

## 盈利拐点逐步显现 电动智能谱写篇章

### 均胜电子(600699)

#### 事件概述

公司发布 2020 年度业绩预告：预计报告期内归母净利润 4.8-5.5 亿元，同比下降 48.9-41.5%，扣非归母净利润 3.3-4.0 亿元，同比下降 67.2-60.2%。其中 Q4 归母净利润预计 7.6-8.3 亿元，同比增长 220.2-249.6%。

#### 分析判断：

##### ► 海外疫情二次爆发 Q4 业绩再度承压

公司 2020 年归母净利润预计 4.8-5.5 亿元，同比下降 48.9-41.5%，扣非归母净利润预计 3.3-4.0 亿元，同比下降 67.2-60.2%，我们判断利润下滑主要源于新冠疫情对公司正常生产经营所造成的冲击，尤其是 2020 年上半年，亚洲、欧洲、北美等各地工厂停工停产导致销售收入无法实现（公司海外营收占比较高，2018-2019 年近 75.0%），而相关人工、折旧和摊销等带来的固定费用则约 11 亿元（税前）。拆分季度来看，2020Q4 归母净利润预计 7.6-8.3 亿元，同比增长 220.2-249.6%，主要源于 2020 年底，公司为进一步聚焦主业，完成均胜群英 51% 股权交割，确认部分非经常性收益约 18.7 亿元（税前），2020Q4 扣非归母净利润预计 0.6-1.3 亿元，同比降低 67.0-30.4%，我们判断主要受海外疫情二次爆发影响。

##### ► 业务整合接近尾声 盈利拐点初步显现

公司从资产配置、产能效率、成本结构、人员队伍等角度稳步推进汽车安全业务的全球资源整合，通过“工艺自动化、平台柔性化、驱动信息化和业务智能化”来提升公司经营效率。2020 年公司基本完成全球范围内的资源优化与整合工作，2021 年起整合费用有望显著降低（2018 至 2020 年分别为 7.9 和 6.0 和 6.7 亿元）。此外，受制于 2018 年交割完成的高田资产产品生命周期问题，近年来公司安全业务毛利率相比竞争对手处于较低水平，未来伴随全球整合效果逐步显现、高田低毛利订单接近尾声以及新产品不断量产，安全业务盈利水平有望持续提升。

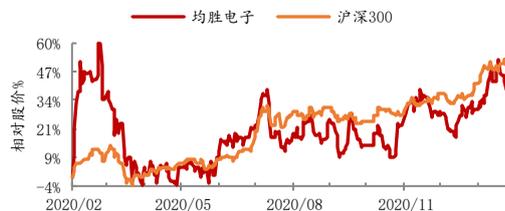
##### ► 安全龙头多元发展 打开长期市场空间

公司作为全球第二大汽车安全企业，国内龙头位置稳固，近年来持续发力智能车联以及新能源汽车业务：

1) 智能车联领域，CNS3.0 产品配套南北大众，下一代量产车型均将搭载；子公司均联智行获得蔚来汽车 5G-V2X 平台

#### 评级及分析师信息

|              |            |
|--------------|------------|
| 评级：          | 增持         |
| 上次评级：        | 增持         |
| 目标价格：        | 29.44      |
| 最新收盘价：       | 26.66      |
| 股票代码：        | 600699     |
| 52 周最高价/最低价： | 32.8/18.12 |
| 总市值(亿)       | 364.73     |
| 自由流通市值(亿)    | 329.85     |
| 自由流通股数(百万)   | 1,237.26   |



分析师：崔琰

邮箱：cuiyan@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120519080006

联系人：王旭冉

邮箱：wangxr3@hx168.com.cn

#### 相关研究

- 均胜电子(600699.SH) 2020 年三季报点评：Q3 业绩环比大增 逐季改善长期向上  
2020.10.28
- 均胜电子(600699.SH) 2020 半年报点评：上半年业绩承压 静待全球产业复苏  
2020.08.31
- 均胜电子(600699) 2020 一季报：疫情影响海外业务 静待全球产业复苏  
2020.04.28

项目定点，供货 5G-TBOX 和 5G-VBOX 产品；投资激光雷达供应商图达通（Innovusion），未来还将在激光雷达感知融合、V2X 数据融合以及自动驾驶决策算法等方面深度合作；

2) 电池管理系统（BMS）领域，获得大众中国区 MEB 平台的新增车型订单，将为近 130 万辆 MEB 平台纯电动车型提供电池管理和监测单元产品，同时继续为保时捷提供无线充电和高压快速充电类产品；

