

均胜电子 (600699)

自主汽车安全龙头，顺应电动智能化趋势！

买入 (首次)

2023年07月05日

证券分析师 黄细里

执业证书: S0600520010001

021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

研究助理 谭行悦

执业证书: S0600121070041

tanxy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	49,793	54,013	60,416	67,692
同比	9%	8%	12%	12%
归属母公司净利润 (百万元)	394	980	1,513	2,078
同比	—	149%	54%	37%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.29	0.72	1.11	1.52
P/E (现价&最新股本摊薄)	63.17	25.40	16.45	11.98

关键词: #成本下降

投资要点

■ **外延并购打造汽车安全龙头，顺应趋势聚焦新能源+智能化。**均胜电子成立于2004年，2011年上市后开始布局海外市场，持续并购德国普瑞、伊玛、群英、美国KSS、德国TS、美国EVANA、日本高田等多家汽车电子及安全系统领先供应商，2021年设立新能源研究院与智能汽车研究院，与激光雷达厂商图达通展开合作，加强对新能源和智能驾驶领域相关技术创新的支持并完成公司业务结构框架的优化调整。通过一系列内外部“稳增长，提业绩”措施，公司持续推进组织管理改革，并逐步完成世界范围内的产能及生产线整合，2022年实现营业收入497.93亿元，同比增长9.03%，归母净利润扭亏为盈。

■ **汽车安全市场空间广阔，内部整合盈利有望回升。**随着电动化+智能化+消费升级，单车配备安全件数量、种类、单车价值量持续提升。公司先后收购KSS和高田，一跃成为全球第二大安全部件制造商，2020年全球市占率近30%。公司安全产品已经快速切入吉利、长城、蔚来、理想、小鹏等自主品牌及新势力品牌的供应链体系，本土化进展顺利。随着公司安全业务整合业务接近尾声，安全业务扭亏为盈，叠加其人员结构优化、生产线结构性调整，降本增效效果显著，公司有望达成40%市占率的目标，打开向上盈利空间。

■ **智能座舱+智能驾驶底蕴深厚，新能源管理业务放量在即。**公司积极顺应汽车智能化+电动化趋势，聚焦智能座舱+智能驾驶+新能源管理三大汽车电子板块。智能座舱领域公司携手华为提供从域控制器、操作系统至应用层的软硬件智能座舱完整解决方案，相关产品已获国内某领先车企多款项目订单；智能驾驶业务公司与高通、英伟达、黑芝麻、地平线等国内外知名芯片企业深度合作，首款域控制器产品nDriveH已成功发布；新能源管理公司前瞻布局800V高压平台，2023年新获订单130亿，公司有望凭借在800V领域的先发优势取得突破。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑公司汽车安全业务整合修复后业绩弹性较大、汽车电子业务在手订单充足，受益于汽车电动化+智能化渗透率的提升，公司业绩有望稳步增长。我们预测公司2023-2025年营收为540.13/604.16/676.92亿元，同比分别为+8.5%/+11.9%/+12.0%，归母净利润为9.80/15.13/20.78亿元，同比分别为+148.7%/+54.4%/+37.3%，对应EPS分别为0.72/1.11/1.52元，对应PE分别为25/16/12倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**下游乘用车需求复苏不及预期，汽车安全业务修复不及预期，乘用车价格战超出预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	18.20
一年最低/最高价	12.82/22.80
市净率(倍)	2.01
流通 A 股市值(百万元)	24,899.14
总市值(百万元)	24,899.14

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.07
资产负债率(% ,LF)	66.90
总股本(百万股)	1,368.08
流通 A 股(百万股)	1,368.08

相关研究

《均胜电子(600699): 均胜电子 (600699) 定向增发助推跨越式发展, 看好机器人系统集成业务未来增长》

2015-01-09

内容目录

1. 自主安全业务龙头，汽车电子+智能化全面布局	5
1.1. 外延并购打造安全+电子龙头，全球化布局业务范围广阔	5
1.2. 公司股权结构稳定，管理团队经验丰富.....	6
1.3. 汽车安全与电子市场领先，深耕两大核心业务领域.....	7
1.4. 客户合作关系稳定，核心技术拓展升级.....	9
1.5. 聚焦前瞻研究院，推动前沿科技高速升级.....	10
2. 并购优质资产完成整合，打造汽车安全领域先行者	10
2.1. 政策助力+高壁垒推动单车价值提升，市场空间广阔	10
2.2. 择机收购优质资产，全球市占率逐步恢复.....	12
2.3. 加速完成业务整合，盈利有望实现扭亏.....	13
3. 电动化+智能化趋势，共同推动汽车电子业务增长	15
3.1. 受益于汽车电动化发展，新能源管理系统前景广阔.....	15
3.2. 顺应整车电子电气架构变化，智能座舱产品矩阵不断丰富.....	17
3.3. 决策层+感知层两端布局，智能驾驶业务落地持续推进	18
4. 盈利预测与投资评级	20
5. 风险提示	22

图表目录

图 1: 公司并购历史.....	5
图 2: 公司股权结构.....	6
图 3: 汽车安全业务的产品.....	8
图 4: 汽车电子业务的产品.....	8
图 5: 公司总营收/亿元.....	8
图 6: 公司营收结构.....	8
图 7: 公司分产品毛利率情况.....	9
图 8: 公司归母净利润变化情况/亿元.....	9
图 9: 公司各项业务客户的情况.....	9
图 10: 公司在手订单变化情况/亿元.....	9
图 11: 研发费用情况(亿元).....	10
图 12: 2018-2022 年技术人员数及占比(人).....	10
图 13: 海内外汽车主/被动安全相关法规政策推出时间轴.....	11
图 14: 被动安全业务核心产品.....	11
图 15: 2021 年全球汽车被动安全市场格局.....	11
图 16: 全球被动安全件的单车价值量/美元/辆.....	12
图 17: 全球及中国主动安全市场规模/亿元.....	12
图 18: 公司安全业务营收及毛利率/亿元.....	14
图 19: 公司和奥托立夫的毛利率对比.....	14
图 20: 公司生产基地全球布局.....	15
图 21: 公司员工持续优化/万人(左轴)、万元(右轴).....	15
图 22: 公司安全业务营收测算/亿元.....	15
图 23: 公司新增安全业务订单/亿元.....	15
图 24: 中国/北美新能源渗透率情况.....	16
图 25: 我国新能源车电池管理系统(BMS)市场空间/亿元.....	16
图 26: BMS 业务营收变化(亿元).....	16
图 27: 公司 BMS 业务客户情况.....	16
图 28: 公司 800V 电压转换器产品.....	17
图 29: 公司 800V 产品新获订单情况(亿元).....	17
图 30: 博世整车电子电气架构变化图.....	17
图 31: 公司智能座舱相关产品.....	17
图 32: 公司智能座舱业务衍变过程.....	18
图 33: 公司智能座舱业务客户结构.....	18
图 34: 公司与华为签署合作协议.....	18
图 35: 公司智能座舱业务营收情况(亿元).....	18
图 36: 华为电动智能车全栈式解决方案.....	19
图 37: 公司与地平线开展合作.....	19
图 38: 公司首款智驾域控制器 nDriveH.....	19
图 39: 图达通激光雷达.....	20
图 40: 公司 JUN Sim Cloud 仿真云平台.....	20
图 41: 公司智能网联业务新获订单情况(亿元).....	20
图 42: 5G-V2X 应用场景.....	20

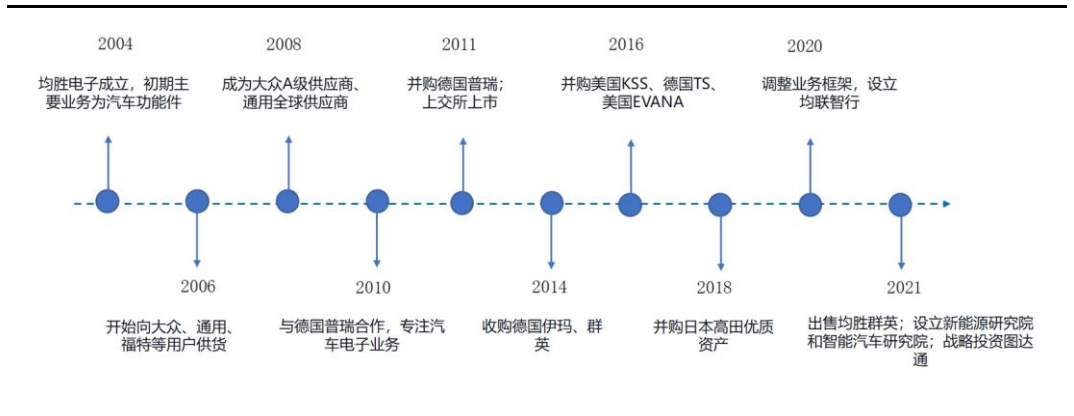
表 1: 并购公司介绍.....	5
表 2: 公司前十大股东持股比例 (截至 2023.03.31)	6
表 3: 公司管理层履历.....	7
表 4: 均胜电子收购安全公司情况.....	13
表 5: 均胜电子主被动产品矩阵.....	13
表 6: 均胜电子业绩拆分.....	21
表 7: 可比公司估值 (截至 2023 年 7 月 5 日)	21

