

均胜电子 (600699)

证券研究报告

2021年08月23日

汽车安全+智能座舱双龙头，中长期盈利拐点向上

并购整合快速扩张，打造全球汽车安全及智能座舱双龙头。2011年至今，均胜先后收购了汽车电子公司德国普瑞、德国机器人公司 IMA、德国 QUIN、汽车安全系统全球供应商美国 KSS、智能车联领域的德国 TS，以及日本汽车安全系统制造商高田（PSAN 业务除外）等国际公司。2020 年公司剥离汽车内外饰传统业务，核心聚焦汽车安全、汽车电子、智能车联三大领先业务。2011 年至 2020 年公司营收从 14.6 亿元扩大至 478.9 亿元，归母净利润从 1.5 亿元增长至 6.2 亿元，年均复合增速分别达到 47.4% 和 16.8%。伴随此前资本开支较大的并购整合趋近完成，以及在智能座舱领域前瞻布局落地开花，公司未来三年盈利有望加速向上，成长天花板打开。

均胜安全整合已近完成，利润拐点将至。2017 年，均胜收购高田优质资产，并将其与 KSS 的汽车安全业务整合，成立均胜安全，跃升为全球第二大汽车安全供应商。经过三年整合，均胜安全有望迎来盈利全面向上的拐点：**1) 收入端--高毛利的新订单逐步释放**，2020 年均胜安全新获订单 375 亿元；截至 2021 年 7 月，在手订单合计达 2300 亿元；新订单迭代有望带来毛利率持续改善。**2) 费用端--整合费用进一步降低**，2018-2020 年高田整合费用分别达到 7.9、6.0、2.7 亿元，21 年起伴随整合接近完成，后续相关费用将进一步降低。**3) 生产端--产能效率持续提升**，通过关停整合高田冗余产能，升级原有产线，优化供应链，提升经营效率。对标全球汽车安全市场份额第一的奥托立夫，我们认为均胜安全收入规模有望进一步扩大，毛利率有望从 20 年的 11.2% 提升至 17% 以上。

携手优质客户及合作伙伴，强化智能座舱软硬件一体化配套能力。均胜完成普瑞并购后，整合大量包括 HMI、车联网及 BMS 在内的优质业务，切入包括宝马、奔驰等全球客户座舱系统配套体系。2021 年 7 月，公司围绕智能座舱与华为开展合作。据盖世汽车报道，此次合作中，由华为提供座舱核心模组、鸿蒙操作系统以及应用生态，均胜主要负责智能座舱中与操作系统适配的算法、软件（如中控仪表在内的底层软件、中间层和应用层等）架构设计、硬件架构设计与系统集成开发。我们认为，借助华为鸿蒙的优质生态系统，以及均胜自身超强的智能座舱软硬件一体化配套能力，公司有望进一步向华为 HI 产业链其他自主品牌车企渗透，持续扩大智能座舱产品份额。

投资建议：智能化大趋势下，公司以超强并购整合能力为基，借助 KSS+高田进军汽车安全，依托普瑞+PCC 布局汽车电子及智能车联，着力整合技术提供智能座舱及智能驾驶综合解决方案，有望夺取智能时代竞争高地。考虑到海外疫情及芯片短缺等短期影响，我们预计公司 21-22 年归母净利润为 9.8、16.3 亿元（前值为 13.3、20.3 亿元），对应 PE 分别为 34 倍、20 倍。参考可比公司估值水平，给予公司 22 年 34 倍目标 PE，对应目标价 40.5 元，维持“买入”评级。

风险提示：全球疫情加剧，芯片供给短缺加剧，并购整合不及预期等。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	61,698.90	47,889.84	52,313.76	62,368.39	73,428.66
增长率(%)	9.82	(22.38)	9.24	19.22	17.73
EBITDA(百万元)	8,640.95	7,130.99	4,551.92	5,845.14	7,277.33
净利润(百万元)	940.06	616.17	983.54	1,630.41	2,436.02
增长率(%)	(28.67)	(34.45)	59.62	65.77	49.41
EPS(元/股)	0.69	0.45	0.72	1.19	1.78
市盈率(P/E)	35.10	53.55	33.55	20.24	13.55
市净率(P/B)	2.62	2.18	1.97	1.83	1.65
市销率(P/S)	0.53	0.69	0.63	0.53	0.45
EV/EBITDA	4.36	6.56	8.46	6.87	4.63

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	汽车/汽车零部件
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	25.95 元
目标价格	40.5 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,368.08
流通 A 股股本(百万股)	1,368.08
A 股总市值(百万元)	35,501.80
流通 A 股市值(百万元)	35,501.80
每股净资产(元)	11.19
资产负债率(%)	64.55
一年内最高/最低(元)	30.58/15.78

作者

于特	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521050003	
yute@tfzq.com	
陆嘉敏	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520080001	
lujiamin@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《均胜电子-年报点评报告:聚焦电动智能业务,新签订单充沛》2021-03-31
- 《均胜电子-公司点评:拐点逐步显现,未来增长可期》2021-01-28
- 《均胜电子-公司点评:聚焦主业,拟出售均胜群英 51% 股权》2020-11-26

内容目录

1. 外延并购布局全球，核心聚焦汽车智能化	4
2. 汽车安全：整合趋于完成，盈利拐点将至	9
2.1. 汽车安全市场前景广阔	9
2.2. 以收购 KSS 为开端，切入汽车安全市场	10
2.3. 主动安全：专注 ADAS 转型智能化，借力 KSS 优享先行红利	12
2.4. 被动安全：收购高田，打造全球汽车安全龙头	13
2.5. 整合即将完成，协同效应逐步显现	15
3. 汽车电子：智能座舱+新能源 BMS，智能化风口起舞	16
3.1. 整合普瑞持续增长，转型布局汽车电子	16
3.2. BMS 业务高起点，逐鹿新能源市场	17
4. 智能车联：成立均联智行，长远布局智能车联	19
5. 投资建议	20
6. 风险提示	22

图表目录

图 1：公司发展并购历程	4
图 2：公司核心业务示意图	5
图 3：2020 公司各产品营业收入占比（单位：%）	6
图 4：公司合作客户图示	6
图 5：公司股权结构图及主要子公司	7
图 6：2014-2021Q1 营业收入及毛利率	8
图 7：2014-2021Q1 归母净利润及净利率	8
图 8：2014-2021Q1 公司费用率（单位：%）	8
图 9：2014-2020 各类产品毛利率（单位：%）	8
图 10：汽车安全系统构成图	9
图 11：世界发达国家与中国的汽车安全政策	10
图 12：全球主被动安全单车价值量（单位：美元）	10
图 13：全球主被动安全市场空间（单位：亿美元）	10
图 14：KSS 全球主要基地布局（2018 年）	11
图 15：KSS 市场和客户全球布局（2018 年）	12
图 16：KSS 2014-2016 年营收及增速（亿元，%）	12
图 17：KSS 2014-2016 年归母净利润（亿元）	12
图 18：主动安全 ADAS 事业部分布图（2017 年）	13
图 19：KSS 主要产品合作模式（2017 年）	13
图 20：2016 年被动安全市场份额占比	14
图 21：KSS 安全气囊产品概览	14
图 22：2016 年高田各地区收入分布	14

图 23: 高田主要客户	14
图 24: 2005 年-2016 年高田营收及同比增长 (十亿日元, %)	15
图 25: 2005 年-2016 年高田净利润及同比增长 (十亿日元, %)	15
图 26: 2016-2020 均胜安全与奥托立夫营收对比 (亿元)	16
图 27: 2016-2020 均胜安全与奥托立夫毛利率对比 (%)	16
图 28: 德国普瑞人机交互产品 (HMI) 一览表	16
图 29: 2012 年-2020 年普瑞营业收入 (亿元)	17
图 30: 德国普瑞主要客户	17
图 31: 2015-2020 年我国新能源汽车产销量	17
图 32: 2020-2026E 全球 BMS 市场规模 (单位: 亿元)	17
图 33: 搭载均胜 BMS 的宝马 i8	18
图 34: 48V 混合动力系统 BMS 产品	18
图 35: 2017-2020 公司新能源动力控制系统营业收入及增速	18
图 36: 2018-2020 年公司汽车电子系统产销量 (单位: 万件)	18
图 37: PCC 主营业务布局	19
图 38: PCC 主要客户及子公司	19
图 39: 均联智行发展历程	19
图 40: 智能车联事业部营业收入及毛利率	20
表 1: 公司主要收购事件	4
表 2: 与华为合作的部分车企	7
表 3: 汽车安全系统产品及功能概述	9
表 4: KSS 产品一览表	11
表 5: BMS 业务订单	18
表 6: 5G-V2X 量产车型	20
表 7: 公司各业务收入及毛利率预测	21
表 8: 可比公司估值对比	21

1. 外延并购布局全球，核心聚焦汽车智能化

持续并购海外优质标的，整合资产强化竞争优势。均胜电子成立于 2004 年，以汽车功能件业务起家。2011 年至今，先后收购了汽车电子公司德国普瑞、德国机器人公司 IMA（于 2017 年 4 月将 100% 股权转让给均胜集团）、德国 QUIN、汽车安全系统全球供应商美国 KSS、智能车联领域的德国 TS（现更名为 PCC），以及日本汽车安全系统制造商高田（PSAN 业务除外）等国际知名公司。通过多次海外并购，公司持续外延拓展，逐步实现转型升级和全球化的战略目标。

