

盈利能力大幅提升, 新订单成果丰硕

投资要点

- **事件:** 公司发布2023年中报, 23H1实现营业收入270.14亿元, 同比+17.86%; 实现归母净利润4.76亿元, 同比大幅扭亏为盈, 实现扣非归母净利润3.96亿元, 同比+384.53%。其中, 2023Q2实现营收137.92亿元, 同环比分别+23.26%/+4.31%; 实现归母净利润2.75亿元, 同环比分别+424.64%/+37.50%; 实现扣非归母净利润2.63亿元, 同环比分别+105.94%/+97.74%。
- **多措并举改善盈利能力成效显著, 推进全球产能优化。** 2023年上半年, 公司实现营收270.14亿元, 其中汽车电子业务收入81.52亿元, 同比+23.72%; 汽车安全业务收入187.61亿元, 同比+15.65%。随着收入规模的增长以及一系列业绩提升措施逐步取得成效, 公司整体盈利能力大幅改善, 上半年主营业务毛利率约13.44%, 同比提升2.47pp。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年分别亏损13.9、46.4、4.7亿元, 2023H1实现收入182.16亿元, 净利润926万元, 扭亏为盈。其中, 安徽均胜汽车安全系统控股有限公司境外控股子公司2023H1实现收入144.59亿元, 亏损2.71亿元。为改善海外工厂业绩, 公司推进产能向低成本国家/地区和中国转移, 协调提升欧洲、美洲的产能利用率, 通过全球布局、平台化设计及精益生产等方式, 提升产品利润率。公司汽车安全合肥新产业基地面向中国及亚洲市场需求, 一期项目预计2023年三季度完工投产, 该智能制造基地全部建成后预计具备方向盘400万件/年, 安全气囊1000万件/年的产能。
- **新订单成果丰硕, 订单结构大有可观。** 上半年, 公司全球累计新获订单全生命周期金额约422亿元。**分业务来看:** 汽车电子业务新订单全生命周期金额约216亿元, 其中新能源汽车800V高压快充功率电子类产品取得全球性的大订单落地; 汽车安全业务获取新订单全生命周期金额约206亿元。**分车型来看:** 新能源汽车相关的新订单金额超300亿元, 占比超70%。**分区域市场来看:** 中国市场, 特别是自主品牌/新势力的合作关系不断加强, 国内新获订单金额约167亿元, 占比已提升至近40%, 且头部自主品牌及造车新势力客户订单金额占比持续提升, 汽车安全业务已完成对新能源销量榜TOP10客户的全覆盖。
- **紧跟电动智能化趋势, 加速推进智能化技术研发及产品应用落地。** **在汽车电子业务方面:** 公司部分智能驾驶项目已完成A样的开发和POC; 发布首款基于高通Snapdragon Ride第二代芯片的智能驾驶域控制器产品nDriveH; 与地平线签署战略合作协议, 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; 成立专门的软件服务公司, 加强软件创新业务; 与华润微、同济大学共同推进电池管理定制化芯片和功率芯片的国产化替代取得实质性进展。**在汽车安全业务方面:** 公司推进面向未来智能驾驶的主被动安全产品技术储备和研发, 研发为健康和主动安全保驾护航的生命体征检测方向盘、适用于自动驾驶L3级别以上的折叠隐藏式方向盘、适用于800V高压快充平台的新一代高压电池断开装置(PBD)、面向自动驾驶集成在零重力座椅上的安全带气囊辅助约束系统等, 随着汽车安全新技术应用场景的不断落地, 汽车安全产品单车价值有望进一步提升。

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: zlsns@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)	259.20
总资产(亿元)	560.10
每股净资产(元)	9.49

相关研究

1. 均胜电子(600699): 汽车安全与电子业务引领者, 业绩修复可期 (2023-08-16)
2. 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)

● **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，三年归母净利润年复合增速 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	66	27	19	15
PB	2.12	1.88	1.71	1.54

数据来源: Wind, 西南证券

盈利预测与估值

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 1：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%。

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44/ 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 2：可比公司估值（PE 估值法，截止 2023.08.22）

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	807.59	145.46	2.13	2.77	3.86	5.07	68.29	52.44	37.64	28.71
002906.SZ	华阳集团	153.98	29.40	0.80	0.96	1.32	1.72	36.75	30.68	22.34	17.05
603786.SH	科博达	313.06	77.49	1.11	1.61	2.12	2.67	69.81	48.23	36.57	29.04
平均值								58.28	43.78	32.18	24.94
600699.SH	均胜电子	259.20	18.40	0.28	0.68	0.95	1.23	65.76	27.01	19.38	14.91

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。

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									
	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	34.85	53.10	63.98	74.39					
PE	65.76	27.01	19.38	14.91					
PB	2.12	1.88	1.71	1.54					
PS	0.52	0.47	0.42	0.38					
EV/EBITDA	10.03	6.66	5.48	4.57					
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
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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

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	cyryf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyyf@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
	阙钰	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
	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	lmtf@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