1. 自主安全业务龙头，汽车电子+智能化全面布局

1.1. 外延并购打造安全+电子龙头，全球化布局业务范围广阔

持续并购整合，搭建全球架构。宁波均胜电子股份有限公司(以下简称“均胜电子”)成立于2004年，以汽车功能件等零部件业务起步。2011年上市后，收购德国普瑞进军工业自动化以及海外市场；2014年收购德国伊玛、群英，逐步开始全球化布局。2016年后，陆续收购美国KSS、德国TS、美国EVANA以及日本高田优质资产，进行全球资源优化。2020-2021年调整业务架构，设立均联智行、出售均胜群英，设立智能汽车技术和新能源研究院，对自身业务进行整合。目前在机动车零配件与设备细分领域中，公司收入规模处于国内第二，全球范围内也成为宝马、奔驰等全球汽车制造商长期合作伙伴，跻身零部件龙头行列。

图1: 公司并购历史



数据来源：公司公告，东吴证券研究所绘制

表1: 并购公司介绍

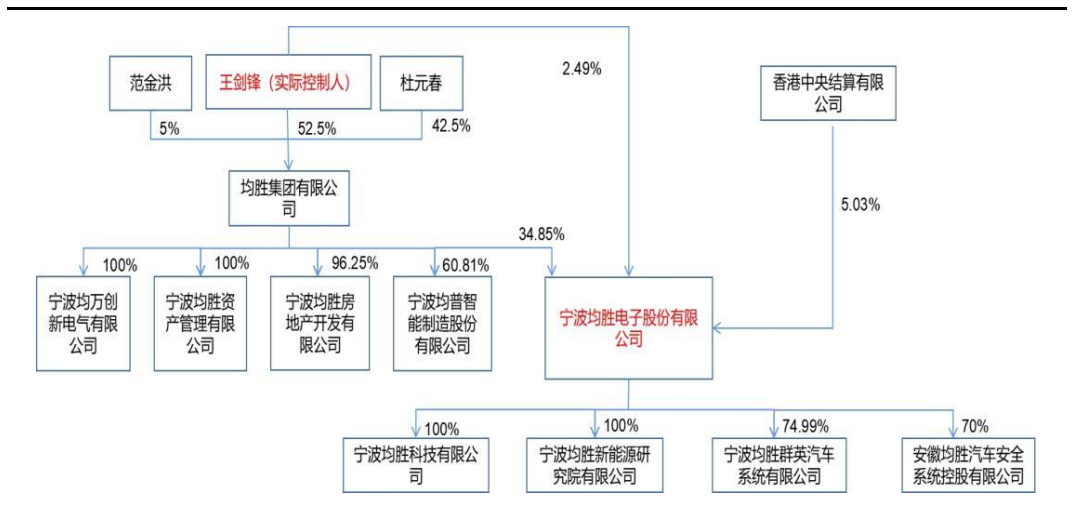
时间	公司	主营业务	经营现状	客户	收购时营收	股权比例
2014	德国普瑞	人机交互、电动汽车电源等	Preh GmbH	宝马、奔驰、大众等	8.43 亿美元	100%
2014	Quin GmbH	高端方向盘总成与内饰功能件总成供应商	均胜群英	奔驰、宝马、奥迪等	9200 万欧元	49% (拟再出售 12%)
2016	美国 KSS	汽车安全系统: 无人驾驶辅助系统/主被动安全防护产品	安徽均胜汽车安全系统控股有限公司	大众、宝马、现代、上汽等	15 亿美元	100%
2016	德国 TS	车载信息系统, 专注汽车导航技术	均联智行部分业务	宝马、大众、戴姆勒等	1.8 亿欧元收购	100%
2017	ePower	电力电子研发和生产	Preh GmbH (BMS 业务)	/	非公开	/
2018	日本高田	安全带/安全气囊/方向盘/内饰等	安徽均胜汽车安全系统控股有限公司	奥迪、宝马、福特等	64 亿美元	100%
2019	延锋百利	汽车安全系统	延锋百利得(上海)汽车安全系统有限公司	-	58.63 亿元	49.90%
2020	图达通	激光雷达	与均联智行合作	蔚来汽车等	-	战略投资

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 公司股权结构稳定，管理团队经验丰富

股权相对集中，结构清晰。截至 2023 年一季度，王剑峰先生直接持有均胜集团 52.50% 的股份以及均胜电子 2.49% 的股份，为实际控制人，与均胜集团有限公司共同为一致行动人。均胜集团持有均胜电子 34.85% 的股份，王剑峰先生合计持股 20.79%。除均胜集团外，公司主要控股方为各类投资基金公司和员工持股计划，占比小。实际控制人对公司有较强的控制力。

图2：公司股权结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所绘制

表2：公司前十大股东持股比例（截至 2023.03.31）

序号	前十大股东	持股比例
1	均胜集团有限公司	34.85%
2	香港中央结算有限公司	5.03%
3	王剑峰	2.49%
4	浙江融臻资产管理有限公司	2.26%
5	金鹰基金-浦发银行-万向信托-万向信托-均胜 2 号事务管理类单一资金信托	1.79%
6	宁波均胜电子股份有限公司-2021 年员工持股计划	0.66%
7	中信证券股份有限公司	0.61%
8	中国工商银行股份有限公司-汇添富中证新能源汽车产业指数型发起式证券投资基金(LOF)	0.49%
9	中国银行股份有限公司-华夏中证新能源汽车交易型开放式指数证券投资基金	0.48%
10	诺德基金-兴业银行-深圳市招商国协壹号股权投资基金管理有限公司-深圳市国协一期股权投资基金合伙企业(有限合伙)	0.44%

数据来源：公司公告,wind,东吴证券研究所

管理团队专业，能力经验丰富。公司高管具备国内外领先公司的管理与研发经验；2023 年新任职的多位独立董事具备极强的专业素养，在专业领域有丰富的学术和专利

成果。

表3: 公司管理层履历

高管姓名	职务	简历
王剑峰	董事长	现任宁波均胜电子股份有限公司董事长、总裁，均胜集团有限公司董事长，曾任天合（宁波）电子元件紧固装置有限公司总经理、TRW 中国区战略发展部总经理、宁波均兴车辆配件有限责任公司总经理。
朱雪松	副董事长	现任宁波均胜电子股份有限公司副董事长、均胜集团有限公司总裁。
刘元	副总裁	现任宁波均胜电子股份有限公司董事兼副总裁，宁波均联智行科技股份有限公司董事长、首席执行官，德国普瑞有限公司监事会成员。曾任宁波均胜电子股份有限公司副总裁、李尔上海管理有限公司中国东区总监、上海李尔汽车系统有限公司总经理。
陈伟	总裁	现任宁波均胜电子股份有限公司董事兼总裁、均胜汽车安全系统中国区董事长，曾任宁波均胜电子股份有限公司执行副总裁、均胜汽车安全系统全球执行副总裁、中国区总裁、百利得安全气囊贸易（上海）有限公司中国区总裁，蒂森克虏伯普利斯丹汽车转向（上海）有限公司亚太区 CEO，蒂森克虏伯普利斯丹富奥汽车转向柱（长春）有限公司总经理，一汽大众汽车有限公司采购项目经理。
李俊彧	董事	现任宁波均胜电子股份有限公司董事、副总裁、财务总监，宁波均联智行科技股份有限公司董事，曾任宁波均胜电子股份有限公司财务副总监，华德塑料制品有限公司财务总监，财务经理。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

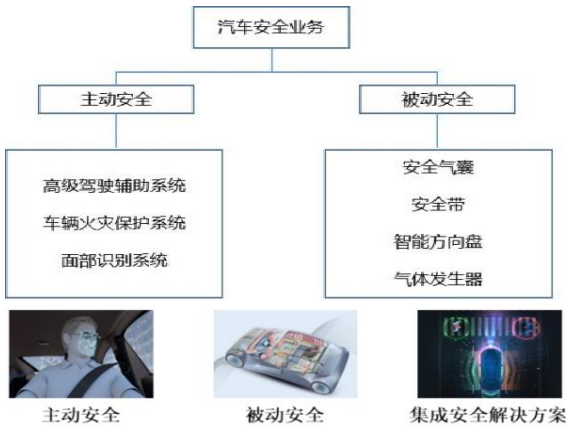
1.3. 汽车安全与电子市场领先，深耕两大核心业务领域

公司专研汽车安全与汽车电子领域，在该两大核心业务方向拥有丰富成熟的产品矩阵。

汽车安全业务包括主动安全和被动安全。被动安全产品是在事故发生以后，尽最大可能降低伤害，主要产品包括：安全带、安全气囊、防撞钢梁、头颈保护装置等；主动安全产品旨在避免事故发生，是一系列防患于未然的安全装置，包括电子制动力分配系统（EBD）、防抱死制动系统（ABS）等。公司主攻被动安全方面，在相关产品领域处于领先地位。

