

# 均胜电子 (600699.SH) 安全业务为基，构筑全能型智能汽车零部件供应商

2021 年 10 月 02 日

——中小盘首次覆盖报告

**投资评级：买入（首次）**

日期	2021/9/30
当前股价(元)	17.44
一年最高最低(元)	30.58/15.78
总市值(亿元)	238.59
流通市值(亿元)	238.59
总股本(亿股)	13.68
流通股本(亿股)	13.68
近 3 个月换手率(%)	251.68

**任浪（分析师）**

renlang@kysec.cn

证书编号：S0790519100001

**● 汽车安全业务释放利润，智能网联大潮下汽车电子业务迅速崛起**

均胜电子汽车安全业务已跻身全球第二，目前业务整合接近尾声，新订单的落地将推动安全业务收入和盈利能力企稳回升。智能汽车领域，公司在座舱领域壁垒深厚，将充分受益于座舱域化带来的单车价值量提升红利；同时强化自动驾驶布局，卡位激光雷达和自动驾驶域控制器核心环节。电控领域则依靠 BMS 的技术积累实现业务快速成长。安全、智能、电控全布局，公司向着电动智能汽车时代全方位零部件和服务提供商迈进。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 9.14/13.18/20.12 亿元，对应 EPS 分别为 0.67/0.96/1.47 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 26.1/18.1/11.9 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

**● 受益于汽车智能化、电动化趋势，智能汽车业务迎来快速发展**

座舱在“大屏化”、“多屏化”以及域化的趋势下，单车价值提升推动市场扩容。人车交互模式亦由早期的按键等向着触控、手势、语音等融合交互的方式升级，汽车正迈向移动的“第三生活空间”。同时在 E/E 架构、通信架构和软件架构升级的带动下，高算力的中央计算平台正在驱动自动驾驶加速到来，L3 级别的自动驾驶正走向量产交付。硬件预埋、软件迭代更新的模式使得自动驾驶的硬件行业景气将提前到来。公司提前布局的座舱域控制器正迎来快速增长，前瞻性布局的激光雷达和自动驾驶域控制器在原有技术和客户优势基础下未来可期。

**● 汽车安全业务迎来修复，全能型智能汽车零部件供应商正成型**

高田汽车安全业务正从上一轮安全气囊事件中走出，和 KSS 的业务整合也进入尾声。未来随着整合费用的下降、高效产能的搭建以及新订单的逐步落地，公司汽车安全业务将迎来修复。同时，在电动智能化推动下，公司 HMI、座舱域控制器和 BMS 产品将迎来持续升级，单车价值提升。此外，公司从核心环节切入，卡位自动驾驶感知层核心的激光雷达和决策层核心的域控制器。公司坐拥全球化的产能布局和客户体系，兼具软硬件一体化的产业链供应能力，有望充分把握行业电动智能化带来的机遇，向着全能型智能汽车零部件供应商迈进。

**● 风险提示：**芯片短缺超预期，整合进度低预期等。

**财务摘要和估值指标**

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	61,699	47,890	49,471	55,150	62,387
YOY(%)	9.8	-22.4	3.3	11.5	13.1
归母净利润(百万元)	940	616	914	1,318	2,012
YOY(%)	-28.7	-34.5	48.4	44.2	52.7
毛利率(%)	16.0	13.3	14.5	15.2	16.5
净利率(%)	1.5	1.3	1.8	2.4	3.2
ROE(%)	8.5	1.0	3.3	6.3	9.7
EPS(摊薄/元)	0.69	0.45	0.67	0.96	1.47
P/E(倍)	25.4	38.7	26.1	18.1	11.9
P/B(倍)	1.9	1.6	1.5	1.4	1.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、多次国际并购，实现多业务全球化布局.....	4
1.1、多次并购完成业务升级，全球布局奠定产业地位.....	4
1.2、整合、疫情、缺芯等阶段性影响逐步消除，业绩有望逐步释放.....	5
1.3、汽车智能化趋势下，汽车电子成为公司新的增长极.....	6
2、智能化、电动化、网联化大势所趋，配套厂商迎机遇.....	7
2.1、电动化：新能源汽车加速渗透，电池解决方案需求增加.....	7
2.2、智能化：汽车迈向移动的“第三生活空间”.....	8
2.3、网联化：车联网渗透率提高，C-V2X技术成发展趋势.....	12
2.4、安全性：汽车安全法规愈加严格，推动市场需求扩大.....	12
3、整合逐步完成，主动+被动安全协同市场份额提升可期 .....	13
3.1、整合完成，降本增效措施推进，安全业务盈利能力逐步改善.....	13
3.2、产品持续升级创新，布局集成安全解决方案.....	14
3.3、自主、海外齐发力，向着更高的市场份额进发.....	15
4、智能汽车全面布局，为客户提供整车解决方案 .....	16
4.1、HMI 壁垒深厚，软硬件协同发展，享受座舱单车价值提升红利 .....	16
4.1.1、客户丰富叠加广泛的软硬件适配能力帮助公司享受座舱单车价值提升红利 .....	16
4.1.2、人机交互的深入理解构筑座舱领域的深厚壁垒 .....	17
4.1.3、华为合作如虎添翼，向广阔智能座舱市场进发 .....	18
4.2、感知层+决策层布局，加快自动驾驶产业化落地 .....	18
4.2.1、战略投资图达通，布局激光雷达 .....	19
4.2.2、布局自动驾驶域控制器，把握自动驾驶决策层中枢 .....	19
4.2.3、前瞻布局 5G-V2X 产品，有望成为全球首个量产项目 .....	20
4.3、E-mobility 一体化布局，公司是最大的 BMS 第三方供应商 .....	21
5、盈利预测与投资建议 .....	22
6、风险提示 .....	23
附：财务预测摘要 .....	24

## 图表目录

图 1：公司通过多次海外并购成为全球优秀的汽车零部件供应商 .....	4
图 2：均胜电子客户覆盖全球主流车厂 .....	5
图 3：公司营业收入 2021H1 开始重回增长 .....	6
图 4：公司归母净利润 2021H1 大幅回升 .....	6
图 5：公司汽车电子业务占比持续提升 .....	6
图 6：公司 2021H1 汽车电子订单量同比增长 146% .....	6
图 7：智能化、电动化、网联化逐步成为汽车行业的“新三化” .....	7
图 8：我国新能源汽车渗透率正加速提升 .....	8
图 9：2025 年 BMS 市场规模预计将达到 128 亿美元 .....	8
图 10：IDC 预计 2025 年全球智能汽车出货量将超过 9000 万辆 .....	8
图 11：E/E 架构从分布式向集中式发展 .....	10
图 12：智能座舱向更多功能化发展 .....	11
图 13：2025 年中国智能座舱渗透率将达到 75.9% .....	11

图 14: 预计 2025 年全球 HMI 市场规模超 50 亿美元 .....	11
图 15: 2020 年被动安全平均单车费用约 366 美元 .....	13
图 16: 2025 年被动安全市场规模将超过 300 亿美元 .....	13
图 17: 2026 年主动安全单车费用将达到 275 美元 .....	13
图 18: 预计 2026 年主动安全市场规模达 260 亿美元 .....	13
图 19: 公司安全业务整合费用持续下降 .....	14
图 20: 均胜工厂全球布局 .....	14
图 21: 公司汽车安全产品种类丰富，且持续升级 .....	15
图 22: 均胜电子汽车安全市占率全球第二 .....	16
图 23: 公司汽车安全业务营收向奥托立夫逐步靠拢 .....	16
图 24: 公司汽车电子产品及客户丰富 .....	16
图 25: 公司提供全套完整的智能座舱解决方案 .....	17
图 26: 公司 HMI 产品持续升级 .....	18
图 27: 公司与华为签约携手布局智能座舱领域 .....	18
图 28: 均胜电子携手图达通向蔚来提供激光雷达 .....	19
图 29: 公司正在搭建自动驾驶平台架构 .....	20
图 30: 均胜电子 V2X 平台功能丰富 .....	20
图 31: 均胜电子 E-mobility 业务一体化布局 .....	21
图 32: 公司 E-mobility 已经搭载于保时捷、Volvo 等车型 .....	22
 表 1: 通过多次国际并购，开启全球化布局 .....	4
表 2: 各国积极加码智能汽车方向 .....	8
表 3: 车企纷纷布局高等级自动驾驶 .....	11
表 4: 均胜安全覆盖了国内和海外的主流客户 .....	15
表 5: 可比公司盈利预测与估值（截至 2021/09/27） .....	22

## 1、多次国际并购，实现多业务全球化布局

### 1.1、多次并购完成业务升级，全球布局奠定产业地位

公司通过多次并购实现了业务的升级，并成为全球优秀的汽车零部件供应商。均胜电子于2004年成立，初期主要从事以传统内外饰功能件为主的汽车零部件供应。2011年，公司收购德国普瑞进军高端汽车电子产品的开发以及海外市场的运营；2015年收购德国群英布局高端功能件业务；2016-2018年，公司先后完成对汽车安全系统制造商美国KSS、日本高田（除PSAN业务）和汽车信息系统开发商德国TS道恩的多起并购项目。通过多次优质的海外并购，公司变身为全球第二的汽车安全以及全球领先的智能车联供应商。2020-2021年，公司开始对自身业务进行聚焦和整合，出售了均胜群英，并对激光雷达厂商图达通进行战略投资，进一步聚焦汽车安全和电动智能汽车两大领域。

