

2023年08月15日
证券研究报告·公司研究报告

均胜电子(600699)汽车

买入(维持)

当前价: 18.24元

目标价: 28.88元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

汽车安全与电子业务引领者，业绩修复可期

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 汽车安全增配升级和电动智能化加速渗透，对应市场持续扩容。据我们测算，2026年全球被动和主动安全市场规模分别为282/245亿美元，未来四年CAGR分别为6.8%/19.4%。汽车电子方面，智能座舱、智能网联、智能驾驶等将为行业提供新的市场增量。2) 汽车安全板块业绩修复：公司汽车安全板块2020-2022年分别亏损13.9/46.4/4.7亿元，拖累公司整体业绩。未来，随着公司汽车安全业务持续改善，有望带动公司整体业绩持续向好。3) 汽车电子板块持续放量：汽车电动智能化趋势明显，智能座舱/智能网联/智能驾驶/新能源汽车800V平台架构新需求持续放量，公司在手订单充足，随着储备订单陆续量产，将成为公司第二增长曲线。
- 汽车安全增配升级推动单车价值提升，汽车电动智能化加速渗透，新兴业态持续放量。**汽车安全法规标准和新车质量促进汽车安全产品增配，叠加电动化与自动驾驶对安全系统提出新的要求，汽车安全产品正迎来增配升级，安全产品量价齐升，市场有望持续扩容。汽车电动化是智能化的重要载体，预计2023年中国新能源乘用车渗透率有望超35%。新能源汽车、智能座舱/网联、智能驾驶等是整个行业的发展趋势，新兴领域产品不断迭代升级并逐渐落地应用，为汽车电子行业提供新的市场增量空间。
- 公司汽车安全板块持续整合优化，安全板块盈利具备较大的修复空间。**公司安全业务板块先后于2016年和2018年收购美国KSS和日本高田，收购完成后，2018年营收高达422.2亿元，同比增长201.7%。2020-2022年全球汽车产业链受到疫情冲击，叠加公司内部整合等因素，汽车安全业务分别亏损13.9、46.4、4.7亿元，2023H1业绩已全面修复。对比行业可比公司，2022年，松原股份/奥托立夫/均胜电子毛利率分别为28.4%/15.8%/9.1%。随着业务整合优化完成，以及降本增效措施逐步落实，公司安全业务板块毛利率有望回归行业平均水平，进而带动公司整体业绩实现明显修复。
- 公司汽车电子板块多点开花，在手订单充足且持续放量，将成为公司第二增长曲线。**公司汽车电子业务主要包括智能座舱/网联系统、智能驾驶和新能源管理系统。智能座舱朝着人机交互智能化、舱驾一体化、娱乐化方向发展。公司与华为深化合作，相关产品预计于2023年下半年开始量产。智能网联方面，公司5G车联产品持续迭代，可基于C-V2X/5G和DSRC等全部V2X技术提供端到端的智能车联控制系统解决方案，目前已获近百亿订单。智能驾驶领域公司定位Tier1，提供域控制器、传感器、中间件到应用层算法的全栈解决方案。围绕域控制器和中央集成式架构，公司近年已与英伟达、高通、地平线、黑芝麻等各芯片厂商建立合作关系。新能源车下一代平台或将是800V架构，渗透率有望逐步提升。2022-2023年4月，公司新增800V高压平台项目定点总金额超220亿元。
- 盈利预测与投资建议:** 预计公司2023-2025年EPS为0.68/0.95/1.23元，三年归母净利润复合增速64.0%。采用分部估值法，给予2023年汽车安全板块目标市值70.8亿元，汽车电子板块目标市值336.0亿元，合计市值406.8亿元，对应目标价28.88元，维持“买入”评级。
- 风险提示:** 新兴领域和行业发展慢于预期、原材料成本上涨、汇率波动等风险。

指标年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(亿元)	497.93	551.93	615.92	685.61
增长率	9.03%	10.84%	11.59%	11.31%
归属母公司净利润(亿元)	3.94	9.60	13.38	17.38
增长率	110.50%	143.49%	39.36%	29.94%
每股收益EPS(元)	0.28	0.68	0.95	1.23
净资产收益率ROE	1.32%	4.99%	6.50%	7.79%
PE	65	27	19	15
PB	2.10	1.86	1.70	1.52

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 郑连声
执业证号: S1250522040001
电话: 010-57758531
邮箱: zllans@swsc.com.cn
联系人: 冯安琪
电话: 021-58351905
邮箱: faz@swsc.com.cn

联系人: 白臻哲
电话: 010-57758530
邮箱: bzzyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	14.09
流通A股(亿股)	13.68
52周内股价区间(元)	12.89-20.59
总市值(亿元)	256.95
总资产(亿元)	535.69
每股净资产(元)	9.07

相关研究

- 均胜电子(600699): 公司业绩明显改善，汽车电子业务快速增长(2023-07-18)

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 汽车安全和智能科技领导者，深度全球布局	1
2 汽车安全：资产整合与优化，业绩有望持续改善	5
2.1 汽车安全产品增配升级，量价齐升打开市场空间	5
2.2 公司安全板块资产整合优化，业绩改善可期	9
3 汽车电子：新兴业务多点开花，第二增长曲线逐步放量	12
3.1 智能座舱系统：产品持续放量，新业务订单持续突破	14
3.2 智能网联系统：进入量产阶段，业务持续拓展	16
3.3 智能驾驶：构建智能驾驶全栈能力，融合 AI 技术优势	19
3.4 新能源管理：800V 平台架构或成趋势，功率电子产品持续放量	20
4 财务分析	22
4.1 公司经营改善，盈利水平有所回升	22
4.2 总资产和存货周转率较高，货币资金充裕	24
5 盈利预测与估值	25
5.1 盈利预测	25
5.2 分部估值	26
6 风险提示	27

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司全球化布局.....	2
图 3: 2016 年以来公司营业收入及增速.....	3
图 4: 2016 年以来公司归母净利润及增速.....	3
图 5: 2016-2022 年公司按业务收入结构 (亿元).....	3
图 6: 2016-2022 年公司按业务毛利率 (%).....	3
图 7: 2016-2022 年公司业务按地区收入结构 (亿元).....	4
图 8: 2016-2022 年公司业务按地区毛利率 (%).....	4
图 9: 公司股权结构.....	4
图 10: 2021 年全球汽车被动安全市场竞争格局情况.....	5
图 11: 安全气囊、安全带、方向盘产品及概念图.....	7
图 12: 汽车主动安全系统分类.....	7
图 13: 2016-2022 年公司安全业务板块主营子公司营收及净利润情况.....	10
图 14: 均胜电子安全业务营收与可比公司对比 (亿元).....	11
图 15: 均胜电子安全业务销售毛利率与可比公司对比.....	11
图 16: 2018-2023H1 公司新增汽车安全业务订单情况.....	12
图 17: 2018-2023H1 公司新增汽车电子业务订单情况.....	13
图 18: 2022 年公司汽车电子板块营收结构 (亿元; 占比).....	14
图 19: 2022 年公司汽车电子板块新增订单 (亿元; 占比).....	14
图 20: 公司智能座舱部分产品示意图.....	15
图 21: 下一代智能座舱人机交互概念车示意图.....	16
图 22: 公司智能网联平台功能及概念图.....	18
图 23: 均联智行首款智能驾驶域控制器产品 nDriveH.....	20
图 24: 均联智行首款智能驾驶域控制器产品 nDriveH.....	20
图 25: 公司部分新能源管理系统产品及应用车型.....	21
图 26: 公司 800V 多合一电压转换器工作示意图.....	21
图 27: 公司与可比公司毛利率.....	22
图 28: 公司与可比公司净利率.....	22
图 29: 公司与可比公司管理费用率.....	23
图 30: 公司与可比公司研发费用率.....	23
图 31: 公司与可比公司销售费用率.....	23
图 32: 公司与可比公司财务费用率.....	23
图 33: 公司与可比公司期间费用率.....	23
图 34: 公司与可比公司 ROA.....	24
图 35: 公司与可比公司 ROE (平均).....	24
图 36: 公司与可比公司资产负债率.....	24
图 37: 公司与可比公司流动比率走势.....	24
图 38: 公司与可比公司总资产周转率 (次).....	25
图 39: 公司与可比公司存货周转率 (次).....	25
图 40: 公司与可比公司货币现金情况 (亿元).....	25
图 41: 公司与可比公司经营性现金流净额情况 (亿元).....	25

表 目 录

表 1: 汽车主要市场部分汽车安全相关法规和政策.....	5
表 2: 比亚迪海洋系列车型被动安全系统配置.....	6
表 3: 比亚迪海洋系列车型主动安全系统配置.....	8
表 4: 全球及中国汽车被动安全市场规模预测.....	8
表 5: 全球及中国汽车主动安全市场规模预测.....	9
表 6: 均胜电子安全板块收购情况.....	10
表 7: 全球及中国新能源汽车渗透率预测.....	12
表 8: 主流厂商部分车型的部分智能网联配置.....	17
表 9: 分业务收入及毛利率.....	26
表 10: 可比公司估值 (PE 估值法, 截止 2023.08.15)	27
附表: 财务预测与估值.....	28

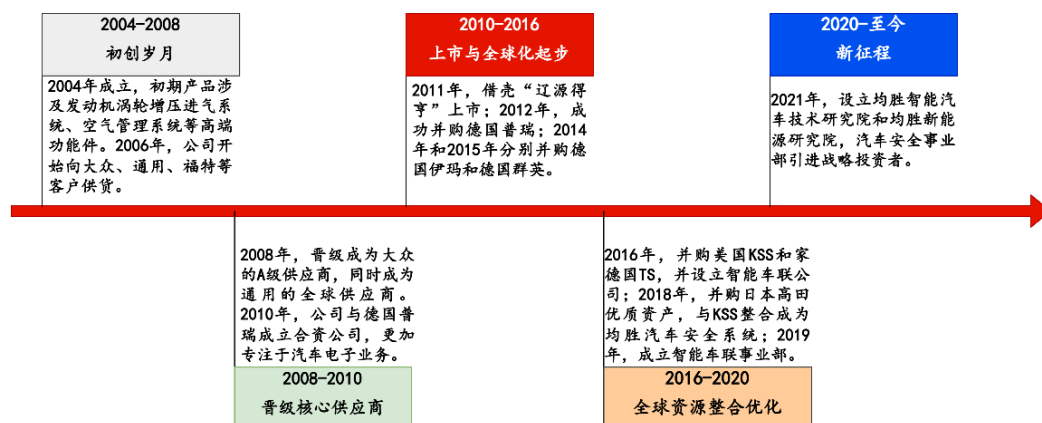
1 汽车安全和智能科技领导者，深度全球布局

宁波均胜电子股份有限公司（600699）成立于2004年，总部位处浙江省宁波市，是一家全球汽车电子与汽车安全顶级供应商，主要致力于智能座舱、智能驾驶、新能源管理和汽车安全系统等的研发与制造，在全球汽车电子和汽车安全市场居于领先地位。公司业务架构分为智能汽车技术研究院、新能源研究院、汽车电子事业部与汽车安全事业部，并于全球各汽车主要出产国设有研发中心和配套工厂。6月25日，《美国汽车新闻》发布2023年全球汽车零部件供应商百强榜，此次上榜的中国企业共13家，均胜电子位列全球第40名，国内第3。

公司发展历程：通过企业创新升级和多次国际并购，实现全球化和转型升级的战略目标。

均胜电子于2004年成立，初期产品涉及发动机涡轮增压进气系统、空气管理系统等高端功能件。2006年，公司开始向大众、通用、福特等客户供货。2008年，公司晋级成为大众的A级供应商，同时成为通用的全球供应商。通过不断创新发展，公司在国内汽车零部件市场崭露头角，逐步确立了细分市场的领先地位。2010年，公司与德国普瑞在宁波成立合资公司，更加专注于汽车电子业务。2011年，公司借壳“辽源得亨”上市。2012年，公司成功并购德国普瑞，所涉及的相关资产过户完毕。自此，均胜电子在国内宁波、上海、长春、成都等地设有工厂或研发基地，海外实体布局拓展至德国、美国、葡萄牙、罗马尼亚、墨西哥等国，为公司全球化发展奠定基础。2014年和2015年，公司分别并购德国伊玛和德国群英。2016年，均胜电子并购汽车安全供应商美国KSS和智能车联技术专家德国TS，并设立智能车联公司。2018年公司并购日本高田优质资产，与KSS整合成为均胜汽车安全系统，在全球汽车被动安全市场占有约30%份额。2019年，均胜电子成立智能车联事业部，运营主体为均联智行。经过全球整合优化，公司在汽车安全和智能驾驶领域的布局进一步完善。2021年，均胜电子设立均胜智能汽车技术研究院和均胜新能源研究院，以前瞻领域的创新研发赋能发展。同年，汽车安全事业部引进战略投资者，在政策、产业、资源、资金等方面获得更全面的支持。目前，均胜电子已形成智能座舱、智能驾驶、新能源管理和汽车安全系统等业务齐头并进的良好局面，踏上了发展的新征程。