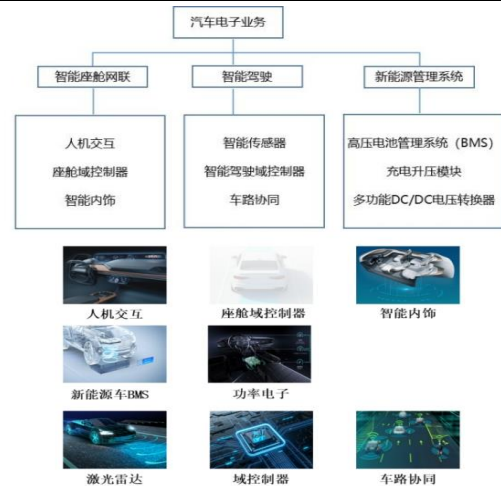
公司汽车电子业务分为三大板块，分别为智能座舱、智能驾驶和新能源动力系统。主要产品为人机交互、智能传感器、高压电池管理系统（BMS）等。2019 年公司加速布局智能座舱与智能驾驶领域，并于 2021 年成立了智能汽车技术研究院和新能源研究院来支持汽车电子业务领域的发展。

图3: 汽车安全业务的产品



数据来源: Wind 数据库, 东吴证券研究所

图4: 汽车电子业务的产品

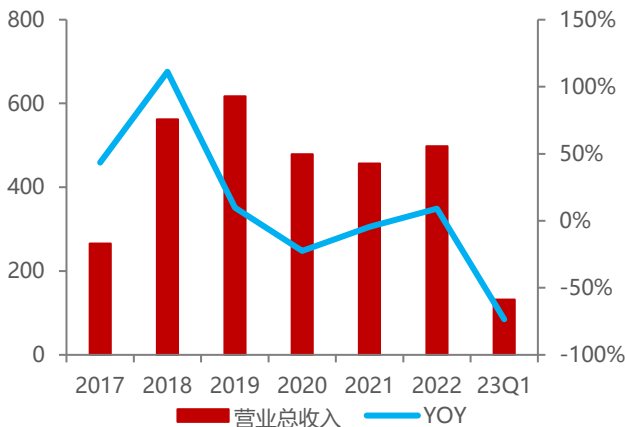


数据来源: Wind 数据库, 东吴证券研究所

降本增效, 营收趋势回暖。受新冠疫情, 尤其是海外疫情的较大影响以及公司在 2019 年末对延锋百利得资产处置的影响, 2020 年营业收入 479 亿元较 2019 年同期下降 22%。2020 年 12 月起, 受上游大宗原材料价格上升和半导体芯片供应紧张的影响, 同时下游受疫情的冲击, 公司的全球业务陷入停滞, 公司业绩依旧受到极大影响。2022 年公司逐步完成世界范围内的产能及生产线整合, 最终实现 2022 年总营收 497.93 亿元, 同比增长 9.03%。

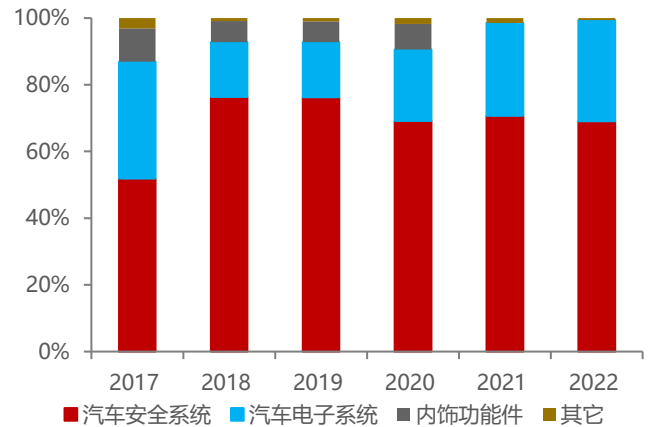
调整业务框架, 加速汽车电子业务发展。2020 年均联智行成立, 并与激光雷达领先供应商图达通合作, 2021 年公司设立新能源研究院和智能汽车研究院, 着手布局新能源与智能化。自此, 公司汽车电子业务占比稳步攀升, 2020 年达到 21.4%, 上升 4.93 个百分点。2022 年, 汽车安全业务营收 344 亿元, 同比增长 6.48%, 占比 69.09%; 汽车电子业务营收 150.96 亿元, 同比增长 18.73%, 占比 30.32%。同时, 公司于 2020 年底完成均胜群英 51% 的股权交付, 其不再纳入公司合并报表内, 故公司自 2021 年起不再统计内饰功能件相关数据。

图5: 公司总营收/亿元



数据来源: Wind 数据库, 东吴证券研究所

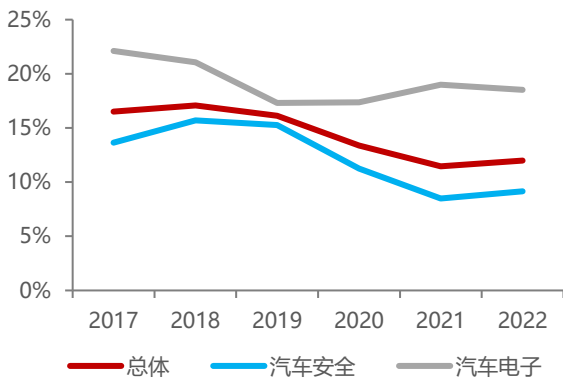
图6: 公司营收结构



数据来源: Wind 数据库, 东吴证券研究所

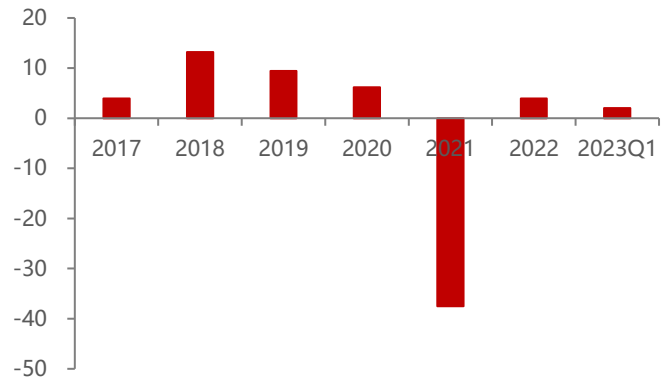
盈利能力逐步回升，汽车电子毛利占据高位。2022年上半年，公司运用一系列内外部“稳增长，提业绩”的措施，持续推进组织和管理改革，通过严格控制相关费用支出，有效优化了销售、管理、研发等费用，2022年公司主营业务毛利率约12%，同比+0.55pct，利润总额约4.8亿元，与上年同期相比增加约43.7亿元，归母净利润约3.94亿元，与上年同期相比增加约41.5亿元，实现了扭亏为盈。两大业务盈利能力总体开始回升，汽车安全业务2022年毛利率9.14%，同比+0.65pct，汽车电子毛利率达到18.52%，同比-0.46pct，但依然处于高位。

图7：公司分产品毛利率情况



数据来源：Wind 数据库，东吴证券研究所

图8：公司归母净利润变化情况/亿元



数据来源：Wind 数据库，东吴证券研究所

1.4. 客户合作关系稳定，核心技术拓展升级

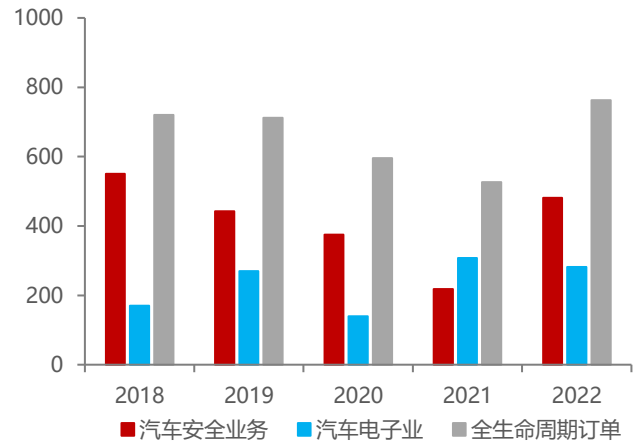
订单持续增长，积极推进新能源客户。主要客户包括大众、奔驰、宝马、奥迪、特斯拉、通用、福特、本田、丰田、吉利、比亚迪等一系列国内外知名品牌，2022年公司新获全生命周期订单合计约763亿元，较2021年的526亿元大幅增长约45%。同时，公司正积极与自主品牌及新势力品牌展开合作，包括长安、长城、蔚来、小鹏、吉利等汽车品牌。此外，公司还重点推进全球主流整车品牌新能源车型的订单获取，2022年新订单中新能源汽车平台的金额超460亿元，占比超60%。