**图1：公司通过多次海外并购成为全球优秀的汽车零部件供应商**



资料来源：公司官网、开源证券研究所

**表1：通过多次国际并购，开启全球化布局**

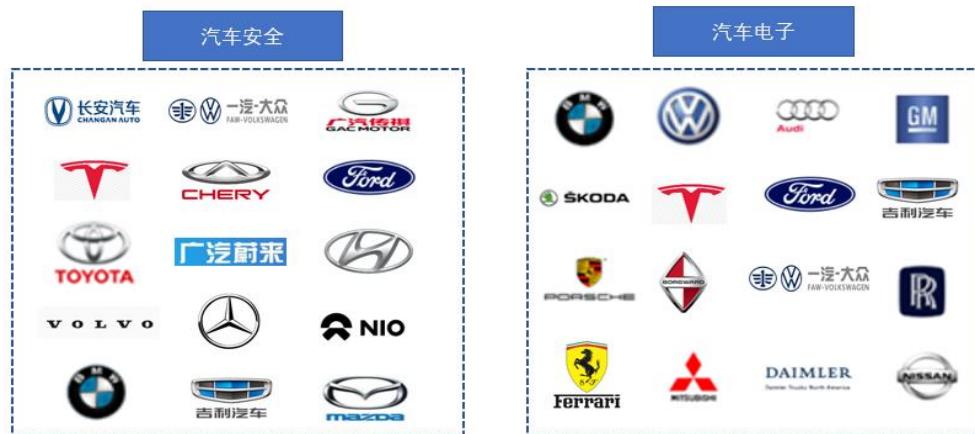
年份	公司	收购金额	主营业务	并购为均胜带来的发展	客户
2011	普瑞	1.8亿欧元	主要业务包括空调控制系统、驾驶控制系统、传感器系统、电子驻车系统、电源管理系統等系列。	公司主营业务拓展至高端汽车电子部件产品线得到极大丰富与升级，同时产品实现全球化市场运营	宝马、奔驰、劳斯莱斯
2013	Innoventis	53万欧元	从事汽车电子系统测试、软件模块及电子网络系统。	加强汽车电子领域业务	
2014	IMA (2017年出售)	1430万欧元	专注于工业机器人的研发、制造和集成	改进自动化生产线效率	大陆、博朗、博格华纳
2015	群英 (2020年交割)	9968万欧元	从事高端方向盘总成与内饰功能件业务的公司	升级高端零部件生产	奔驰、宝马、奥迪
2016	KSS	1.8亿欧元	主营业务为汽车安全类产品的研发、生产和销售具体产品包括无人驾驶辅助系统(ADAS)、主动安全防护、主动化的被动安全产品(主动防护式安全带、带提醒警告功能方向盘等产品等)。	拓展安全件市场，公司产品线将进一步补齐和完善	上汽、长安、特斯拉
2016	TS	9.2亿美元	从事汽车行业模块化信息系统的开发和供应、导航辅助驾驶和智能车联的业务	拓展导航、娱乐功能等，整合软件和硬件业务，提供完整的解决方案	大众、吉利、沃尔沃
2016	EVANA (2017年出售)	1950万欧元	专注于工业机器人和自动化系统的研发、制造和集成	有助于IMA的工业机器人及自动化业务拓展北美市场，提升公司工业机器人及自动化业务的国际化服	麦格纳、爱尔康、天合

年份	公司	收购金额	主营业务	并购为均胜带来的发展	客户
				务能力	
2017	高田 (除 PSAN)	15.88 亿 美元	高田是一家全球领先的汽车安全系统制造商，其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。	实现产能的有效扩充并满足新增订单的需要，同时将进入日本市场和日系整车厂商供应体系	宝马、奔驰、大众、福特
2020	图达通		图像级激光雷达传感器	布局激光雷达，未来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	蔚来

资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司是国内少有的业务遍布全球、客户包含主流国际整车厂商的优质零部件供应商。公司通过收购海外顶级汽车零部件的供应商如德国普瑞、高田等覆盖了大部分主流整车厂客户。汽车安全方面，公司是大众、本田、日产雷诺、奔驰、沃尔沃、丰田等全球知名整车厂商的长期合作伙伴，同时也开始为特斯拉、长安、长城、广汽、一汽、上汽、江淮、小鹏、蔚来等自主品牌和新势力品牌供货。汽车电子方面，公司是大众、宝马、奔驰、福特、通用等在内的欧美和德系客户的稳定供应商。近年持续推进中国区新客户的汽车电子产品落地，业务占比不断提高，目前已进入吉利、广汽等自主品牌车型供应链。公司优质的客户布局奠定自身的行业地位，为业务扩容以及新产品切入全球汽车市场提供了良好的基础。

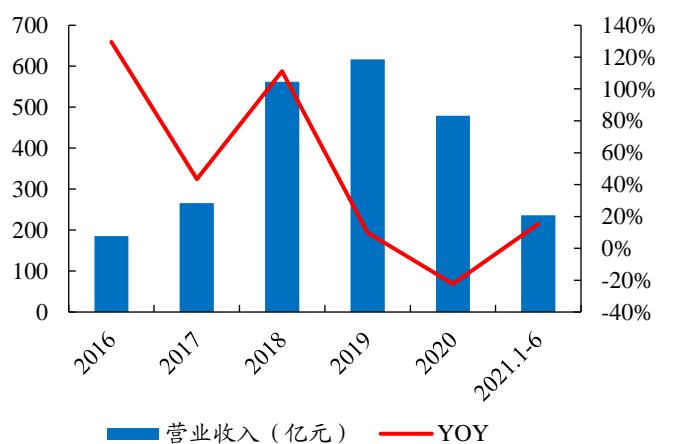
图2：均胜电子客户覆盖全球主流车厂



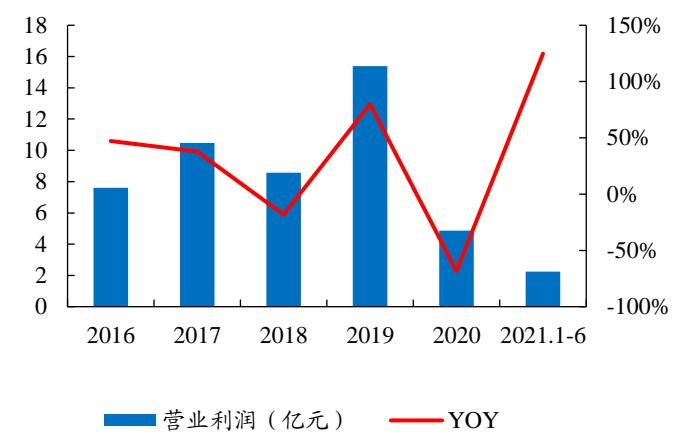
资料来源：公司公告、开源证券研究所

## 1.2、整合、疫情、缺芯等阶段性影响逐步消除，业绩有望逐步释放

疫情等阶段性因素影响下，2020 年收入短暂调整，未来有望重新起航。2016-2019 年期间，营业收入和净利润分别从 185.5/7.6 亿元上升到 616.9/15.39 亿元，CAGR 分别为 35.0%/19.3%，并购叠加自身成长带来收入和业绩的快速增加。2020 年，新冠疫情下，全球汽车销量下滑 16.24%，公司海内外工厂强制停工停产，导致 2020 年营业收入下降 22.38%。叠加整合因素的影响，全年归属于上市公司股东的净利润大幅减少。进入 2021 年以来，疫情影响逐步减小，海内外需求全面恢复，尽管面临汽车行业“缺芯”的影响，公司的收入仍然开始逐步修复，2021H1 实现营业收入 237 亿元，同比增长 15.2%，实现归母净利润 2.69 亿元，同比增长 149.83%。

**图3：公司营业收入 2021H1 开始重回增长**


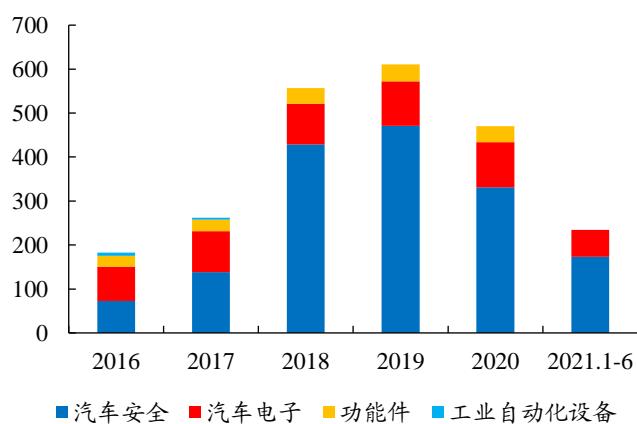
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图4：公司归母净利润 2021H1 大幅回升**


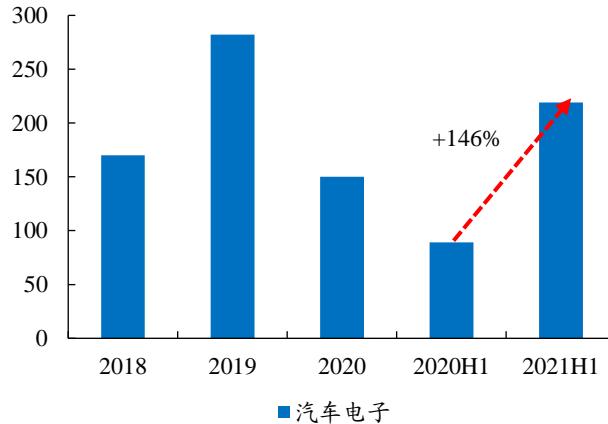
数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.3. 汽车智能化趋势下，汽车电子成为公司新的增长极

汽车安全受益其在全球的竞争力形成稳健的基本盘，汽车电子、智能车联是公司未来主要的发力方向。汽车安全相关业务由均胜安全系统有限公司负责经营，该业务2021H1占公司总营收比例为74%。2021H1公司汽车电子业务收入占比26%，较2020年占比提升了4.0个pct。汽车电子相关业务分为两个主体，其中：均胜普瑞主要负责HMI和E-mobility业务，均联智行主要覆盖智能车联方面业务。订单方面公司在2021H1新获订单合计约334亿元，其中，汽车安全业务获得115亿元，同比下降30%。主要由于公司在安全领域市占率已经较高，业务一定程度上受到全球整车出货量的影响，同时2021年的“缺芯”打乱了整车厂的订单节奏。公司汽车安全业务目前累计在手订单充裕，2021H1公司汽车安全收入在“缺芯”背景下仍然实现19.19%的增长。汽车电子方面，行业在电动智能化的驱动下保持高景气，公司汽车电子业务2021H1同样保持了43.49%的快速增长。同时，2021年上半年公司获得了219亿元的汽车电子新订单，同比增长146%。可以看到无论是现有业务占比还是新增订单情况，汽车电子业务正在快速成长为公司新的增长极。