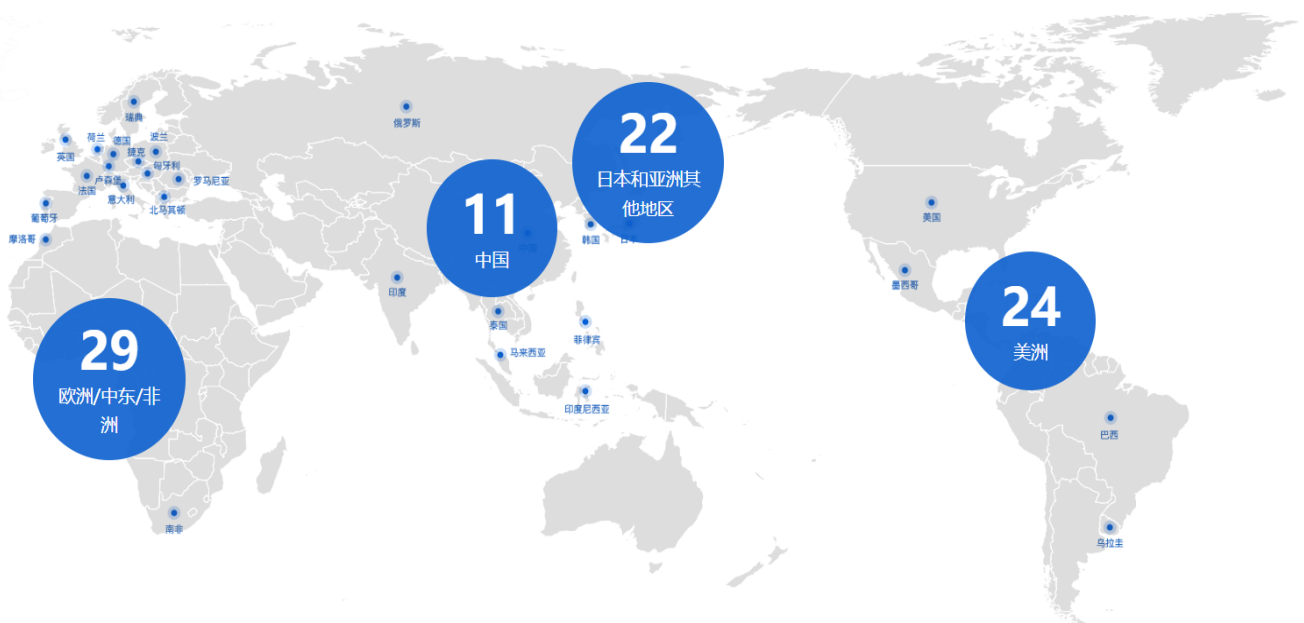
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

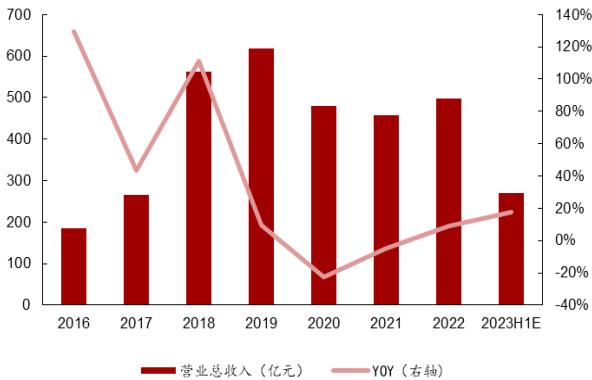
子公司遍布全球主要汽车制造大国，拥有全球化生产供应网络。公司在亚洲、北美、欧洲等主要汽车出产国均拥有生产基地布局，供应链体系完备，凭借强大的垂直一体化制造能力和全球化配套体系保证，能够高效响应客户需求，也为深入拓展全球业务提供坚实的保障。公司客户包括国际主流知名整车厂商、国内自主龙头品牌以及造车新势力。近年来，均胜电子积极发挥快速响应客户的本土化优势以及国内各超级工厂协同战略，持续深耕中国市场，加大国内头部自主品牌和造车新势力的拓展力度，获取更多的本土车企订单。根据公司 2023 年 8 月 3 日发布的《关于 2023 年上半年新获订单情况的公告》，预计 2023 年上半年，公司国内新获订单（全生命周期）总金额约 167 亿元，占比近 40%，头部自主品牌及造车新势力客户订单占比持续提升。

图 2：公司全球化布局

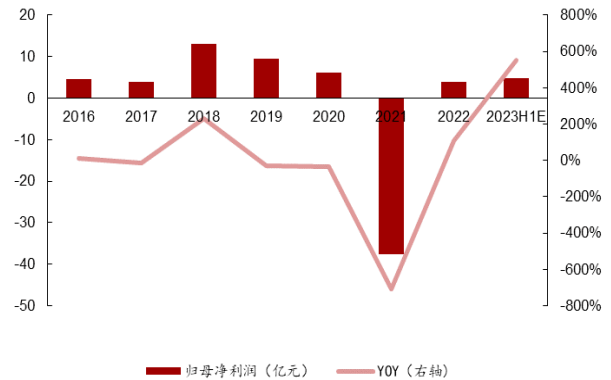


数据来源：公司官网，西南证券整理（数字表示公司在当地的总部、子公司和工厂个数）

公司业绩状况：2016-2022 年，公司营收从 185.5 亿元增至 497.9 亿元，CAGR 17.9%。期间，公司营收起伏较大主因系汽车安全业务波动、延锋百利得、均胜群英脱表。2018 年日本高田业务并表，公司收入大幅增长 111.2%；2020 年全球汽车产业链受到疫情冲击，汽车安全业务衰退明显，叠加延锋百利得脱表，营收下降 22.4%。2021 年疫情反复、行业“缺芯”加剧，叠加人民币强势带来的美元/欧元计价营收折算损失及功能件业务脱表（均胜群英），公司营收小幅下滑 4.6%。2022 年，公司推进汽车安全业务的“业绩改善”计划和汽车电子新兴业务领域的创新与突破，营业收入同比增长 9.0%。净利润方面，2020 和 2021 年大幅下降主要系汽车安全业务大幅亏损。2020/2021 年均胜安全分别亏损 13.9/46.4 亿元（2021 年安全业务计提了 20.2 亿元的商誉损失）。2022 年，均胜安全亏损 4.7 亿元，亏损幅度收窄，公司整体实现归母净利润 3.9 亿元。最新 2023H1，预计公司实现营收 270 亿元，同比增长 18%，归母净利润 4.75 亿元，同比扭亏为盈。未来，随着公司汽车安全业务持续改善业绩，有望带动公司整体业绩持续修复。

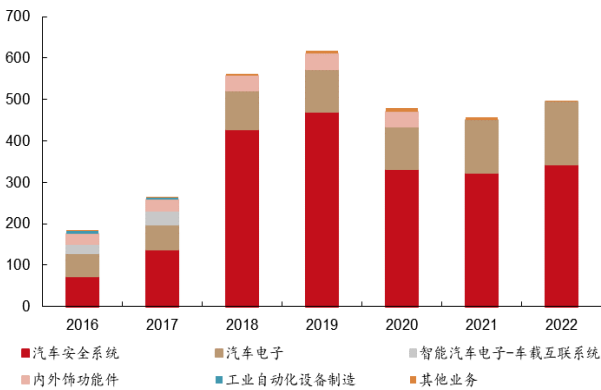
图 3：2016 年以来公司营业收入及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

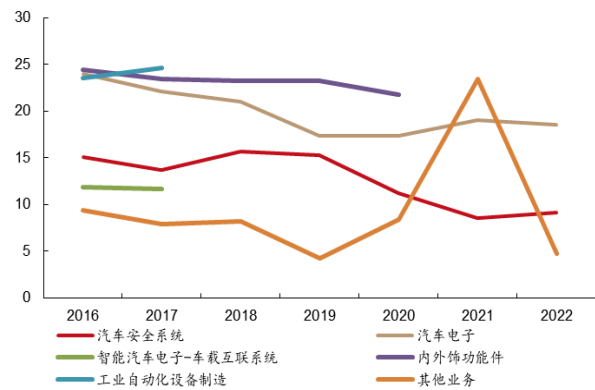
图 4：2016 年以来公司归母净利润及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司主营业务结构：汽车安全业务是主要的收入来源，汽车电子增速较快。公司主营业务分为汽车安全和汽车电子两大板块：汽车安全业务主要包括安全带、安全气囊、智能方向盘和集成式安全解决方案相关产品；汽车电子业务主要包括智能座舱/网联系统、智能驾驶、新能源管理、软件及服务。2022 年，公司总营业收入 497.9 亿元，其中，汽车安全业务收入 344 亿元，占比 69.1%，汽车电子业务收入 151.0 亿元，同比增长 18.7%，占比 30.3%。毛利率方面，汽车电子业务盈利能力高于汽车安全业务，2022 年，公司汽车安全和汽车电子毛利率分别为 9.1%和 18.5%。

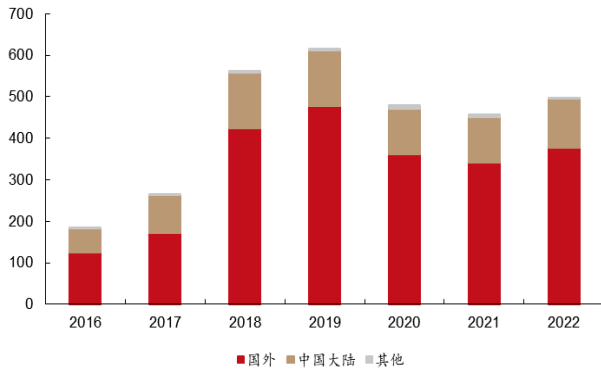
图 5：2016-2022 年公司按业务收入结构 (亿元)


数据来源：公司公告，西南证券整理 (注：期间披露口径有所变更)

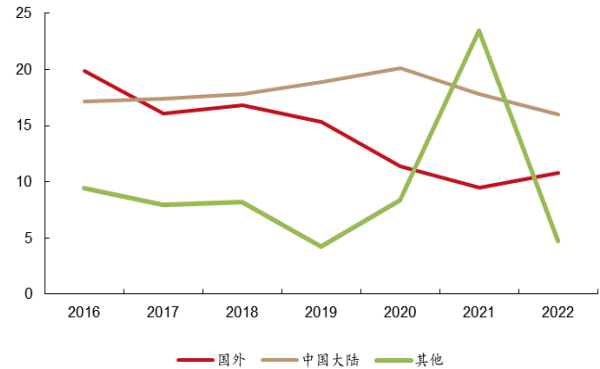
图 6：2016-2022 年公司按业务毛利率 (%)


数据来源：公司公告，西南证券整理 (注：期间披露口径有所变更)

公司主要收入来源于国外。2018-2022 年，公司收入来自国外的占比在 74% 以上。其中，2022 年，来自国外和中国大陆的收入占比分别为 75.9%和 23.5%。毛利率方面，公司业务在中国大陆的毛利率较国外更高。2022 年，公司通过积极推进客户沟通补偿，提升自身供应链韧性，降本增效等方式，国外业务毛利率为 10.8%，同比提升 1.32pp。

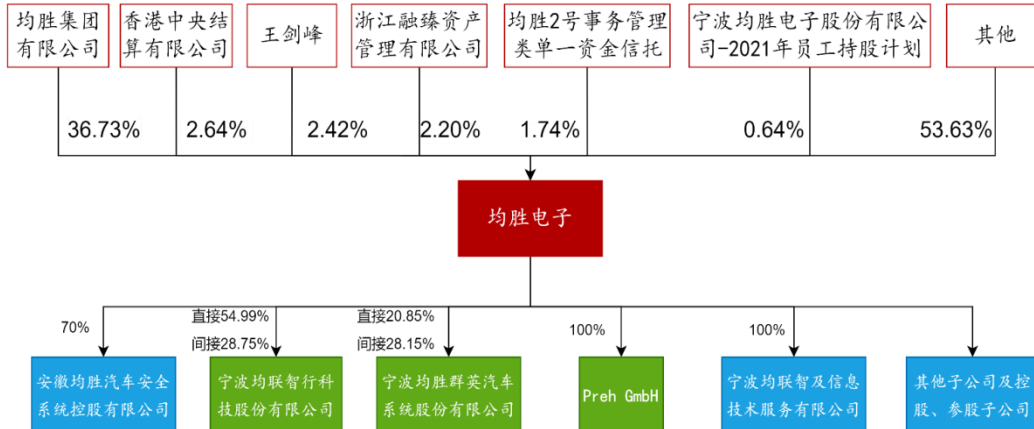
图 7：2016-2022 年公司业务按地区收入结构 (亿元)


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：2016-2022 年公司业务按地区毛利率 (%)