图9：公司各项业务客户的情况



数据来源：Wind 数据库，东吴证券研究所

图10：公司在手订单变化情况/亿元



数据来源：Wind 数据库，东吴证券研究所

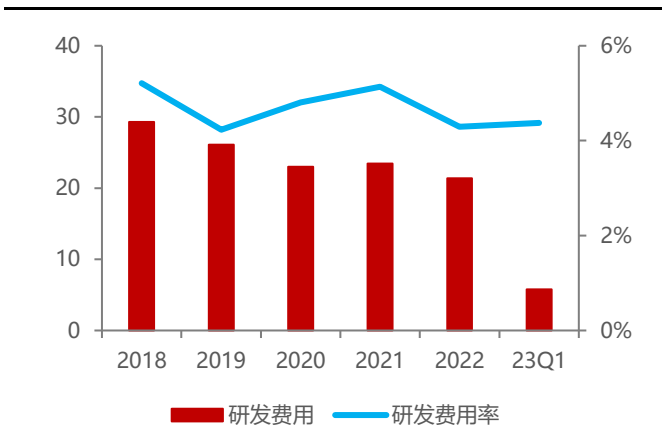
汽车安全：2022 年安全业务领域新获总订单为 481 亿元，公司正在积极开拓并提升理想、小鹏、蔚来、比亚迪、上汽、广汽、长城、长安、奇瑞、吉利等客户的市场份额，拓展哪吒、零跑、赛力斯等新业务。

汽车电子：2022 年汽车电子业务新获订单约 282 亿元，在 800V 高压快充、智能网联等新兴业务领域迎来大规模的订单突破，进一步增强了公司在细分赛道上的先发优势，于 2023 年 Q1 再新获 130 亿元 800V 高压平台全球定点项目。汽车电子领域三大业务板块持续发展，与华为、地平线、黑芝麻、图达通等公司展开合作，是宝马、奔驰、大众、保时捷、沃尔沃、吉利、广汽等整车厂的核心供应商。

1.5. 聚焦前瞻研究院，推动前沿科技高速升级

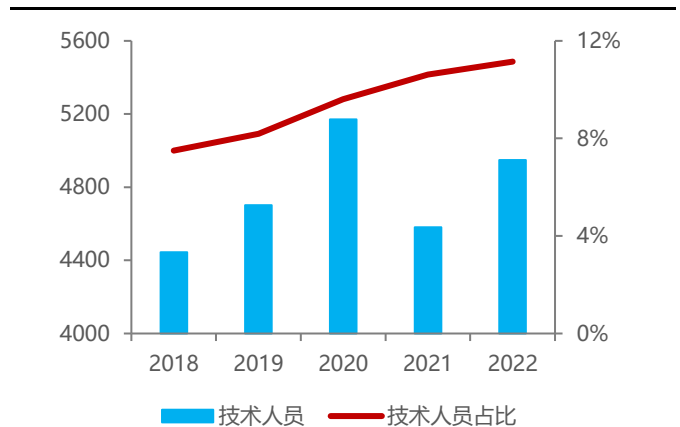
围绕研发持续投入，充分关注行业前沿。公司研发费用占营收比重近年稳定在 4.5% 左右水平，研发与研究人员比例依旧小幅上升。2021 年通过设立智能驾驶技术研究院，着眼于智能驾驶域控制器、AR/VR、多模态 HMI 等技术的孵化，推动汽车智能领域前沿技术发展；设立新能源研究院，关注电池管理系统、储能技术，整合国内外先进研发和生产资源，助推燃料电池控制系统技术的规模化应用。

图11: 研发费用情况 (亿元)



数据来源：Wind 数据库，东吴证券研究所

图12: 2018-2022 年技术人员数及占比 (人)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 并购优质资产完成整合，打造汽车安全领域先行者

2.1. 政策助力+高壁垒推动单车价值提升，市场空间广阔

被动安全系统起步较早，发达国家整体步伐领先。自 20 世纪以来，各国陆续出台了汽车安全政策，其中被动安全系统相关法规出台时间早且完善，发达国家主动安全系统大规模推广集中于 2010 年以后，如 2011 年美国强制要求乘用车和轻型商用车装配 ESP 系统，2014 年欧盟要求乘、商用车必须装配 ESP 系统，2019 年日本要求自 2021 年起在日销售的乘用车必须装配 AEB 系统。中国汽车安全相关监管步伐整体落后，2016 年起逐步出台多项主动安全政策，逐步要求车辆搭载 FCW、LDW、AEB 等主动安全产品。

图13: 海内外汽车主/被动安全相关法规政策推出时间轴

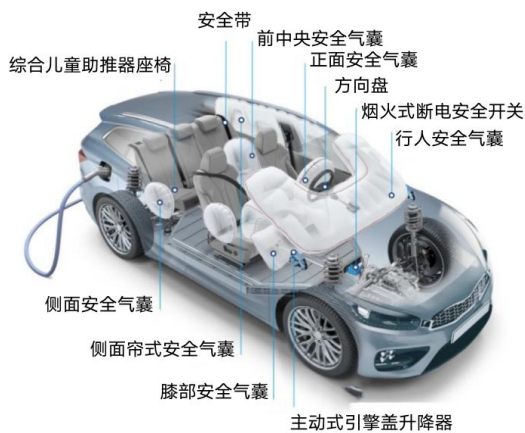


数据来源: 华经情报网、中国政府网, 东吴证券研究所

被动安全系统包含安全带、安全气囊和方向盘等产品, 具有技术+体系认证+客户资源+产能和资金五项壁垒。汽车被动安全是整车中的核心安全功能部件, 虽然不能直接避免事故的发生, 但是可以在交通事故发生后尽量减少人身损伤, 其主要产品包括安全带、安全座椅、安全气囊、方向盘等部件。汽车被动安全系统具有较高的行业进入壁垒, 主要体现在技术、体系认证、客户资源、产能和资金上, 一方面其总成产品需要适应各种复杂环境, 并需要通过 IATF16949:2016 技术体系认证, 前期资金投入巨大; 另一方面由于较高的准入门槛, 主机厂更换供应商成本较高, 因此双方会保持较高的粘性。

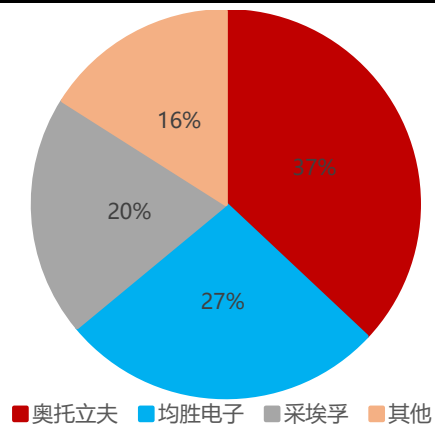
较高的进入壁垒使被动安全行业呈现三足鼎立的垄断格局。由于被动安全行业较高的准入门槛, 外资企业凭借先发优势, 叠加技术、资金、规模等率先抢占市场, 基本实现对行业的垄断竞争。目前全球被动安全行业主要由奥托立夫、均胜电子(先后收购 KSS 和高田)以及采埃孚(收购天合)三家垄断, 2021年CR3合计为84%, 2022年提升至91%左右。

图14: 被动安全业务核心产品



数据来源: 奥托立夫官网, 东吴证券研究所

图15: 2021年全球汽车被动安全市场格局

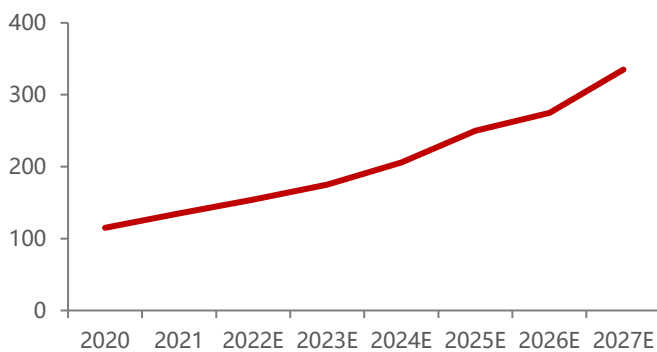


数据来源: 华经产业研究院, 东吴证券研究所

电动化+智能化+消费升级带来更高的单车价值。随着电动化、智能化带来的行业技术革新以及各国安全道路法规的不断迭代，主被动安全技术朝着集成式安全解决方案方向发展，创新型产品不断涌现，单车配备的安全产品数量激增，这带来更高的产品价格和单车价值。根据奥托立夫 2022 年报，全球被动安全件单车平均价值量较 2017 年增长 6% 以上，达到 255 美元/辆。在北美、西欧、日本等发达市场，被动安全产品平均单车价值约 200-300 美元，其中美国的被动安全产品单车价值可达 400 美元；而在中国、东欧等市场，其价值量约 200 美元。随着自动驾驶市场渗透率的不断提高，根据全球主动安全系统龙头 Veoneer 公布的 2021 年年报，主动安全系统单车价值预计将从 2021 年的 135 美元/辆增长至 2027 年 335 美元/辆。