**图5：公司汽车电子业务占比持续提升**


数据来源：Wind、开源证券研究所

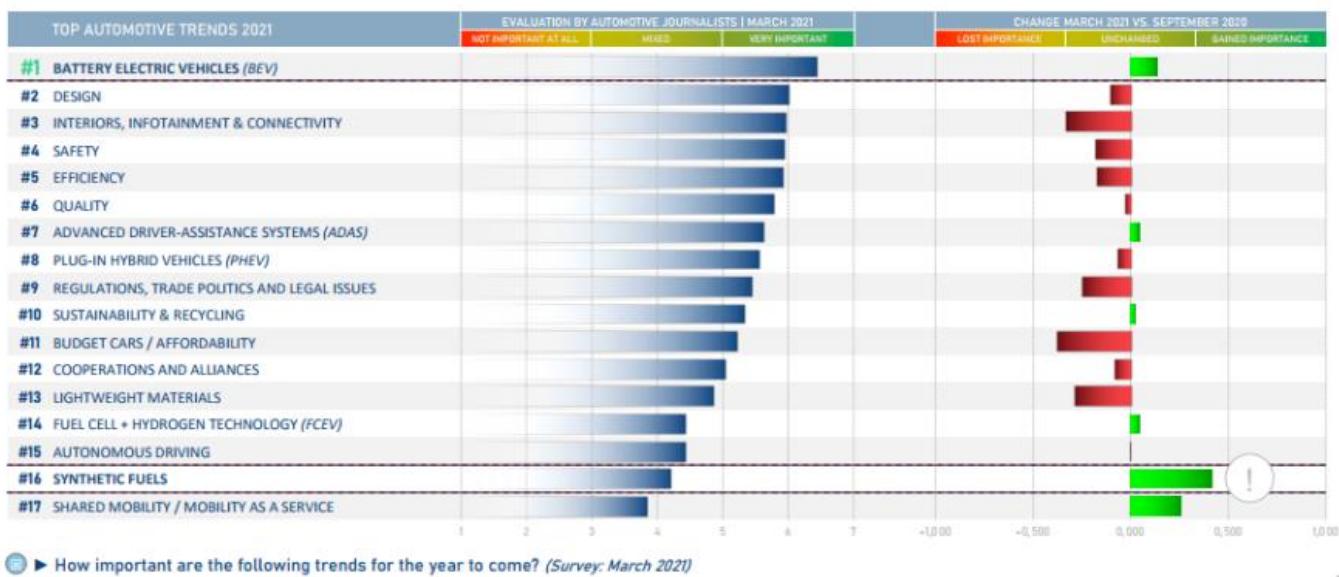
**图6：公司 2021H1 汽车电子订单量同比增长 146%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、智能化、电动化、网联化大势所趋，配套厂商迎机遇

智能化、电动化、网联化以及安全性成汽车行业关注焦点。根据 Cision Insights 对 20 多个国家进行的有关汽车行业发展趋势的问卷调查中，汽车电动化、汽车安全性、驾驶辅助系统和自动驾驶以及娱乐信息系统都是市场关注的焦点，汽车行业的“新三化”发展已逐渐成为必然趋势。

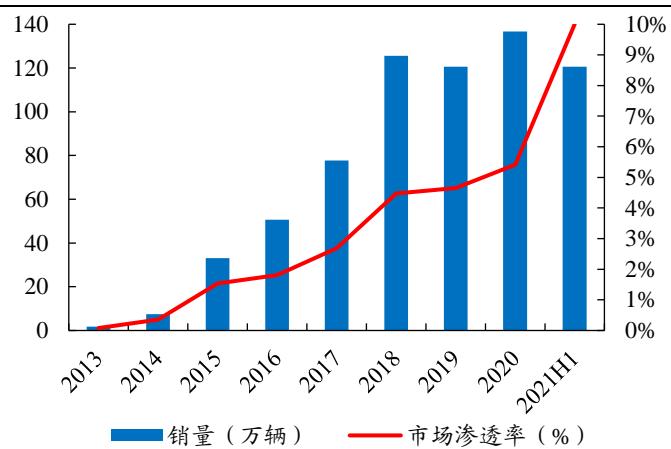
图7：智能化、电动化、网联化逐步成为汽车行业的“新三化”



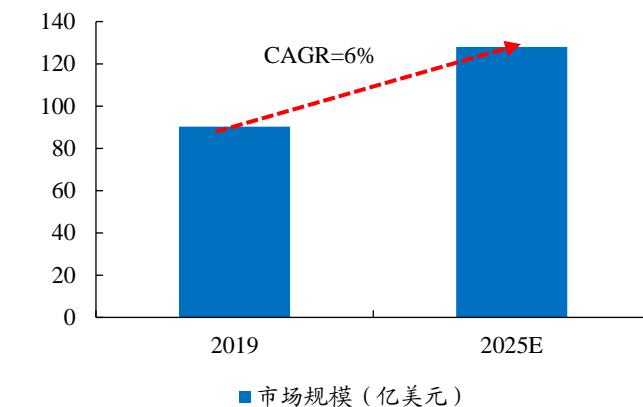
资料来源：199it、Cision

### 2.1、电动化：新能源汽车加速渗透，电池解决方案需求增加

政策驱动叠加市场需求，新能源汽车渗透率有望持续快速提升，BMS 等电控器件充分受益汽车电动化趋势，市场空间稳步扩张。在“双碳”政策和市场需求的双轮驱动下，我国新能源汽车渗透率正迎来加速提升。2021 年 8 月，我国新能源乘用车批发销售量为 30.4 万辆，渗透率开始突破 20%。电动汽车的电池是整车成本中占比最大的部分之一，电池的性能和寿命与电池管理系统密不可分。BMS（Battery management system，电池管理系统）主要用于对动力电池进行在线检测和实时监控，为整车提供动力电池电压、电流、温度、电荷状态及绝缘状态等信息，同时实时判断电池的运行状态及电池组离散性，若出现故障，能及时向整车发送故障信号并报警。开发 BMS 需要对电池的性能有深刻的理解，同时对系统算法的要求较高。该领域市场需求随电动汽车市场同步扩大，Market watch 预计到 2025 年市场规模将达到 128 亿美元。同时由于电车需要将充电、电池电源等进行多种电压变换和交直流转换，也带来了庞大的功率设备的需求。其中，OBC（On board charger，车载充电器）通常将日常的 AC220V 交流电转化成电动车所需的高压直流电。双向 OBC 还可以支持将电池中的直流电转化成 220V 交流电输出的功能。据一览众咨询预测，2023 年我国 OBC 市场规模将达到 57.9 亿元。DC/DC 通常为汽车上的电流转换装置，将动力电池的高压电流转换成低压电流，为车上的其他低压设备如空调等供电。据一览众咨询预测，我国 DC/DC 市场在 2022 年将达到 60 亿以上的市场规模。

**图8：我国新能源汽车渗透率正加速提升**


数据来源：前瞻经济学人、开源证券研究所

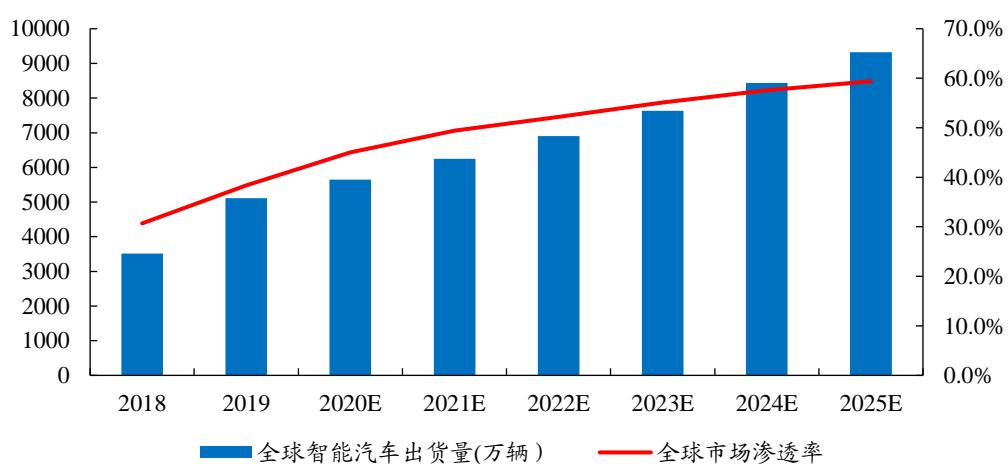
**图9：2025年BMS市场规模预计将达到128亿美元**


数据来源：Market watch、开源证券研究所

## 2.2、智能化：汽车迈向移动的“第三生活空间”

各国加速推动智能汽车产业的发展，智能化现已成为全球汽车行业的战略布局方向。

根据《IDC 全球智能网联汽车预测报告》数据，2019 年全球智能汽车出货量达到 5110 万辆，同比增长 45.4%，预计到 2025 年，全球智能汽车的出货量将超过 9000 万辆。各国政府纷纷出台政策加大对智能汽车领域的投资，制定智能汽车行业的远期规划，行业标准，进而推动智能汽车行业的发展。