图 1：公司发展并购历程



资料来源：均胜电子公司官网、公司公告、天风证券研究所

表 1：公司主要收购事件

时间	公司	收购价	公司介绍	效果
2011	普瑞	16 亿元	德国汽车零部件公司，主要客户为宝马、奔驰、大众等全球前十大车企；产品包括汽车空调控制系统、iDrive/MMI、中控、仪表、方向盘按键控制、刹车片感应、变速箱档位感应、行车电脑主控模块、电子燃油泵控制、汽车内外饰件等	公司从国内汽车内外饰功能件零部件企业变成集汽车电子和汽车功能件为一体的跨国公司
2013	Innoventis	56 万欧元	德国汽车制造业与相关行业中从事关于电子系统联网的测试系统、软件组件研发和工程服务的软件开发公司	提高德国地区研发能力
2014	IMA (已剥离)	1430 万欧元	德国工业机器人研发、制造和集成厂商，主要客户包括大陆、博格华纳、泰科、宝洁、格雷斯海姆、罗氏制药、博朗电器等世界级企业	增强公司在工业机器人领域的竞争力
2014	Quin	9000 万欧元	德国高端方向盘总成与内饰功能件总成供应商，客户包括奔驰、宝马、奥迪等整车企业，在细分市场的排名全球领先	内饰功能件业务高端化，渗透北美亚太市场；完善智能驾驶领域
2016	KSS	9.2 亿美元	全球领先的汽车主被动安全系统供应商，在全球拥有五大研发中心，产品用于全球 60 多个客户	提高汽车安全市场的全球化程度，完善智能驾驶布局
2016	TS 道恩 (汽车信息板块)	1.8 亿欧元	德国车载信息系统供应商，从事汽车行业模块化信息系统开发和供应、导航辅助驾驶和智能车联等业务	全面涉足车载娱乐系统、导航系统、车联网及信息处理领域，完善智能驾驶领域布局
2016	EVANA	1950 万	美国工业机器人与自动化系统厂商，客户包括 TRW、	完善工业自动化及机器人产业

	美元	MAGNA、ALERE 和 ALCON 等世界顶级企业	的全球布局
2017 高田 (PSAN 业务除外)	15.88 亿美元	全球领先汽车安全系统制造商, 主要产品有汽车安全带、安全气囊系统、方向盘等, 客户有宝马、奔驰、大众、福特、通用、丰田、本田、尼桑等, 56 个生产基地遍及全球 20 国	扩张全球汽车安全领域, 有望晋升为全球汽车安全市场巨头, 市场占有率达全球第二
2017 ePower	-	致力于电力电子系统的研发生产, 包括纯电动车及混合动力汽车的动力装置总成、车载充电器、逆变器、转化器和整流器等	提高公司在新能源汽车领域的核心竞争力, 巩固行业领先地位

资料来源: 均胜电子公司官网、均胜电子公司公告、天风证券研究所

剥离汽车功能件传统业务, 未来核心聚焦汽车安全、汽车电子、智能车联三大领先业务。 2020 年, 公司出售均胜群英 51% 股份, 剥离内饰功能件业务, 从而未来将更加专注于汽车安全、自动驾驶、车联网、智能座舱等前沿方向。通过并购, 公司在高端汽车电子领域已具备较强竞争力, 并且在汽车安全电子、智能汽车电子和新能源汽车电子领域达到全球领先水平。2020 年, 公司汽车安全系统、汽车电子系统、功能件及总成 (已剥离)、智能车联系统的营收分别占主营比例为 70.4%、16.1%、7.8%、5.6%。**公司业务目前已重新划分为三大事业部:**

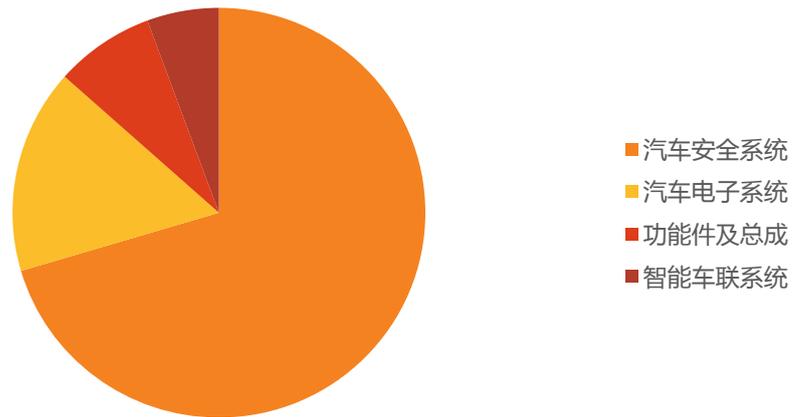
- **均胜汽车安全事业部:** 主体为均胜安全, 由 KSS 及高田组成, 致力于为汽车市场及非汽车市场提供关键性安全组件、系统和技术。均胜安全是全球少数几家具备主动、被动安全技术整合能力的公司; 整合高田全球资产后, 成为汽车安全领域第二大供应商, 占汽车安全领域市场约 30%。
- **汽车电子事业部:** 涵盖智能座舱及新能源相关业务。其中智能驾驶产品包括驾驶员控制系统、电子控制单元、空调控制系统等产品; 新能源业务涉及 BMS 产品及解决方案等。
- **均胜智能车联事业部:** 主要由均联智行 (JOYNEXT) 构成, 致力于智能驾舱、智能车联、智能云、智能驾驶及软件增值服务领域产品的研发及生产。

图 2: 公司核心业务示意图



资料来源: 均胜电子公司官网、天风证券研究所

图 3：2020 公司各产品营业收入占比（单位：%）



资料来源：均胜电子公司公告、天风证券研究所

布局全球，与优质客户合作关系稳固。通过自身业务拓展及海外拓展，公司与全球主要整车厂商及 TIER-1 客户已形成了稳定的合作关系，积累了庞大的优质客户资源。公司主要客户涵盖宝马、戴姆勒、大众、奥迪、通用、福特等全球整车厂商，上汽、广汽、北汽等国内一线自主品牌，以及博世、采埃孚等汽车零部件 Tier-1 巨头。

图 4：公司合作客户图示



资料来源：均胜电子公司官网、天风证券研究所

智能座舱领域，公司与华为开展合作，有望拓宽国内自主品牌客户群体。2021 年以来，华为大举切入智能座舱及自动驾驶领域，发布包括鸿蒙 OS 在内的多款产品，同时与国内北汽、长安、广汽、小康等多家自主品牌车企展开深度合作。据盖世汽车网报道，围绕智能座舱领域，均胜与华为将展开深度合作，产品已获得国内领先车企项目订单；在此次合作中，由华为提供座舱核心模组、鸿蒙操作系统以及应用生态，公司主要负责智能座舱中与操作系统适配的算法、软件（如中控仪表在内的底层软件、中间层和应用层等）架构设计、硬件架构设计与系统集成开发。借助华为鸿蒙的优质生态系统，以及均胜自身超强的智能座舱软硬件一体化配套能力，公司有望进一步向华为 HI 产业链其他自主品牌车企渗透，持续扩大智能座舱产品份额。

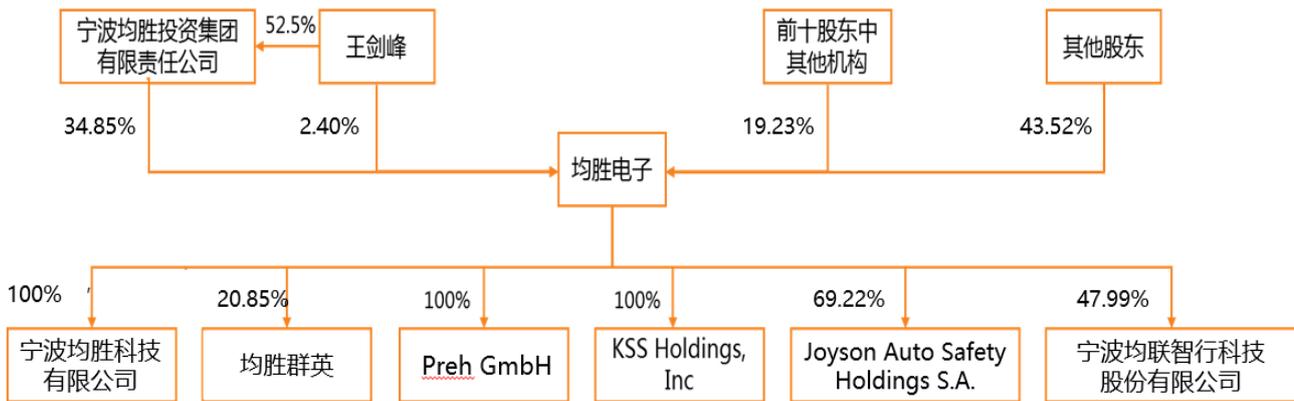
表 2：与华为合作的部分车企

	合作企业	合作领域/车型	特点
联合子品牌	北汽蓝谷	ARCFOX 极狐阿尔法 S HI 版	全栈式自动驾驶解决方案
	长安汽车	新品牌或于预计 2021 年四季度推出	中型 SUV，搭载华为 HI 智能汽车解决方案
	广汽埃安	预计 2023 年推出首款车型	中大型智能 SUV
战略合作	长城汽车	智能网联创新技术	汽车与 ICT 融合
	吉利汽车	智能座舱	鸿蒙 OS 车机系统
	上汽集团	智能网联	5G 智慧交通示范区

资料来源：各公司公告、第一财经、IT 之家、凤凰财经网、天风证券研究所

股权结构较集中，旗下子公司众多。截至 2021Q1，公司前十大股东合计持股占比 56.48%，其中，公司实际控制人为王剑峰，直接持有均胜电子 2.40% 股权，通过均胜集团间接持有均胜电子 18.30% 股权，总计持股 20.70%。集团企业子公司众多，截止 2020 年末，有包括均胜安全、均联智行等在内的 118 家子公司。