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司股权结构：截至 2023 年 7 月 15 日，公司完成定向增发，第一大股东为均胜集团有限公司直接持股比例为 36.7%。公司实际控制人为王剑峰先生，合计持股 21.7%。均胜电子拥有上百家控股子公司，其中，均胜汽车安全系统控股有限公司是公司安全业务经营主体，均联智行涵盖智能座舱、智能车联、自动驾驶等多个汽车智能化业务，Preh GmbH 主营智能座舱、人机交互、新能源管理系统等汽车电子业务，均联智及专注软件开发工具及服务，均胜群英主营功能件及总成。

图 9：公司股权结构


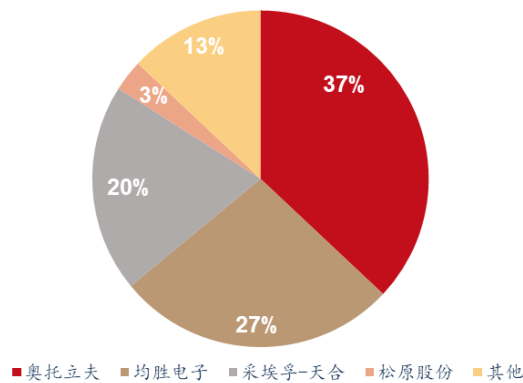
数据来源：公司公告，西南证券整理 (注：截至 2023 年 7 月 15 日，定向增发完成后)

2 汽车安全：资产整合与优化，业绩有望持续改善

2.1 汽车安全产品增配升级，量价齐升打开市场空间

汽车被动安全行业具有较高的技术壁垒、认证壁垒、产能规模和资金壁垒，对新进入行业的企业门槛高。外资凭借在汽车被动行业具有先进技术、较大的规模和资金实力以及在管理上的优势，行业呈现外资寡头垄断的市场结构。而本土企业由于起步较晚，企业规模和制造技术落后，在行业竞争中处于被动地位。2021年，市场前三大汽车被动安全系统供应商为奥托立夫、均胜电子和采埃孚-天合，合计市场份额超过80%。

图 10：2021 年全球汽车被动安全市场竞争格局情况



数据来源：华经产业研究院，西南证券整理

安全法规要求提升，刺激汽车安全配置增配，带来安全系统单车价值提升。2018年，欧盟委员会发布一项新议案，提议发布强制命令，要求自2021年起在欧洲市场销售的所有新车都要标配紧急制动系统、车道保持辅助、倒车影像系统等11款车载安全系统。2019年，欧盟公布通用安全法规 Regulation (EU) 2019/2144(简称新GSR)，2024年7月份开始新上牌注册车辆要求配备部分强制性技术，有些技术将会在2026年开始生效。此外，中国、印度、美国也对汽车安全系统相关配置具有强制性安装要求。未来，随着相关政策法规的完善，汽车安全市场有望持续扩容。

表 1：汽车主要市场部分汽车安全相关法规和政策

法律法规及政策内容	发布单位	发布时间
要求自2021年起在欧洲市场销售的所有新车都要标配紧急制动系统、车道保持辅助、倒车影像系统等11款车载安全系统。	欧盟	2018年
2024年7月份开始新上牌注册车辆要求配备部分强制性技术，有些技术将会在2026年开始生效。新GSR需要强制配备的六项ADAS功能为，行驶区域信息提示系统(MOIS)、盲点信息提示系统(BSIS)、倒车信息提示系统(REIS)、智能车速辅助系统(ISA)、驾驶员疲劳预警系统(DDAW)、胎压监测系统(TPMS)。	欧盟	2019年
自2020年1月1日起，所有在产乘用车将开始实施强制安装TPMS(胎压监测系统)。	中国	2019年
《机动车运行安全技术条件》中要求从2022年1月起新生产的乘用车必须配备EDR系统即行车事件记录器	中国	2021年
2022年10月起所有乘用车必须标配侧气囊，还提议强制增配侧气囊和头部气帘，以及强制安装6个安全气囊。	印度	2022年
拟要求未来所有乘用车和轻型卡车强制安装AEB系统	美国	2023年

数据来源：各国政府网站，均胜电子官网，西南证券整理

安全系统质量是新车质量评价的重要标准。目前，中高端新车气囊数量已增至 6 个甚至更多，特别新能源车的冲量效应直接拉动安全产品需求增长，有车企甚至将新车型配置 12 气囊作为卖点，安全气囊市场维持较高活力。中低端车型的气囊数量会增加至适当的数量，比如从 2 个增至 6 个，气囊类型将在驾驶座气囊、副驾驶气囊基础上，增配侧气囊、侧气帘等。而高端车型气囊数量或增至 10 个以上，类型上可增配膝部气囊、远端侧气囊、头部侧气帘、后排座椅气囊等。

以比亚迪海洋系列车型为例，海鸥、海豚、驱逐舰 05 车型厂商指导价格在 15 万元以下，标配 5 个安全气囊和气帘，分别是主副驾驶座、前排侧气囊、前后排头部气囊（气帘）。海豹车型厂商指导价格接近 19 万元，标配 7 个安全气囊和气帘，较前者多配置了后排侧气囊和膝部气囊。

表 2：比亚迪海洋系列车型被动安全系统配置

车型（2023 款）	厂商指导价（万元）	安全气囊配置	安全气囊个数
海鸥 飞翔版	8.98	主副驾驶座 前排侧气囊 前后排头部气囊（气帘）	5
海豚 401km 骑士版	13.68	主副驾驶座 前排侧气囊 前后排头部气囊（气帘）	5
驱逐舰 05 冠军版 DM-i 120KM 旗舰型	14.88	主副驾驶座 前排侧气囊 前后排头部气囊（气帘）	5
海豹 冠军版 550km 精英型	18.98	主副驾驶座 前后排侧气囊 前后排头部气囊（气帘） 膝部气囊	7

数据来源：汽车之家，西南证券整理

被动安全产品正引入智能化模块，单车价值有望进一步提升。随着电动智能化加速渗透，对汽车安全产品形态提出新的要求，未来“气囊+安全带+方向盘”附加值提升空间巨大。传统的被动汽车安全产品仍存在应对方式单一、无法针对不同等级的汽车安全事故作出差别响应的问题。伴随着汽车智能化的发展趋势，被动安全产品技术也向智能化方向不断革新，其单车价值有望进一步提升，从而带来被动安全产品市场空间的进一步增长。

气囊：智能座舱不断演进，原先与气囊融合的方向盘或将折叠、隐藏，气囊设计正在打开新思路，以创新适配座舱新形态。比如，将安全带与气囊融合，使安全带式气囊始终紧贴驾乘者，向他们提供正常或非正常姿势下的及时保护。该产品还能根据智能座舱变化与标准气囊协同作用，或者作为独立约束装置使用。又如，环抱式气囊，可适应舱内灵活的座椅设计，一旦需要，这两个气囊就会“抱住”乘客头部和上半身，提供关键的安全保护作用。

安全带：伴随自动驾驶发展，驾驶员或将从驾驶任务中解脱出来，进行工作、娱乐或放松，甚至睡觉。安全带产品也正在迭代升级，如主动式电动安全带、带触觉反馈提醒的安全带等新产品。面向未来自动驾驶，安全带乃至被动安全产品正朝着智能化方向不断革新。融入智能模块后的安全带系统，兼具更多主动安全功能，可起到事故预防、提前规避的作用，成为未来汽车安全系统发展的重要变革之一。

方向盘：顺应下一阶段高级自动驾驶趋势，市场已推出可折叠线控方向盘、集成各类感应功能的智能方向盘等领先产品或概念，这些创新产品将成为新能源汽车智能安全的增长新动能。2022 年，正式实施的汽车转向系国标已经开放线控转向应用，而且当年发布的《线控转向技术路线图》征求意见稿还提出到 2025 年要实现 L3+ 驾驶形态的线控转向系统。随着法规“松绑”和技术日益成熟，相关线控方向盘车型 2023 年将逐步落地，线控方向盘、线控底盘等将成为未来自动驾驶汽车的重要部件。

图 11：安全气囊、安全带、方向盘产品及概念图



数据来源：公司官网，西南证券整理

受益于汽车电动智能化趋势，主动安全行业市场发展潜力较大。汽车安全技术的整体发展趋势可以概括为从被动到主动、进而到进行预防性防护的进程。随着汽车电动化、智能化的发展趋势日趋凸显，为了持续提高汽车安全性并实现零车辆相关事故和死亡的目标，主动安全行业开始展现出充分的市场发展后劲和潜力，主动安全类产品逐步丰富，涵盖制动避险、操纵稳定、视野辅助、状态检测、智能安全等领域。未来，随着自动驾驶相关技术的发展，主动安全产品如高级驾驶辅助系统（ADAS）、环视系统、激光雷达等市场有望迅速扩张，主动安全产品未来具备高成长潜力。

图 12：汽车主动安全系统分类



数据来源：共研网，西南证券整理

主动安全系统配置同样是衡量新车质量的重要标准之一。以比亚迪海洋系列车型为例，海鸥、海豚、驱逐舰 05、海豹、护卫舰车型厂商指导价格分别为 8.98、13.68、14.88、18.98、29.98 万元，标配主动安全产品个数分别为 1、5、6、8、10。车型价格越高、越高端，所配置的主动安全系统就越丰富，单车价值量也必然越高。

表 3：比亚迪海洋系列车型主动安全系统配置

车型 (2023 款)	厂商指导价 (万元)	主动安全系统	主动安全系统类型个数
海鸥 飞翔版	8.98	车道偏离预警系统 (选配)、主动刹车/主动安全系统 (选配) 前方碰撞预警 (选配)、低速行车警告	3 选配、1 标配
海豚 401km 骑士版	13.68	车道偏离预警系统、主动刹车/主动安全系统、前方碰撞预警 低速行车警告、内置行车记录仪	5
驱逐舰 05 冠军版 DM-i 120KM 旗舰型	14.88	车道偏离预警系统、主动刹车/主动安全系统、前方碰撞预警 后方碰撞预警、低速行车警告、内置行车记录仪	6
海豹 冠军版 550km 精英型	18.98	车道偏离预警系统、主动刹车/主动安全系统、DOW 开门预警 前方碰撞预警、后方碰撞预警、低速行车警告、内置行车记录仪 道路救援呼叫	8
护卫舰 07 DM-p 175KM 四驱旗舰型	29.98	车道偏离预警系统、主动刹车/主动安全系统、疲劳驾驶提示 DOW 开门预警、前方碰撞预警、方碰撞预警、低速行车警告 内置行车记录仪、道路救援呼叫、哨兵模式/千里眼	10

数据来源：汽车之家，西南证券整理

安全法规标准和新车质量促进汽车安全产品增配，叠加自动驾驶及电动化对安全系统提出新的要求，汽车安全产品正迎来增配升级，安全产品量价齐升，市场有望持续扩容。

被动安全市场：2026 年全球市场规模 282 亿美元，未来四年 CAGR 为 6.8%，中国市场规模 82 亿美元，未来四年 CAGR 为 8.9%。根据全球被动安全系统龙头奥托立夫公布的 2022 年年报，全球被动安全平均单车价值约为 255 美元，其中，北美、西欧、日本被动安全产品平均单车价值分别为 401/ 281/ 243 美元，而中国被动安全系统单车价值为 214 美元，印度则更低，不到 100 美元（分区域数据根据奥托立夫年报公布的柱状图估算）。全球来看，发展中国家被动安全单车价值量的提高是未来被动安全市场空间增长的主要动力。我们假设：1) 基于 2019-2022 年全球和中国汽车被动安全单车价值量的年复合增长率，且随着安全法规标准和新车质量促进汽车安全产品增配升级，中国被动汽车安全单车价值量增速或继续高于全球平均增速，全球和中国被动汽车安全单车价值量增速分别为 5%和 6%；2) 2023-2026 年，中国汽车产量分别同比增长 2%/ 3%/ 3%/ 3%，全球汽车产量分别同比增长 1%/ 2%/ 2%/ 2%。基于以上假设，测算出被动汽车安全市场规模。如下表：

表 4：全球及中国汽车被动安全市场规模预测

		2019	2022	19-22 CAGR	2023E	2024E	2025E	2026E	23-26 CAGR
中国	单车价值 (美元)	180	214	6.0%	227	241	255	271	6.0%
	YOY	-	-		6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	
	汽车产量 (万辆)	2572	2702	1.7%	2756	2839	2924	3012	2.7%
	YOY	-	-		2.0%	3.0%	3.0%	3.0%	

		2019	2022	19-22 CAGR	2023E	2024E	2025E	2026E	23-26 CAGR
	市场规模 (亿美元)	46	58	7.8%	63	68	75	82	8.9%
	YOY	-	-		8.1%	9.2%	9.2%	9.2%	
全球	单车价值 (美元)	225	255	4.3%	268	281	295	310	5.0%
	YOY	-	-		5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	
	汽车产量 (万辆)	9179	8502	-2.5%	8587	8758	8934	9112	1.7%
	YOY	-	-		1.0%	2.0%	2.0%	2.0%	
	市场规模 (亿美元)	207	217	1.6%	230	246	264	282	6.8%
	YOY	-	-		6.1%	7.1%	7.1%	7.1%	