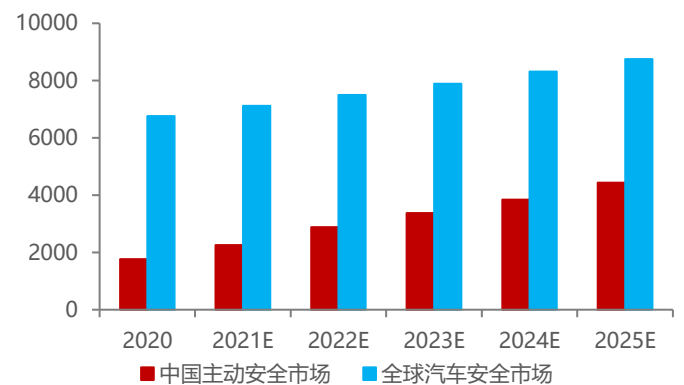
2025 年全球安全系统市场规模超千亿美元，中国主动安全市场规模超 4 千亿元。据 Statista 统计，2025 年全球安全系统市场规模为 1207.9 亿美元（约 8754.26 亿元），2020-2025 年复合增速为 5.3%。据头豹研究院测算，2025 年中国市场主动安全市场规模约 4438.2 亿元，是 2020 年市场规模的 2.5 倍。

图16：全球被动安全件的单车价值量/美元/辆



数据来源：Veoneer 官网，东吴证券研究所

图17：全球及中国主动安全市场规模/亿元



数据来源：头豹研究院，Statista，东吴证券研究所

2.2. 择机收购优质资产，全球市占率逐步恢复

先后收购 KSS 和高田，一跃成为全球第二大安全部件制造商。KSS 公司为全球顶级汽车安全系统供应商，在汽车安全领域有着多年的技术积累和数据积累，其主营业务涵盖主动安全、被动安全和特殊产品三大类别，是全球少数几家具备主被动安全系统整合能力，面向自动驾驶提供安全解决方案的公司。2016 年公司对其进行收购，并在美国新设子公司 MergerSub，专用于与 KSS 进行合并。

日本高田公司成立于 1993 年，曾是全球知名汽车安全部件制造商之一，主要生产安全气囊、安全带、方向盘等被动安全产品，客户囊括日系车企（本田、马自达、三菱、日产等）和奔驰、福特、现代等知名车企。2015 年高田发生安全气囊召回事件，经营出现一定困难，最终于 2017 年申请破产。2018 年，公司购买高田公司除硝酸铵气体发生器业务以外的主要资产，随后将 KSS 和高田整合为均胜安全系统有限公司，一跃成为全球第二大安全部件制造商。随着电动化和智能化带来产业技术变革，均胜安全也将定义

在智能驾驶和 5G 时代汽车安全的新方向，引领产业的发展。

表4: 均胜电子收购安全公司情况

时间	收购企业	主要产品	并表期间营收贡献
2016	美国 KSS 公司	主营业务包括主动安全、被动安全和特殊产品三大类别	营收为 72.9 亿元，累计新增订单近 50 亿美元
2018	日本高田公司	被动安全产品，包含安全气囊、安全带、方向盘等	营收较 17 年同比增长 111.16%至 561.8 亿元，新增订单收入超 80 亿美元

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

并购完成后，公司调整安全业务产品矩阵，主要生产安全带、安全气囊、智能方向盘、集成式安全解决方案四大类产品。近年来，公司凭借高田、KSS 技术优势加快自动化产能的布局 and 替代，本土化进展顺利，目前已经快速切入吉利、长城、蔚来、理想、小鹏、比亚迪等自主品牌及新势力品牌的供应链体系。

表5: 均胜电子主被动产品矩阵

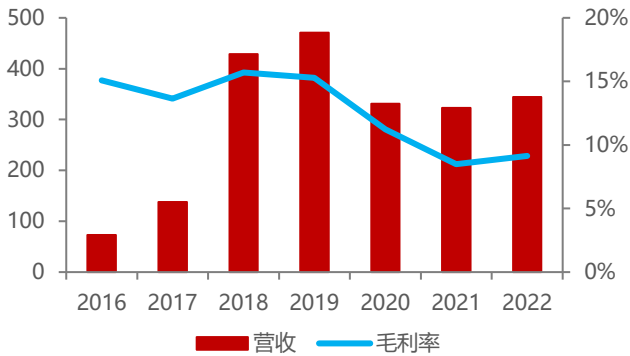
产品	图示	产品介绍	技术来源
安全带		标准/带限力装置的卷收器、烟火式预紧装置、电动安全带、能量管理系统、锚点预紧装置和防震锁扣等	KSS、高田
安全气囊		驾驶员/乘员安全气囊、头/膝部安全气囊、侧面安全气囊、远端侧气囊，以及气体发生器气囊盖等模块	高田
智能方向盘		具备加热、离手检测、灯带和 3DSwitch 等功能，并针对未智能驾驶不断研发下一代转向装置	KSS、高田
集成式安全解决方案		车身防碰撞、主动转向系统、驾驶员监控系统、电池电路保护系统等	KSS、TS 道恩 各类安全产品

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.3. 加速完成业务整合，盈利有望实现扭亏

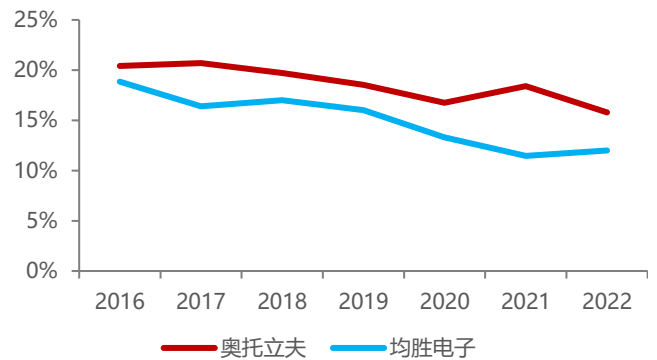
对标行业龙头奥托立夫，公司盈利具备向上空间。在整合 KSS 和高田相关资产后，均胜电子一跃成为全球第二大汽车安全系统供应商，2021 年市占率达 27%，仅次于奥托立夫。2019 年末，公司处置了延锋百利得相关资产致使次年营收同比下滑 22%至 478.9 亿元，同时叠加疫情导致国内外工厂停工停产，直至 2022 年公司营收回升至 497.93 亿元，安全业务收入为 344 亿元。对标龙头企业奥托立夫，公司营收及毛利率较其仍有差距。2022 年，奥托立夫安全业务营收约 595.79 亿元，约为公司安全业务收入的 1.73 倍；公司整体净利率仅为 0.47%，较奥托立夫（4.78%）低 4 个百分点；公司安全业务毛利率为 9.14%，整体毛利率为 12%，均低于奥托立夫整体 15.79%的毛利率。随着公司安全业务持续整合，22 年下半年成功扭亏为盈，以及降本增效措施显著，该业务毛利率有望向龙头奥托立夫靠拢，公司将打开向上盈利空间。

图18: 公司安全业务营收及毛利率/亿元



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图19: 公司和奥托立夫的毛利率对比



数据来源: 奥托立夫官网, 东吴证券研究所

公司持续推进安全业务整合, 不断优化资产配置, 改善成本结构, 利润有望企稳回升:

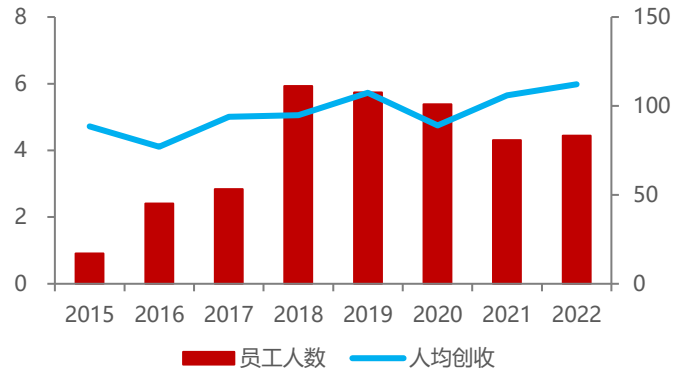
- 1) 生产基地逐步转移至低成本国家或地区。公司积极将美国、德国、意大利、日本等高成本国家生产线向墨西哥、罗马尼亚、匈牙利、东南亚等低成本国家/地区转移。截至 2023 年 6 月公司累计拥有 86 个基地和服务中心, 其中美洲为 24 个、中国为 11 个、中非欧合计 29 个。
- 2) 将中国区升级为亚洲区, 发挥其区域优势。2022 年公司启用上海全球研发中心, 打造一体化、平台化的研发及新项目投产落地能力, 积极响应亚洲市场需求。同时, 公司投资 20 亿的均胜安全合肥产业基地预计将于 2023 年投产, 届时新增方向盘系统 400 万件/年、安全气囊系统 1000 万件/年的产能。
- 3) 持续推进全球范围内人员结构优化和整合。自 2021 年起, 公司逐步完善汽车安全事业部管理层与董事会成员结构, 并通过重组减员、自动化持续投入、生产线平衡等方式推动全球员工规划工作, 公司汽车安全事业部员工数较 2020 年末减少约 8500 人。2022 年在职工数量缩减为 4.44 万人, 人均创收提升至 112 万元, 公司员工结构持续优化, 人均创收波动增长。
- 4) 持续优化采购链条。公司将继续推进全球采购, 还将通过本地化采购、供应商资源优化等方式降低原材料成本。