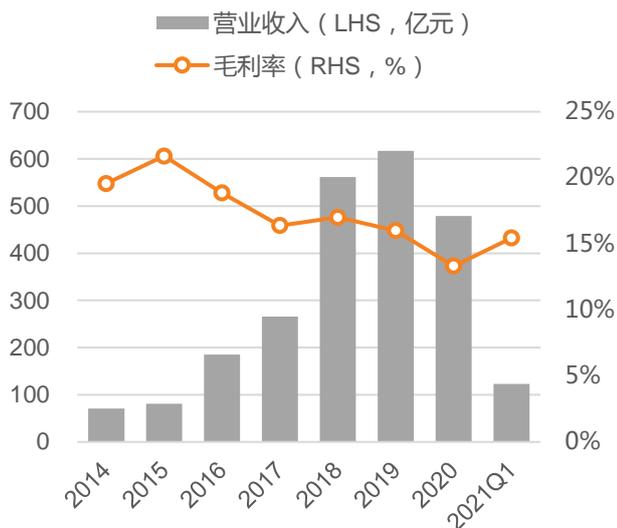
图 5：公司股权结构图及主要子公司



资料来源：均胜电子公司公告、天风证券研究所

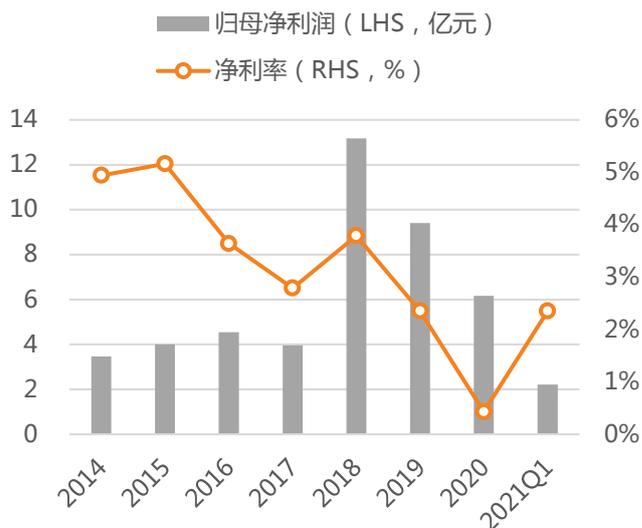
并表助推营收高增长，整合暂时影响短期利润释放。受益于高田并表，公司 2018 年营业收入大幅增长，2018-2021Q1 公司营业收入分别为 561.8 亿元、617.0 亿元、478.9 亿元、122.9 亿元。期间公司毛利率为 17.0%、16.0%、13.3%、15.4%，近年毛利率下滑主要是由于公司大规模收购后仍处于整合期，2020 年汽车安全业务毛利率仅为 11.2%。2018-2021Q1 公司四项费率合计分别为 15.2%、14.2%、15.3%、13.0%。随着整合趋近尾声，我们预计相关费用有望显著降低，公司盈利能力改善空间较大。

图 6：2014-2021Q1 营业收入及毛利率



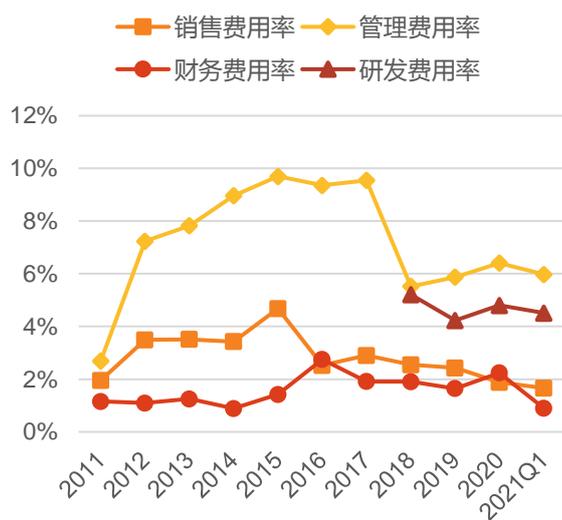
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 7：2014-2021Q1 归母净利润及净利率



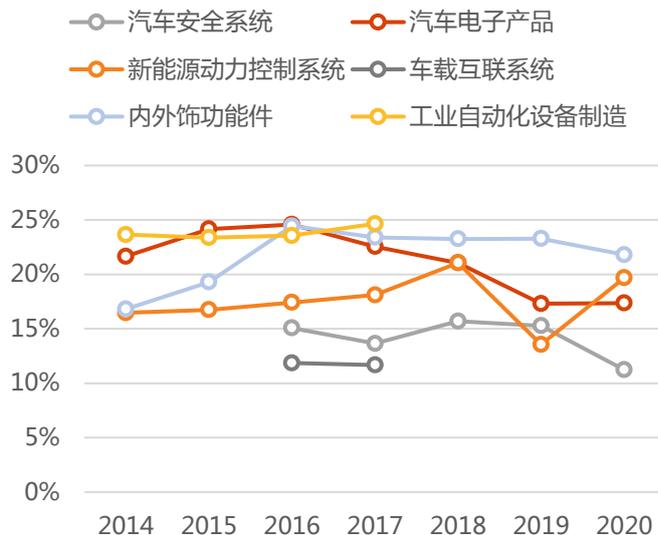
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 8：2014-2021Q1 公司费用率 (单位：%)



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 9：2014-2020 各类产品毛利率 (单位：%)



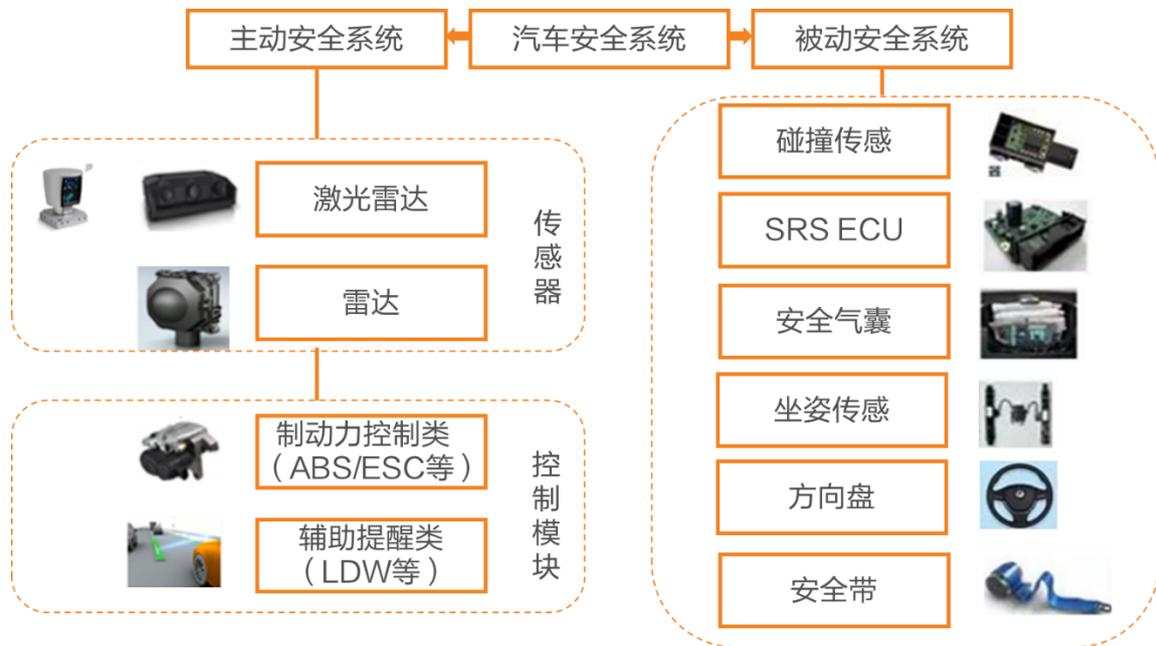
资料来源：Wind、天风证券研究所

2. 汽车安全：整合趋于完成，盈利拐点将至

2.1. 汽车安全市场前景广阔

汽车安全系统种类齐全，产品多样。汽车安全系统主要包括主动安全系统和被动安全系统。主动安全是预先侦测附近车辆运行状态，判断风险并及时做出反应；而被动安全则是在发生事故时汽车对车内成员的保护或对被撞车辆或行人的保护。从产品细分来看，被动安全涉及安全气囊、安全带等传统保护设施；而主动安全囊括传感模块和控制模块两大类。

图 10：汽车安全系统构成图



资料来源：均胜电子公司公告、天风证券研究所

表 3：汽车安全系统产品及功能概述

汽车安全系统	功能
主动安全系统：	
防抱死制动系统（ABS）	利用传感器侦测各车轮的转速，可紧急刹车下，保持车辆不被抱死而失控，维持转向能力
电子制动力分配系统（EBD）	配合 ABS 使用，通过对四个轮子计算摩擦力，从而分配不同的刹车力
牵引力控制系统（TCS）	可以防止车轮打滑，提高汽车行驶稳定性，避免加速过度与甩尾失控的危险。
紧急刹车辅助系统（EBA）	根据刹车踏板上侦测到的刹车动作，来判断驾驶员对此次刹车的意图，缩短刹车距离
被动安全系统：	
安全带	固定乘员身体以避免发生碰撞
安全气囊（SRS）	当汽车前端发生剧烈碰撞时，防止驾驶者的头部和胸部撞击到方向盘或仪表板等硬物上
侧门防撞钢梁	侧门受到撞击时，减轻侧门的变形程度，从而减少汽车撞击对车内乘员的伤害

资料来源：盖世研究院、天风证券研究所

政策规范汽车安全市场，鼓励行业发展。世界主要国家均出台了关于汽车安全的政策规范，被动安全系统起步较早，整体政策体系规范、内容全面；相比之下主动安全系统起步晚，少数发达国家虽在这方面领先，但是大规模发展和推动汽车主动系统的应用集中在 2010 年以后。中国整体汽车安全市场规范政策起步较晚，特别是主动汽车系统（如 ABS、ESC 等）。