数据来源：中国汽车工业协会，Wind，Autoliv，西南证券

主动安全市场：2026年全球市场规模245亿美元，未来四年CAGR为19.4%，中国市场规模81亿美元，未来四年CAGR为20.6%。根据全球主动安全系统龙头Veoneer公布的2021年年报，随着自动驾驶市场渗透率的不断提高，主动安全系统单车价值预计将从2021年的每辆车约135美元增长到2027年的每辆车约335美元。我们假设：1)参考Veoneer对2027年汽车主动安全市场的预测，考虑到汽车电动智能化加速渗透，预计2023-2026年中国和全球主动安全单车价值增速分别为10%/15%/20%/25%；2)2023-2026年，中国汽车产量分别同比增长2%/3%/3%/3%，全球汽车产量分别同比增长1%/2%/2%/2%。基于以上假设，我们对全球和中国汽车主动安全市场规模进行测算。如下表：

表5：全球及中国汽车主动安全市场规模预测

		2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	23-26CAGR
中国	单车价值 (美元)	135	142	156	179	215	269	17.4%
	YOY	-	5.0%	10.0%	15.0%	20.0%	25.0%	
	汽车产量 (万辆)	2608	2702	2756	2839	2924	3012	2.7%
	YOY	-	-	2.0%	3.0%	3.0%	3.0%	
	市场规模 (亿美元)	35	38	43	51	63	81	20.6%
	YOY	-	8.8%	12.2%	18.5%	23.6%	28.8%	
全球	单车价值 (美元)	135	142	156	179	215	269	17.4%
	YOY	-	5.0%	10.0%	15.0%	20.0%	25.0%	
	汽车产量 (万辆)	8021	8502	8587	8758	8934	9112	1.7%
	YOY	-	-	1.0%	2.0%	2.0%	2.0%	
	市场规模 (亿美元)	108	121	134	157	192	245	19.4%
	YOY	-	11.3%	11.1%	17.3%	22.4%	27.5%	

数据来源：中国汽车工业协会，Wind，Veoneer，西南证券（注：假设中国汽车主动安全单车价值同全球平均）

2.2 公司安全板块资产整合优化，业绩改善可期

公司安全业务板块先后于2016年和2018年收购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，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。日本高田公司成立

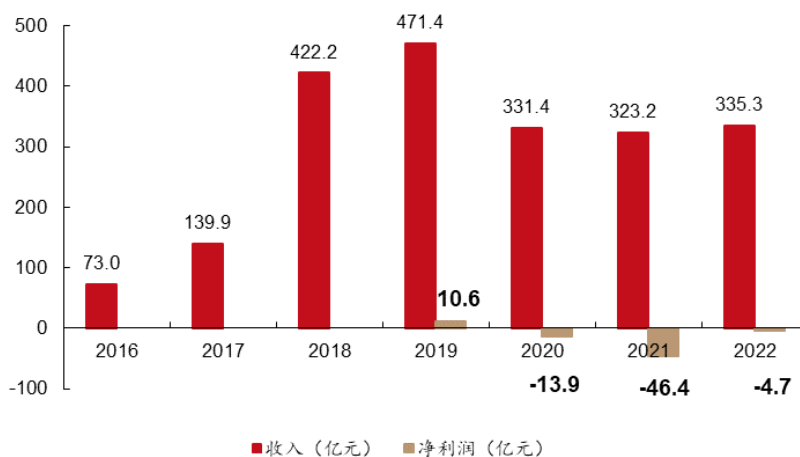
于 1993 年，是全球知名汽车安全部件制造商之一，主要生产安全气囊、安全带、方向盘等被动安全产品。2015 年高田发生安全气囊召回事件，经营出现一定困难，最终于 2017 年申请破产。2018 年，公司购买高田公司除硝酸铵气体发生器业务以外的主要资产。随后，公司将 KSS 和高田整合为均胜安全系统有限公司，成为全球第二大汽车安全部件制造商。并购完成后，公司安全业务板块主要生产安全带、安全气囊、智能方向盘、集成式安全解决方案四大类产品。近年来，公司凭借高田、KSS 技术和客户优势加快自动化产能的布局 and 替代，本土化进展顺利，在原有客户体系的基础上，目前已经快速切入吉利、长城、蔚来、理想、小鹏、比亚迪等自主品牌及新势力品牌的供应链体系。

表 6：均胜电子安全板块收购情况

收购标的	公司简介	客户情况	收购时间
美国 KSS	全球顶级汽车安全系统供应商，从上世纪 50 年代起开始涉足汽车安全市场，其主营业务包括：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。	与多家国际、国内知名公司建立了良好的、长期的合作关系，包括宝马、大众、通用、标致、现代、雷诺、上汽、长城、长安等一系列国内外整车厂商。	2016 年
日本高田	全球领先的汽车安全系统制造商，成立于 1933 年，主要产品包括汽车安全带、安全气囊系统、方向盘、主动安全电子产品及其他非汽车类安全产品。	与日本、北美和欧洲所有主要的汽车 OEM 厂商如宝马、奔驰、大众、福特、通用、丰田、本田和尼桑等都有长期稳定的合作关系。	2018 年

数据来源：公司公告，西南证券整理

收购完成后，公司安全业务板块营收大幅增长，2018 年营收高达 422.2 亿元，同比增长 201.7%。2020 年全球汽车产业链受到疫情冲击，汽车安全业务衰退明显，叠加延锋百利得脱表，安全业务板块营收 331.4 亿元，同比下降 29.7%。净利润方面，2020-2022 年汽车安全业务连续三年亏损，分别亏损 13.9、46.4、4.7 亿元，2022 年亏损幅度收窄。未来，随着公司汽车安全业务持续改善，有望带动公司整体业绩持续修复。

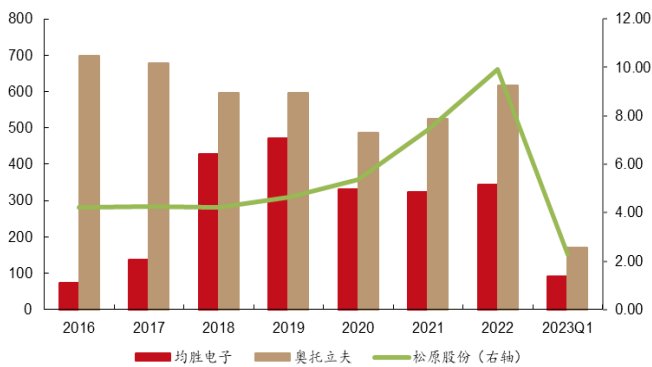
图 13：2016-2022 年公司安全业务板块主营产品营收及净利润情况


数据来源：公司公告，西南证券整理（注：2016-2017 年 KSS Holdings Inc. 是经营主体，期间无净利润数据披露；2018-2020 年 Joyson Auto Safety Holdings S.A. 是经营主体；2021-2022 年安徽均胜汽车安全系统控股有限公司是经营主体。）

汽车安全业务两大主题：业绩改善和市场份额提升。业绩改善方面，公司计划通过加强与客户和供应商的沟通和管理，提高生产和库存管理与订单的匹配度，提升供应链管理韧性，加强人员及管理结构优化，提升内部管理效率，严格控制成本与费用支出等各项措施，减缓、降低外部因素对业务发展造成的影响，并根据其实际发展情况进行适当的动态调整，以确保汽车安全业务稳健发展、业绩逐步改善至行业平均水平。市场份额提升方面，公司围绕汽车电动智能化等发展趋势，持续推进各类主被动汽车安全产品的创新与升级，并加大在亚洲、欧洲、美洲等全球主要市场的拓展力度，提高获取新业务订单比例，稳步提升全球市场份额，2022年公司新获安全订单481亿元。公司顺应汽车安全行业发展趋势，不断完善被动安全产品矩阵，推出顶置气囊、远端侧气囊等行业领先的被动安全产品，有望在智能化被动安全产品赛道上不断提升市场渗透率。

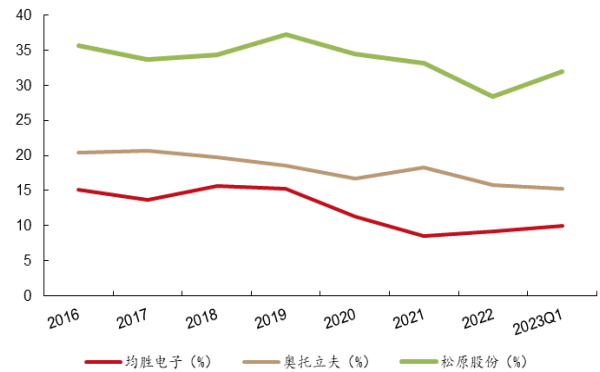
对比行业可比公司，均胜电子盈利具备修复空间。从历史数据来看，汽车安全行业龙头奥托立夫整体毛利率高于均胜电子安全业务板块毛利率，松原股份毛利率最高。2022年，松原股份、奥托立夫、均胜电子毛利率分别为28.39%/15.79%/9.14%。随着公司安全业务整合优化完成，以及降本增效措施逐步落实，安全业务板块毛利率有望回归行业平均水平，将带动公司整体业绩修复、改善。

图 14：均胜电子安全业务营收与可比公司对比（亿元）



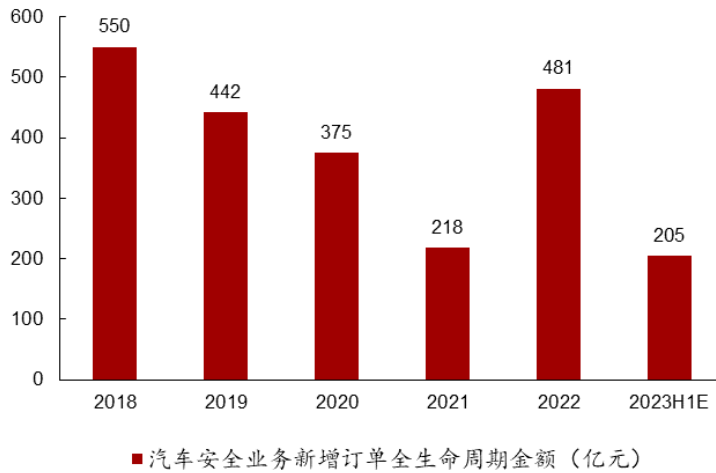
数据来源：Wind，西南证券整理（注：历史汇率；均胜安全板块）

图 15：均胜电子安全业务销售毛利率与可比公司对比



数据来源：Wind，西南证券整理

汽车安全业务储备订单充足，奠定业绩持续增长信心。过去五年，公司安全业务新增订单金额呈现先高后低走势。其中，2018年新增订单金额550亿元，得益于对高田的收购。2020-2021年，疫情对汽车行业供应链造成较大冲击，公司内部方面也在进行整合优化，新增订单同比下降较多，2022年，公司安全业务板块新增订单金额超过2019年达到481亿元。2023年上半年，预计汽车安全业务新获订单总金额超205亿元，假设公司安全业务订单全生命周期约5-8年，中长期看，对公司汽车安全板块业绩形成较强支撑。

图 16：2018-2023H1 公司新增汽车安全业务订单情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

3 汽车电子：新兴业务多点开花，第二增长曲线逐步放量

汽车电动化是智能化的重要载体，电动智能化是大势所趋。我们假设：1) 23/24/25 年，国内和全球乘用车销量增速分别为 1%/ 2%/ 2%。2) 23/24/25 年，全球新能源渗透率分别为 16%/ 20%/ 25%。3) 按照乘联会预计，中国 2023 年新能源乘用车销量 850 万辆；假设 24/ 25 年国内新能源渗透率分别为 43%/ 50%。预计 2023 年，中国新能源乘用车渗透率有望超 35%，全球新能源汽车销量 1319 万辆。预计 2025 年，中国新能源乘用车销量 1252 万辆，全球新能源汽车销量 2144 万辆。