图20: 公司生产基地全球布局



数据来源: 均胜电子官网, 东吴证券研究所

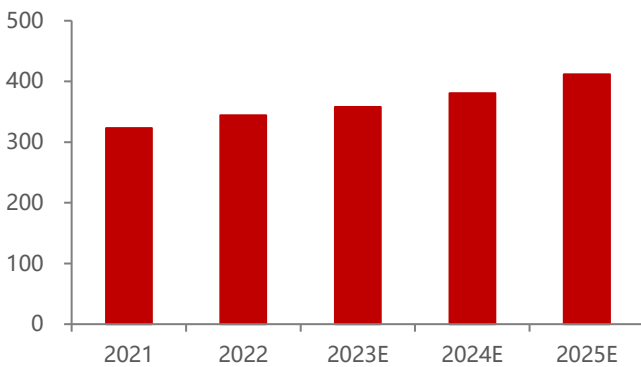
图21: 公司员工持续优化/万人(左轴)、万元(右轴)



数据来源: 均胜电子公司公告, 东吴证券研究所

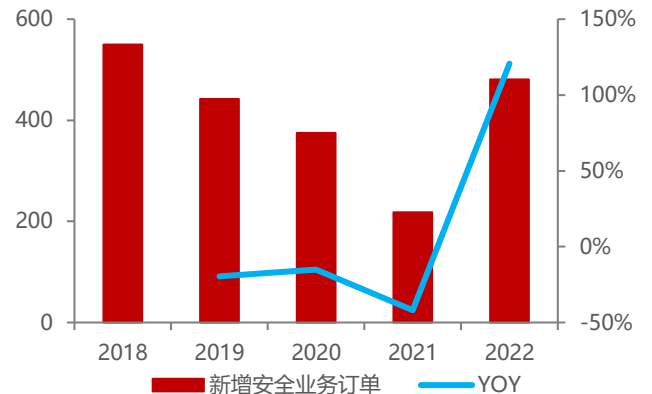
安全部件业务新增订单触底回升, 进一步夯实国内 40% 市占率战略目标。由于 2018 年公司对高田资产进行收购后整合重组尚未完成, 公司安全业务营收一路下滑至 2021 年的 323 亿元, 拖累公司整体营收。随着整合业务接近尾声, 2022 年公司新获得安全业务生命订单金额约 481 亿元, 同比增长 120.64%。后续随着公司生产线结构性转移, 叠加产品价值量提升, 我们预计 2025 年公司安全业务营收持续增长至 411.92 亿元, 稳步迈向公司国内 40% 市占率目标。

图22: 公司安全业务营收测算/亿元



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所测算

图23: 公司新增安全业务订单/亿元



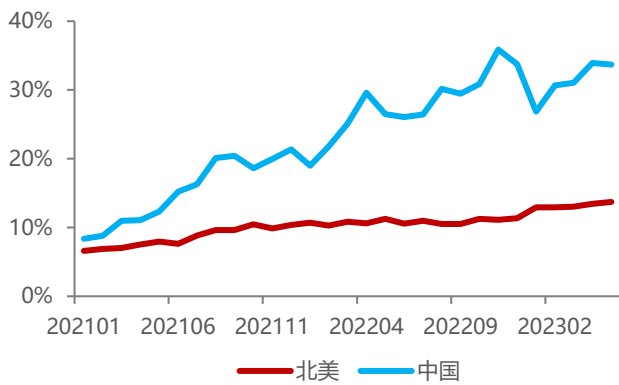
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3. 电动化+智能化趋势, 共同推动汽车电子业务增长

3.1. 受益于汽车电动化发展, 新能源管理系统前景广阔

新能源渗透率提升推动 BMS 市场空间增长。电池管理系统 (BMS) 是新能源汽车必备的零部件, 具有防止电池过充和过放、监控电池状态、提高电池使用效率、延长电池使用寿命、保障电池及新能源汽车安全运行等重要功能。2021 年以来国内外新能源汽车渗透率迅速提高, 装机量的提升推动 BMS 市场空间不断扩大。政策支持+技术升级+市场接受度提升三点共振下我国新能源汽车产量进一步增长, 2027 年我国 BMS 市场规模有望突破 300 亿。

图24: 中国/北美新能源渗透率情况



数据来源: Marklines, 东吴证券研究所

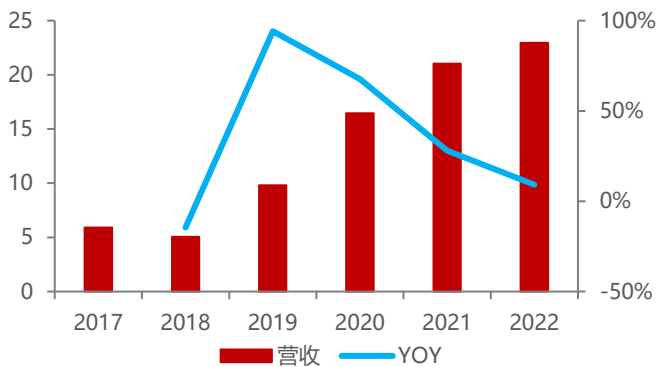
图25: 我国新能源电池管理系统 (BMS) 市场空间/亿元



数据来源: GGII, 东吴证券研究所

外延内展躬耕 BMS, 业务规模不断拓展。2011 年公司收购德国普瑞, 由此进入 BMS 市场, 2014 年开始向宝马 i3 纯电动汽车提供电池管理系统, 成为国内第一家向宝马公司提供电池管理系统的汽车零部件企业。2021 年公司设立新能源研究院, 聚焦电池管理系统、储能技术, 致力于新能源领域前沿技术的研发和商业应用。目前普瑞具备 12V、48V、400V 和 800V 等全电压平台的 BMS 研发与制造能力, 可为车企提供优质的产品, 已成为宝马、奔驰、大众等车企的 BMS 供应商。

图26: BMS 业务营收变化 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图27: 公司 BMS 业务客户情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

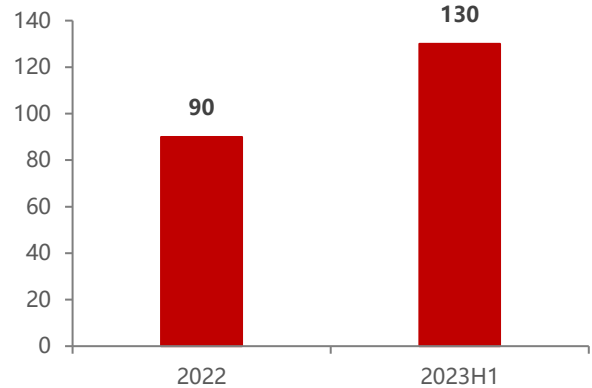
高压技术储备完善, 800V 产品放量在即。相比于 400V 电压平台, 800V 高压充电在电流一定的情况下充电时间缩减一半, 有效缓解新能源车主的充电焦虑。公司是全球最早实现 800V 高压平台产品量产的专业供应商之一, 旗下普瑞公司的量产产品包括充电升压器 (Booster)、车载充电机 (OBC)、多功能 DC/DC 电压转换器和功率分配单元 (PDU) 等。2023 年 4 月公司获得知名车企 800V 高压平台全球性项目订单, 全生命周期金额约 130 亿元。公司前期取得的订单已陆续进入量产放量阶段, 新能源汽车高压化趋势下, 公司有望凭借在 800V 领域的先发优势取得突破。

图28: 公司 800V 电压转换器产品



数据来源: 公司公众号, 东吴证券研究所

图29: 公司 800V 产品新获订单情况 (亿元)

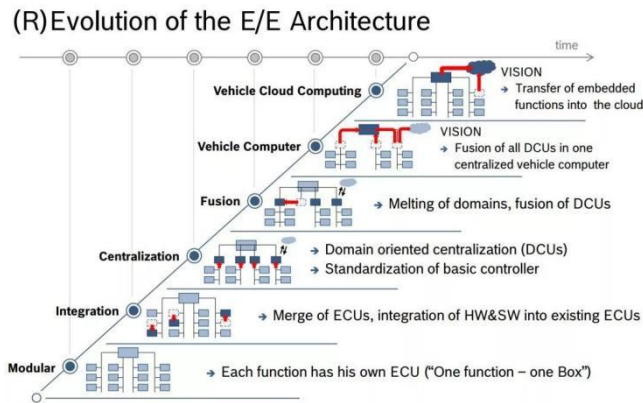


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.2. 顺应整车电子电气架构变化, 智能座舱产品矩阵不断丰富