3) 充电墙盒、车载充电枪、智能充电桩和高压充电线等新能源汽车零部件领域，获得一汽大众、上汽大众、上汽通用、上汽乘用车等主机厂的多个开发与量产订单，全生命周期订单额超过 40 亿元。

公司现已在国内形成较为完备的业务研发团队，研发能力上基本同欧洲、北美持平，可直接在本土承接客户和订单，2021 年起将逐步在中国市场发力（2020 年全球新增 600 多亿元订单中，三分之一来自中国），随着产品布局和市场拓展的加速，公司的竞争优势将得到持续巩固。

### 投资建议

2020 年疫情冲击导致公司业绩承压，未来伴随安全业务整合费用降低、高毛利订单放量以及新能源、智能车联业务外部客户获取，有望加速进入利润上行通道。2020 年底，公司完成子公司均胜群英 51% 股权交割，贡献部分非经常性损益。综合考虑，我们调整盈利预测，预计 2020-2022 年营收从 493.88/614.14/685.15 亿元调整为 506.19/592.48/647.46 亿元，归母净利从 1.19/11.94/15.51 调整为 5.22/12.53/16.47 亿元，对应的 EPS 为 0.38/0.92/1.20 元，当前股价对应 PE 为 70/29/22 倍。鉴于公司汽车电子业务赛道布局较好且弹性较高，给予公司 2021 年 32 倍 PE 估值，目标价由 24.96 元调整为 29.44 元，维持“增持”评级。

### 风险提示

全球车市波动影响公司主营业务；业务整合进程不达预期；汽车电子方面新技术研发进程不达预期；汽车电子客户配套及量产规模不达预期；疫情影响全球汽车供应链体系。

### 盈利预测与估值

| 财务摘要       | 2018A  | 2019A  | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)  | 56,181 | 61,699 | 50,619 | 59,248 | 64,746 |
| YoY (%)    | 111.2% | 9.8%   | -18.0% | 17.0%  | 9.3%   |
| 归母净利润(百万元) | 1,318  | 940    | 522    | 1,253  | 1,647  |
| YoY (%)    | 232.9% | -28.7% | -44.5% | 140.1% | 31.4%  |
| 毛利率 (%)    | 17.0%  | 16.0%  | 16.3%  | 18.3%  | 18.8%  |
| 每股收益 (元)   | 0.96   | 0.69   | 0.38   | 0.92   | 1.20   |
| ROE        | 10.6%  | 7.5%   | 3.8%   | 7.9%   | 9.0%   |
| 市盈率        | 27.67  | 38.80  | 69.85  | 29.10  | 22.15  |