表 7：全球及中国新能源汽车渗透率预测

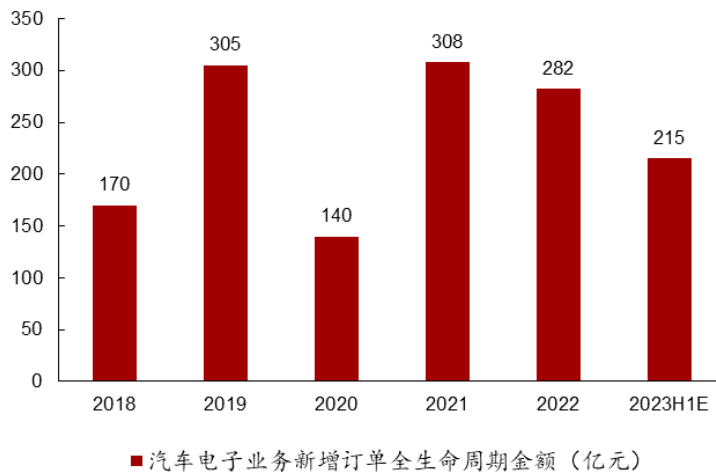
		2018	2019	2020	2021	2022	2023H1	2023E	2024E	2025E
中国	乘用车销量 (万辆)	2353	2136	1999	2141	2384	1128	2407	2456	2505
	YOY	-5.1%	-9.2%	-6.4%	7.1%	11.3%	8.1%	1.0%	2.0%	2.0%
	新能源乘用车销量 (万辆)	105	106	125	333	655	358	850	1056	1252
	YOY	82.2%	0.7%	17.5%	167.5%	96.4%	44.0%	29.8%	24.2%	18.6%
	新能源乘用车渗透率	4.5%	5.0%	6.2%	15.6%	27.5%	31.7%	35.3%	43.0%	50%
	同比提升 (pp)	2.1	0.5	1.3	9.3	11.9	4.2	3.6	7.7	7.0
全球	汽车销量 (万辆)	9506	9124	7879	8276	8163	/	8244	8409	8578
	YOY	-0.6%	-4.0%	-13.7%	5.0%	-1.4%	/	1.0%	2.0%	2.0%
	新能源汽车销量 (万辆)	206	215	301	623	1011	/	1319	1682	2144
	YOY	50.4%	4.4%	40.0%	107.0%	62.3%	/	30.5%	27.5%	27.5%
	新能源汽车渗透率	2.2%	2.4%	3.8%	7.5%	12.4%	/	16.0%	20.0%	25.0%
	同比提升 (pp)	0.7	0.2	1.5	3.7	4.9	/	3.6	4.0	5.0

数据来源：中国汽车工业协会，Marklines，Wind，西南证券（新能源乘用车包括纯电、插电混动乘用车）

公司聚焦汽车智能化、网联化、电动化与共享化技术，汽车电子业务持续创新升级。公司汽车电子业务锚定智能座舱/网联系统、智能驾驶和新能源管理系统等新赛道，下设汽车电子事业部以及新能源和智能汽车技术两大研究院，不断引领科技革命和产业变革。在智能座舱/网联系统方面，公司围绕智能座舱域控制器、智能车联、车载导航引擎、智能云及软件增值服务等领域进行持续探索和创新，推进智能座舱产品的内部融合和软硬件升级、5G-V2X等全球领先新技术的商业化落地，开发完整的智能座舱解决方案；在智能驾驶方面，公司持续推动AI技术与汽车产业相融合，深度参与智能驾驶的时代趋势，定位智能驾驶领域的Tier1，开展从L0至L4级自动驾驶各级别技术研发，能够提供智能驾驶域控制器、智能传感器、中间件以及应用层算法的全栈解决方案。在新能源管理系统方面，公司聚焦新能源电控和功率电子主要技术方向，已实现商用级充放电整体解决方案的量产，产品方向涵盖电池管理、车载功率电子等。其中，公司的BMS已商用用于国际车企的新能源车型，量产车载功率电子产品包括充电升压模块、多功能DC/DC电压转换器和车载充电机等。

汽车电子板块在手订单充足，将成为公司第二增长曲线。2018-2022年，公司单一年度新获全生命周期订单金额可观。2022年，公司紧抓全球汽车智能电动化发展趋势，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。2023年上半年，预计汽车电子业务新获订单总金额超215亿元。未来，随着智能驾驶相关政策的落地，公司智能驾驶业务也有望迎来实质性订单突破。从订单的全生命周期来看，汽车电子业务订单周期一般5-10年。因此，中长期公司汽车电子业绩预期确定性较强。

图 17：2018-2023H1 公司新增汽车电子业务订单情况

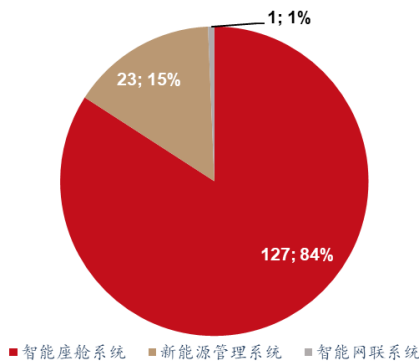


数据来源：公司公告，西南证券整理

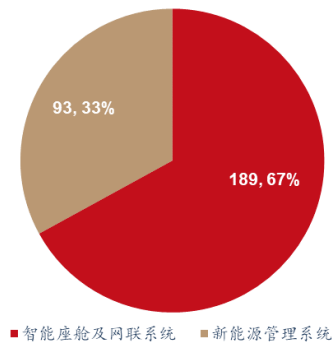
智能座舱、智能网联系统和新能源管理系统产品已量产。在汽车电子业务方面，公司致力于打造“智能共情座舱”，将不断完善机器学习和人工智能技术，提高智能座舱解决方案的技术水平，从而应对更复杂的通信和协调任务；作为全球首家将5G-V2X技术部署到整车并实现量产的公司，公司将利用在该领域的先发优势，持续完善智能网联解决方案，并在云计算等领域持续开展研发。

公司围绕智能驾驶域控制器、高算力平台、车联网技术以及电控模块展开研发储备，相关产品有望逐步落地。智能驾驶域控制器方面，公司已与英伟达、高通、地平线、黑芝麻等芯片厂商建立合作关系，并和国内外多家整车厂商共同推进基于不同芯片平台的智能驾驶域控制器、驾舱融合域控制器及中央计算单元等项目的研发，部分项目已顺利完成 A 样的开发和 PoC（Proof of Concept 验证测试）。此外，针对更高级别的智能驾驶平台，公司与相关芯片厂商的合作也正在推进中。高算力平台方面，公司计划为未来的智能网联汽车开发和构建具有高性能的分析和计算平台。车联网技术方面，公司将携手主流科技巨头研发相关产品，从而实现对家庭设备的车载远程控制，以及支持汽车与家庭物联网共享备用算力，提高汽车算力的利用率。电控模块方面，公司正积极推动电控模块多合一的开发，该方案符合汽车轻量化、模块化的趋势，有助于节省空间，降低成本，目前已具备较为成熟的方案，与国内外若干家主机厂积极接洽中。

智能座舱是汽车电子板块业绩贡献的主力，新能源管理系统业务增长可期。2022 年，公司汽车电子板块总营收 151 亿元，其中，智能座舱系统、智能网联系统、新能源管理系统分别实现营业收入 127/ 1/ 23 亿元，智能座舱系统营收占比 84%，是汽车电子板块主要的业绩贡献业务。新获订单方面，2022 年汽车电子板块新增订单金额 282 亿元，其中，智能座舱/网联系统订单金额约 189 亿元，新能源管理系统新增订单金额约 93 亿元。未来，随着前期储备订单陆续量产，汽车电子业务将成为公司第二增长曲线。

图 18：2022 年公司汽车电子板块营收结构（亿元；占比）


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 19：2022 年公司汽车电子板块新增订单（亿元；占比）


数据来源：公司公告，西南证券整理

3.1 智能座舱系统：产品持续放量，新业务订单持续突破

公司深耕汽车座舱领域二十多年，产品涵盖从功能、硬件到软件服务，主要包括智能座舱人机交互、车机系统、座舱域控制器和座舱智能内饰等。公司的智能座舱解决方案连接了底层芯片驱动、硬件架构设计、中间件软件、应用功能开发、云端服务以及人车交互界面，支持全球主流操作系统（Linux、安卓、QNX、鸿蒙、阿里）及主流芯片（高通、三星、瑞萨、麒麟）的高算力平台，提供端到端、全栈式的智能座舱解决方案。公司长期合作客户包括大众、奥迪、宝马、福特、戴姆勒、通用等全球知名整车厂商。

人机交互：公司旗下普瑞公司的智能座舱多模态人机交互，包括文字、视觉、听觉、触觉和动作等交互方式的集成，还能与车机、智能内饰等汇集于座舱域控制器，并伴随算力提高和算法迭代使功能满足日渐提高的用户需求。目前，智能座舱人机交互产品系主要包括驾

驶中控模块、中央控制面板、空调控制器和多功能交互开关等高品质产品，并已进入深度集成阶段。

座舱域控制器：公司旗下均联智行的智能座舱方案在硬件上支持各种主流芯片，软件上支持 Hypervisor 虚拟化、各种中间件和开发工具，支持多种操作系统以及整车厂商的特殊需求功能软件定制化开发。作为座舱域控系统集成专家，公司未来可将车机和导航、驾驶辅助、移动通信和驾驶员监控等其他功能集成在智能座舱域控制器上，通过人机交互控制整个系统，并通过软件、生态应用及空中下载 OTA 升级使座舱变得更主动、智能和人性化。

图 20：公司智能座舱部分产品示意图



数据来源：公司官网，Preh，公司公告，西南证券整理

公司与华为深化合作，共建智能座舱新生态，相关产品预计下半年开始量产。2021 年，均联智行与华为汽车事业部完成合作协议签署，重点围绕智能座舱领域展开积极深入的合作，全力打造新一代智能座舱解决方案。2022 年 11 月，在华为开发者大会 2022 (Together) 期间，均胜电子控股子公司均联智行与华为签署全面合作备忘录，扩展了与华为的全面合作。双方在座舱及座舱生态方面全方位交流，共同打造基于智慧出行 HiCar 平台的整体产品解决方案，共同拓展市场、强化品牌建设，为用户提供多样化的座舱生态体验。据 2022 年年报披露，公司新增为华为合作客户的相关车型提供智能座舱产品，华为提供解决方案和软件操作系统平台，公司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，预计于 2023 年下半年开始量产。

智能座舱三大发展趋势：第一，人工智能大大提高座舱人机交互水平。2023 年，ChatGPT 的流行和火爆或将成为今年智能座舱比较重要引入的科技点，能够极大提高人机交互的智能水平，人与机器多模互动的自然性，让车更“懂”人，拓展汽车的智能化能力和边界。第二，舱驾一体化，座舱域与驾驶域相融合。汽车电子/电气架构集中化趋势下，汽车系统芯片不断走向融合，主流厂商的下一代芯片规划已经是舱驾融合思路。随着单一芯片处理能力越来越强，几个域的控制单元会逐步融合起来，形成更大的中央计算单元。在未来五、六年内，域融合会成为行业主要趋势。“舱驾融合”是均胜电子正着力研究的一个方向，2023 年下半年或 2024 年会有相应产品推向市场。第三，娱乐化加深，座舱走向“第三生活空间”。当前，新车型智能座舱，娱乐化功能成为重要的差异点。随着中控屏幕越做越大，AR-HUD、360

度环视等功能上车，人们的工作、生活、娱乐需求更深度延伸到汽车座舱，智能座舱将逐渐演变为人类移动出行的“第三生活空间”。

图 21：下一代智能座舱人机交互概念车示意图



数据来源：Preh，西南证券整理

3.2 智能网联系统：进入量产阶段，业务持续拓展

车联网的概念源于物联网，即车辆物联网，是以行驶中的车辆为信息感知对象，借助新一代信息通信技术，实现车与X（即车与车、人、路、服务平台）之间的网络连接，提升车辆整体的智能驾驶水平，为用户提供安全、舒适、智能、高效的驾驶感受与交通服务，同时提高交通运行效率，提升社会交通服务的智能化水平。

2023年7月，工业和信息化部、国家标准化委员会近日联合修订印发《国家车联网产业标准体系建设指南（智能网联汽车）（2023版）》。新版标准体系建设指南提出2025年、2030年两个阶段的标准体系建设目标。到2025年，系统形成能够支撑组合驾驶辅助和自动驾驶通用功能的智能网联汽车标准体系；到2030年，全面形成能够支撑实现单车智能和网联赋能协同发展的智能网联汽车标准体系。此次指南的发布将加快新能源汽车与信息通信、智能交通、智慧城市等融合发展，通过标准引导推动我国智能网联汽车产业高质量发展。

智能网联汽车具有自主导航、网络互联、智能语音识别、自适应巡航和智能停车等多种功能，将为驾驶员带来更加智能、便捷、安全和舒适的驾驶体验，是未来汽车发展的重要方向。各大汽车品牌均在积极推进智能网联技术的开发和应用。同时，智能网联技术也在不断地升级和改进，为消费者提供更加高效、智能、定制化的服务。

表 8：主流厂商部分车型的部分智能网联配置

车型	厂商指导价(万元)	车联网	4G/5G网络	OTA升级	Wi-Fi热点	卫星导航	遥控泊车	V2X通讯	手机远程App功能
海豹 (2023 款) 冠军版 550km 精英型	18.98	√	5G	√	√	√	√	X	√
深蓝 S7 2023 款 520Max 纯电版	18.99	√	4G	√	√	√	X	X	√
AION LX 2022 款 Plus 80 智尊版	28.66	√	4G	√	√	√	√	X	√
小鹏 P7 2023 款 P7i 610 鹏翼性能版	33.99	√	4G/5G	√	√	√	√	X	√
理想 L7 2023 款 Pro	33.98	√	4G/5G	√	X	√	X	X	√
蔚来 ES8 2023 款 75kWh	49.8	√	5G	√	√	√	√	√	√