智能化发展推动汽车架构由分布式向域集中式升级。传统汽车分布式架构逐渐难以满足汽车智能化升级对算力的需求, 传感器与功能增多带来的 ECU 分散也不利于整车功能协同, 集中式 E/E 架构应运而生。基于功能的分布, 博世等 Tier 1 将汽车分为动力域、底盘域、座舱域、自动驾驶域与车身域五大模块。智能座舱作为驾乘人员直接接触的硬件与生态, 更容易被消费者感知, 成为现阶段各大车企、供应商差异化布局的重点。公司深耕汽车座舱领域二十多年, 具备提供从智能座舱域控制器、操作系统、人机交互、中间件和应用层算法的智能座舱整体解决方案。

图30: 博世整车电子电气架构变化图

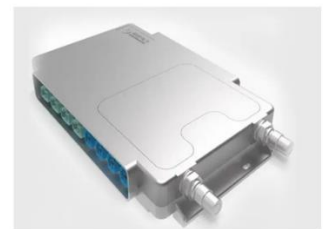


数据来源: 博世, 东吴证券研究所

图31: 公司智能座舱相关产品



公司智能座舱人机交互产品



公司智能座舱域控制器产品

数据来源: 公司公众号, 东吴证券研究所

顺应智能化趋势, 智能座舱产品升级。2011 年公司并购德国普瑞, 由此开启汽车座舱业务, 早期人机交互产品多为传统按钮旋钮式的单一交互, 客户主要为奥迪、奔驰、宝马等中高端车企。2016 年公司收购 TS 道恩汽车信息板块, 开启智能车联业务。TS-道恩为大众 MIB 系统供应商, 公司由此进入大众座舱系统供应商体系。收购 TS 后公司将其并入普瑞, 并于国内成立均胜普瑞智能车联。2019 年-2020 年公司对均胜普瑞智能车联进行重组, 以 TS 部门为基础成立均联智行, 主要从事智能座舱域控制器业务。重组后普瑞智主要生产人机交互(HMI)硬件产品, 产品逐渐升级至成以全液晶仪表、HUD、

智能化、主动安全为代表的多模化交互，与均联智行业务明显区分。

图32: 公司智能座舱业务演变过程



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图33: 公司智能座舱业务客户结构



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

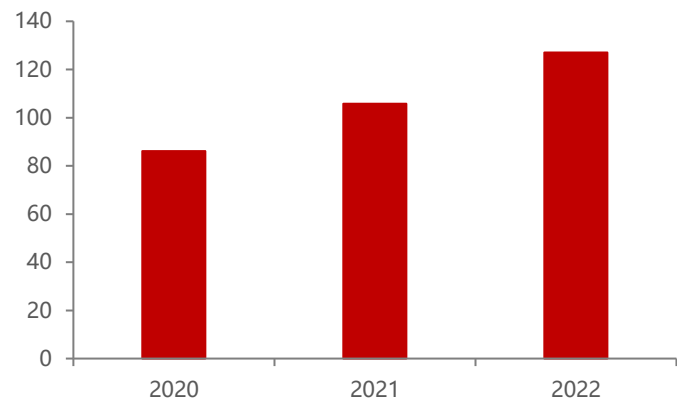
携手华为共建新生态, 营收+订单稳步上涨。2021年8月均联智行与华为签订战略合作协议, 均联智行基于华为平台能力, 提供从域控制器、操作系统至应用层的软硬件智能座舱完整解决方案, 相关产品已获国内某领先车企多款车项目订单。2022年公司新增为华为合作客户提供智能座舱软硬件及系统集成, 并负责相关产品的生产、测试、交付及后续服务, 相关车型预计于2023年下半年开始量产。2020年以来公司智能座舱业务营收稳步增长, 2022年新获智能座舱订单近109亿, 优势产品不断突破。

图34: 公司与华为签署合作协议



数据来源: 公司公众号, 东吴证券研究所

图35: 公司智能座舱业务营收情况(亿元)

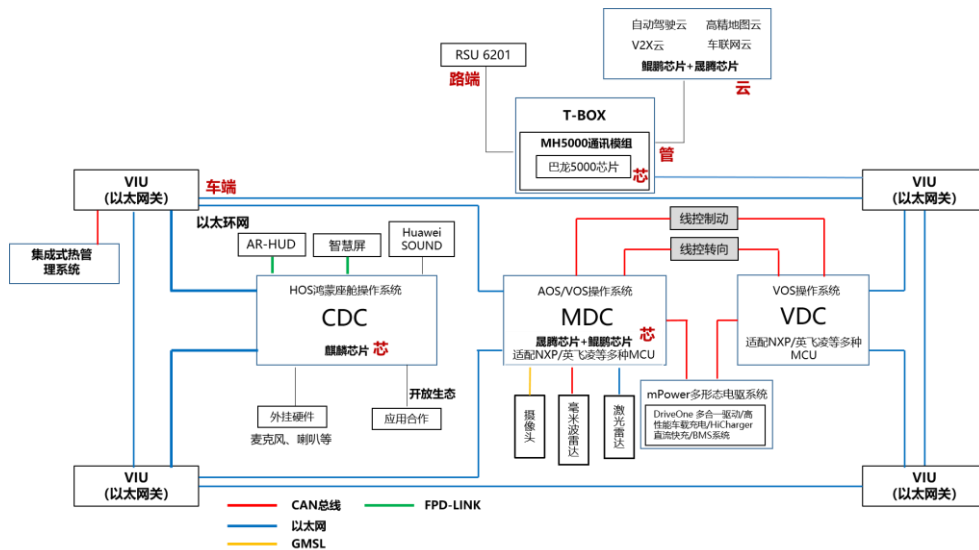


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.3. 决策层+感知层两端布局, 智能驾驶业务落地持续推进

功能升级拉动智能驾驶域控制器算力需求增长。自动驾驶域控制器是智能驾驶的核心, 使车辆具备多传感器融合、定位、路径规划、决策控制、图像识别、数据处理的能力。自动驾驶域与智能座舱域一样需要处理大量数据, 功能升级与传感器增多对自动驾驶域控制器算力提出了更高的要求, 需要匹配核心运算力强的芯片。自动驾驶等级每提高一级, 算力需求就增加一个数量级。

图36: 华为电动智能车全栈式解决方案



数据来源: 华为 Hi 新品发布会, MDC 白皮书, 东吴证券研究所

深度合作国内外领先芯片企业, 首款智驾域控制器成功落地。2021 年公司在智能座舱和智能车联业务的基础上, 新设智能汽车技术研究院, 致力于构建智能驾驶全栈能力, 加快 L2++ 至 L4 级高级辅助驾驶及自动驾驶域控制器和功能模块的研发。公司积极推进与高通、英伟达、黑芝麻、地平线等国内外知名芯片企业合作, 首款基于高通 Snapdragon Ride 第二代芯片的智能驾驶域控制器产品 nDriveH 已成功发布, 算力达到 200TOPS, 为公司后续获取客户量产项目的定点提供坚实的支撑。

图37: 公司与地平线开展合作



数据来源: 公司公众号, 东吴证券研究所

图38: 公司首款智驾域控制器 nDriveH



数据来源: 公司公众号, 东吴证券研究所

激光雷达+虚拟仿真+车路协同, 打造智能驾驶全栈竞争力。公司定位智能驾驶 Tier 1, 致力于提供智能驾驶全栈式解决方案。公司 2021 年战略投资图达通, 负责其激光雷达产品的生产、测试与交付等多个环节, 2022 年交付年产能 10 万台的激光雷达产线, 目前蔚来 ET7、ET5、ES7 全系标配公司与图达通合作的激光雷达。除智能传感器外, 2022 年公司推出仿真云平台 JUN Sim Cloud, 提供智能驾驶道路仿真测试服务, 大幅降低研发测试成本, 加快自动驾驶技术落地。