资料来源：Wind，华西证券研究所

## 财务报表和主要财务比率

| 利润表 (百万元)          | 2019A        | 2020E        | 2021E        | 2022E        | 现金流量表 (百万元)     | 2019A        | 2020E        | 2021E        | 2022E        |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业总收入              | 61,699       | 50,619       | 59,248       | 64,746       | 净利润             | 1,452        | 807          | 1,936        | 2,544        |
| YoY(%)             | 9.8%         | -18.0%       | 17.0%        | 9.3%         | 折旧和摊销           | 3,111        | 7,660        | 4,512        | 2,427        |
| 营业成本               | 51,827       | 42,368       | 48,399       | 52,587       | 营运资金变动          | -759         | 669          | -786         | -533         |
| 营业税金及附加            | 152          | 152          | 178          | 194          | 经营活动现金流         | 3,919        | 9,555        | 6,312        | 4,936        |
| 销售费用               | 1,498        | 1,417        | 1,659        | 1,813        | 资本开支            | -3,964       | -8,697       | -6,641       | -4,561       |
| 管理费用               | 3,626        | 3,088        | 3,614        | 3,950        | 投资              | 308          | -798         | -798         | -798         |
| 财务费用               | 1,016        | 628          | 644          | 666          | 投资活动现金流         | -3,696       | -8,841       | -6,932       | -4,642       |
| 资产减值损失             | -200         | -230         | -269         | -256         | 股权募资            | 15           | 0            | 0            | 0            |
| 投资收益               | 726          | 653          | 507          | 717          | 债务募资            | 10,058       | -392         | 1,739        | 906          |
| 营业利润               | 1,539        | 962          | 2,150        | 2,890        | 筹资活动现金流         | -1,803       | -1,170       | 927          | 28           |
| 营业外收支              | -28          | -30          | -30          | -30          | 现金净流量           | -1,500       | -457         | 306          | 321          |
| 利润总额               | 1,511        | 932          | 2,120        | 2,860        | <b>主要财务指标</b>   | <b>2019A</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> |
| 所得税                | 59           | 125          | 184          | 316          | <b>成长能力 (%)</b> |              |              |              |              |
| 净利润                | 1,452        | 807          | 1,936        | 2,544        | 营业收入增长率         | 9.8%         | -18.0%       | 17.0%        | 9.3%         |
| 归属于母公司净利润          | 940          | 522          | 1,253        | 1,647        | 净利润增长率          | -28.7%       | -44.5%       | 140.1%       | 31.4%        |
| YoY(%)             | -28.7%       | -44.5%       | 140.1%       | 31.4%        | <b>盈利能力 (%)</b> |              |              |              |              |
| 每股收益               | 0.69         | 0.38         | 0.92         | 1.20         | 毛利率             | 16.0%        | 16.3%        | 18.3%        | 18.8%        |
| <b>资产负债表 (百万元)</b> | <b>2019A</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> | 净利率             | 2.4%         | 1.6%         | 3.3%         | 3.9%         |
| 货币资金               | 6,580        | 6,123        | 6,429        | 6,751        | 总资产收益率 ROA      | 1.7%         | 0.9%         | 2.0%         | 2.4%         |
| 预付款项               | 375          | 421          | 480          | 499          | 净资产收益率 ROE      | 7.5%         | 3.8%         | 7.9%         | 9.0%         |
| 存货                 | 7,287        | 5,957        | 6,805        | 7,394        | <b>偿债能力 (%)</b> |              |              |              |              |
| 其他流动资产             | 11,546       | 10,208       | 11,492       | 12,558       | 流动比率            | 1.17         | 1.16         | 1.11         | 1.10         |
| 流动资产合计             | 25,788       | 22,709       | 25,206       | 27,201       | 速动比率            | 0.82         | 0.83         | 0.79         | 0.78         |
| 长期股权投资             | 873          | 1,671        | 2,468        | 3,266        | 现金比率            | 0.30         | 0.31         | 0.28         | 0.27         |
| 固定资产               | 12,956       | 13,403       | 14,909       | 16,523       | 资产负债率           | 69.9%        | 66.8%        | 65.6%        | 63.3%        |
| 无形资产               | 3,952        | 4,614        | 5,346        | 6,081        | <b>经营效率 (%)</b> |              |              |              |              |
| 非流动资产合计            | 31,137       | 33,355       | 36,712       | 40,177       | 总资产周转率          | 1.08         | 0.90         | 0.96         | 0.96         |
| 资产合计               | 56,925       | 56,064       | 61,919       | 67,378       | <b>每股指标 (元)</b> |              |              |              |              |
| 短期借款               | 6,486        | 6,094        | 7,833        | 8,739        | 每股收益            | 0.69         | 0.38         | 0.92         | 1.20         |
| 应付账款及票据            | 9,847        | 8,333        | 9,411        | 10,264       | 每股净资产           | 9.19         | 10.07        | 11.55        | 13.39        |
| 其他流动负债             | 5,660        | 5,221        | 5,548        | 5,835        | 每股经营现金流         | 2.86         | 6.98         | 4.61         | 3.61         |
| 流动负债合计             | 21,993       | 19,648       | 22,792       | 24,838       | 每股股利            | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 长期借款               | 11,692       | 11,692       | 11,692       | 11,692       | <b>估值分析</b>     |              |              |              |              |
| 其他长期负债             | 6,133        | 6,133        | 6,133        | 6,133        | PE              | 38.80        | 69.85        | 29.10        | 22.15        |
| 非流动负债合计            | 17,825       | 17,825       | 17,825       | 17,825       | PB              | 1.95         | 2.52         | 2.20         | 1.89         |
| 负债合计               | 39,818       | 37,473       | 40,617       | 42,663       |                 |              |              |              |              |
| 股本                 | 1,237        | 1,237        | 1,237        | 1,237        |                 |              |              |              |              |
| 少数股东权益             | 4,529        | 4,813        | 5,496        | 6,393        |                 |              |              |              |              |
| 股东权益合计             | 17,107       | 18,591       | 21,302       | 24,715       |                 |              |              |              |              |
| 负债和股东权益合计          | 56,925       | 56,064       | 61,919       | 67,378       |                 |              |              |              |              |

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

| 公司评级标准                           | 投资评级 | 说明                             |
|----------------------------------|------|--------------------------------|
| 以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入   | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%   |
|                                  | 增持   | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间  |
|                                  | 中性   | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间     |
|                                  | 减持   | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间   |
|                                  | 卖出   | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%   |
| 行业评级标准                           |      |                                |
| 以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。       | 推荐   | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10% |
|                                  | 中性   | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
|                                  | 回避   | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10% |

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。