**图10：IDC 预计 2025 年全球智能汽车出货量将超过 9000 万辆**


数据来源：前瞻经济学人、IDC、开源证券研究所

**表2：各国积极加码智能汽车方向**

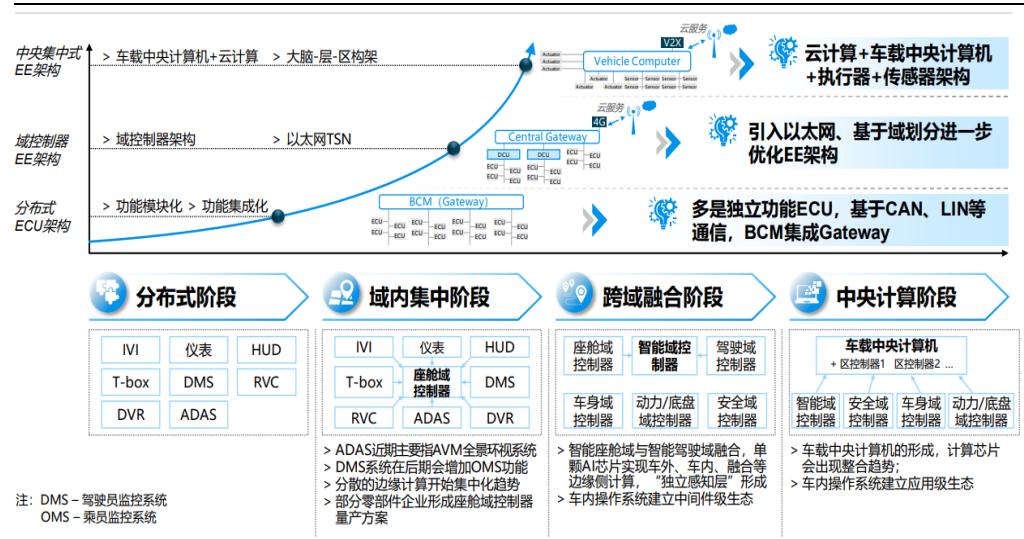
车企	智能汽车政策	主要内容
美国	《确保美国自动驾驶领先地位：自动驾驶汽车 4.0》	确保美国自动驾驶的领先地位，确立了美国政府在自动驾驶汽车方面的十大技术原则。
英国	新交通法规	法规指出，英国驾驶员能够在驾驶过程中使用特定的 ADAS 系统，如：遥控停车、高速公路驾驶辅助等功能
日本	《自动驾驶系统安全技术指南》	主要对 L3 和 L4 级别的自动驾驶汽车需满足的安全要求进行了规定
德国	《自动和联网驾驶战略》	宣布将投入数十亿欧元改造网络基础设施、鼓励智能汽车研发

	《道路交通法修订案》	允许自动驾驶在特定条件下替代人类驾驶，同时规定配有自动驾驶系统的汽车内需安装类似“黑匣子”的装置，记录系统运作、要求介入和人工驾驶等不同阶段的具体情况，以明确交通事故责任
韩国	《自动驾驶安全标准》	针对自动驾驶汽车的部分功能提出有条件自动驾驶车(L3 级)安全标准
	未来汽车国家愿景	重点推动智能汽车和绿色汽车的发展
欧盟	《2030 未来汽车产业发展战略》	包括构建无人驾驶管理体系及路网系统、促进汽车产业转型等
	《智能汽车安全的良好实践》	提出了智能汽车网络安全及隐私保护等问题的解决思路和框架，制定了智能汽车网络安全措施清单，对成员国构建智能汽车网络安全体系提供了参考建议
中国	《通往自动化出行之路: 欧盟未来出行战略》	提出到 2030 年完全进入自动驾驶社会
	《智能汽车创新发展战略》	2025 年实现有条件自动驾驶智能汽车规模化量产，实现高度自动驾驶的智能汽车在特定环境下市场化应用
	《关于促进道路交通自动驾驶技术发展和应用的指导意见》	到 2025 年自动驾驶基础理论研究取得积极进展，道路基础设施智能化、车路协同等关键产品研发测试取得突破，出台一批自动驾驶方面的基础性、关键性标准，建成一批国家级先导应用示范工程
	《国家车联网产业标准体系建设指南(智能网联汽车)》	确立我国发展智能网联汽车将“以汽车为重点和以智能化为主、兼顾网联化”的总体思路，建立智能网联汽车标准体系，并逐步形成统一、协调的体系架构
	《中国制造 2025》	到 2025 年，掌握自动驾驶总体技术及各项关键技术，建立较完善的智能网联汽车自主研发体系，生产配套体系及产业群，基本完成汽车产业转型升级

资料来源：观研报告网、开源证券研究所

**汽车电子电气架构从分布式走向集中，域控制器应运而生。**ECU ( Electronic Control Unit, 电子控制单元) 又称为行车电脑，泛指汽车上的各类控制器。随着汽车的智能化功能的不断增加，单车 ECU 的需求也在增加，奥迪 A8L 早在 2013 年就装配超过 100 个 ECU。单车 ECU 数量日益庞大使得整车厂研发过程中需要对接庞大数量的供应商，研发成本显著推高，生产过程中，链接 ECU 的线束越来越复杂使得人工成本居高不下 ( 线束安装占人工成本的 50% )，同时更多的 ECU 也意味着更加严峻的信息安全、可靠性问题。特斯拉在 Model3 的电子电气架构中，将众多 ECU 的功能集中到一个中央计算模块和三个区域控制器上，域集中式/中央计算式的电子电气架构开始进入人们的视野。该种架构优势明显：(1) 智能化：高算力的域控制器芯片使得复杂操作系统的运行成为可能，复杂应用在汽车上运行成为可能，汽车智能化将得以实现；(2) 灵活性：软件开发人员能独立于底层硬件进行上层软件的开发和升级，硬件可插拔、软件可迭代得以实现，通过不断地 OTA 升级，汽车功能不断完善，生命周期被大大延长；(3) 低成本：原先分散在各大域控制器上的算力资源得以集中调度，减少冗余；同时 ECU 数量、线束长度都大大减少，为整车厂节约了成本。汽车电子电气架构的集中化，本质上就是将多个 ECU 的功能融合成为域控制器的过程。智能汽车时代，整车智能化硬件的比拼，越来越成为芯片和算力的角逐，域控制器作为汽车的大脑，重要性不言而喻。

图11: E/E 架构从分布式向集中式发展



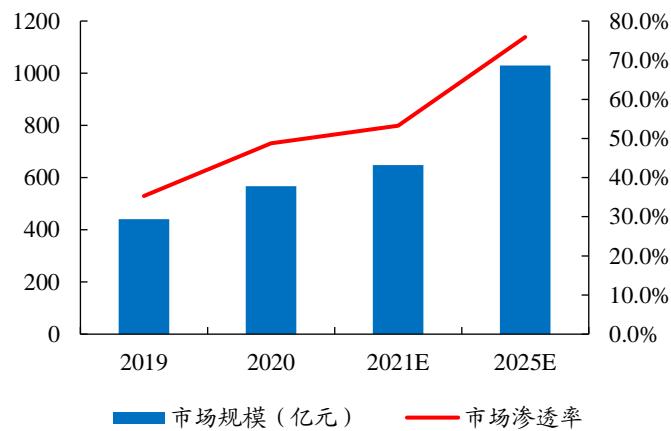
资料来源: 罗兰贝格、地平线

整车厂“硬件预埋，软件迭代”模式下，域控制器需求将率先爆发。域控制器是未来汽车运算决策的中心，包含独立的芯片、内存、PCB板卡等基础硬件，也包含板级支持包、操作系统等一些列底层的软件，类似于一台电脑，而整车则相当于一个带有多个电脑的局域网。为了实现汽车的持续进化，整车厂通常采用“硬件预埋，后续软件迭代升级”的方式进行配置，即配置性能最佳的“电脑”以方便后续系统和软件的升级。因此智能汽车时代，域控制器的需求也将率先爆发，据 ICVTank 预测，全球智能座舱域控制器出货量将从 2019 年的 40 万套提升至 2025 年的 1300 万套，全球自动驾驶域控制器市场规模也将从 2019 年的 0.4 亿美元提升至 2025 年的 20 亿美元。作为智能汽车时代的新兴物种，域控制器需要满足车规级要求，生产过程中涉及和芯片的适配、底层板级支持包的开发，以及操作系统的适配，外设的调试等，对于供应商的综合能力要求较高。具有广泛的客户资源、强大的硬件生产能力以及强软件适配能力的供应商将在竞争中崭露头角。

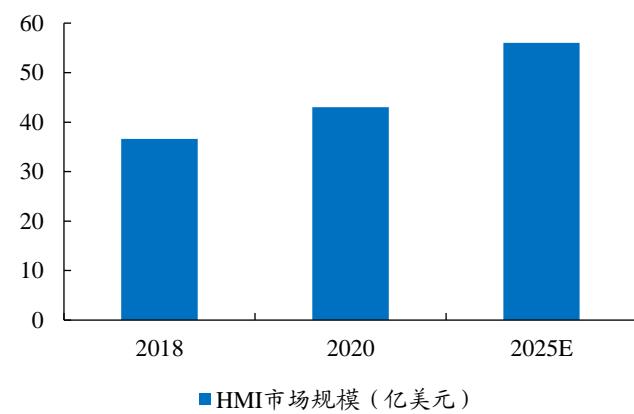
智能座舱领域，大屏化、多功能化以及多交互模式融合将成为未来的发展趋势。需求端方面，消费者对汽车的认知逐渐从“单一的交通工具”向“第三空间”转变，而座舱则是实现空间塑造的核心载体。人机交互（HMI）作为座舱的重要功能之一，早已从仅有物理按键交互，向着触屏交互、语音交互、手势交互并存的方式升级，大屏化、多屏化趋势显著。据 MRFR 预测，到 2027 年全球车载显示屏市场规模将达到 397 亿美元，2021-2027 年复合增速达到 13%。与此同时，语音交互等功能的渗透率也快速提升，带动智能座舱单车价值显著增长。据前瞻经济学人预计，2025 年中国市场智能座舱渗透率将达到 75%，市场规模超 1000 亿元。根据 market and market 预测，到 2025 年全球 HMI 市场规模将超过 50 亿美元，CAGR 为 5.2%。

**图12：智能座舱向更多功能化发展**


资料来源：罗兰贝格、地平线

**图13：2025年中国智能座舱渗透率将达到75.9%**


数据来源：前瞻经济学人、开源证券研究所

**图14：预计2025年全球HMI市场规模超50亿美元**


数据来源：Market and market、开源证券研究所

智能驾驶技术处于从L2级向L3级跨越，各大车企群雄逐鹿抢占高级别自动驾驶高地。工信部发布的《汽车产业中长期发展规划》提出目标：2020年中国量产的新车中智能驾驶技术装配率超过50%，2025年智能驾驶上车率达到80%。此外，各车企也开始纷纷往高阶智能驾驶推进：长城汽车在2021年推出咖啡摩卡，该车支持准L3级自动驾驶功能，计划2023年实现L4级别自动驾驶；长安、北汽分别表示将在2022年、2025年实现L4级自动驾驶产品的量产。自动驾驶功能已经成为消费者选择汽车较为重要的考量因素之一，部分车企甚至提出了较为激进的自动驾驶规划，我们认为软件收费的商业模式将进一步倒逼所有车企加速推进自动驾驶的研发进程。目前车企的自动驾驶技术研发通常采用自研为主或外部合作的方式，而自动驾驶所涉及的软硬件繁多，无论是整体解决方案，还是零部件领域，供应商都存在巨大的机会。面临新车型快速迭代的压力，整车厂将更加青睐技术实力强、布局完整、经过全球大客户检验、同时响应速度快本地化服务好的供应商。

