	应收账款	1,134	1,082	969	1,216	1,446
营业税金及附加	24	20	19	23	27	其他流动资产	978	919	900	945	990
销售费用	201	197	196	230	259	流动资产	3,242	3,322	3,144	3,501	4,069
营业费用率	5.79%	5.83%	6.30%	6.00%	5.75%	固定资产	877	958	1,068	1,188	1,358
管理费用	143	138	140	153	180	长期股权投资	90	124	124	124	124
管理费用率	4.11%	4.09%	4.50%	4.00%	4.00%	无形资产	83	84	84	84	84
财务费用	(15)	(4)	(17)	(14)	(5)	其他长期资产	255	214	224	254	274
财务费用率	-0.43%	-0.13%	-0.55%	-0.37%	-0.10%	非流动资产	1,305	1,380	1,500	1,650	1,840
投资收益	32	23	15	20	20	资产总计	4,547	4,702	4,644	5,151	5,909
营业利润	(7)	52	117	182	236	短期借款	0	10	0	121	475
营业利润率	-0.22%	1.55%	3.77%	4.76%	5.22%	应付账款	632	483	433	539	636
营业外收入	4	3	3	3	3	其他流动负债	448	693	633	754	876
营业外支出	7	6	6	6	6	流动负债	1,079	1,185	1,066	1,413	1,987
利润总额	(11)	49	114	179	233	长期借款	0	0	0	0	0
所得税	(29)	(25)	6	(18)	(17)	其他长期负债	64	74	74	74	74
所得税率	263.36%	-49.56%	5.00%	-10.00%	-7.50%	非流动性负债	64	74	74	74	74
少数股东损益	1	(0)	0	0	0	负债合计	1,144	1,259	1,140	1,487	2,060
归属于母公司股东的净利润	17	74	109	197	250	股本	473	473	473	473	473
净利率	0.48%	2.20%	3.49%	5.15%	5.54%	资本公积	876	876	876	876	876
						归属于母公司所有者权益合计	3,401	3,441	3,502	3,662	3,846
						少数股东权益	2	2	2	2	2
						股东权益合计	3,403	3,443	3,504	3,663	3,848
						负债股东权益总计	4,547	4,702	4,644	5,151	5,909

现金流量表 (百万元)					
指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	-11	49	114	179	233
所得税支出	29	25	-6	18	17
折旧和摊销	111	122	0	0	0
营运资金的变化	-50	-62	73	-214	-191
其他经营现金流	-2	52	-27	-4	2
经营现金流合计	77	187	155	-20	61
资本支出	-249	-157	-120	-150	-190
投资收益	32	23	15	20	20
其他投资现金流	35	219	0	0	0
投资现金流合计	-183	85	-105	-130	-170
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	0	10	-10	121	354
股息支出	-118	0	-47	-38	-65
其他融资现金流	-1	-34	17	14	5
融资现金流合计	-119	-24	-40	96	294
现金及现金等价物净增加额	-225	248	9	-54	184

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	-16.7%	-2.46%	-8.02%	23.31%	17.56%
营业利润增长率	-103%	N/A	124.0%	55.42%	29.05%
净利润增长率	-94.1%	347.8%	45.93%	81.64%	26.59%
毛利率	20.47%	22.43%	24.42%	23.70%	23.35%
EBITDA Margin	2.77%	4.96%	3.13%	4.31%	5.05%
净利率	0.48%	2.20%	3.49%	5.15%	5.54%
净资产收益率	0.49%	2.16%	3.10%	5.39%	6.50%
总资产收益率	0.37%	1.58%	2.34%	3.83%	4.23%
资产负债率	25.15%	26.78%	24.54%	28.87%	34.87%
所得税率	263.4%	-49.6%	5.00%	-10.0%	-7.50%
股利支付率	0.00%	63.51%	35.25%	32.92%	43.89%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信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。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号 53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券和投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。