数据来源：汽车之家，西南证券整理

公司 5G 车联产品持续迭代，已获近百亿订单。在智能网联方面，公司可基于 C-V2X/5G 和 DSRC 等全部 V2X 技术提供端到端的智能车联控制系统解决方案，通过车路协同使汽车实现超越单车智能的智能化水平。早在 2015 年，子公司均联智行便于德国启动车路协同产品的预研，积极推动基于 3GPP 标准的场景落地。2018 年，第一代产品推出，可支持专用短程通信(DSRC)和蜂窝车联(C-V2X)两种技术路径。2019 年和 2020 年，公司分别推出第二代、第三代智能网联系统产品，第三代产品率先实现满足 3GPP-R15 标准，其产品 2021 年实现全球首批量产，搭载于高合 HIPHIX，次年在另一造车新势力车企的多款国内及出海车型正式量产。为了更好地支持客户新车面向车对车(V2V)和车对基础设施(V2I)通信标准在内的多个场景提供 5G 和 V2X 服务，均联智行 2021 年成功推出第四代平台产品，是一款满足 3GPP-R16 标准的 5G+C-V2X 技术的产品，融合多场景 C-V2X 车路协同，亚米级高精定位，全球导航卫星系统(GNSS)，智能蓝牙钥匙，OTA 升级，大数据服务和安全服务等多种功能，并且能够符合欧洲相关法规行业标准。该产品 2022 年获得包括欧系头部车企在内的平台化项目订单约 80 亿元，预计新车将于 2024 年上市。2023 年 3 月，公司发布项目定点公告，均联智行近期新获某全球知名车企客户智能网联类项目的定点，为其新能源车型提供 5G+C V2X 产品，预计定点项目全生命周期订单总金额约 18 亿元，计划于 2025 年开始量产。2022 年至 2023 年 3 月，公司在手智能网联项目订单约 98 亿元。

图 22：公司智能网联平台功能及概念图

✦ 2018年第一代平台	✦ 2019年第二代平台	✦ 2020年第三代平台	➤ 2021年最四代平台
支持 DSRC 和 C-V2X 支持 TGW 方案完整功能 支持 C-V2X Day1的16个场景 符合 3GPP 标准 Rel.14	支持 DSRC 和 C-V2X 支持 TGW 方案完整功能 支持 C-V2X Day1的16个场景 符合 3GPP 标准 Rel.14 支持客户应用的适配层	支持 DSRC 和 C-V2X 支持 TGW 方案完整功能 支持 C-V2X Day1的16个场景 符合 3GPP 标准 Rel.15	融合多场景C-V2X车路协同 支持亚米级高精定位、GNSS 支持智能蓝牙钥匙 支持OTA升级 支持大数据、安全服务等多种功能 符合欧洲相关法规行业标准 符合最新的3GPP-R16标准



数据来源：均联智行官网，西南证券整理

5G-V2X 在未来自动驾驶和智慧交通中扮演着重要角色，增配 V2X 正酣，将迎大规模装车。2023 年，3 月 1 日，工业和信息化部表示将启动智能网联汽车准入和上路通行试点，加快 5G 车路协同的技术应用，促进电动化与智能网联化的协同发展。“单车智能+车路协同”已被视为未来自动驾驶和智慧交通发展的重要技术路径，5G-V2X 是其实现的重要基础。均联智行的第四代平台是全球首款基于 3GPP-R16 标准量产的产品之一，集成 C-V2X、GNSS、eCall 等多种功能需求，在低时延、高可靠方面表现更突出，将可能支持更高阶的城市道路协同及辅助自动驾驶功能。C-V2X 提供的通信和联网能力，将助力智能汽车在未来实现自动驾驶所需的协同感知、决策和执行控制功能。当前，各国新车安全评价规程、各系车企新车配置计划都已经将增配 C-V2X 车联技术提上议程。

中国正大力推进 5G 车联有关新型基础设施的建设，车路协同典型应用场景不断增多。据《上海市智能网联汽车发展报告（2022 年度）》披露，截至 2022 年 12 月底，上海市累计开放 926 条、1800 公里道路供智能网联汽车开展道路测试，并首次开放高速公路 2 条 41 公里，实现了国内首个高速公路场景的重大突破，打造了较为完备的智能网联汽车测试应用环境。2022 年 4 月，中汽中心在 2022 汽车测评国际峰会上发布了《中国新车评价规程 (C-NCAP) 路线图(2022-2028 年)》，明确 C-V2X 车联技术实现主动安全场景，比如引入基于 C-V2X 通信技术的安全预警场景，丰富自动紧急制动的测试场景。

智能网联大规模量产在即。均胜电子智能网联解决方案可以让所有道路交通参与者通过网联协作来实现高效、安全的移动出行。除了顺利推进中国市场的量产项目，均胜电子旗下均联智行正在为一家欧系汽车集团旗下全新品牌和即将全球上市的多款车型研发及生产新

一代车载通讯及网联控制器。为了让方案更好地应用于全球汽车市场，均联智行根据客户需求和欧洲标准对其进行适配、调整，助力该汽车集团创建基于 5G 智能网联的统一标准。按照计划，首辆搭载均联智行新一代网联控制器的车型将于 2024 年上市，并于随后几年大规模量产，逐步覆盖全球主要汽车市场。

2020 世界智能网联汽车大会上发布的《智能网联汽车技术路线图 2.0》，提出到 2025 年，部分自动驾驶（PA）、有条件自动驾驶（CA）级智能网联汽车销量占当年汽车总销量的比例将超过 50%，C-V2X 终端新车装配率达 50%。同时，该终端将列入中国与欧洲市场新车规程星级评价项目，且按多家车企新车发布计划来看，全球车载通讯及网联控制器的装配率无疑正在提高。

3.3 智能驾驶：构建智能驾驶全栈能力，融合 AI 技术优势

2015 年起，公司即对智能驾驶等行业前沿方向保持高度关注，围绕彼时几大类产品的延伸领域进行布局和储备。2021 年 7 月，公司正式成立智能汽车技术研究院，致力于将人工智能算法技术与汽车产业相融合，深度参与智能驾驶的时代趋势。公司定位智能驾驶领域的 Tier1，开展从 L0 至 L4 级自动驾驶各级别技术研发，提供由智能驾驶域控制器、智能传感器、中间件到应用层算法的全栈解决方案。现营业务中包括激光雷达、车路协同和智能驾驶域控制器等，以及导航引擎、定位引擎和自动泊车引擎等软件技术与服务。截至 2022 年 12 月 31 日，在此领域已获批及在批专利逾 50 项。

智能驾驶域控制器：围绕域控制器和中央集成式架构，均胜电子近年已与英伟达、高通、地平线、黑芝麻等各芯片厂商建立合作关系，并和国内外多家整车厂商共同推进基于不同芯片平台的智能驾驶域控制器、驾舱融合域控制器及中央计算单元等项目的研发，部分项目已顺利完成 A 样的开发和 POC（验证测试）。目前公司已经掌握高速驾驶引导（HWP）、自动驾驶导航辅助（NGP）、交通拥堵领航（TJP）、代客泊车（AVP）、记忆泊车（HPA）等多项智能驾驶功能，L0-L4 的产品已经具有较为成熟的解决方案。基于公司体系内各业务主体与国内外各整车厂客户的合作优势，有望推动相关产品项目订单的获取。

智能传感器：在激光雷达领域，公司与激光雷达厂商在设计、生产制造和算法等领域展开深入合作。2021 年初，均胜电子完成对激光雷达制造商图达通（Innovusion）战略投资，与其深度合作，负责其激光雷达产品的生产、测试、交付等多个环节。联手向国内造车新势力车企有关车型提供超远距离高精度激光雷达，助力实现从辅助驾驶到高级别智能驾驶跨越。此外，公司持续探索其他激光雷达、4D 毫米波雷达、摄像头等智能传感器领域的技术生态。未来，均胜电子将在激光雷达感知融合、V2X 数据融合、自动驾驶域控制器决策算法等方面加强合作，使产品符合测试要求并达到功能安全，推动智能驾驶技术产业化落地。

车路协同：智能驾驶离不开车、路、人、云的协同合作，公司致力打造一体化的智能车联出行解决方案。目前，公司旗下均联智行的产品能实现实时交通、天气、导航、实时定位等基础服务及其在线更新（OTA），同时通过 5G 车联技术，产品支持不同信息通道下的通信协作、与弱势交通参与者的协作、车道级定位及高级车联网解决方案。

均胜电子旗下均联智行发布首款智能驾驶域控制器产品 nDriveH，拥有高性能、全冗余、全路径 ASIL-D 的特性，具有强算力、全方位感知和双芯片结构设计的特质，并通过最高等级功能安全认证，同时在轻量化、功耗和可靠性等方面表现出色。同时，该产品还拥有专利液冷腔设计，能防止冷凝珠与水汽渗透，精准控制电子元件在合理的环境温度下工作。

图 23: 均联智行首款智能驾驶域控制器产品 nDriveH


数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 24: 均联智行首款智能驾驶域控制器产品 nDriveH


数据来源: 公司官网, 西南证券整理

2023年5月19日, 公司旗下均联智行与地平线签署战略合作协议, 形成全面、长期和稳定的战略合作伙伴关系, 共同助力推进高级别自动驾驶解决方案研发落地。均联智行通过软硬件协同, 为客户打造安全可靠的整车级智能解决方案, 在智能化、网联化布局方面不断加强前瞻技术创新与研发。地平线是行业领先的高效能智能驾驶计算方案提供商, 在车规级芯片、视觉感知、多模态人机交互技术等领域拥有先进技术与开发经验。此次合作地平线提供以“芯片+参考算法+开发工具”为基础的智能汽车解决方案, 包括车规级芯片、车载计算平台、视觉感知、人机交互等。均联智行基于自身领先的车规级自动驾驶技术积累, 与地平线共同推进高级辅助驾驶(ADAS)、自动驾驶、智能人机交互等领域的产品开发, 加速自动驾驶解决方案的量产, 引领智能汽车行业发展。

携手 Elektrobit 推动新一代汽车架构及自动驾驶产业发展, 加码软件创新业务。公司旗下均联智及专注为全球汽车行业提供专业、高效的软件开发工具及服务, 为出行科技提供效率赋能, 已推出五大产品及服务解决方案, 包括 AUTOSAR 基础软件产品及解决方案, ICT 信息通讯技术产品及解决方案, 人机交互 HMI-3D 交互服务及解决方案, 智能化用户运营服务及解决方案以及全球软件工程服务等。7月11日, 均联智及与全球汽车嵌入式互联软件产品和服务商 Elektrobit 签约合作。据均胜电子官网介绍, Elektrobit 拥有 35 年为汽车行业服务的经验, 为超过 6 亿辆汽车的逾 50 亿台设备提供支持。双方将在汽车软件和工程服务领域开展合作, 共同为汽车制造商和供应商提供一流的定制解决方案, 助力客户加速开发复杂的软件架构, 推动新一代汽车架构及自动驾驶产业发展。

3.4 新能源管理: 800V 平台架构或成趋势, 功率电子产品持续放量

均胜电子旗下新能源管理系统业务覆盖电池管理系统及功率电子两大产品线及产品组合, 包括直流电压转换器 (DC/DC)、车载充电机 (OBC)、充电升压模块 (Booster)、功率分配单元 (PDU) 和电池管理系统 (BMS) 等软硬一体产品及集成式解决方案。

公司深耕新能源管理系统, 产品线丰富。电池管理系统 (BMS) 产品是控制新能源汽车电池系统的关键组件, 在节能减排、提高性能、降低成本等方面较传统方案更具明显优势。在车载功率电子方面, 公司致力于高功率充电、无线充电和车载功率电子部件等。目前, 公司已具备 12V、48V、400V、800V 等全电压系统的研发与制造能力。公司现有量产产品包括充电升压模块、多功能 DC/DC 电压转换器和车载充电机 (OBC) 等, 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。目前新能源研究院已通过汽车功能安全 ASIL-D 认证以及 ASPICE 二级认证。此外,公司新能源研究院还与华润微旗下公司、同济大学开展三方合作,推进电池管理定制化芯片和功率芯片的开发。

图 25: 公司部分新能源管理系统产品及应用车型



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

高压升压器和直流电压转换器, 800 V 电动汽车解决方案。基于均胜电子子公司普瑞公司的充电升压模块, 800 V 平台车辆在 800 V 大功率充电站充电 20 分钟, 可为电池补能约 80%。目前, 400 V 充电站基础设施已大规模扩建, 然而 800 V 车辆的电池不易在 400 V 充电站充电。通过该模块将 400 V 充电桩输出的电压升至 800 V 后充电, 输出功率高达 150 Kw。车辆电池电量在短短 35 分钟的时间内从 5% 充至 80%。另外, 普瑞的多功能 DC/DC 电压转换模块是一种三合一集成方案, 能满足 800V 直流电压的低压转换功能, 其可将 800V 电压转换为 12V、48V 和 400V, 分别为车载通用型电器、动态悬架和电动空调等部件提供电源, 并可双向工作。