图 11：世界发达国家与中国的汽车安全政策



资料来源：盖世研究院、天风证券研究所

单车安全价值持续增长，中国汽车安全前景广阔。随着各国及消费者对汽车安全日益重视，智研咨询预计，全球汽车安全单车价值量有望从 2018 年的 290 美元（主动安全 65 美元、被动安全 225 美元）提升至 2023 年的 473 美元（主动安全 221 美元、被动安全 252 美元）；全球汽车安全系统的市场规模有望从 2018 年的 263 亿美元增长至 2023 年的 472 亿美元，年均增速 12%。

图 12：全球主被动安全单车价值量（单位：美元）



资料来源：产业信息网，天风证券研究所

图 13：全球主被动安全市场空间（单位：亿美元）



资料来源：产业信息网，天风证券研究所

2.2. 以收购 KSS 为开端，切入汽车安全市场

专注汽车安全，KSS 主动+被动双管齐下。美国 KSS 成立逾 30 余年，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。KSS 主营汽车主动安全和被动安全系统，产品涵盖整个汽车安全市场，主要有智能传感器、ADAS、安全气囊、方向盘、安全带等。

表 4: KSS 产品一览表

KSS 产品系列	代表产品
主动安全:	
智能驾驶	与 Mobileye 合作的自动驾驶辅助、紧急制动、360 度环视技术
事故预防	车身防碰撞、车辆火灾保护、快速关闭装置
主被动安全融合产品	电子安全带、触感电子方向盘、信息娱乐
被动安全:	
安全气囊	
安全带	5 星级碰撞安全收紧器、气囊式安全带、一体化 BTS
气体发生器	火药、高压气体、混合型气体发生器
方向盘	发热、木质方向盘
特殊产品:	
航空	市场上第一块里程碑式的安全气囊、充气式安全带
工业	创新型越野预收紧器
个人保护	新型充气式安全头盔、坠车保护

资料来源: KSS 公司官网、天风证券研究所

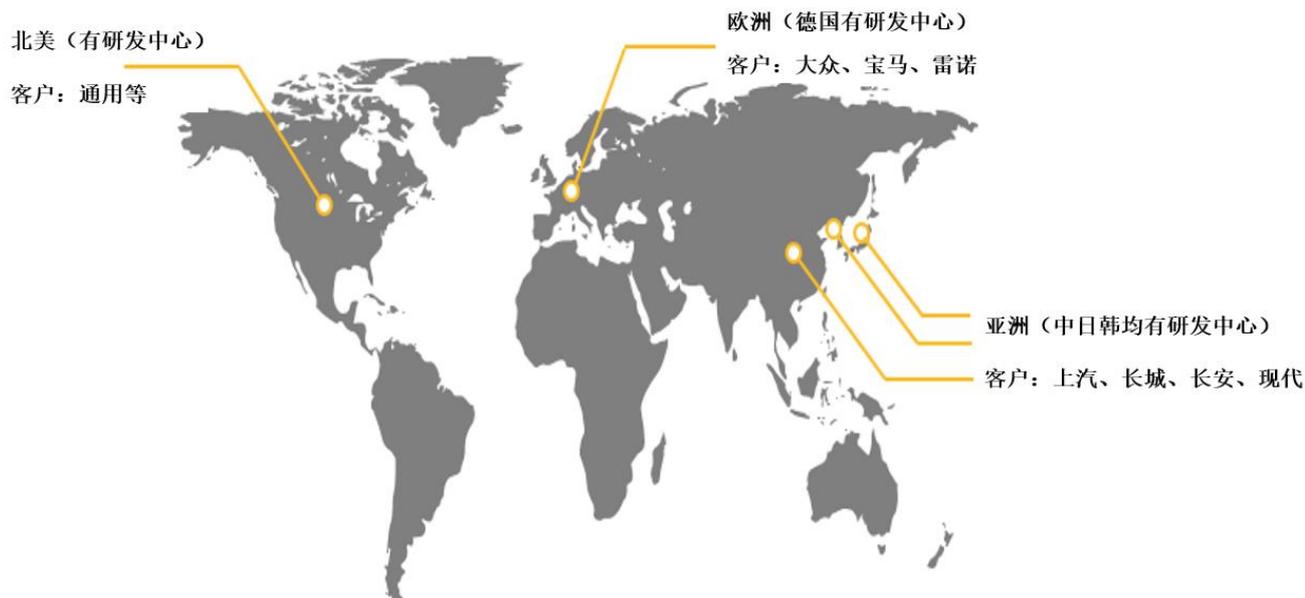
KSS 多元化布局全球，构建优质客户群。KSS 自成立初就积极布局全球市场，截止 2018 年披露数据，KSS 在全球共有 32 处生产中心、销售中心、研发中心，主要分布于美、德、法、中、日等国，并在北美、欧洲和亚洲建有 5 处技术中心。KSS 就近配套、研发、销售，同各地知名整车厂建立长期友好的合作关系，客户包括大众、宝马、现代、上汽等。

图 14: KSS 全球主要基地布局 (2018 年)



资料来源: 均胜电子公司公告、天风证券研究所

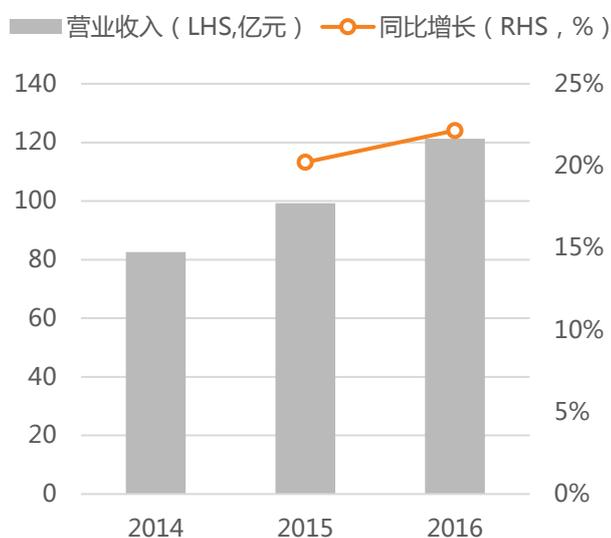
图 15: KSS 市场和客户全球布局 (2018 年)



资料来源: 均胜电子公司公告、天风证券研究所

KSS 年过往营收体量超百亿, 利润稳步爬坡。2014 年以来, 受亚洲市场消费量总体上升影响, KSS 营收及净利润持续上升。2016 年均胜以约 9.2 亿美元收购 KSS, 并购后当年 KSS 实现归母净利润 4.0 亿元, 同比增长 77%。

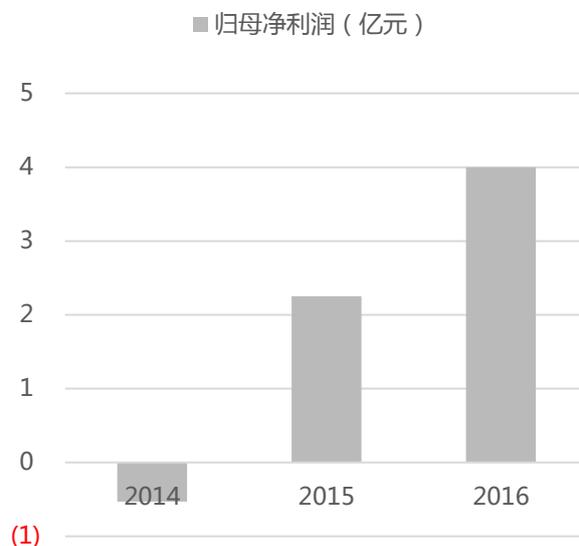
图 16: KSS 2014-2016 年营收及增速 (亿元, %)



资料来源: 均胜电子公司公告、天风证券研究所

注: 均胜 2016 年归母净利润用实际数

图 17: KSS 2014-2016 年归母净利润 (亿元)



资料来源: 均胜电子公司公告、天风证券研究所

2.3. 主动安全: 专注 ADAS 转型智能化, 借力 KSS 优享先行红利

整合上下游打通产业链, 借助 KSS 实现智能化转型。2016 年完成对 KSS 的收购后, 均胜开始大力增资, 协助其进行全球扩张, 特别是对主动安全产品中的智能驾驶资源进行整合, 形成美、中、韩三大研发中心, 主要从事内视系统、前视系统和环视系统的研发。此外, 公司同上游芯片供应商 MOBILEYE 建立长期合作关系, 双方在视觉图像处理方向上的 ADAS 产品上进行紧密合作; 并与下游的整车厂 (OEMs) 保持密切的交流反馈机制。

图 18：主动安全 ADAS 事业部分布图（2017 年）



资料来源：均胜电子公司公告、天风证券研究所

图 19：KSS 主要产品合作模式（2017 年）



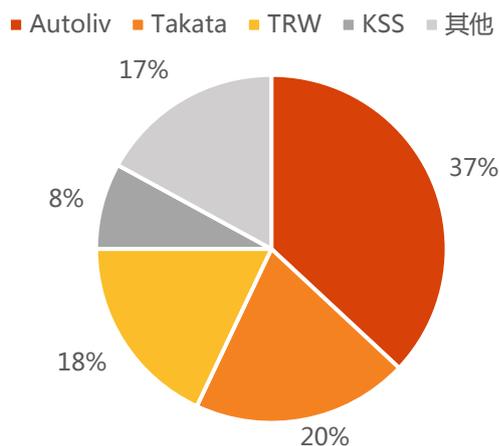
资料来源：均胜电子公司公告、天风证券研究所

主动安全迎来新发展，借力 KSS 优享先行红利。随着成本的下降以及技术的发展，越来越多的自主车企开始搭载 ADAS 系统。通过借力 KSS，均胜成功开拓蔚来等自主品牌。如今主动安全市场正迎来新一轮的高速发展，均胜有望借助 KSS 参与其中，并优享先行优势。