**表3：车企纷纷布局高等级自动驾驶**

车企	自动驾驶布局
长安	2022年实现L4量产
威马	2021年量产L4车型

车企	自动驾驶布局
广汽	2022 年推出 L4 车型, 2024 年量产
长城	2021 年实现 L3, 2023 年实现 L4
理想	2023 年推出 L4 首款车型
上汽	2021、2022 年 L4 级 Robotaxi 示范运营, 2025 年量产
北汽	2020 年推出首款 L4 车型, 2025 年实现量产
福特	2022 年启动 L4 级车型
吉利	2022 年测试 L4 级车型
沃尔沃	2022 年推出 L4 车型

资料来源：盖世汽车、长城汽车官网、EEO、开源证券研究所

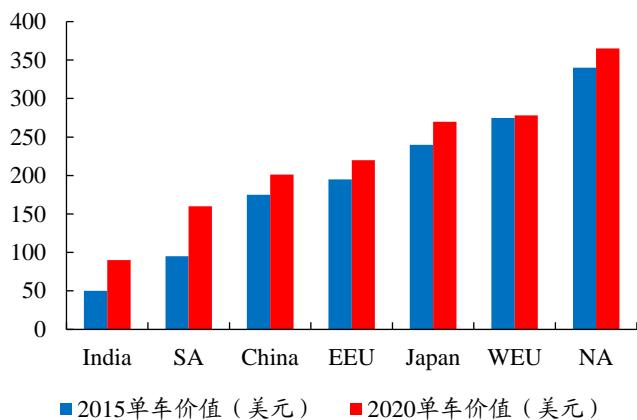
### 2.3、网联化：车联网渗透率提高，C-V2X 技术成发展趋势

车联网是汽车智能化的另一重要方式，C-V2X 是未来发展方向。V2X 不受天气等自然条件的影响，可解决车-车和车-路协同问题，拓展单车智能的感知范围，减少单车智能的负担，有效弥补当前单车智能自动驾驶的不足。车联网技术包含 DSRC(专用短距离通信技术)及 C-V2X 技术 (Cellular Vehicle-to-Everything, 基于蜂窝网络的无线通信技术) 等。其中 C-V2X 在延迟时间、通信距离、传输速率等方面表现出明显的优势，并可使用现有的蜂窝网络基础设施，成为 5G 的应用领域之一，有望成为主要的车联网技术实现方式。中美两国已经分别于 2018 和 2020 年确定 C-V2X 为未来车联网的技术路线。汽车通常通过 T-BOX 与路侧设备和基站进行链接，行业普及趋势下产品市场空间广阔。我们认为当前车联网行业标准逐步趋于成熟，尽管全面落地需要政府、行业、企业、个人的充分协同，但趋势已经非常明确，车企也已积极布局车载硬件迎接未来的网联时代。车企中，广汽 AionV 已经率先搭载 5G VBOX，集成了 T-box 和 V2X 功能，蔚来在 ET7 也将采用骁龙汽车 5G 平台，未来 5G T-BOX 有望逐步成为汽车的标配产品。

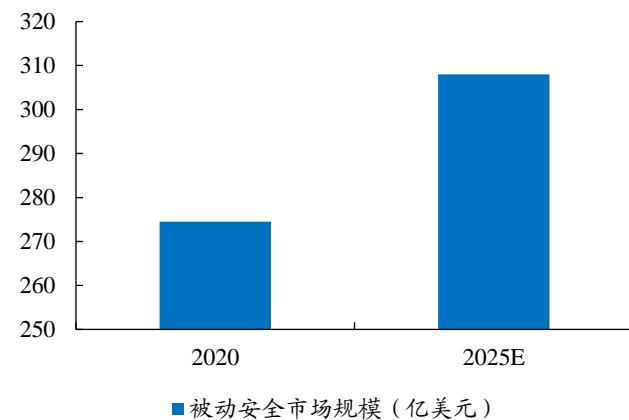
### 2.4、安全性：汽车安全法规愈加严格，推动市场需求扩大

随着各国对于汽车安全系统的法规愈加严格化及汽车安全评级标准的升级，汽车安全系统单车价值增加，市场规模不断扩大。随着汽车智能化、网联化发展，各国对于汽车安全配置的要求也变得更加严格。以欧盟为例，其要求在 2021 年之前，所有在欧洲销售的新车必须强制安装包括紧急刹车系统、紧急停止信号、智能车速辅助系统及车道保持辅助系统等在内的 12 项汽车安全配置，该规定不仅是针对欧洲的工厂，还包括其他国家的汽车厂商出口到欧盟的车辆。此外，各国针对汽车安全系统也制定了相关的评级系统，比如中国的 C-NCAP、欧洲的 ENCAP 和美国的 IIHS 系统等。可以观察到，市场对于汽车安全系统的重视度和需求都在不断提升。未来随着智能化程度的持续提升，消费者对于安全性的担忧也将驱动汽车安全市场的持续扩张。

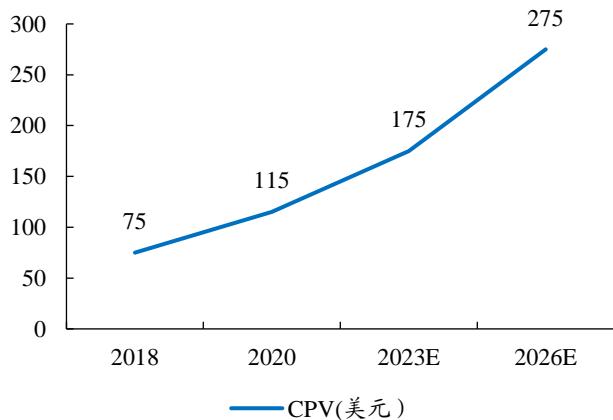
**被动安全体量较大，主动安全成长性高。**被动安全方面：根据 Autoliv 年报数据显示，全球单车被动安全的平均费用从 2015 年的 290 美元上涨至 2020 年的 366 美元。随着单车价值以及汽车产量的提升，预计到 2025 年被动安全市场规模将超过 300 亿美元。主动安全方面：根据 Veoneer 年报数据显示，主动安全单车费用从 2018 年的 75 美元上涨至 2020 年的 115 美元。且 2020-2026 年将以 CAGR 为 15.6% 的增速继续保持增长，预计 2026 年单车费用将达到 275 美元，市场规模超 260 亿美元。

**图15：2020年被动安全平均单车费用约366美元**


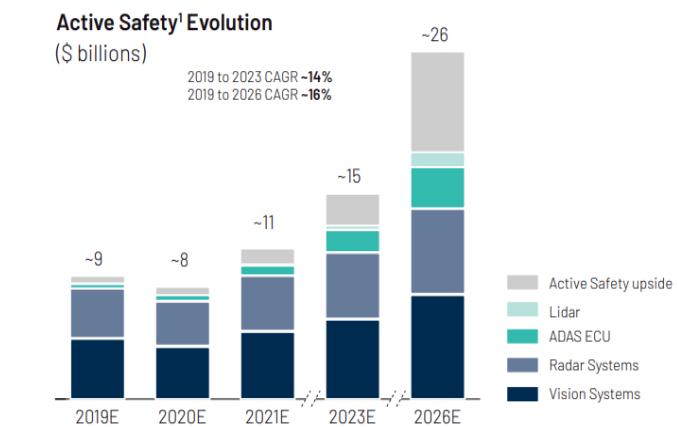
数据来源：Autoliv 官网、开源证券研究所

**图16：2025年被动安全市场规模将预计超过300亿美元**


数据来源：Technavio、开源证券研究所

**图17：2026年主动安全单车费用预计将达到275美元**


数据来源：Veoneer 官网、开源证券研究所

**图18：预计2026年主动安全市场规模达260亿美元**


资料来源：Veoneer 官网

### 3、整合逐步完成，主动+被动安全协同市场份额提升可期

整合进入尾声，降本增效带来利润修复，强大的产品力和前瞻的技术布局助力公司在远期进一步扩充市场空间。公司总部位于美国密歇根州奥本山，在全球4个区域共计25个国家拥有5万多名员工，通过多地区覆盖的布局，为客户提供更贴近本土化的专业服务。2020年以来，人员及产能整合逐步接近尾声、高效率智能工厂的搭建、新签的高毛利订单逐步开始替代低毛利老订单等多重因素的影响下，公司安全业务利润有望逐步释放。

#### 3.1、整合完成，降本增效措施推进，安全业务盈利能力逐步改善

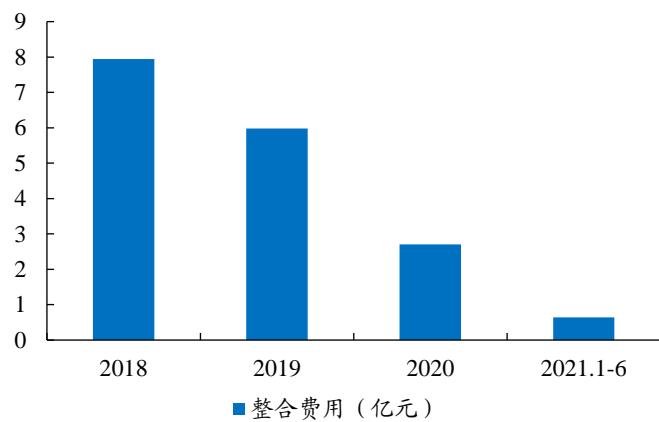
整合进入收尾期，利润释放指日可待。收购高田后，公司开始了内部的人员精简以及工厂的升级改造，2020年疫情影响下，整合进度有所延后，预计2021年基本完成收尾工作。截至2021年6月30日，公司已经完成了绝大部分的人员精简工作，整合费用逐年下降，从2019年的7.94亿元下降到2021年上半年的0.64亿元。