图 26: 公司 800V 多合一电压转换器工作示意图



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

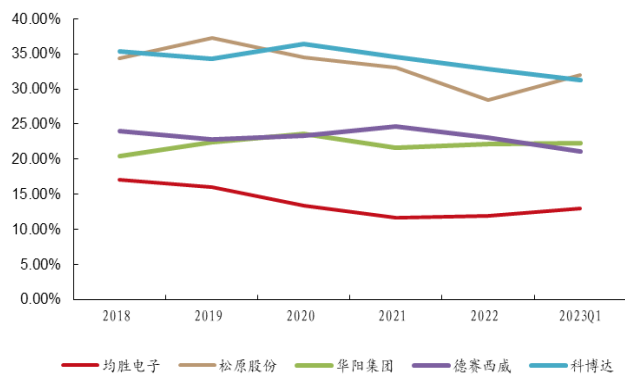
新能源车下一代平台或将是 800V 平台架构，渗透率有望逐步提升。伴随中国、欧盟进入 800V 高压快充初期，技术链将迎来新一轮升级潮。随着芯片算力提升、SiC 的应用和软件能力提升，中高端乘用车和公共领域车辆或将率先搭载 800V 平台架构，2022 年至 2023 年 4 月，公司新增 800V 高压平台项目定点总金额超 220 亿元，充分体现出市场对于 800V 高压平台配套搭载的功率电子类产品的需求扩大。

4 财务分析

4.1 公司经营改善，盈利水平有所回升

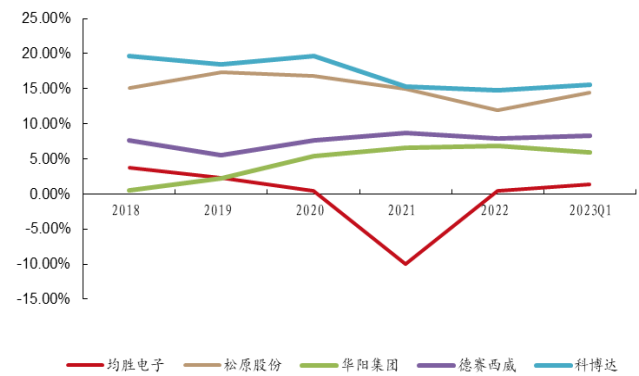
公司销售毛利率和净利率有所回升。纵向来看，2018-2021 年，受行业环境及公司自身整合影响，公司毛利率和净利率呈现下降趋势，毛利率在 11.6%-17.0% 之间，净利率在低于 3.8%。2022 年，公司通过实施业绩改善计划以及调整经营策略，毛利率和净利率有所回升，2023 年第一季度延续改善状态，毛利率和净利率分别为 13.0% 和 1.4%。横向来看，公司两大业务板块分别为汽车安全业务和汽车电子业务，选择松原股份作为汽车安全板块的可比公司，选择德赛西威、华阳集团、科博达作为汽车电子板块可比公司。不论是汽车安全汽车电子板块的可比公司，毛利率和净利率都明显高于均胜电子。可以看出，公司盈利能力除了受行业环境的影响外，均胜电子内部经营管理也是核心因素。公司在 2018 年并购高田后，不断进行内部资产的整合优化，自 2022 年，公司盈利水平开始持续回升。未来，随着整合优化的完成，以及公司内部成本管控的加强，盈利水平有较大的提升空间。

图 27：公司与可比公司毛利率



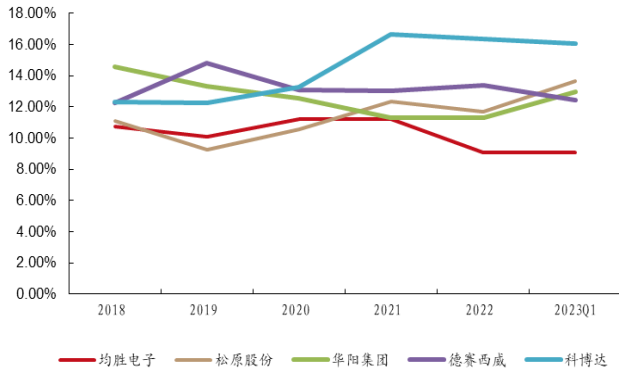
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 28：公司与可比公司净利率



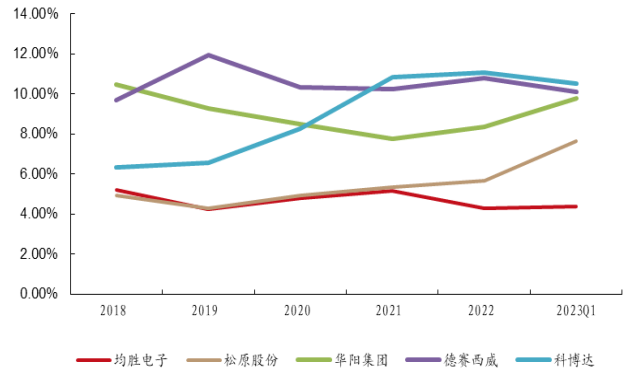
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 29：公司与可比公司管理费用率



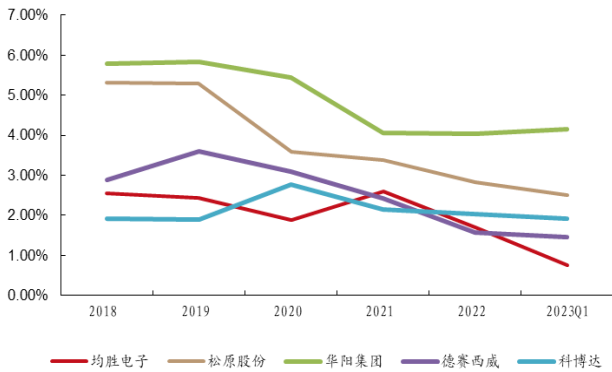
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 30：公司与可比公司研发费用率



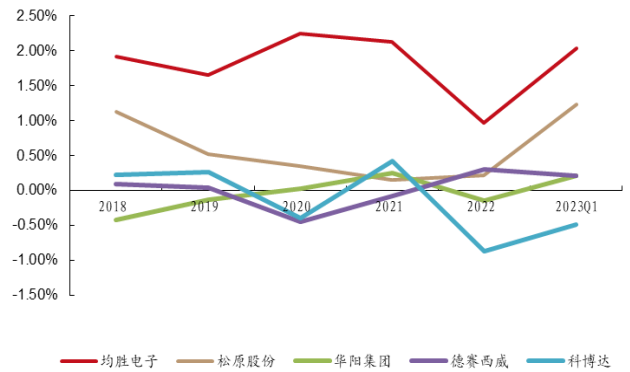
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 31：公司与可比公司销售费用率



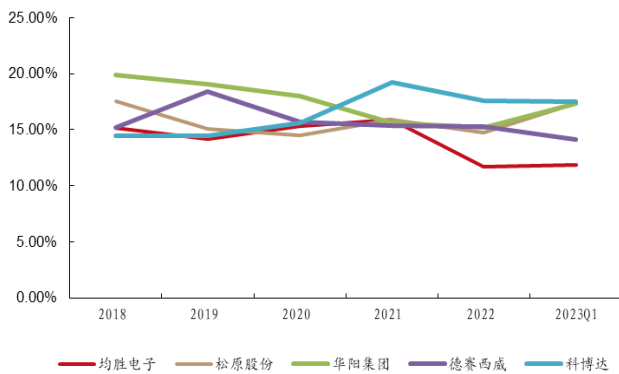
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 32：公司与可比公司财务费用率



数据来源：Wind, 西南证券整理

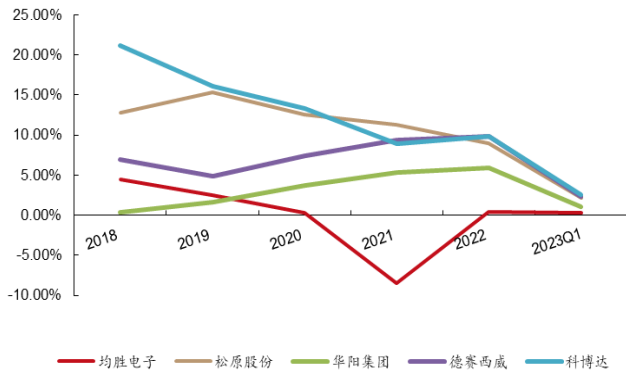
图 33：公司与可比公司期间费用率



数据来源：Wind, 西南证券整理

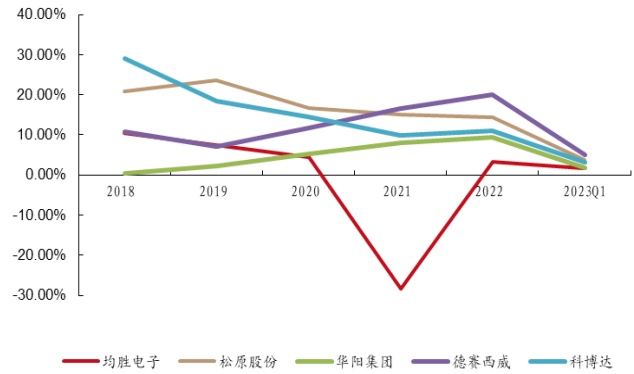
ROA/ROE 均处于行业较低水平。公司 ROA/ROE 与净利率走势基本一致，随着公司盈利能力的修复，公司 ROA、ROE 也持续回升。最新 2023 年第一季度，公司 ROA、ROE 分别为 0.35%、1.62%。

图 34：公司与可比公司 ROA



数据来源：Wind，西南证券整理

图 35：公司与可比公司 ROE (平均)



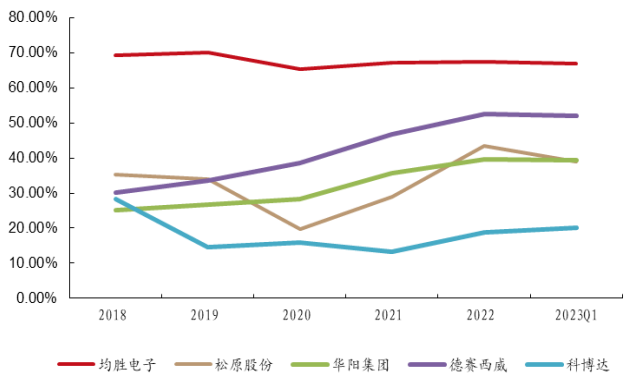
数据来源：Wind，西南证券整理

4.2 总资产和存货周转率较高，货币资金充裕

总资产周转率和存货周转率处于行业较高水平。公司总资产周转率处于行业较高水平，说明销售能力较强。最新 2023 年第一季度，公司总资产周转率为 0.25 次。公司存货周转率处于行业较高水平，说明公司存货周转速度较快，存货流动性强，变现能力较强。最新 2023 年第一季度，公司存货周转率为 1.34 次。

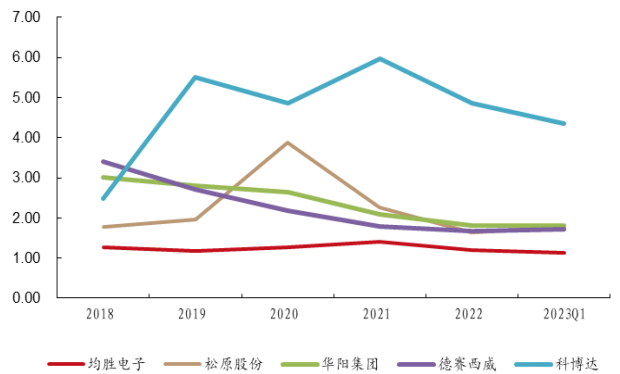
货币资金充裕，经营性现金流较好。公司货币资金和经营性现金流远高于行业水平，最新 2023 年第一季度，公司货币资金和经营性现金流分别为 47.85 亿元、6.35 亿元。