图39: 图达通激光雷达



数据来源: 图达通官网, 东吴证券研究所

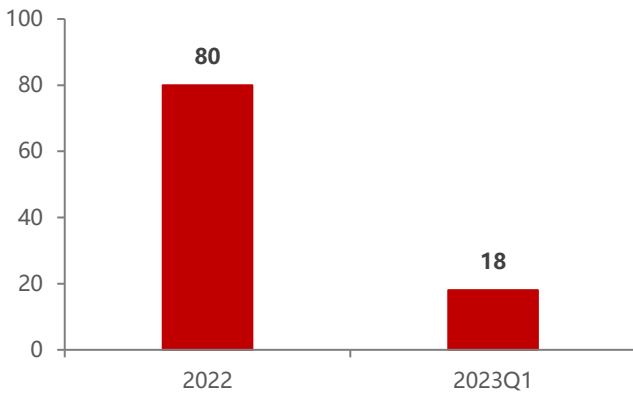
图40: 公司 JUN Sim Cloud 仿真云平台



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

凭借在智能网联领域的先发优势, 公司已成为全球首家可量产 5G 车联 (5G-V2X) 产品的科技型供应商, 已获得蔚来、华人运通等多家车企量产订单。5G 车联是智能车联的核心技术, 能够确保车辆在不同信息通道下的通信合作、实时同步与精准互联, 是智能驾驶的重要条件。2021 年 5 月公司车路协同 5G-V2X 技术率先于高合 HIPHIX 量产落地, 此后产品矩阵逐渐拓展至搭载高通等网联芯片的数字智能天线。2022 年以来公司智能网联业务新获订单约 98 亿元, 2024-2025 年逐步放量后有望成为公司业绩新的增长点。

图41: 公司智能网联业务新获订单情况 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图42: 5G-V2X 应用场景



数据来源: 集微网, 东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资评级

1) 汽车安全业务整合顺利, 利润率逐年持续回升; 2) 汽车电子新能源管理与智能驾驶业务逐步放量; 3) 新能源及传统车企客户订单稳步增长; 4) 全球汽车电动化+智能化渗透率进一步提升。

基于以上核心假设, 我们预测公司 2023-2025 年营收为 540.13/604.16/676.92 亿元, 同比分别为+8.5%/+11.9%/+12.0%, 归母净利润为 9.80/15.13/20.78 亿元, 同比分别为+148.7%/+54.4%/+37.3%, 对应 EPS 分别为 0.72/1.11/1.52 元, 对应 PE 分别为 25/16/12

倍。

表6: 均胜电子业绩拆分

		2022A	2023E	2024E	2025E
总营收	营收/亿元	497.93	540.13	604.16	676.92
	Yoy	9.03%	8.47%	11.85%	12.04%
	综合毛利率	11.96%	13.52%	13.89%	14.26%
汽车安全系统	营收/亿元	344.00	357.63	380.66	411.92
	Yoy	6.48%	3.96%	6.44%	8.21%
汽车电子系统	营收/亿元	150.96	179.50	220.50	262.00
	Yoy	18.73%	18.90%	22.84%	18.82%
销售费用率		1.70%	1.70%	1.60%	1.50%
管理费用率		4.78%	4.62%	4.40%	4.30%
研发费用率		4.30%	4.30%	4.20%	4.10%
归母净利润/亿元		3.94	9.80	15.13	20.78
Yoy		—	148.7%	54.4%	37.3%

数据来源: wind, 东吴证券研究所

我们选取松原股份、华懋科技作为公司汽车安全业务可比公司, 2023-2025 年平均 PE 为 26.2/18.9/14.3 倍, 公司作为全球安全业务龙头, 2021 年市占率全球第二, 受疫情影响公司汽车安全整合受阻, 盈利能力较弱, 估值相对较低, 2022 年 H2 公司安全业务已实现扭亏为盈, 后续整合完成后公司安全业务业绩有望明显修复; 选取德赛西威、华阳集团作为公司汽车电子业务的可比公司, 2023-2025 年平均 PE 为 45.9/34.1/27.1 倍, 公司智能座舱业务技术储备深厚, 新能源管理与智能网联业务 2023 年已披露新获订单约 148 (130+18) 亿元, 后续成长性预期较强。考虑到公司汽车安全业务整合修复后业绩弹性较大、汽车电子业务在手订单充足, **当前估值低于行业平均水平**, 受益于汽车电动化+智能化渗透率的提升, 公司业绩有望稳步增长, 我们看好公司的长期发展, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表7: 可比公司估值 (截至 2023 年 7 月 5 日)

公司代码	公司名称	市值/亿元	归母净利润/亿元			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
300893.SZ	松原股份*	56.1	1.9	2.6	3.6	29.3	21.2	15.4
603306.SH	华懋科技	101.8	4.4	6.2	7.7	23.1	16.5	13.2
	平均					26.2	18.9	14.3
002920.SZ	德赛西威*	888.1	15.1	20.0	24.3	58.9	44.3	36.6
002906.SZ	华阳集团*	170.4	5.2	7.2	9.7	32.8	23.8	17.7
	平均					45.9	34.1	27.1
600699.SH	均胜电子*	249.0	9.8	15.1	20.8	25.4	16.5	12.0

数据来源: WIND, 东吴证券研究所(注: *为东吴证券覆盖, 采用东吴证券预测数据, 其余采用 wind 一致预期)

5. 风险提示

下游乘用车需求复苏不及预期。下游乘用车需求复苏如果整体不及预期，导致公司营收不及预期，最终影响业绩。

汽车安全业务修复不及预期。因为海外不确定因素以及大宗原材料价格波动等原因，公司汽车安全业务修复可能不及预期。

乘用车价格战超出预期。市场进入存量博弈阶段，各品牌竞争愈加激烈，价格战或将导致车企成本压力向上游供应链企业进行传导。

均胜电子三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	24,976	28,088	33,020	38,842	营业总收入	49,793	54,013	60,416	67,692
货币资金及交易性金融资产	5,871	8,121	11,125	14,653	营业成本(含金融类)	43,839	46,713	52,023	58,040
经营性应收款项	8,457	8,838	9,868	11,018	税金及附加	141	140	157	176
存货	8,512	8,824	9,538	10,479	销售费用	845	918	967	1,015
合同资产	0	0	0	0	管理费用	2,382	2,495	2,658	2,911
其他流动资产	2,137	2,306	2,490	2,692	研发费用	2,139	2,323	2,537	2,775
非流动资产	29,136	28,810	28,183	27,626	财务费用	478	764	819	900
长期股权投资	2,087	2,187	2,287	2,387	加:其他收益	121	162	181	203
固定资产及使用权资产	11,948	11,975	11,672	11,161	投资净收益	124	162	181	203
在建工程	2,149	1,409	966	699	公允价值变动	102	0	0	0
无形资产	3,238	2,938	2,738	2,638	减值损失	(33)	(5)	(5)	(5)
商誉	5,421	5,621	5,821	6,021	资产处置收益	8	11	12	0
长期待摊费用	61	71	81	91	营业利润	292	990	1,624	2,276
其他非流动资产	4,231	4,608	4,618	4,628	营业外净收支	188	47	34	43
资产总计	54,112	56,898	61,203	66,467	利润总额	480	1,036	1,658	2,318
流动负债	20,875	22,045	23,845	26,055	减:所得税	247	176	282	394
短期借款及一年内到期的非流动负债	7,137	7,769	8,069	8,569	净利润	233	860	1,376	1,924
经营性应付款项	8,921	9,174	10,217	11,398	减:少数股东损益	(161)	(120)	(138)	(154)
合同负债	682	756	846	948	归属母公司净利润	394	980	1,513	2,078
其他流动负债	4,134	4,346	4,713	5,139	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.29	0.72	1.11	1.52
非流动负债	15,533	16,546	17,676	18,806	EBIT	540	1,800	2,477	3,219
长期借款	12,468	13,468	14,468	15,468	EBITDA	3,427	3,908	4,518	5,191
应付债券	0	100	200	300	毛利率(%)	11.96	13.52	13.89	14.26
租赁负债	652	682	712	742	归母净利率(%)	0.79	1.81	2.50	3.07
其他非流动负债	2,414	2,296	2,296	2,296	收入增长率(%)	9.03	8.47	11.85	12.04
负债合计	36,408	38,591	41,520	44,860	归母净利润增长率(%)	—	148.69	54.37	37.32
归属母公司股东权益	12,253	12,977	14,490	16,568					
少数股东权益	5,451	5,330	5,193	5,039					
所有者权益合计	17,704	18,307	19,683	21,607					
负债和股东权益	54,112	56,898	61,203	66,467					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2,170	3,229	3,753	4,140	每股净资产(元)	8.96	9.49	10.59	12.11
投资活动现金流	(2,675)	(1,593)	(1,203)	(1,184)	最新发行在外股份(百万股)	1,368	1,368	1,368	1,368
筹资活动现金流	(231)	585	453	573	ROIC(%)	0.71	3.82	4.93	5.95
现金净增加额	(704)	2,150	3,004	3,528	ROE-摊薄(%)	3.22	7.55	10.44	12.54
折旧和摊销	2,887	2,108	2,042	1,972	资产负债率(%)	67.28	67.82	67.84	67.49
资本开支	(3,202)	(1,422)	(1,254)	(1,257)	P/E(现价&最新股本摊薄)	63.17	25.40	16.45	11.98
营运资本变动	(1,646)	(304)	(419)	(573)	P/B(现价)	2.03	1.92	1.72	1.50

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

东吴证券研究所
 苏州工业园区星阳街 5 号
 邮政编码: 215021
 传真: (0512) 62938527
 公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>