提升自动化生产程度，加快生产效率，超级工厂推动公司产能升级。其中，在匈牙利的米什科尔茨“超级工厂”在2019年进行了升级和扩容，实现了年产2700万件

汽车安全气囊、320 万件方向盘以及卷收器/插锁 1840 万件的产能规模，成为全球汽车行业规模最大、设备自动化程度最高的安全气囊生产工厂。在上海临港设立的工厂，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，该工厂距离特斯拉上海超级工厂仅 3 公里，为客户提供最便捷最优质的服务。此外，宁波总部的“超级工厂”于 2020 年通过客户认证并开始投产，该工厂将成为公司国内最先进的汽车安全系统产品生产基地。未来，均胜安全还将在全球 6 大主要城市建设全球标杆“超级工厂”，进一步提升生产自动化程度，降低成本，提高盈利能力。

**高毛利新订单拉动利润率进一步提升。**除上述举措之外，公司收购的日本高田也逐步走出安全气囊事件的影响，新签订开始进入落地期。公司对于新签订单制定了新的毛利率要求，公司预计 2022 年新签订单带来的收入将达到总收入一半以上，2023 年基本全部由新签订单贡献收入，毛利率将迎来显著提升。我们预计随着公司各项措施不断落地，公司安全业务的利润率有望逐步修复，远期向奥托立夫靠拢。

图19：公司安全业务整合费用持续下降



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图20：均胜工厂全球布局

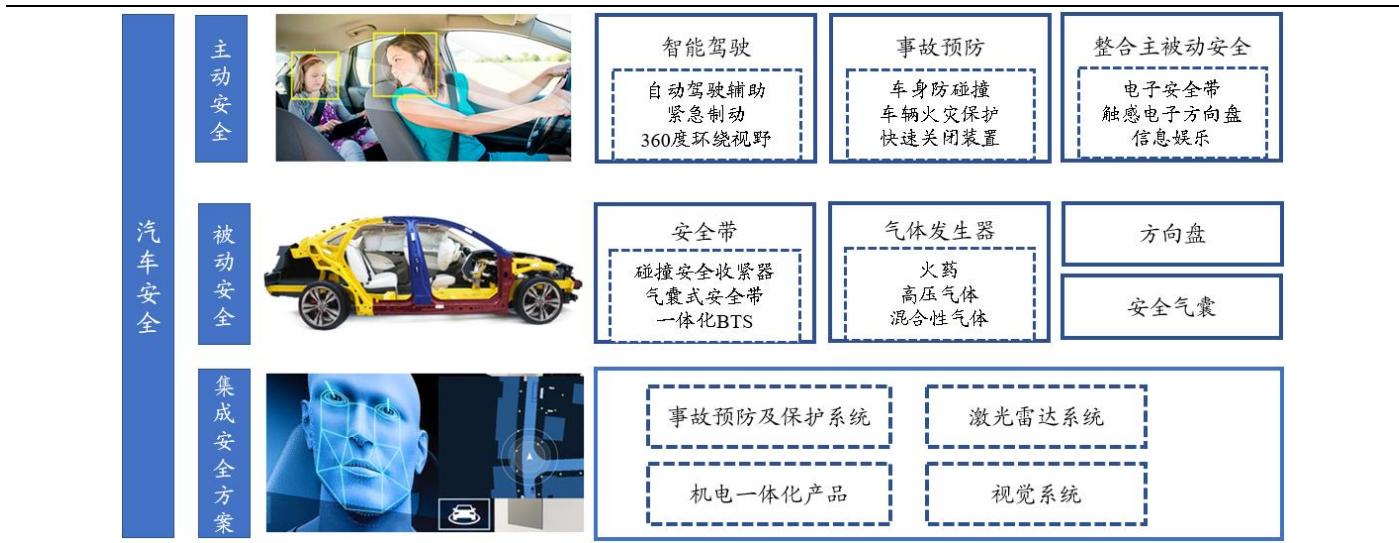


资料来源：公司官网

### 3.2、产品持续升级创新，布局集成安全解决方案

**均胜安全产品持续创新，技术优势显著。**产品形态上，无论是被动安全领域的安全气囊模块、碰撞传感器、集成式充气式安全带，还是主动安全领域的火灾保护、集成高级传感器的安全一体化解决方案等，均胜安全均有广泛布局。技术和创新方面，包含头部姿势检测、手持感应、离手警示灯等功能，甚至 DMS (driver monitoring system) 的眼球注视追踪、注意力辅助人脸识别等均在公司研发谱系中。目前 DMS 已经搭载于凯迪拉克等车型上。无论能源形式如何转变，安全始终是永恒的话题，强大的行业积淀、产品力和技术实力帮助公司把握各类需求，如针对新能源汽车因电池和电路产生的安全隐患，公司已经开发出电路保护系统并搭载于特斯拉等车型上。汽车安全领域多年的深耕帮助公司储备了丰富的数据库和专利，未来将继续引领潮流。

图21：公司汽车安全产品种类丰富，且持续升级



资料来源：公司官网、开源证券研究所

### 3.3、自主、海外齐发力，向着更高的市场份额进发

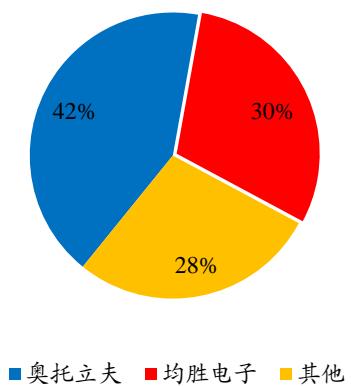
海内外客户齐发力，向着更高的市场份额进发。海外方面依托公司先进的研发实力和超级工厂高水平制造工艺的加持，市场份额稳步扩大。与此同时，依靠良好的客户服务和响应等本土化优势，公司自主客户数量也在迅速提升。截止 2021 年 6 月，公司安全业务已获得长安、长城、广汽、江淮、小鹏、蔚来等自主品牌和新势力的订单，新增订单约 115 亿元。目前，公司在全球的市场份额已经接近 30%，其中国内的市占率已经超越海外，未来海内外齐发力有望推动市场份额的进一步提升。

表4：均胜安全覆盖了国内和海外的主流客户

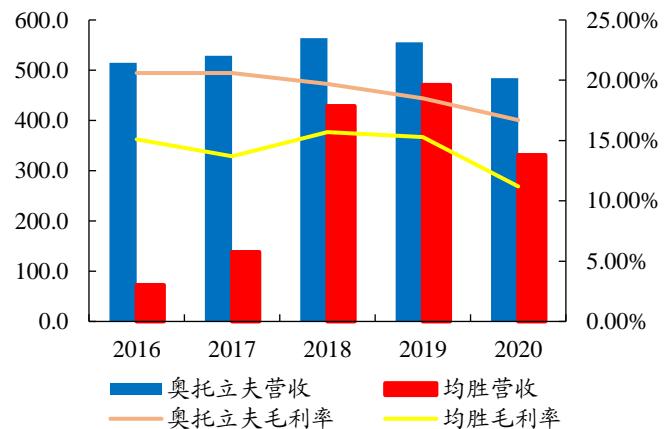
年份	品牌	车型	年份	品牌	车型	年份	品牌	车型
	长安汽车 CHANGAN AUTO	S311 F202		长安汽车 CHANGAN AUTO	X83 S202		长安汽车 CHANGAN AUTO	C281 CD569
	一汽-大众 FAW-VOLKSWAGEN	New Bora		CHERY	M36T		HYUNDAI	NEC
	广汽传祺 GAC MOTOR	A26 A35			A18 ASK		广汽传祺 GAC MOTOR	A55 A20
2019		NL-3B	2020	广汽传祺 GAC MOTOR	ASO	2021	MERCEDES-BENZ	MRA2
	吉利汽车	LX-1		FORD	U625		FORD	CD542
		GE11		TESLA	Model 3		吉利汽车	KX11
	MAZDA	J59		广汽蔚来	GN01			FX11
	NIO	ES6						

资料来源：宏策股、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

**图22：均胜电子 2020 年汽车安全市占率全球第二**


数据来源：Autoliv 年报、公司公告、开源证券研究所

**图23：公司汽车安全业务营收向奥托立夫逐步靠拢**


数据来源：Autoliv 官网、Wind、开源证券研究所

## 4、智能汽车全面布局，为客户提供整车解决方案

公司汽车电子产品覆盖智能座舱、自动驾驶，智能化产品布局广泛。智能座舱方面，公司致力于人机交互（HMI）、车机系统和座舱智能内饰等方面革新技术；智能驾驶方面，产品涉及 V2X、激光雷达和域控制器等。通过持续推进新产品的研发和新客户的开拓，公司已经与主要整车厂商客户形成稳固伙伴关系，积累了庞大的优质客户资源，储备项目众多。目前汽车电子业务主要客户涵盖宝马、奔驰、大众、奥迪、通用、福特、斯柯达、保时捷等全球整车厂商与国内一线自主品牌。

**图24：公司汽车电子产品及客户丰富**


资料来源：公司官网、开源证券研究所

### 4.1、HMI 壁垒深厚，软硬件协同发展，享受座舱单车价值提升红利

#### 4.1.1、客户丰富叠加广泛的软硬件适配能力帮助公司享受座舱单车价值提升红利

公司构建了全球的软硬件适配服务能力，将充分受益于座舱单车价值提升红利。智能汽车时代，座舱、仪表等部件功能日益强大，芯片和软件日益复杂。相比传统座

舱的空调控制、中控、音响等按钮旋钮控制为主的座舱零部件，大屏化、多屏化、配合高级操作系统和芯片的一体化座舱单车价值显著提升。这其中，集成了底层软硬件的域控制器成为价值量最高的环节之一。对座舱解决方案厂商来说，面向诸多供应商和客户的不同底层软件、芯片以及操作系统、中间件、虚拟化的适配考验座舱解决方案厂商的技术和工程实力。均胜电子智能座舱系统包含虚拟化、各种中间件和开发工具，支持多种操作系统，同时能帮助整车厂针对特殊需求进行软件定制化开发。公司为南北大众 MQB 平台配套的 CNS 3.0 系统开创性地采用 Linux+Android 的双操作系统形态，保证了车机系统的安全性和开放性，不仅在硬件层面体现了公司的工程定制能力，也在软件层面展现了出众优势。此外，公司在智能座舱域控制器产品领域已经实现了成熟的布局，完成了与三星 V710/V910、高通 SA8150/SA8155、瑞萨 M3/H3N、华为 Kirin 990A 等多款座舱芯片的对接。公司的量产能力也使得其有能力为客户提供更富性价比和稳定性的产品和方案。目前，公司智能座舱域控制器已进入大众，奥迪，斯柯达等全球主机厂量产车型，并快速成长，未来将拉动整个汽车电子业务实现体量和盈利能力的提升。