图 36：公司与可比公司资产负债率

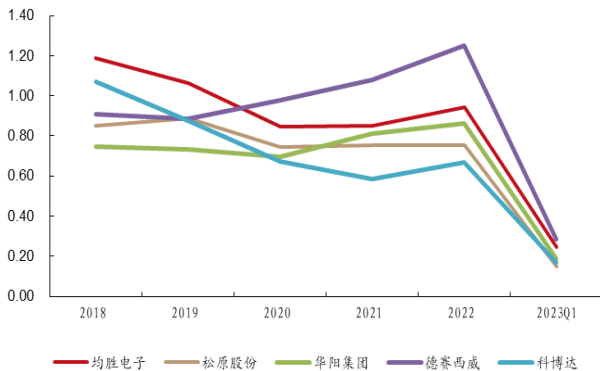


数据来源：Wind，西南证券整理

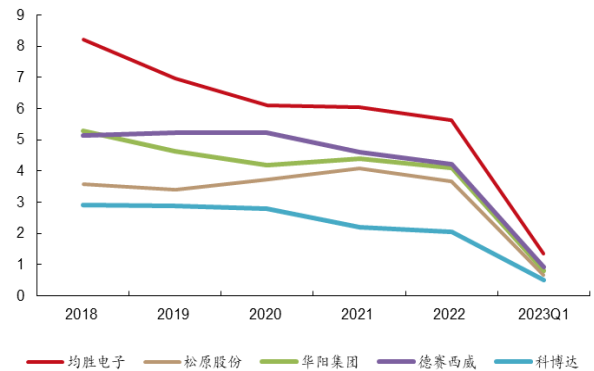
图 37：公司与可比公司流动比率走势



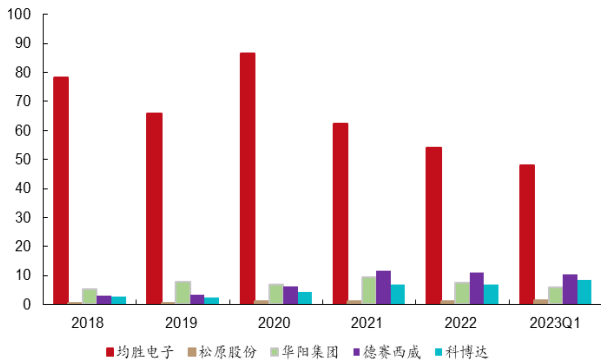
数据来源：Wind，西南证券整理

图 38: 公司与可比公司总资产周转率 (次)


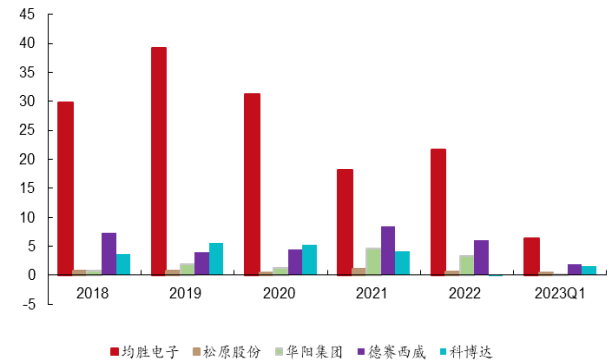
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 39: 公司与可比公司存货周转率 (次)


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 40: 公司与可比公司货币现金情况 (亿元)


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 41: 公司与可比公司经营性现金流净额情况 (亿元)


数据来源: Wind, 西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设:

1) 汽车安全业务: 2017-2022 年, 安全业务新增订单金额分别为 155/ 550/ 442/ 375/ 218/ 481 亿元; 预计 2023-2024 年, 安全业务新增订单金额分别同比增长 5%; 根据相关业务订单金额的大小, 按照不同的生命周期 (5-8 年), 测算年度收入。公司汽车安全板块整合优化接近尾声, 汽车安全业务逐渐修复, 毛利率逐年提升, 预计 2023-2025 年毛利率分别提升 1.9/ 1.0/ 1.0 pp。

2) 汽车电子业务: 2017-2022 年, 电子业务新增订单金额分别为 225/ 170/ 305/ 140/ 308/ 282 亿元; 预计 2023-2024 年, 电子业务新增订单金额分别同比增长 30%/ 20%; 根据相关业务订单金额的大小, 按照不同的生命周期 (5-10 年), 测算年度收入。随着电动智能化加速渗透, 汽车电子业务订单逐步放量量产, 使得成本摊薄, 且智能电动化产品迭代单车价值有望提升, 毛利率逐年提升, 预计 2023-2025 年毛利率分别提升 0.5/ 0.5/ 0.5 pp。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入如下表：

表 9：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2022A	2023E	2024E	2025E
汽车安全业务	收入	344.00	361.90	385.68	432.37
	增速	6.5%	5.2%	6.6%	12.1%
	毛利率	9.1%	11.0%	12.0%	13.0%
汽车电子业务	收入	150.96	184.00	224.29	247.89
	增速	18.7%	21.9%	21.9%	10.5%
	毛利率	18.5%	19.0%	19.5%	20.0%
其他业务	收入	2.97	6.03	5.96	5.36
	增速	-54.3%	103.1%	-1.1%	-10.1%
	毛利率	4.7%	5.0%	6.0%	7.0%
合计	收入	497.93	551.93	615.92	685.61
	增速	9.0%	10.8%	11.6%	11.3%
	毛利率	12.0%	13.6%	14.7%	15.5%

数据来源：公司公告，西南证券

随着公司安全业务整合接近尾声，毛利率逐渐回归正常水平，业绩持续修复。未来电动智能化加速渗透，公司汽车电子业务订单持续放量量产，业绩保持快速增长。预计公司 2023-2025 年营业总收入分别为 551.9/ 615.9/ 685.6 亿元，增速分别为 10.8%/ 11.6%/ 11.3%，归母净利润分别为 9.6/ 13.4/ 17.4 亿元，增速分别为 143.5%/ 39.4%/ 29.9%。

5.2 分部估值

公司两大业务板块分别为汽车安全业务和汽车电子业务，由于两大板块业绩相差较大，我们使用分部估值法对公司进行估值。其中，汽车安全板块采用净资产估值法，汽车电子板块采用相对估值法。

汽车安全板块：公司汽车安全板块主营子公司安徽均胜汽车安全系统控股有限公司，2020-2022 年处于亏损状态，均胜电子作为全球第二大汽车安全供应商，近几年受行业环境及公司自身整合影响，盈利能力较弱。2023 年上半年，公司安全业务经营有所改善，随着内部整合完成，公司安全业务毛利率有望逐渐回归正常水平，业绩有望逐步修复。我们采用净资产估值法，以安徽均胜汽车安全系统控股有限公司的净资产对公司安全板块进行保守估值，其 2022 年净资产为 101.1 亿元，均胜电子持股比例为 70%，给予公司汽车安全板块 2023 年目标市值 70.8 亿元。

汽车电子板块：汽车电子板块是公司主要的盈利来源，我们采用 PE 估值法，选取德赛西威、华阳集团、科博达作为可比公司，2023-2025 年行业平均 PE 分别为 43/ 32/ 25 倍。在汽车电子业务方面，公司智能座舱、新能源管理与智能网联业务在手订单充足，后续逐步放量量产，且有智能驾驶相关技术储备，业绩成长性预期较强，当前估值水平低于行业平均。预计 2023 年汽车电子板块净利润约 9.6 亿元，给予汽车电子板块 2023 年 35 倍 PE，目标市值 336.0 亿元。

表 10：可比公司估值（PE 估值法，截止 2023.08.15）

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
002920.SZ	德赛西威	828.36	149.20	2.13	2.90	3.95	5.12	70.05	51.52	37.77	29.14
002906.SZ	华阳集团	147.77	30.96	0.80	1.09	1.49	1.96	38.70	28.45	20.72	15.82
603786.SH	科博达	307.04	76.00	1.11	1.58	2.06	2.58	68.47	48.02	36.91	29.41
平均值								59.07	42.66	31.80	24.79
600699.SH	均胜电子	256.95	18.24	0.28	0.68	0.95	1.23	65.18	26.77	19.21	14.78

数据来源：Wind 一致性预期，西南证券整理

综合考虑公司安全业务整合接近尾声，安全板块业绩持续修复，受益于汽车电动智能化渗透加速，公司汽车电子业务订单持续放量兑现，业绩保持快速增长，当前估值低于行业平均水平。2023 年，汽车安全板块对应目标市值 70.8 亿元，汽车电子板块对应目标市值 336.0 亿元，合计市值 406.8 亿元，对应目标价 28.88 元，维持“买入”评级。

6 风险提示

(1) 新兴领域和行业发展慢于预期风险：智能座舱/网联、智能驾驶等是整个行业的发展趋势，但仍存在行业整体商业化进度慢于预期的风险。

(2) 原材料成本上涨风险：如果未来部分原材料上涨，而公司无法对产品价格进行调整或对产品售价的调整不及时，将对公司当期的生产成本和利润产生不利影响。

(3) 汇率波动风险：汇率波动可能对公司未来经营状况以及账面合并报表时汇率折算带来一定的影响。

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	497.93	551.93	615.92	685.61	净利润	2.33	9.60	13.38	17.38
营业成本	438.39	476.72	525.55	579.45	折旧与摊销	27.15	26.53	29.31	31.49
营业税金及附加	1.41	1.39	1.64	1.85	财务费用	4.78	8.71	9.03	9.03
销售费用	8.45	8.28	9.24	9.60	资产减值损失	-0.49	-0.41	-1.04	-0.81
管理费用	23.82	41.39	48.04	54.85	经营营运资本变动	-4.71	-14.89	-12.12	-7.49
财务费用	4.78	8.71	9.03	9.03	其他	-7.36	-1.23	-0.95	-1.24
资产减值损失	-0.49	-0.41	-1.04	-0.81	经营活动现金流净额	21.70	28.30	37.61	48.37
投资收益	1.24	1.30	1.36	1.42	资本支出	-15.40	-25.17	-27.69	-30.46
公允价值变动损益	1.02	0.71	0.80	0.81	其他	-11.35	0.41	1.88	2.35
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-26.75	-24.76	-25.80	-28.11
营业利润	2.92	17.86	25.63	33.87	短期借款	-3.89	-6.03	13.81	-0.55
其他非经营损益	1.88	1.88	1.88	1.88	长期借款	-10.31	-10.82	-11.36	-11.93
利润总额	4.80	19.74	27.51	35.75	股权融资	-1.70	3.69	0.00	0.00
所得税	2.47	10.14	14.14	18.37	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	2.33	9.60	13.38	17.38	其他	13.58	-16.83	-11.06	-4.29
少数股东损益	-1.61	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-2.31	-29.99	-8.61	-16.77
归属母公司股东净利润	3.94	9.60	13.38	17.38	现金流量净额	-7.04	-26.45	3.20	3.48
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	54.05	27.60	30.80	34.28	成长能力				
应收和预付款项	89.97	101.71	113.94	126.12	销售收入增长率	9.03%	10.84%	11.59%	11.31%
存货	85.12	92.92	102.85	113.82	营业利润增长率	107.52%	512.58%	43.51%	32.14%
其他流动资产	20.62	21.69	23.26	24.83	净利润增长率	105.14%	311.46%	39.36%	29.94%
长期股权投资	20.87	20.87	20.87	20.87	EBITDA 增长率	2249.89%	52.38%	20.49%	16.28%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	132.95	139.57	145.92	152.86	毛利率	11.96%	13.63%	14.67%	15.48%
无形资产和开发支出	97.50	89.58	81.67	73.75	三费率	7.44%	10.58%	10.77%	10.72%
其他非流动资产	40.04	39.98	39.92	39.86	净利率	0.47%	1.74%	2.17%	2.53%
资产总计	541.12	533.93	559.23	586.40	ROE	1.32%	4.99%	6.50%	7.79%
短期借款	30.08	24.05	37.86	37.31	ROA	0.43%	1.80%	2.39%	2.96%
应付和预收款项	108.88	113.37	125.84	139.62	ROIC	1.40%	4.52%	5.61%	6.68%
长期借款	124.68	113.85	102.49	90.56	EBITDA/销售收入	7.00%	9.62%	10.39%	10.85%
其他负债	100.45	90.26	87.27	95.77	营运能力				
负债合计	364.08	341.54	353.46	363.26	总资产周转率	0.94	1.03	1.13	1.20
股本	13.68	14.09	14.09	14.09	固定资产周转率	4.51	4.40	4.31	4.59
资本公积	102.64	105.93	105.93	105.93	应收账款周转率	6.75	6.82	6.87	6.84
留存收益	10.52	20.12	33.49	50.87	存货周转率	5.37	5.12	5.15	5.15
归属母公司股东权益	122.53	137.88	151.25	168.63	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.72%	—	—	—
少数股东权益	54.51	54.51	54.51	54.51	资本结构				
股东权益合计	177.04	192.39	205.76	223.14	资产负债率	67.28%	63.97%	63.21%	61.95%
负债和股东权益合计	541.12	533.93	559.23	586.40	带息债务/总负债	42.50%	40.38%	39.71%	35.20%
					流动比率	1.20	1.24	1.23	1.24
					速动比率	0.79	0.77	0.76	0.77
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.28	0.68	0.95	1.23
					每股净资产	8.70	9.79	10.74	11.97
					每股经营现金	1.54	2.01	2.67	3.43
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
EBITDA	34.85	53.10	63.98	74.39					
PE	65.18	26.77	19.21	14.78					
PB	2.10	1.86	1.70	1.52					
PS	0.52	0.47	0.42	0.37					
EV/EBITDA	9.97	6.62	5.45	4.54					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	徐铭婉	销售经理	15204539291	15204539291	xumw@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