2.4. 被动安全：收购高田，打造全球汽车安全龙头

KSS 打造完整气囊产品链，比肩龙头参与竞争。被动安全市场是一个寡头垄断的行业，2016 年（均胜收购高田及 KSS 前），市场领先者包括 Autoliv、TAKATA（高田）、TRW（天合）以及 KSS，市场份额分别约为 37%、20%、18%、8%，合计占比超 80%。而安全气囊作为整个被动安全系统的核心一环，KSS 自成立时就专注该领域开发，并成功跻身国际一线品牌。

图 20：2016 年被动安全市场份额占比



资料来源：均胜电子公司公告、天风证券研究所

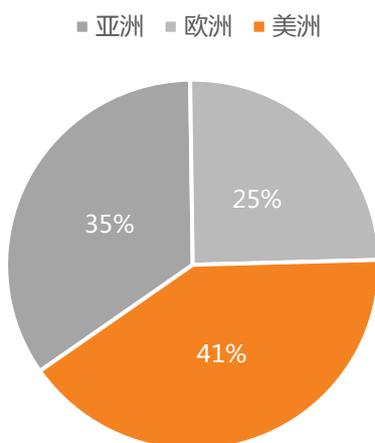
图 21：KSS 安全气囊产品概览



资料来源：均胜电子公司公告、天风证券研究所

高田全球化生产研发，配套客户日系占主流。高田成立于 1933 年，主要生产安全带、安全气囊、方向盘等被动安全产品，拥有全球被动安全市场 20% 的份额。高田在全球拥有 57 处生产基地和 17 处研发中心，主要分布在亚洲、欧洲和美洲，各地区收入分别占 34.5%、24.8%、40.7%，在亚洲市场特别是日本市场具有较大先发优势。2016 年前，高田前五大客户中日系品牌占据三席。

图 22：2016 年高田各地区收入分布



资料来源：均胜电子公司公告、天风证券研究所

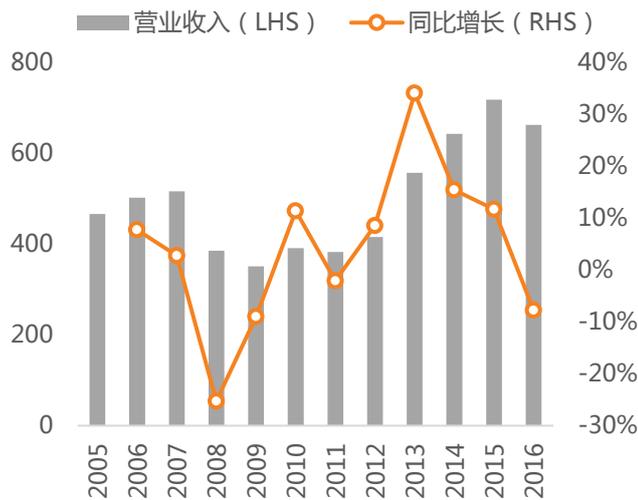
图 23：高田主要客户



资料来源：均胜电子公司公告、天风证券研究所

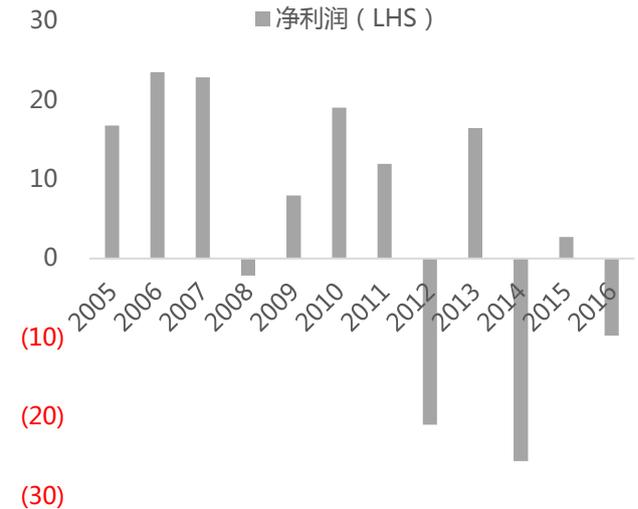
受召回事件影响，高田申请破产保护，均胜收购高田优质资产。高田安全气囊召回事件始于 2008 年，涉及全球约 1 亿台气囊，其中牵扯到包括本田、福特、大众、和特斯拉等 19 家汽车制造商的汽车。受召回门影响高田出现严重经营困难，营业收入从 2008 年开始出现滑坡，虽然 2012 年后营收出现回升，但是净利润在 2012、2014、2016 年均出现巨亏，公司被迫于 2017 年申请破产保护。2017 年，均胜收购高田优质资产（PSAN 业务除外），整合高田与 KSS 后，跃升为全球第二大汽车安全供应商，市场份额达到 30%。

图 24：2005 年-2016 年高田营收及同比增长（十亿日元，%）



资料来源：bloomberg、天风证券研究所

图 25：2005 年-2016 年高田净利润及同比增长（十亿日元，%）



资料来源：bloomberg、天风证券研究所

2.5. 整合即将完成，协同效应逐步显现

KSS 与高田整合为均胜安全。2017 年，公司成立新子公司 Joyson KSS Auto Safety S.A.，即均胜安全。均胜安全全球总部设在美国底特律奥本山，共有中国、德国、日本和美国四个区域经营总部，其销售、工程和生产分支机构遍布全球。均胜安全整合 KSS 以及高田的优质资源及业务，主营业务涉及汽车的主被动安全产品，包括在安全气囊、安全带、方向盘和 ADAS 等汽车安全系统及其关键零部件的设计、开发及制造。

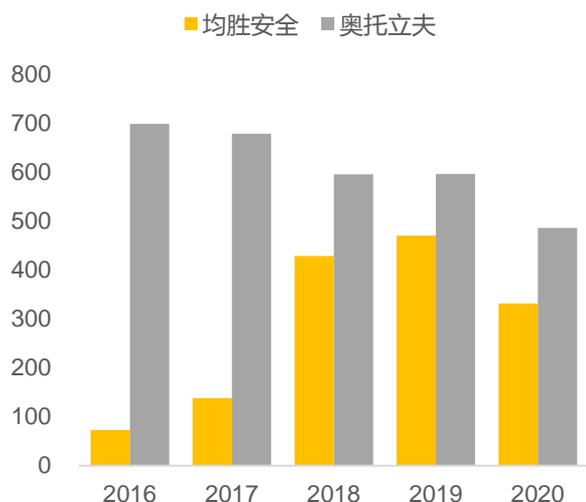
高田整合即将完成，盈利有望拐点回升。受破产清算、产能调整及整合影响，均胜安全近年收入及利润率下滑明显，但未来三年随着整合趋于完成，我们看好均胜安全收入及利润进入加速释放阶段：

- **在手新订单释放：**2020 年均胜安全新获订单全生命周期 375 亿元人民币；截至 2021 年 7 月，在手订单 2300 亿元。其中，均胜临港工厂于 2020 年 2 月正式获得特斯拉中国的定点生产函，为国产 Model 3 和 Model Y 供应安全气囊、安全带、方向盘等多项产品，全生命周期特斯拉相关产品单达 100 亿元，同时也开始为国内造车新势力企业供应各类安全产品。后续新订单迭代有望带来毛利率改善。
- **整合费用降低：**2020 年均胜安全已完成了大部分的整合工作，2018 年至 2020 年，公司整合费用分别为 7.9、6.0、2.7 亿元，21 年起伴随整合接近完成，整合费用将进一步降低。
- **产能优化及管理效率提升：**近年来，均胜安全稳步推进汽车安全业务的全球资源整合，不断优化资产配置，提升产能效率，改善成本结构，精简人员队伍。1) **高田冗余工厂关停整合：**随着整合工作的推进，2020 年年末已经基本完成了全球资产的布局，高田冗余工厂关停，大幅削减固定支出。2) **旧产线升级优化&新产线落地：**继均胜安全匈牙利“超级工厂”于 2019 年 11 月完成升级改造后，均胜安全宁波“超级工厂”于 2020 年已通过相关体系和客户认证，成为公司国内最先进的汽车安全系统产品生产基地。3) **管理体系改进：**通过“工艺自动化、平台柔性化、驱动信息化和业务智能化”等智能制造管理体系，均胜安全在此阶段逐步提升公司经营效率，提升整体运营能力。

对标奥托立夫，营收及毛利率均有上升空间，整合完成后盈利能力有望协同提升。剔除 2020 年疫情影响，均胜安全近年来营收逐步提升，稳居全球第二大汽车安全供应商的同时，逐步逼近龙头奥托立夫。其中 2020 年，均胜安全营收 331 亿元，毛利率 11.2%；奥托立夫营收 486 亿元，毛利率 16.7%。对标奥托立夫，我们认为均胜安全收入规模有望进一步扩大，

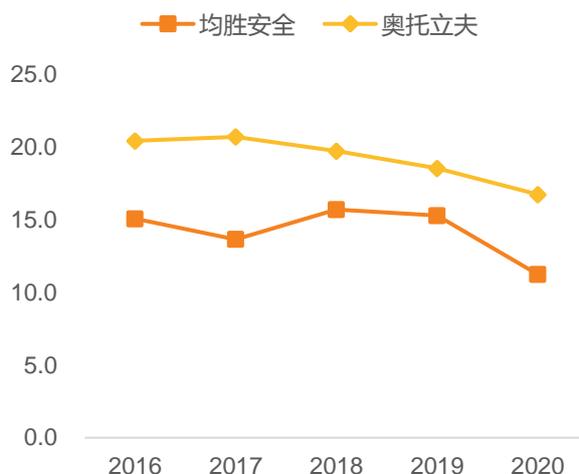
同时毛利率有望从当前的 11.2% 提升至 17% 以上。

图 26：2016-2020 均胜安全与奥托立夫营收对比（亿元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 27：2016-2020 均胜安全与奥托立夫毛利率对比（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