**图25：公司提供全套完整的智能座舱解决方案**



资料来源：公司公告

#### 4.1.2、人机交互的深入理解构筑座舱领域的深厚壁垒

公司作为 HMI 领域的领军，依靠出色的创新能力，引领行业潮流。随着汽车智能化发展的推进，人机交互系统（HMI）正从单一的按压模式转变为多途径、多功能以及多屏化的智能驾驶控制模式，车辆中的人机交互涉及诸多法规，影响人体舒适度和行车安全，各类功能需要在各种要求下实现平衡，开发和创新都需要深厚的行业积累。公司多年的顶级客户服务和业务沉淀奠定了公司在车内人机交互领域全球领先地位。从早期与保时捷 918 Spyder 合作的 8 英寸中控平台，到给奥迪 A8 提供的 10.1 英寸屏幕，再到 2021 年为野马 MACH-E 设计的 15.5 英寸中控大屏，公司在大屏化方面持续创新。公司与福特在野马 MACH-E 车型上将多屏产品与传统物理按键结合，将悬浮式旋钮“贴”在 15.5 英寸中控触屏上，通过“磁力”穿过屏幕，与屏内元件进行感应旋转操作最终实现功能控制，驾驶员既能选择触屏交互，又能重拾野马天生的驾驶操控感，客户体验大幅提升。近年随着自主客户的崛起，公司对自主客户的支持力度逐步加大，将 HMI 中国研发中心升级到与德国研发中心同等级，

目前已与吉利、广汽等自主品牌车企合作。我们认为，公司在人机交互等领域构筑的核心壁垒将帮助公司在众多供应商中脱颖而出，享受行业变革红利。

图26：公司HMI产品持续升级



资料来源：普瑞官网

#### 4.1.3. 华为合作如虎添翼，向广阔智能座舱市场进发

2021年8月，公司控股子公司均联智行和华为技术有限公司签署了合作协议，致力于打造全套完整的智能座舱解决方案。基于全面深入的合作模式，华为提供智能座舱核心模组、鸿蒙车机操作系统、HMS-A核心能力平台及鸿蒙应用生态；均联智行提供从域控制器、操作系统至应用层的软硬件智能座舱完整解决方案。双方将依托各自优势资源，重点围绕智能座舱领域进行全面深度研究与共创，打造面向未来的智能座舱软硬件产品及服务。目前，相关合作产品已获国内领先车企两款车型项目订单。

图27：公司与华为签约携手布局智能座舱领域



资料来源：公司公告

#### 4.2. 感知层+决策层布局，加快自动驾驶产业化落地

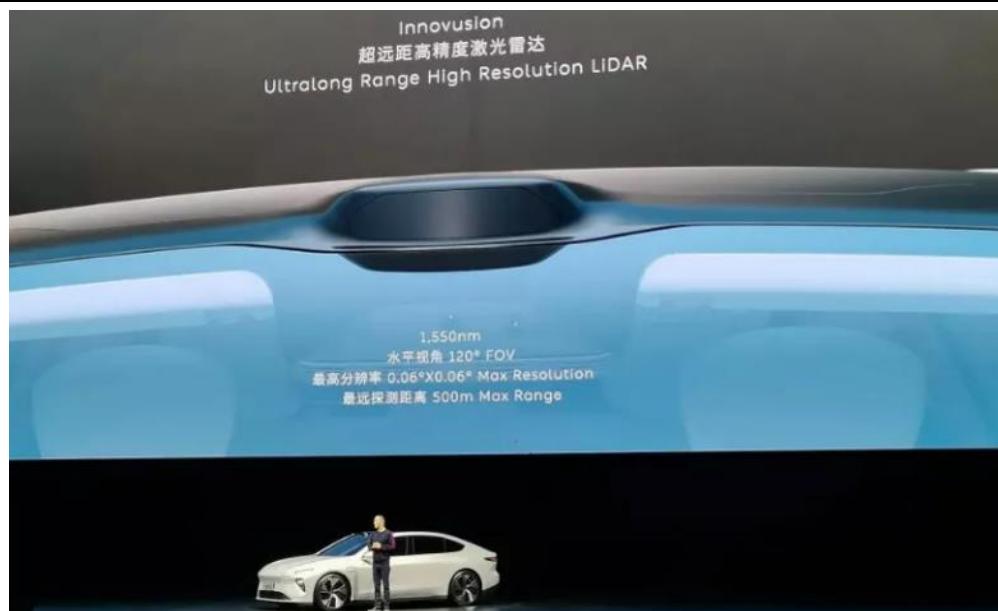
自动驾驶领域，公司前瞻布局了感知层的激光雷达、决策层的域控制器、车联网等领域，并与芯片、整车厂等公司广泛合作，逐步构建自动驾驶全产业链客户服务能力。全球化的研发配套能力以及客户布局更让公司如虎添翼。未来，公司将在激光雷达感知融合、V2X 数据融合、自动驾驶域控制器决策算法等方面加强合作，推动

技术产业化落地。

#### 4.2.1、战略投资图达通，布局激光雷达

**战略投资激光雷达，开启自动驾驶感知层布局。**均胜电子在 2021 年初完成了对激光雷达制造商图达通(Innovusion)的战略投资，并通过子公司均联智行与图达通开展合作，向蔚来提供超远距离高精度激光雷达，使之实现从辅助驾驶到自动驾驶的跨越。图达通是全球领先的激光雷达供应商，创始人鲍君威在精密仪器和光学传感器领域有超过 20 年经验，曾经担任百度自动驾驶传感器及车载团队负责人，联合创始人李义民曾是 Velodyne 技术负责人。公司获得过蔚来资本、淡马锡、BAI 等机构投资，是全球领先的激光雷达生产厂商。本次给蔚来提供的激光雷达产品采用 1550nm 激光，等效 300 线，具有 120° 水平视角，最远探测距离达到了 500 米，性能优异。该布局也标志着公司在自动驾驶感知领域开始逐步立足，从器件到算法逐步展开自身版图。

图28：均胜电子携手图达通向蔚来提供激光雷达

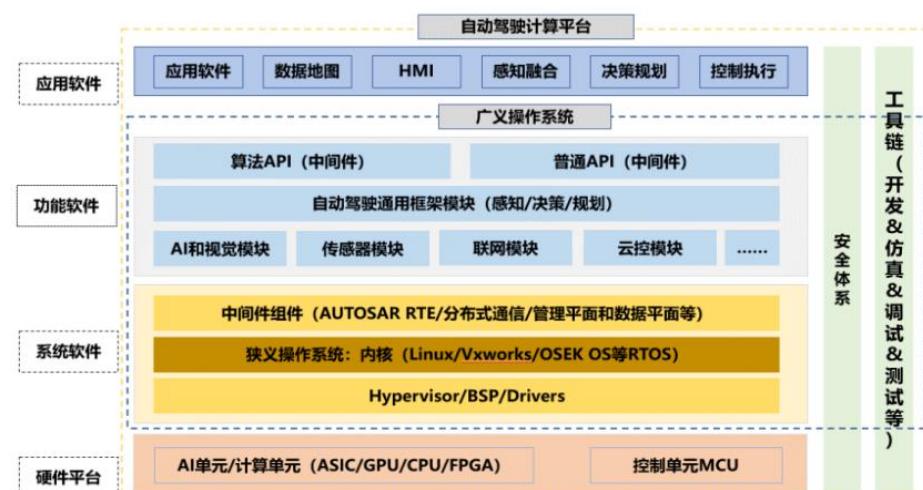


资料来源：公司公告

#### 4.2.2、布局自动驾驶域控制器，把握自动驾驶决策层中枢

目前公司已经在自动驾驶域深度布局，着力 L2++ 至 L4 级别域控制器和功能模块的开发，预计在 2023 年初搭载量产。2021 年 8 月，公司与黑芝麻智能签约携手布局自动驾驶域控智能方案，双方将在自动驾驶计算芯片、前瞻技术联合预研及智能汽车平台化等业务领域展开深度合作，重点围绕自动驾驶域控制器的开发与定制展开合作，共同打造未来全新的出行体验生态。电子电气架构走向集中化后，域控制器成为汽车的大脑，值得一提的是，公司在应用端的导航引擎、增强现实引擎、高精定位及数据融合算法上亦有丰富的积累，未来有望结合相关数据为整车自动驾驶提供完整的解决方案和闭环服务。

图29：公司正在搭建自动驾驶平台架构



资料来源：EET

#### 4.2.3、前瞻布局 5G-V2X 产品，有望成为全球首个量产项目

随着 5G 商用化时代的到来，公司 5G-V2X 车载终端设备逐步从研发走向量产，为自动驾驶产业化赋能。公司在 2018 年加入 IMT-2020（5G）推进组，也是工信部下属 C-V2X 标准制定组织的重要成员之一，与百度、阿里、腾讯等共同制定了《基于车路协同的高等级自动驾驶数据交互内容》。该标准主要针对 L4 级别自动驾驶中的车路协同中典型场景里的感知、决策、控制数据内容进行规范，推动自动驾驶的安全落地。据均胜中国区副总裁陈远介绍，目前公司第一代、第二代 V2X 平台产品已实现交付，可实现功能包括超视距/盲区预警、绿波车速同步、危险道路提示、碰撞预警、禁停区识别等。第三代 V2X 平台产品也已经获得蔚来汽车 5G-V2X 平台项目定点，项目金额约 6.6 亿元，产品包含 V2X 的 5G-TBOX 和 5G-VBOX，能提供厘米级高精定位，实现 V2X、摄像头、高精地图等融合的高精定位算法，结果可输出给 L3 级以上的自动驾驶车辆。上述产品将于 2021 年 12 月开始供货，率先部署在蔚来 ET7 上，随后也将涉及 ES6、ES8、EC6 等车型。车联网作为未来智能汽车的重要一环，不可或缺，公司该业务的布局将有效加强其自动驾驶服务能力。