3. 汽车电子：智能座舱+新能源 BMS，智能化风口起舞

3.1. 整合普瑞持续增长，转型布局汽车电子

扎根汽车电子，普瑞推陈出新紧跟时代。德国普瑞成立于 2003 年，是一家专注汽车电子的跨国公司。公司聚焦人机交互产品（HMI），主要涉及空调控制系统、驾驶员控制系统、传感器、电控单元、工业自动化五大类，各产品的销售在其所在的细分行业均处于领先地位。从单一的中控台、娱乐控制器到带有触摸功能的人机交互产品，再到融合智能车联技术的新一代概念产品，普瑞能不断根据市场的需求变化，推出紧跟时代的产品。

图 28：德国普瑞人机交互产品（HMI）一览表

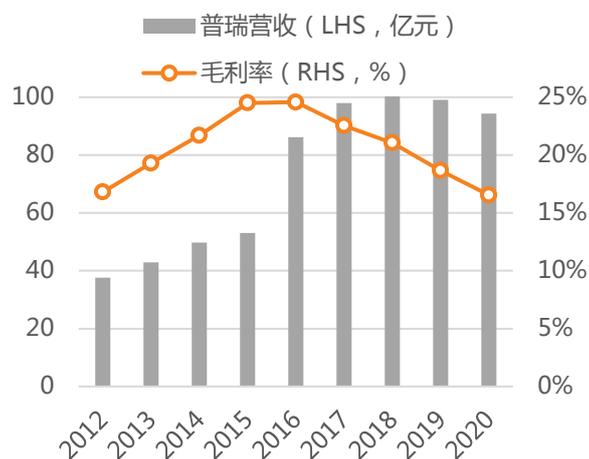


资料来源：均胜电子公司官网、均胜电子公司公告、天风证券研究所

依托巨头而起，收购普瑞后延续增长。依靠产品在细分市场的出色表现，普瑞拓展了与宝马、奔驰、德国大众、北美通用、北美福特等知名整车厂的合作关系，主要产品包括 I-Driver（宝马）、MMI（奥迪）。此外，公司还与博世、日立、约翰迪尔等零部件巨头保持良好合

作关系。2012 年并购完成后普瑞营收和毛利率均稳步增长，2016 年受系统级高价产品出货量增加以及并购 PCC 等因素影响，普瑞业绩大幅提升，营业额达 86.2 亿元，同比增长 62.5%。2017 年-2020 年期间，普瑞业绩稳定，营收在 100 亿元水平上下波动。近年公司毛利率下降，主要是由于新能源充电系统和人机交互系统等新订单的确认，而此类新产品的技术要求和生产工艺较以往更加复杂需要更多准备，同时有全球电子原材料价格上涨以及美元兑欧元汇率波动等因素共同影响。我们预计随着新产品爬坡阶段结束，公司营收及毛利水平有望逐步回升。

图 29：2012 年-2020 年普瑞营业收入（亿元）



资料来源：均胜电子公司公告、天风证券研究所

图 30：德国普瑞主要客户

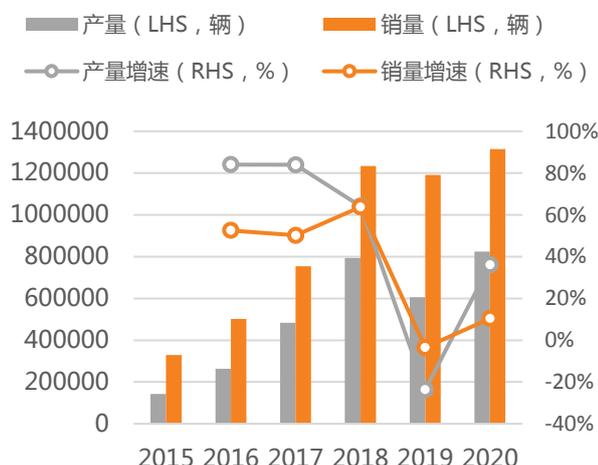


资料来源：均胜电子公司公告、天风证券研究所

3.2. BMS 业务高起点，逐鹿新能源市场

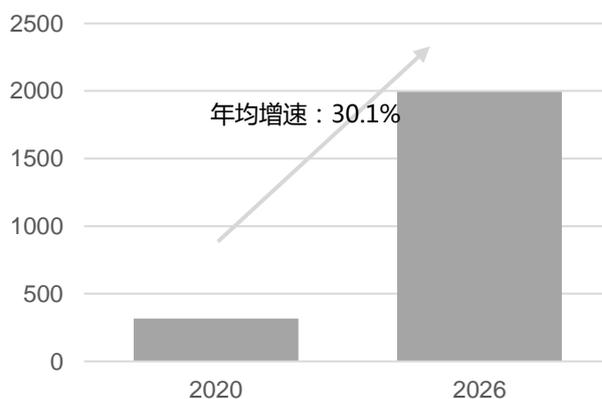
新能源汽车核心技术，BMS 发展前景广阔。BMS 是新能源汽车的核心技术，负责管理及维护各个电池单元，防止电池出现过度充放电，延长电池的使用寿命，监控电池的状态。2015-2020 年我国新能源汽车产销量高速增长，CAGR 分别达 29.3%和 29.5%。国务院印发的《新能源汽车产业发展规划（2021—2035 年）》中提出到 2025 年，我国新能源汽车新车销售量达到汽车新车销售总量的 20%左右；到 2035 年，纯电动汽车成为新销售车辆的主流，公共领域用车全面电动化，燃料电池汽车实现商业化应用。作为新能源汽车的重要部件，随着新能源汽车产销规模的扩大，BMS 的需求将与日俱增。据辰宇信息咨询测算，2020 年全球 BMS 市场规模达到 316 亿元，预计 2026 年全球规模将达到 1994 亿元，全球年复合增长率达 30.1%。

图 31：2015-2020 年我国新能源汽车产销量



资料来源：中国汽车工业协会、天风证券研究所

图 32：2020-2026E 全球 BMS 市场规模（单位：亿元）



资料来源：辰宇信息咨询、天风证券研究所

BMS 产品高起点，获市场、客户广泛认可，未来可期。公司于 2012 年开始与宝马共同研发 BMS（现独立研发），是宝马全球 BMS 重要供应商，目前主要应用于宝马 i3, i8, 3/5/7 系等 EV/PHEV 等高端新能源车型。据公司 2020 年报披露，公司在中国市场为大众 MEB 平台，奔驰 MFA2 平台等提供电池管理系统解决方案；为日产、福特等部分车型提供的纯电动汽车，混合动力汽车或 48V 轻混合动力汽车的电池管理系统和相关产品也已进入量产阶段。随规模的不断提升，BMS 板块经营状况持续向好，2017-2020 年营业收入分别为 5.9 亿元、5.1 亿元、9.8 亿元、16.0 亿元。未来公司有望凭借优良的技术和客户关系，优享新能源汽车行业发展红利。

图 33：搭载均胜 BMS 的宝马 i8



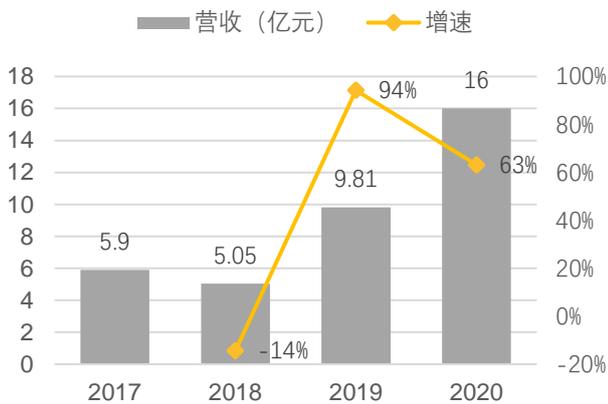
资料来源：均胜电子公司官网、天风证券研究所

图 34：48V 混合动力系统 BMS 产品



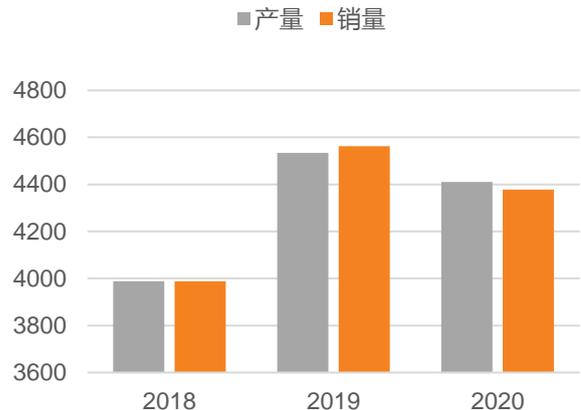
资料来源：均胜电子公司官网、天风证券研究所

图 35：2017-2020 公司新能源动力控制系统营业收入及增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 36：2018-2020 年公司汽车电子系统产销量 (单位：万件)



资料来源：Wind、天风证券研究所

BMS 产品加速进入量产落地阶段，新业务屡获全球订单。在手订单中，公司为保时捷全新电动跑车 Taycan 研发的高压充电和直流到直流转换器已于 2019 年投产；为日产、福特等部分车型提供的 BMS 相关产品也于 2020 年进入量产阶段。新订单方面，2020 年公司共获得新订单全生命周期约 25 亿元，包括在欧洲区获得沃尔沃的新订单，中国区获得大众汽车 MEB 平台的新增车型订单，将为该平台纯电动车型提供电池管理和监测单元产品。作为大众汽车中国区 MEB 平台量产车型的 BMS 独家供应商，仅 BMS 产品累计已从大众获得订单超过 100 亿元。

表 5：BMS 业务订单

时间	当年新增订单
2017 年	新增订单约 12 亿元
2018 年	未披露
2019 年	新增订单超 132 亿元
2020 年	欧洲沃尔沃、国内大众 MEB 新增车型订单

资料来源：均胜电子公司公告、天风证券研究所

4. 智能车联：成立均联智行，长远布局智能车联

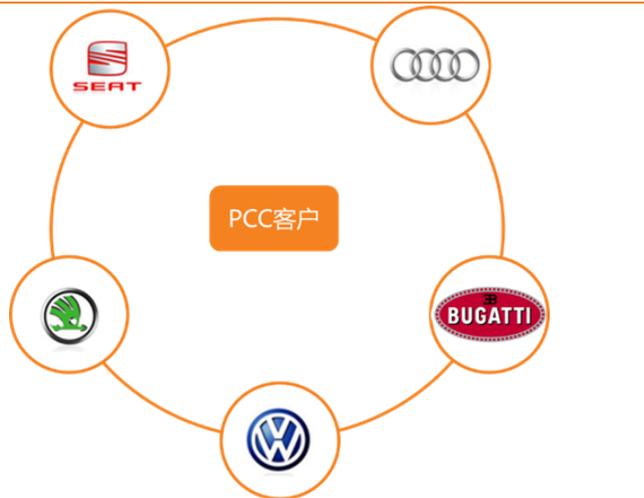
依托 TS 核心技术，切入智能车联业务。公司智能车联业务主体此前为宁波均胜普瑞智能车联（JPCC）和德国普瑞车联(PCC)。其中，PCC 前身为德国 TechniSat 汽车业务（TS）。TS 在 1997 年正式进入早期车联网领域，随后十余年里，在车载信息娱乐、导航系统、车联网以及信息处理等领域处于领先地位，并且在德国、波兰拥有两处生产基地，在德国、美国、上海设有研发中心，与大众及其子品牌有长期稳定的合作关系。

图 37：PCC 主营业务布局



资料来源：均胜电子公司公告、天风证券研究所

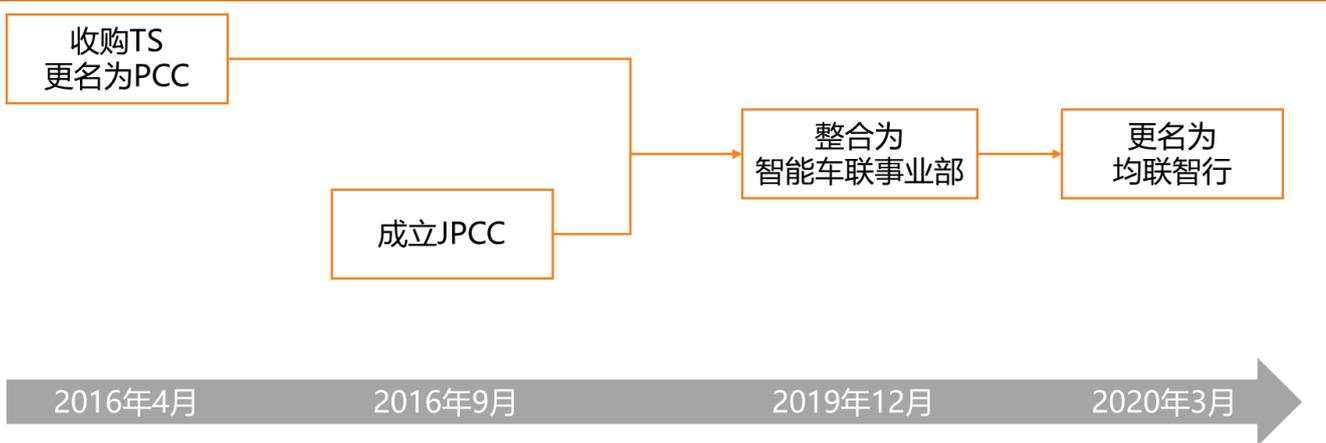
图 38：PCC 主要客户及子公司



资料来源：均胜电子公司公告、天风证券研究所

整合 PCC 与 JPCC，成立均联智行，加速开拓国内市场。2016 年 4 月，均胜电子以 1.8 亿欧元收购 TS 汽车业务。此后 TS 汽车业务并入普瑞，并更名为德国普瑞车联公司（PCC），负责国外市场业务。而 JPCC 则在 2016 年 9 月设立，主要负责国内市场业务。随着公司在汽车网联化方面布局的加深，公司整合 PCC 与 JPCC，成立智能车联事业部，以全新的品牌“均联智行 JOYNEXT”开展业务。

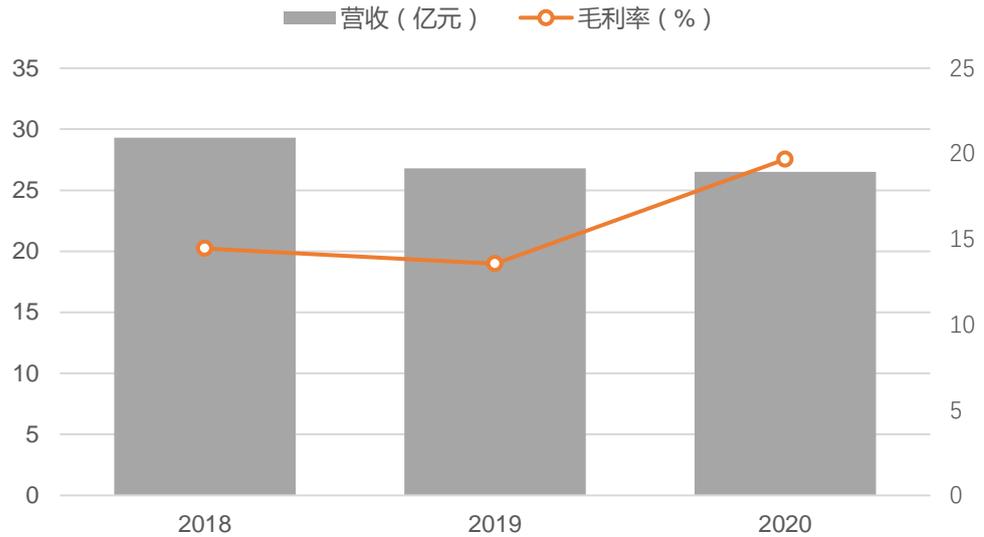
图 39：均联智行发展历程



资料来源：均胜电子公司公告、天风证券研究所

疫情短期影响有限，毛利率稳中有升。2020 年智能车联事业部主营业务收入 26.5 亿元，尽管受全球新冠疫情停工停产、芯片缺货断供等不利因素影响冲击，但下半年欧洲区销量开始恢复，中国区新产品逐步放量，全年主营业务收入恢复至与 2019 年基本持平。毛利方面，由于产品迭代更新，同时管理层持续加强成本控制，2020 年智能车联业务毛利率同比增长超 6 个百分点，达到 19.7%。

图 40：智能车联事业部营业收入及毛利率



资料来源：均胜电子公司公告、天风证券研究所

新产品与新客户持续拓展，有望随自动驾驶浪潮腾飞。均联智行推出完整的智能车联解决方案，融合 V2X 功能，支持不同信息通道下的通信协作，2020 年新获订单全生命周期约 10 亿元。公司已完成对激光雷达制造商图达通(Innovusion)的战略投资，均联智行将与图达通携手向蔚来汽车提供超远距高精度激光雷达，未来双方还将在激光雷达感知融合、V2X 数据融合、域控制器等方面开展合作。均联智行 V2X 车载终端设备正从测试走向量产，下游整车厂商括蔚来、华人运通等。

表 6：5G-V2X 量产车型

车企	量产车型	量产时间
华人运通	Hiphi X	2021 年 5 月
蔚来	ET7	2022 年一季度

资料来源：均胜电子官网、天风证券研究所

引入外部投资者，实行高管入股，凝聚多方力量做大做强智能车联产业。2020 年下半年，均联智行引入多家外部投资者增资入股 7.2 亿元，同时实行高管入股、人员调整等系列推动均联智行进一步独立运营的举措。均联智行作为公司车联网业务的主要载体，未来在智能驾驶领域前景广阔，通过引入外部投资者以及内部激励，有助于充分调动管理团队的积极性，加速公司车联网业务发展，同时或为未来独立拆分上市奠定一定基础。

5. 投资建议

智能化大趋势下，公司以超强并购整合能力为基，借助 KSS+高田进军汽车安全，盈利拐点向上；依托普瑞+PCC 布局汽车电子及智能车联，着力整合技术提供智能座舱及智能驾驶综合解决方案，有望夺取智能时代竞争高地。

公司各业务收入及毛利率预测假设如下：

- (1) 汽车安全业务随整合趋于结束，新订单逐步释放，带来收入增速及利润率有望拐点向上；
- (2) 汽车电子（普瑞+新能源动力控制）有望加速从海外客户切入国内车企配套体系，收入端保持较高增长，毛利率由低点向上恢复；
- (3) 智能车联业务随新产品与新客户持续拓展，收入增速回升，毛利率继续提升；

(4) 其他业务：收入保持现有体量，毛利率稳定。

得到公司 21-23 年的营业收入为 523.1、623.7、734.3 亿元，对应增速分别为 9.2%、19.2%、17.7%，对应毛利率分别为 16.1%、17.0%和 18.1%。

表 7：公司各业务收入及毛利率预测

业务	项目	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
均胜安全	收入（亿元）	470.7	331.3	374.4	430.6	490.8
	增速	9.8%	-29.6%	13.0%	15.0%	14.0%
	毛利率	15.3%	11.2%	15.3%	16.0%	17.0%
汽车电子 (普瑞+新能源动力控制)	收入（亿元）	74.8	76.0	107.5	142.5	182.1
	增速	21.2%	1.5%	41.5%	32.6%	27.8%
	毛利率	18.7%	16.6%	18.0%	19.0%	20.0%
智能车联（均联智行）	收入（亿元）	26.8	26.5	32.6	41.7	52.2
	增速	-12.2%	-1.1%	23.0%	28.0%	25.0%
	毛利率	13.6%	19.7%	21.0%	22.0%	23.0%
功能件及总成（已剥离）	收入（亿元）	38.4	36.7			
	增速	7.0%	-4.3%			
	毛利率	23.3%	23.0%			
其他	收入（亿元）	8.3	8.4	8.6	8.9	9.1
	增速	71.4%	0.9%	3.0%	3.0%	3.0%
	毛利率	8.9%	23.0%	10.0%	11.0%	11.0%
汇总	收入（亿元）	619.0	478.9	523.1	623.7	734.3
	增速	10.2%	-22.6%	9.2%	19.2%	17.7%
	毛利率	16.0%	13.7%	16.1%	17.0%	18.1%

资料来源：Wind、天风证券研究所

考虑到海外疫情及芯片短缺等短期影响，我们预计公司 21-22 年归母净利润为 9.8、16.3 亿元（前值为 13.3、20.3 亿元），对应 PE 分别为 34 倍、20 倍。参考可比公司估值水平，给予公司 22 年 34 倍目标 PE，对应目标价 40.5 元，维持“买入”评级。

表 8：可比公司估值对比

证券代码	公司名称	收盘价（元）	EPS(元)				PE			
		2021/8/18	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
600699.SH	均胜电子	24.18	0.45	0.72	1.19	1.78	53.69	33.63	20.29	13.58
002920.SZ	德赛西威	87.69	0.94	1.40	1.83	2.33	93.08	62.76	47.81	37.62
601799.SH	星宇股份	180.91	4.20	5.10	6.36	7.72	43.09	35.49	28.43	23.43
603596.SH	伯特利	42.73	1.13	1.41	1.77	2.18	37.83	30.32	24.17	19.59
601689.SH	拓普集团	36.55	0.60	1.10	1.44	1.81	61.38	33.15	25.38	20.17
600660.SH	福耀玻璃	47.66	1.04	1.53	1.90	2.28	45.97	31.18	25.09	20.86
300496.SZ	中科创达	123.19	1.05	1.56	2.22	3.03	117.55	78.78	55.58	40.66
						平均值	66.48	45.28	34.41	27.05

资料来源：Wind、天风证券研究所

注：可比公司 EPS 预测采用 Wind 一致预期。

6. 风险提示

1. 全球新冠疫情加剧

全球疫情反复可能导致汽车销量下滑风险。

2. 芯片供给短缺加剧

芯片供给短缺现象可能延续，将直接或间接影响公司产能，进而影响公司盈利能力。

3. 新客户拓展不及预期

若公司新客户拓展不及预期，未来业绩增速或有一定回落。

4. 并购整合不及预期

并购整合的协同效应可能低于预期，影响整合后的盈利能力。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	6,579.62	8,650.02	15,181.22	12,627.91	18,812.20	营业收入	61,698.90	47,889.84	52,313.76	62,368.39	73,428.66
应收票据及应收账款	8,816.45	7,400.31	7,131.28	10,193.27	11,019.46	营业成本	51,826.68	41,517.03	43,879.22	51,755.80	60,141.13
预付账款	374.72	269.75	539.04	408.67	639.11	营业税金及附加	151.72	133.85	104.63	124.74	146.86
存货	7,287.08	6,330.34	4,639.46	10,276.42	6,518.29	营业费用	1,498.20	901.19	993.96	1,185.00	1,395.14
其他	2,729.82	3,529.00	2,901.50	4,014.42	3,331.74	管理费用	3,626.45	3,068.30	3,164.98	3,430.26	4,112.01
流动资产合计	25,787.69	26,179.42	30,392.50	37,520.69	40,320.79	研发费用	2,610.10	2,301.21	2,511.06	2,806.58	3,084.00
长期股权投资	873.01	1,862.48	1,862.48	1,862.48	1,862.48	财务费用	1,016.30	1,072.74	578.57	493.93	384.20
固定资产	12,955.86	11,464.29	10,974.37	10,092.46	8,969.56	资产减值损失	(199.84)	(127.03)	60.00	40.00	40.00
在建工程	1,948.47	2,052.94	1,267.76	808.66	515.19	公允价值变动收益	23.24	(3.01)	(97.86)	0.00	0.00
无形资产	4,877.80	4,458.87	3,674.10	2,865.98	2,044.54	投资净收益	725.68	1,798.47	800.00	500.00	400.00
其他	10,482.00	10,247.14	10,277.27	10,362.59	10,274.10	其他	(1,118.56)	(3,259.98)	(1,404.28)	(1,000.00)	(800.00)
非流动资产合计	31,137.14	30,085.72	28,055.98	25,992.18	23,665.87	营业利润	1,538.94	487.06	1,723.48	3,032.08	4,525.33
资产总计	56,924.83	56,265.15	58,448.48	63,512.86	63,986.66	营业外收入	10.57	19.06	20.00	20.00	20.00
短期借款	6,486.40	4,612.81	6,000.00	5,000.00	4,500.00	营业外支出	38.47	12.28	30.00	30.00	30.00
应付票据及应付账款	9,846.52	8,050.27	6,576.14	13,149.23	9,815.22	利润总额	1,511.04	493.84	1,713.48	3,022.08	4,515.33
其他	5,660.01	7,860.90	10,085.14	7,747.68	10,190.36	所得税	58.81	290.01	308.43	513.75	767.61
流动负债合计	21,992.93	20,523.97	22,661.28	25,896.91	24,505.58	净利润	1,452.23	203.83	1,405.05	2,508.33	3,747.72
长期借款	11,692.10	11,865.79	10,000.00	9,000.00	8,000.00	少数股东损益	512.18	(412.34)	421.52	877.91	1,311.70
应付债券	1,557.51	523.61	500.00	860.37	627.99	归属于母公司净利润	940.06	616.17	983.54	1,630.41	2,436.02
其他	4,575.16	3,883.25	3,800.00	4,086.14	3,923.13	每股收益(元)	0.69	0.45	0.72	1.19	1.78
非流动负债合计	17,824.77	16,272.65	14,300.00	13,946.51	12,551.12						
负债合计	39,817.69	36,796.62	36,961.28	39,843.42	37,056.70	主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	4,528.94	4,299.54	4,721.06	5,598.97	6,910.67	成长能力					
股本	1,237.26	1,368.08	1,368.08	1,368.08	1,368.08	营业收入	9.82%	-22.38%	9.24%	19.22%	17.73%
资本公积	7,449.56	9,996.38	9,996.38	9,996.38	9,996.38	营业利润	79.87%	-68.35%	253.85%	75.93%	49.25%
留存收益	11,534.21	14,611.23	15,398.06	16,702.39	18,651.20	归属于母公司净利润	-28.67%	-34.45%	59.62%	65.77%	49.41%
其他	(7,642.83)	(10,806.71)	(9,996.38)	(9,996.38)	(9,996.38)	获利能力					
股东权益合计	17,107.14	19,468.53	21,487.20	23,669.44	26,929.96	毛利率	16.00%	13.31%	16.12%	17.02%	18.10%
负债和股东权益总计	56,924.83	56,265.15	58,448.48	63,512.86	63,986.66	净利率	1.52%	1.29%	1.88%	2.61%	3.32%
						ROE	7.47%	4.06%	5.87%	9.02%	12.17%
						ROIC	9.43%	2.29%	6.93%	13.13%	16.17%
						偿债能力					
						资产负债率	69.95%	65.40%	63.24%	62.73%	57.91%
						净负债率	82.78%	62.00%	23.36%	24.64%	-7.47%
						流动比率	1.17	1.28	1.34	1.45	1.65
						速动比率	0.84	0.97	1.14	1.05	1.38
						营运能力					
						应收账款周转率	6.25	5.91	7.20	7.20	6.92
						存货周转率	8.31	7.03	9.54	8.36	8.74
						总资产周转率	1.06	0.85	0.91	1.02	1.15
						每股指标(元)					
						每股收益	0.69	0.45	0.72	1.19	1.78
						每股经营现金流	2.86	2.28	4.54	-0.24	6.17
						每股净资产	9.19	11.09	12.26	13.21	14.63
						估值比率					
						市盈率	35.10	53.55	33.55	20.24	13.55
						市净率	2.62	2.18	1.97	1.83	1.65
						EV/EBITDA	4.36	6.56	8.46	6.87	4.63
						EV/EBIT	6.79	11.16	16.73	11.38	6.86

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,452.23	203.83	983.54	1,630.41	2,436.02
折旧摊销	3,111.05	2,987.66	2,249.88	2,319.13	2,367.81
财务费用	1,086.40	1,140.71	578.57	493.93	384.20
投资损失	(725.68)	(1,798.47)	(800.00)	(500.00)	(400.00)
营运资金变动	(4,317.10)	(193.54)	2,875.67	(5,145.05)	2,345.45
其它	3,312.55	780.56	323.65	877.91	1,311.70
经营活动现金流	3,919.46	3,120.75	6,211.30	(323.67)	8,445.18
资本支出	5,793.61	2,190.63	273.25	(116.14)	293.01
长期投资	797.74	989.47	0.00	0.00	0.00
其他	(10,287.76)	(5,875.77)	532.47	446.14	(23.01)
投资活动现金流	(3,696.42)	(2,695.67)	805.72	330.00	270.00
债权融资	20,741.51	20,720.88	20,200.00	18,460.37	16,800.88
股权融资	(1,786.43)	987.86	231.76	(493.93)	(384.20)
其他	(20,757.88)	(20,790.32)	(20,917.59)	(20,526.08)	(18,947.57)
筹资活动现金流	(1,802.80)	918.42	(485.83)	(2,559.64)	(2,530.89)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(1,579.76)	1,343.50	6,531.20	(2,553.31)	6,184.29

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com