图30：均胜电子 V2X 平台功能丰富



资料来源：公司年报

### 4.3、E-mobility 一体化布局，公司是最大的 BMS 第三方供应商

多年以来，均胜持续加码、布局新能源汽车电池领域，致力于为客户提供一体化的电池解决方案。公司开发的高压电池管理系统、48V 电池管理系统、通用车载充电器（OBC）、电池整包 PACK、DC/DC 变换器、直流充电器等已成为行业标杆产品。此外，公司已具备 12V、48V、400V、800V 等全电压系统的研发与制造能力，为客户提供优质可靠的车规级电池解决方案，致力于打造完整的新能源充电、配电、放电生态链，目标成为全球新能源汽车行业充放电管理系统市场份额的领先者。公司近年在 E-Mobility 领域已成为宝马、奔驰、大众等车企的供应商，作为大众中国区独家供应商，公司将继续为其提供新能源电控产品。同时，公司已重点面向国内客户优化流程体系，积极对接并响应国内市场需要，推动新能源汽车产业“内循环”。

**图31：均胜电子 E-mobility 业务一体化布局**



资料来源：公司公告

电控产品市场空间扩容，公司依靠强产品力有望在行业内持续实现业务扩张。公司研发的 BMS 产品具有高精度参数监测、荷电状态(SOC)评估和电压均衡三大功能，在保障动力电池安全和提高电池寿命等方面处于行业领先地位。同时公司也是行业最大的独立第三方 BMS 系统供应商，相关产品已搭载于保时捷 Taycan、沃尔沃等品牌车型。此外，公司也正积极推进电控三合一技术（电池管理系统 BMS，车载充电机 OBC，电压转换器 DC/DC），该领域的创新，可以减少线束、CAN 通讯和壳体等硬件成本，也减少空间体积、重量，提高可靠性。除了在新型智能电池以及适配的电控产品等方面积极创新，公司已牵手高校构建产学研创新联合体，不断推进新能源汽车无线充电、超级快充等功率电子研发。产品的持续创新叠加市场空间放大，公司在 E-mobility 有望进一步崭露头角。

图32：公司 E-mobility 已经搭载于保时捷、Volvo 等车型



资料来源：Preh 官网

## 5、盈利预测与投资建议

关键假设：

(1) 我们认为尽管缺芯影响整车销量，但疫情影响的消退仍然让公司安全业务 2021 年上半年实现了显著增长，我们预期全年将与 2020 年基本保持持平状态，未来在整合完成和本地化不断推进的情况下公司的安全业务稳健增长且盈利能力将持续修复；

(2) 汽车电子受益 HMI 业务的稳定增长以及网联、BMS、自动驾驶业务的扩张，预计板块未来三年能够实现快速增长；

公司是本土领军的汽车零部件供应商，汽车安全业务并购完成后跻身全球第二，业务和公司整合接近尾声，疫情、缺芯影响趋于缓解，板块利润有望逐步释放，未来依靠强大的产品力和全球供应能力向全球第一发起冲击。汽车电子方面，业务涵盖座舱、汽车电控、自动驾驶，整体呈现出高成长性。公司在汽车座舱领域具备引领潮流的产品供应能力，并与华为深度合作，有望充分分享汽车智能化带来座舱产品单车价值提升，电控也有望充分受益汽车电动化趋势，实现快速成长。与此同时，公司还前瞻布局自动驾驶感知端的激光雷达、数据融合算法和决策端的 V2X、域控制器等产品方向，凭借强大的软硬件一体化供应能力，有望成为智能汽车时代全方位解决方案服务提供商。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 9.14/13.18/20.12 亿元，对应 EPS 分别为 0.67/0.96/1.47 元/股，对应回购当前股价的 PE 分别为 26.1/18.1/11.9 倍，显著低于可比公司估值，首次覆盖，给予“买入”评级。

表5：可比公司盈利预测与估值（截至 2021/09/30）

证券代码	证券简称	收盘价	EPS (元)			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
002920	德赛西威	84.08	1.45	1.63	2.07	57.9	51.6	40.7
002906	华阳集团	36.14	0.63	0.88	1.14	57.5	41.2	31.6
300496	中科创达	125.19	1.44	1.93	2.57	86.9	64.9	48.7
	平均					67.4	52.6	40.3
600699	均胜电子	17.44	0.67	0.96	1.47	26.1	18.1	11.9

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 6、风险提示

芯片短缺超预期，整合进度低预期等。

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	25788	26179	25660	26812	31433	<b>营业收入</b>	61699	47890	49471	55150	62387
现金	6580	8650	5071	5576	6251	营业成本	51827	41517	42282	46775	52101
应收票据及应收账款	8816	7400	9352	9324	11802	营业税金及附加	152	134	117	140	160
其他应收款	841	1132	906	1366	1204	营业费用	1498	901	890	938	998
预付账款	375	270	396	346	493	管理费用	3626	3068	2622	2813	3119
存货	7287	6330	7538	7804	9285	研发费用	2610	2301	2276	2482	2807
其他流动资产	1889	2397	2397	2397	2397	财务费用	1016	1073	661	643	664
<b>非流动资产</b>	31137	30086	29492	29569	29813	资产减值损失	-200	-127	-146	-154	-69
长期投资	873	1862	2854	3845	4836	其他收益	149	86	70	60	50
固定资产	12956	11464	10795	10874	11042	公允价值变动收益	23	-3	10	4	2
无形资产	4878	4459	3699	2769	1924	投资净收益	726	1798	2	2	1
其他非流动资产	12430	12300	12143	12081	12011	资产处置收益	-73	-54	-28	-34	-39
<b>资产总计</b>	56925	56265	55151	56382	61246	<b>营业利润</b>	1539	487	822	1546	2620
<b>流动负债</b>	21993	20524	22074	24889	30322	营业外收入	11	19	15	17	16
短期借款	6486	4613	4440	8137	10220	营业外支出	38	12	20	12	5
应付票据及应付账款	9847	8050	10176	9987	12472	<b>利润总额</b>	1511	494	816	1551	2631
其他流动负债	5660	7861	7458	6765	7631	所得税	59	290	163	233	395
<b>非流动负债</b>	17825	16273	13161	10409	7781	<b>净利润</b>	1452	204	653	1318	2236
长期借款	13250	12389	9277	6525	3898	少数股东损益	512	-412	-261	0	224
其他非流动负债	4575	3883	3883	3883	3883	<b>归母净利润</b>	940	616	914	1318	2012
<b>负债合计</b>	39818	36797	35235	35298	38104	EBITDA	5363	4042	3311	4262	5635
少数股东权益	4529	4300	4038	4038	4262	EPS(元)	0.69	0.45	0.67	0.96	1.47
股本	1237	1368	1368	1368	1368						
资本公积	7450	9996	9996	9996	9996	<b>主要财务比率</b>	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
留存收益	4085	4615	5140	6210	8013	<b>成长能力</b>					
归属母公司股东权益	12578	15169	15878	17045	18880	营业收入(%)	9.8	-22.4	3.3	11.5	13.1
负债和股东权益	56925	56265	55151	56382	61246	营业利润(%)	79.9	-68.4	68.7	88.1	69.5
						归属于母公司净利润(%)	-28.7	-34.5	48.4	44.2	52.7
<b>现金流量表(百万元)</b>	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	<b>获利能力</b>					
经营活动现金流	3919	3121	3465	2859	4993	毛利率(%)	16.0	13.3	14.5	15.2	16.5
净利润	1452	204	653	1318	2236	净利率(%)	1.5	1.3	1.8	2.4	3.2
折旧摊销	3111	2988	2229	2400	2652	ROE(%)	8.5	1.0	3.3	6.3	9.7
财务费用	1016	1073	661	643	664	ROIC(%)	6.1	1.1	2.5	4.3	6.7
<b>投资损失</b>	-726	-1798	-2	-2	-1	<b>偿债能力</b>					
营运资金变动	-759	412	-95	-1530	-595	资产负债率(%)	69.9	65.4	63.9	62.6	62.2
其他经营现金流	-176	243	18	30	37	净负债比率(%)	95.0	74.0	67.6	65.9	54.8
投资活动现金流	-3696	-2696	-1651	-2506	-2931	流动比率	1.2	1.3	1.2	1.1	1.0
<b>资本支出</b>	4481	3469	-1585	-914	-747	速动比率	0.8	0.9	0.8	0.7	0.7
长期投资	308	496	-991	-989	-990	<b>营运能力</b>					
其他投资现金流	1093	1269	-4228	-4409	-4669	总资产周转率	1.1	0.8	0.9	1.0	1.1
筹资活动现金流	-1803	918	-5632	-3745	-3669	应收账款周转率	6.3	5.9	5.9	5.9	5.9
短期借款	1320	-1874	-413	-200	-200	应付账款周转率	5.3	4.6	4.6	4.6	4.6
长期借款	987	-860	-3112	-2752	-2627	<b>每股指标(元)</b>					
<b>普通股增加</b>	288	131	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.69	0.45	0.67	0.96	1.47
资本公积增加	-2423	2547	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	2.86	2.28	2.53	2.09	3.65
其他筹资现金流	-1974	975	-2107	-793	-842	每股净资产(最新摊薄)	9.19	11.09	11.61	12.46	13.80
<b>现金净增加额</b>	-1500	1318	-3819	-3392	-1607	<b>估值比率</b>					
						P/E	25.4	38.7	26.10	18.10	11.86
						P/B	1.9	1.6	1.5	1.4	1.3
						EV/EBITDA	8.2	10.2	12.1	9.5	7.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。  
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5% ~ +5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其实内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号 楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号 楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn