



Research and
Development Center

汽车安全+汽车电子龙头，智能化加速落地

—均胜电子(600699)公司深度报告

2022年07月16日

陆嘉敏
汽车行业首席分析师
S1500522060001
13816900611
lujiamin@cindasc.com

蒋颖
通信行业首席分析师
S1500521010002
15510689144
jiangying@cindasc.com

证券研究报告

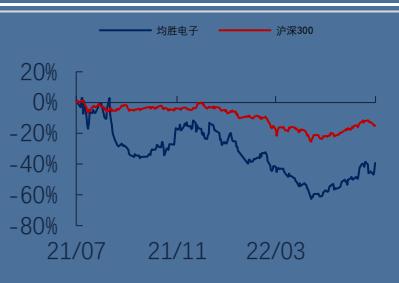
公司研究

公司深度报告

均胜电子(600699)

 投资评级 **买入**

上次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	17.87
52周内股价波动区间(元)	28.46-10.08
最近一月涨跌幅(%)	31.69
总股本(亿股)	13.68
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	244.50

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

汽车安全+汽车电子龙头，智能化加速落地

2022年07月16日

本期内容提要：

- ◆ **围绕汽车安全与汽车电子，整合优质资产实现全球化转型：**公司成立于2004年，2011年上市以来，先后收购了德国PREH、德国QUIN、美国KSS以及日本高田资产（除PSAN业务）等汽车安全与电子企业，实现全球化和转型升级；2021年以来，设立智能汽车技术研究院和新能源研究院赋能智能电动业务发展。目前公司已形成智能座舱、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。2011年至2019年，公司完成海外并购后带来公司营收的高增长，2020-2021年因疫情、缺芯、原材料价格上涨，利润释放受一定程度影响；2022年以来随着公司各业务整合持续推进，全球疫情与芯片短缺缓解，公司业绩有望反转向上。
- ◆ **安全业务整合接近尾声，即将迎来盈利拐点：**2016年均胜收购KSS切入汽车安全市场，2018年收购高田剑指全球汽车安全龙头。公司目前为全球第二大汽车安全供应商，并购之后受高田召回和疫情等影响，安全业务短暂承压，公司积极进行人员结构调整及产能关停整合，全球范围内的资源优化与整合已基本完成。相比最大竞争对手奥托立夫，公司安全业务毛利率、净利率表现仍有较大提升空间。除被动安全产品外，公司已量产电动安全带、顶棚式乘员气囊，以及驾驶员监控系统与智能方向盘等主动安全产品，与智能驾驶与智能座舱形成较强联动。
- ◆ **智能化加速落地，汽车电子业务静待开花：**1) **需求拉动+架构演进，智能座舱加速落地。**汽车智能化加速普及，智能座舱成为整车智能化核心，公司智能座舱业务可提供覆盖智能座舱域控制器、操作系统、人机交互、中间件和应用层算法的智能座舱整体解决方案，已全面配套大众；座舱域控制器牵手华为，深度研究共创，首款合作车型有望于22Q4量产，后续有望继续向华为HI产业链与其他自主品牌渗透。2) **智能驾驶布局开启，未来发展可期。**智能驾驶正处在L2向L3跨越发展的关键阶段，公司定位智能驾驶领域的Tier 1，开展从L0至L4级自动驾驶技术研发，涵盖域控制器、传感器、中间件和应用层算法等，包括行车和泊车诸多功能场景，目前能提供L0到L2++的全栈式解决方案，并在L2++至L4级取得重大进展。公司智能驾驶域控制器与Ambarella、地平线等多家芯片厂商开启合作，2023年初有望量产；智能传感器携手图达通深度合作，激光雷达产品已在蔚来ET7实现量产；虚拟仿真云平台建设完成，算力突破为产品量产赢得优势。3) **新能源汽车快速渗透，新能源管理系统前景广阔。**新能源汽车产业高速发展，BMS与车载功率电子为“小三电”关键技术。均胜普瑞的电池管理系统（BMS）产品处于业内领先地位，已具备12V、48V、400V、800V等全电压平台的BMS研发与制造能力，大众MEB平台订单放量交付；在高功率超级快充技术领域，普瑞量产产品包括多功能DC/DC电压转换器、充电升压模块和车载充电机（OBC）等，三合一的集成化、轻量化产品能帮助未来高压平台车型节省空间和降低成本。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**公司汽车安全业务并购KSS和高田后业绩短暂承压，整合接近尾声即将迎来盈利拐点；智能座舱业务携手华为，整体解决方案正加速落地；新能源管理系统领域实现量产突破；智能驾驶布局稳步推进，打开中长期成长空间。我们预计公司2022-2024年归母净利润为6.6、12.7、20.6亿元，对应PE分别为37/19/12倍。参考可比公司估值水平，给予公司2023年35倍目标PE，对应目标价32.7元，首次覆盖给予“买入”评级。
- ◆ **风险因素：**全球新冠疫情加剧、并购整合不及预期、芯片供给短缺加剧、新客户拓展不及预期

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	47,890	45,670	49,827	55,289	61,482
增长率 YoY %	-22.4%	-4.6%	9.1%	11.0%	11.2%
归属母公司净利润(百万元)	616	-3,753	655	1,272	2,064
增长率 YoY%	-34.5%	-709.1%	117.5%	94.1%	62.2%
毛利率%	13.3%	11.6%	14.6%	16.5%	17.9%
净资产收益率ROE%	4.1%	-33.0%	5.4%	9.6%	13.4%
EPS(摊薄)(元)	0.45	-2.74	0.48	0.93	1.51
市盈率 P/E(倍)	39.68	—	37.30	19.22	11.84
市净率 P/B(倍)	1.61	2.15	2.03	1.84	1.59

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2022年07月15日收盘价



目 录

投资聚焦	6
1、 汽车安全与汽车电子双龙头，整合临近尾声业绩有望反弹	7
1.1 致力于汽车电子与安全领域，整合优质资产实现全球化转型	7
1.2 汽车电子与安全领域领先厂商，加速推动智能化变革	8
1.3 并购主推营收高增，业务持续整合毛利率有望改善	10
1.4 与全球主流整车厂合作紧密，供应关系稳定	11
2、 汽车安全业务：并购整合接近尾声，有望迎来盈利拐点	12
2.1 汽车安全重要性日益凸显，智能化赋能被动安全	12
2.2 公司为全球第二大汽车安全供应商，2025年全球市场规模将突破490亿美元	14
2.3 并购整合接近尾声，业绩表现有望回暖	16
3、 汽车电子业务：智能座舱加速落地，智能驾驶布局开启	18
3.1 需求拉动+架构演进，智能座舱加速落地	18
3.2 智能驾驶布局开启，未来发展可期	23
3.3 新能源汽车快速渗透，新能源管理系统前景广阔	27
4、 盈利预测、估值与投资评级	31
4.1 盈利预测及假设	31
4.2 估值与投资评级	32
5、 风险因素	32

表 目 录

表 1：均胜电子主要并购事件	7
表 2：2021年员工持股计划参加对象及持有份额	8
表 3：2021年员工持股计划公司业绩考核指标	8
表 4：汽车安全系统主要产品和功能	12
表 5：汽车安全事业部整合历程	16
表 6：华为车 BU 主要合作车型	22
表 7：中国智能驾驶相关国家政策法规（2015-2021年）	24
表 8：辅助驾驶和自动驾驶现行状态和推动因素	26
表 9：2016-2021年均胜电子新能源业务新增订单情况	30
表 10：公司各业务收入及毛利率预测	31
表 11：可比公司估值对比	32

图 目 录

图 1：均胜电子发展历程	7
图 2：均胜电子股权结构（截止2022年一季报）	8
图 3：均胜电子业务架构和主要产品	9
图 4：2012-2021年公司各业务营收及增速（亿元，%）	10
图 5：2012-2022Q1公司营业收入及增速（亿元，%）	10
图 6：2012-2022Q1公司归母净利润及增速（亿元，%）	10
图 7：2012-2021年公司分业务毛利率（%）	11
图 8：2012-2022Q1公司费用率（%）	11
图 9：均胜电子主要客户	11
图 10：2017-2022年2月公司安全与电子业务新增订单金额（亿元）	12
图 11：均胜电子安全气囊系统	13
图 12：均胜电子新一代电动安全带	13
图 13：C-NCAP、C-IASI、E-NCAP、IIHS碰撞测试项目	14
图 14：被动驾驶（安全带、安全气囊）发展历程	14
图 15：2019-2021年均胜电子、奥托立夫、采埃孚被动安全业务营收和市占率（亿元，%）	14
图 16：2021年均胜电子、奥托立夫、采埃孚被动安全业务市占率（%）	14
图 17：2020-2025年全球轻型汽车产量与被动安全系统单车价值（万辆，美元）	15
图 18：2020-2025年全球被动安全系统市场规模（亿美元）	15
图 19：2020-2025年全球主动安全系统市场规模（亿美元）	15
图 20：2020-2025年全球汽车安全系统市场总规模（亿美元）	15
图 21：KSS、高田主要客户	16
图 22：2017-2021年均胜电子安全业务与奥托立夫营收（亿元）	17
图 23：2017-2021年均胜电子与奥托立夫毛利率、净利率（%）	17
图 24：均胜安全顶棚式乘员气囊	18

图 25: 均胜安全电动汽车电池断开装置 (PBD)	18
图 26: 均胜安全驾驶员状态监测 (DMS)	18
图 27: 均胜安全智能方向盘系统.....	18
图 28: 汽车智能座舱发展历程	19
图 29: 智能座舱产品示意图	19
图 30: 智能座舱产业链	19
图 31: 汽车电子电气架构演进过程	20
图 32: 2019-2025 年座舱智能科技配置新车渗透率趋势 (%)	20
图 33: 2019-2025 年全球智能座舱域控制器出货量预测 (万套)	20
图 34: 智能座舱产业链企业及主要合作模式	21
图 35: 主机厂、传统供应商和互联网科技企业“三足鼎立”.....	21
图 36: 2019-2030 年全球汽车智能座舱市场规模 (亿美元)	21
图 37: 2019-2030 年中国汽车智能座舱市场规模 (亿元)	21
图 38: 宝马纯电 BMW i4 BMW iDrive 人机交互系统.....	22
图 39: 福特-野马 Mach-E 智能座舱多功能旋钮触摸屏.....	22
图 40: 均联智行 5G-V2X 平台三款配置	23
图 41: 均联智行智能座舱等级分类	23
图 42: 汽车智能驾驶架构主要企业	24
图 43: SAE J3016 驾驶自动化分级	26
图 44: 中国自动驾驶新车渗透率预测 (%)	26
图 45: 蔚来 ET7 超远距高精度激光雷达	27
图 46: 均胜智能虚拟仿真云平台 JUN Sim Cloud	27
图 47: 均胜电子新能源业务产品	28
图 48: 均胜电子 48V BMS	28
图 49: 均胜电子车载功率电子产品	29
图 50: 均胜电子 DC/DC 转换器	29
图 51: 均胜安全充电升压转换模块	29
图 52: 2016-2025 年中国新能源汽车产销量及预测 (万辆)	30
图 53: 2020-2027 年全球与中国汽车 BMS 市场规模 (亿元)	30

投资聚焦

公司是汽车安全与电子领域龙头企业，不断整合优质资产实现转型升级。公司于 2011 年公司在上交所上市后开启全球化步伐，先后收购了德国 PREH、德国 QUIN、美国 KSS 以及日本高田资产等，拓展汽车安全与电子业务。公司主要业务包括汽车安全系统、智能座舱、智能驾驶和新能源管理等，现有产品覆盖行车安全（主动、被动安全）、人机交互、车载信息娱乐、5G 车载互联、智能驾驶和新能源汽车电池管理系统等领域。

安全业务整合接近尾声，即将迎来盈利拐点。公司所处汽车安全行业受汽车产量与单车价值驱动，未来将保持稳定增长，2025 年全球汽车安全市场规模将达到 490 亿美元，被动安全市场规模将达到 282 亿美元。公司完成 KSS、高田资产的收购后，成为全球第二大安全供应商，近三年市占率在 30% 左右，汽车安全业务全球累计在手订单金额（全生命周期）约 2200 亿元，安全行业进入壁垒较高，竞争格局较稳定。近年来公司仍在并购整合期，业绩短暂承压，叠加疫情、缺芯、原材料价格上涨等问题，公司持续推进人员优化、效率提升等措施恢复业绩，随着整合进程即将完成，毛利率有望逐步提升。相比较最大竞争对手奥托立夫 20% 毛利率以及 5% 净利率表现，公司业绩有较大上升空间。

智能化加速落地，汽车电子业务静待开花。汽车电子业务为公司第二大业务，包含智能座舱、智能驾驶和新能源管理等业务，公司汽车电子业务营收近年来稳定增长，新增订单金额（全生命周期）突破 750 亿元。

智能座舱：随着汽车智能化加速普及，智能座舱成为智能汽车领域最热门赛道之一，消费者需求与汽车电子电气架构的演进不断推动智能座舱的发展，预计 2025 年中国汽车智能座舱市场规模将超过 1000 亿元，2021-2025 年 CAGR 约为 23%。公司定位智能座舱产业链 Tier 1，可提供智能座舱域控制器、操作系统、人机交互、中间件和应用层算法的智能座舱整体解决方案。除大众、奥迪等传统车企的合作，公司正与华为深度研究共创，合作车型即将量产，有望继续向华为 HI 产业链与其他自主品牌渗透。

智能驾驶：智能驾驶正处在 L2 向 L3 跨越发展的关键阶段，2025 年 L3 级别自动驾驶车辆有望大规模上市，同时国家政策不断出台鼓励智能驾驶行业发展。公司定位智能驾驶领域的 Tier 1，开展从 L0 至 L4 级自动驾驶技术研发，涵盖域控制器、传感器、中间件和应用层算法等。2021 年，公司成立智能汽车技术研究院，致力将人工智能技术与汽车产业相融合，深度参与智能驾驶的时代趋势，以研发赋能主业发展，加速智能驾驶感知、决策及其融合等方面前瞻技术落地量产。目前，智能驾驶域控制器与多家芯片厂商开启合作，2023 年初有望量产；智能传感器实现量产；虚拟仿真云平台建设完成，算力突破为产品量产赢得优势。

新能源管理系统：新能源汽车产业高速发展，BMS 与车载功率电子为“小三电”关键技术，2027 年全球和中国汽车 BMS 市场规模将突破 880 亿元和 380 亿元，市场前景广阔。均胜普瑞的电池管理系统（BMS）产品处于业内领先地位，已具备 12V、48V、400V、800V 等全电压平台的 BMS 研发与制造能力，大众 MEB 平台订单放量交付；在高功率超级快充技术领域，普瑞量产产品包括多功能 DC/DC 电压转换器、充电升压模块和车载充电桩（OBC）等，三合一的集成化、轻量化产品能帮助未来高压平台车型节省空间和降低成本。

1、汽车安全与汽车电子双龙头，整合临近尾声业绩有望反弹

1.1 致力于汽车电子与安全领域，整合优质资产实现全球化转型

围绕汽车电子与安全领域，整合优质资产实现全球化转型升级。宁波均胜电子股份有限公司（简称“均胜电子”）是一家全球汽车电子与汽车安全顶级供应商。公司于2004年成立，2008年成为大众、通用核心供应商，2011年公司在上交所上市，开启全球化步伐，先后收购了德国PREH、德国QUIN、美国KSS以及日本高田资产（PSAN业务除外）等，实现全球化和转型升级的战略目标。2021年以来，公司设立智能汽车技术研究院和新能源研究院赋能智能电动业务发展。目前公司已形成智能座舱、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，公司现有产品覆盖与驾驶有关的人机交互、行车安全（主动、被动安全）、车载信息娱乐、新能源汽车电池管理系统和5G车载互联等。

图 1：均胜电子发展历程

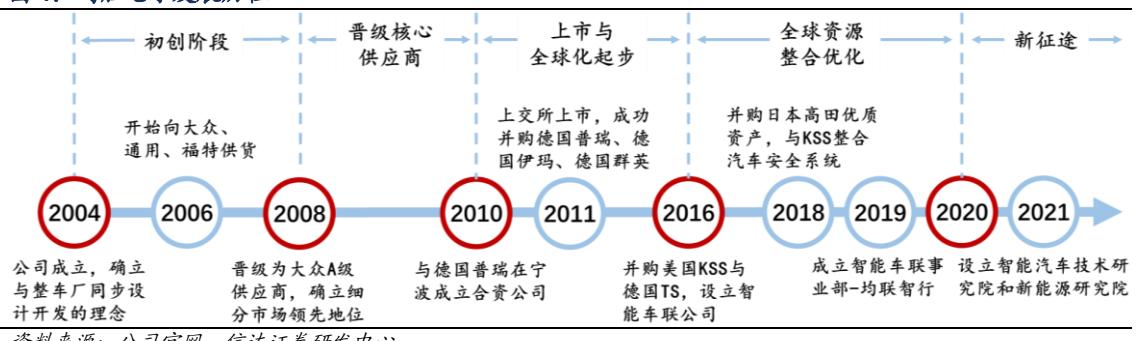


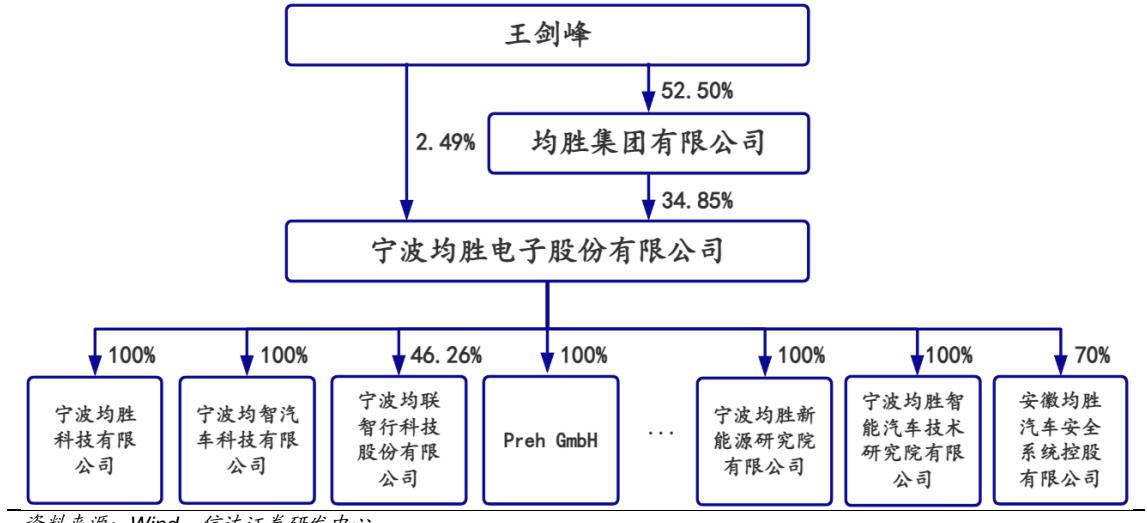
表 1：均胜电子主要并购事件

并购时间	并购标的	收购价格	主营业务	主要客户	收购结果
2011	普瑞	1.79亿欧元	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	宝马、奔驰、德 国大众、通用、 福特	实现了汽车零部件研发、生产和销售 的国内外战略联动布局，成为全球汽 车电子部件领先提供商
2014	IMA (2017 年出售)	1430万欧元	工业机器人系统、自动化产 品和咨询服务	大陆、博格华 纳、泰科、宝洁	完善产业链与产品布局、在工业机器 人领域保持全球领先地位
2015	Quin GmbH	9900万欧元	高端内饰、方向盘总成	奔驰、宝马、奥 迪	借助Quin GmbH在德系高端品牌的领 先地位和技术优势实现“走出去”， 进入高端整车厂商的全球级供应体系
2016	KSS	9.2亿美元	主动安全：无人驾驶、事故 预防；被动安全：安全气囊、 气体发生器、安全带；特殊 产品：航空安全产品等	戴姆勒-克莱斯 勒、福特、通用、 大众	进入汽车安全市场、优化主动安全特 别是智能驾驶领域资源
2016	TS	1.8亿欧元	卫星接收产品及配件、汽车 行业模块化信息系统	大众、奔驰	顺应行业趋势，对车联网、车载信息 系统业务进行延伸和补强
2016	EVANA	1950万美元	工业机器人系统、自动化解 决方案和咨询服务	TRW、MAGNA、 ALERE、ALCON	完善产业链与产品布局、巩固并扩大 公司的技术优势与行业地位及规模、 在工业机器人领域持续保持全球领先
2018	高田（除 PSAN业务）	15.88亿美元	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	宝马、奔驰、大 众、福特、通用、 丰田、本田等	实现产能扩充、满足新增订单的需要， 汽车安全系统领域的地位更加稳固， 成为全球第二大汽车安全系统供应商

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

均胜集团为公司控股股东，旗下子公司分布全球。截至 2021 年年报，均胜集团有限公司为控股股东，持股比例为 34.85%。王剑峰持有均胜集团 52.5% 的股份，直接持有均胜电子 2.49% 的股份，总计持股 20.79%，为公司的实际控制人。集团参控公司达 120 家，分布在全球 30 个国家，其中均胜电子、均联智行总部位于宁波，普瑞全球总部位于德国，均胜安全全球总部位于美国。

图 2：均胜电子股权结构（截止 2022 年一季报）



资料来源：Wind, 信达证券研发中心

实施员工持股计划，促进公司长期健康发展。2021 年 10 月公司发布 2021 年员工持股计划，计划拟认购股份数不超过 900 万股，占当前公司总股本的 0.66%。本次拟参加认购的员工总人数不超过 27 人，其中拟参与认购员工持股计划的公司董事和高级管理人员为 3 人，合计认购不超过 150 万股，占本员工持股计划总量的 16.67%，其他参加对象不超过 24 人，合计认购不超过 750 万股，占本员工持股计划总量的 83.33%。公司业绩考核指标为：(1) 2022/2023/2024 年公司净资产收益率为 5%/7%/9%，或 (2) 2022/2023/2024 年公司净利润率为 2.5%/3.5%/4.5%。

表 2：2021 年员工持股计划参加对象及持有份额

姓名	职务	认购股数上限(股)	占本次计划总股数的比例	占公司总股本的比例
陈伟	董事、副总裁	600,000	6.67%	0.04%
李俊或	董事、财务总监	600,000	6.7%	0.0%
喻凯	董事、董事会秘书	300,000	3.33%	0.02%
其他员工（不超过 24 人）		7,500,000	83.33%	0.55%
合计不超过 27 人		9,000,000	100.00%	0.66%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 3：2021 年员工持股计划公司业绩考核指标

解锁安排	业绩考核目标
第一批次解锁	2022 年公司净资产收益率为 5% 或 2022 年公司净利润率为 2.5%
第二批次解锁	2023 年公司净资产收益率为 7% 或 2023 年公司净利润率为 3.5%
第三批次解锁	2024 年公司净资产收益率为 9% 或 2024 年公司净利润率为 4.5%

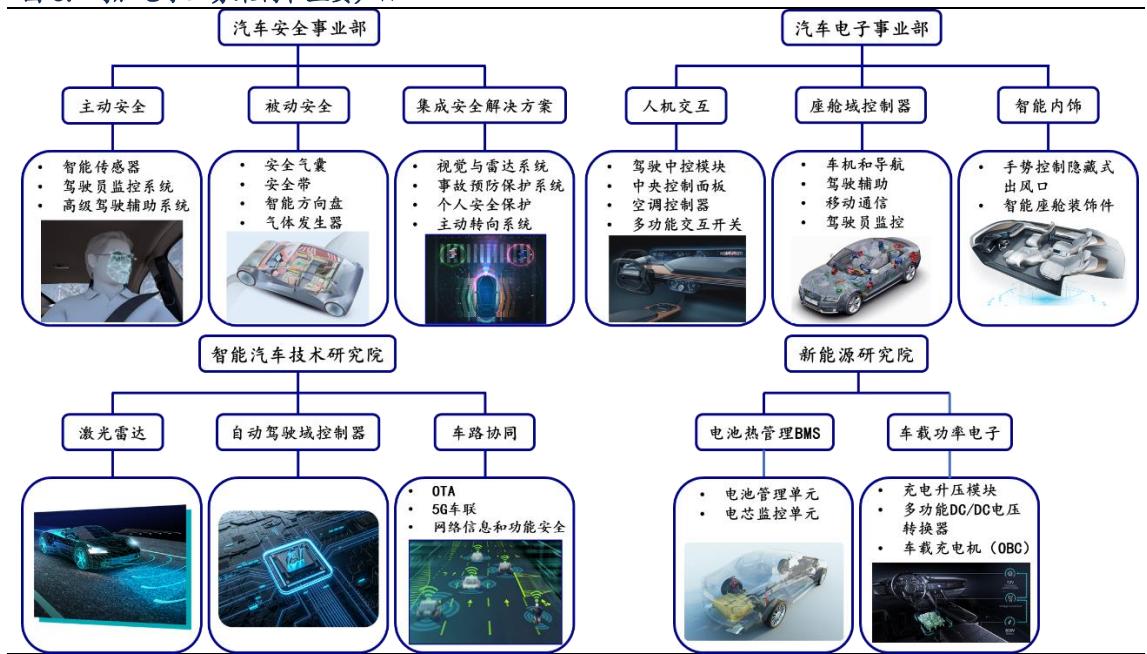
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

1.2 汽车电子与安全领域领先厂商，加速推动智能化变革

公司致力于汽车安全系统、智能座舱/网联系统、智能驾驶和新能源管理系统等的研发与生产，是全球汽车电子和汽车安全市场的领先企业。公司包含汽车安全事业部、汽车电子事业

部、智能汽车技术研究院与新能源研究院四大业务架构。

图 3: 均胜电子业务架构和主要产品



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

汽车安全系统：均胜汽车安全系统是全球移动出行安全领域的领导者，为汽车和非汽车市场提供关键性安全部件、系统和技术。公司汽车安全业务主要包括主、被动汽车安全、集成安全系统和其关键零部件的设计、开发及生产。

智能座舱/网联系统：公司致力于构建新型的智能座舱商业生态，智能座舱产品包含人机交互、车机系统、座舱域控制器和座舱智能内饰等。随着汽车电子电气架构的演变，公司向车企提供从座舱域控制器、操作系统至应用层的软硬件智能座舱完整解决方案，打造智能座舱新生态。

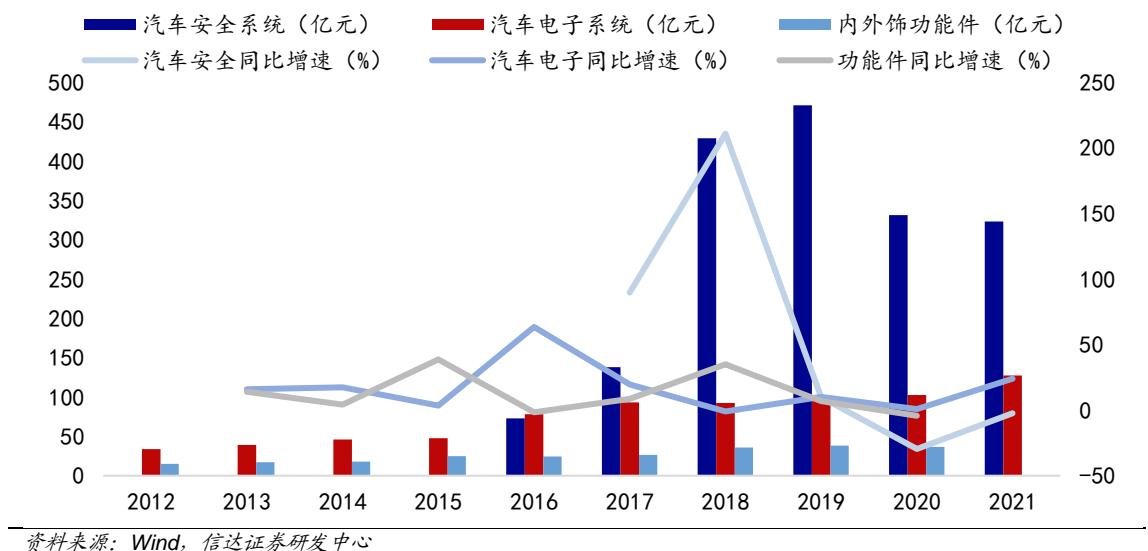
智能驾驶：公司在原有智能座舱和智能车联业务基础上，2021年7月新设均胜智能汽车技术研究院，致力将人工智能技术与汽车产业深度融合，加速推动汽车智能化变革。公司智能驾驶主要产品包括激光雷达、车路协同和智能驾驶域控制器等，以及导航引擎、定位引擎和自动泊车引擎等软件技术与服务。公司智能驾驶业务正着力构建智能驾驶全栈能力，加快L2++至L4级高级辅助驾驶及自动驾驶域控制器和功能模块的研发，将率先在可量产、车规级的智能驾驶域控制器等方面取得突破。

新能源管理系统：公司新能源业务板块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。公司**BMS**具有高精度参数监测、关键状态估计和单体均衡等功能，是控制电池系统的关键组件，已商用于国际车企的新能源车型。在**车载功率电子**方面，均胜电子致力于高功率充电、无线充电和车载功率电子部件等的商业化，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桩（OBC）等。

公司整合优质资产，业务外延式扩张带来营收增长。汽车安全业务方面，2016年公司成功并购KSS，进军汽车安全市场。2018年完成高田优质资产收购，获得大量订单，自研驾驶员检测系统也开始量产，公司成为全球第二大汽车安全产品供应商，汽车安全业务营收迎来高增，突破400亿元大关。汽车电子业务方面，2011年成功并购德国普瑞，开始涉足汽车电子，成为全球汽车电子部件领先提供商，营收开启平稳增长。2016年，公司成功并购TS，对原有HMI业务进行补强，加速车联网和车载信息系统领域布局，汽车电子业务营收突破

100亿元大关。近年来受安全业务整合不及预期，以及疫情、原材料价格上涨、缺芯等因素扰动，公司下游部分客户生产计划受影响，间接影响公司产品交付安排。2021年，公司汽车安全系统实现营收约323.1亿元，同比下降2.5%，汽车电子系统实现营收约127.1亿元，同比增长24%，仍然维持较高增速。

图4：2012-2021年公司各业务营收及增速（亿元，%）

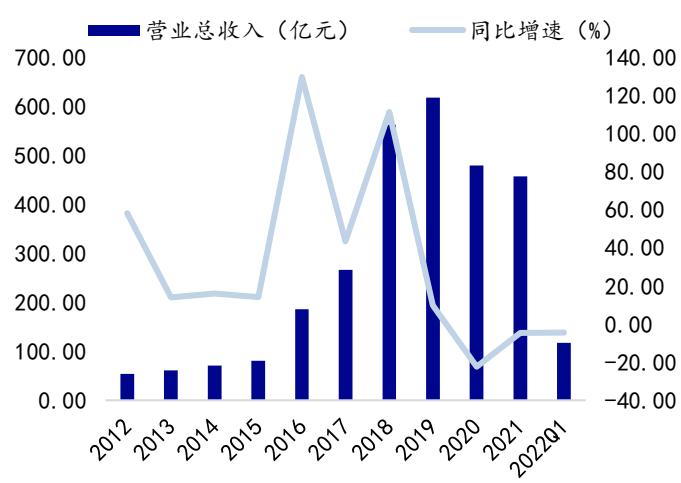


资料来源：Wind, 信达证券研发中心

1.3 并购主推营收高增，业务持续整合毛利率有望改善

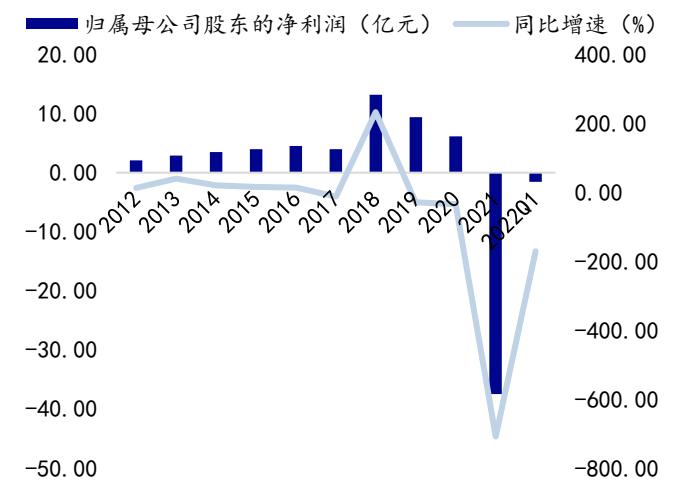
前期并购助推营收高增长，近年多因素扰动影响短期利润释放。2011年至2019年，公司接连完成对德国普瑞、KSS、TS等汽车电子系统和汽车安全系统企业的收购，带来公司营收的高增长。2020年，公司受全球疫情以及资产处置的影响，实现营收479亿元，同比下降22%，归母净利润受停工停产以及安全业务整合的影响有所减少。2021年，受全球新冠疫情和芯片短缺等的持续影响，以及均胜群英功能件出表影响，2021年公司实现营业收入456.7亿元，同比下降约4.6%，归母净利润方面，受疫情、短芯和供应链体系震荡导致的上游原材料价格与运输费用上升影响，营业成本的上涨幅度较大，汽车安全事业部相关资产组计提商誉减值准备约20.2亿元，使得全年归属于上市公司股东的净利润出现较大亏损。随着公司各业务持续整合，以及全球疫情与芯片短缺缓解，公司业绩反弹空间较大。

图5：2012-2022Q1公司营业收入及增速（亿元，%）



资料来源：Wind, 信达证券研发中心

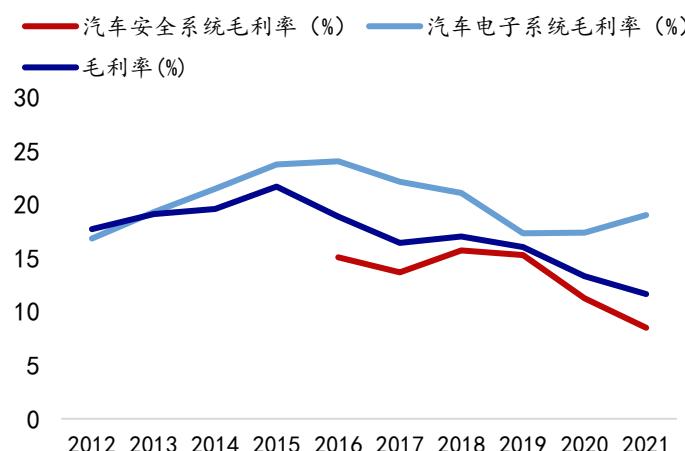
图6：2012-2022Q1公司归母净利润及增速（亿元，%）



资料来源：Wind, 信达证券研发中心

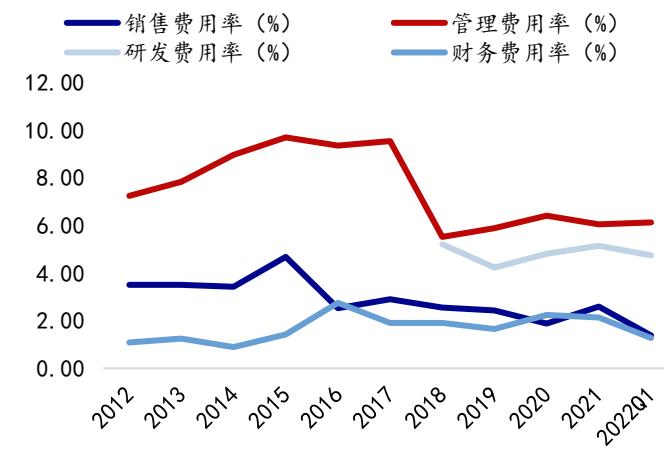
产能整合叠加原材料价格上涨，毛利率短暂承压，后续有望逐步提升。公司整体毛利率在2018年之后呈逐渐下降的趋势，主要受产能整合与扩建导致调试与运行成本增加、疫情影响下原材料价格涨幅较大、汇率波动以及部分订单量产爬坡等因素共同影响。2021年以来，汽车安全业务大量新项目陆续投入量产，公司积极进行人员优化、效率提升、流程控制和支出削减，未来汽车安全业务毛利率有望逐步提升。汽车电子业务方面，凭借积极的供应链管理，公司在原材料和运费成本上涨的大环境下，2021年实现全年毛利率同比+1.63pct。2018-2021年公司费用率较为稳定，随着整合趋近尾声，我们预计相关费用有望显著降低。综合来看，伴随毛利率改善，以及费用率优化，未来公司盈利能力改善空间较大。

图 7：2012-2021 年公司分业务毛利率（%）



资料来源：Wind, 信达证券研发中心

图 8：2012-2022Q1 公司费用率（%）



资料来源：Wind, 信达证券研发中心

1.4 与全球主流整车厂合作紧密，供应关系稳定

与全球主流整车厂合作紧密，供应关系稳定。公司主要客户包括大众、奔驰、宝马、奥迪、特斯拉、通用、福特、本田、丰田、吉利、广汽、蔚来、理想、小鹏、比亚迪等国内外一线品牌。公司在维护现有客户的基础上，积极拓展新客户，重点扩张国内市场，目前已与长安、长城、广汽、吉利、蔚来、小鹏、理想等自主品牌及新势力品牌展开广泛合作。

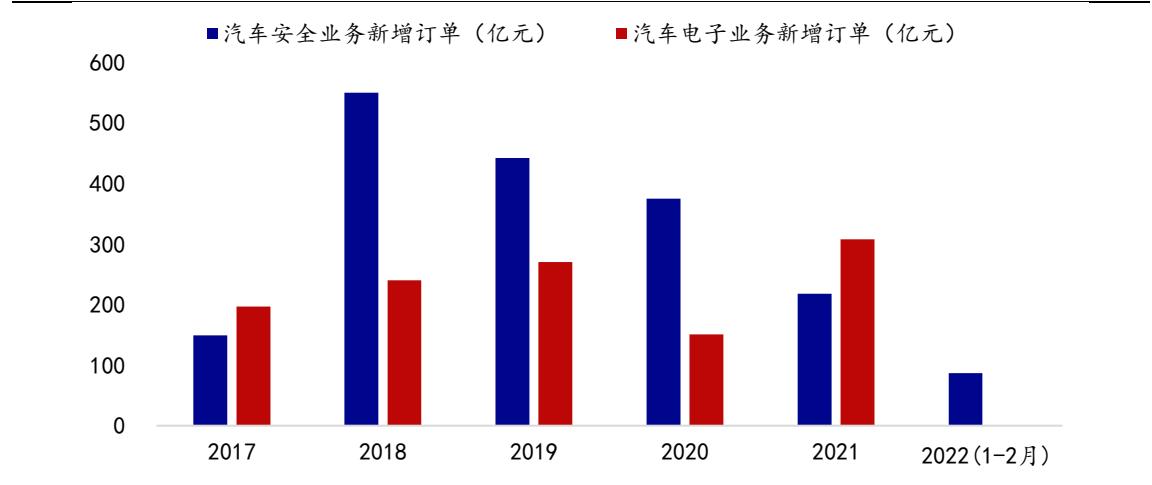
图 9：均胜电子主要客户



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司订单持续增长，目前累计在手订单金额（全生命周期）超 2950 亿元，有望逐步投产交付。2021 年公司新获全生命周期订单合计约 526 亿元，其中汽车电子系统新获 308 亿元，国内新获订单金额继续维持在高位，向国内市占率 40% 的目标继续迈进；汽车安全系统新获 218 亿元，保持了良好的市场竞争力。公司汽车电子业务年度新增订单数稳步上升，安全业务随整合逐渐接近尾声也将逐步回暖。截止 2022 年 2 月，累计在手订单金额（全生命周期）超 2950 亿元，其中汽车电子业务累计在手订单金额（全生命周期）超 750 亿元，汽车安全业务全球累计在手订单金额（全生命周期）约 2200 亿元。

图 10：2017-2022 年 2 月公司安全与电子业务新增订单金额（亿元）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2、汽车安全业务：并购整合接近尾声，有望迎来盈利拐点

2.1 汽车安全重要性日益凸显，智能化赋能被动安全

汽车安全系统包括主动安全系统和被动安全系统。主动安全侧重监测事故发生或车辆失控的可能性，从而通过一系列介入车辆操控的手段去避免事故发生，分为 ABS、ASR、EBD、ESC、LCA、TCS、VSA 七种系统；被动安全是指在交通事故发生后尽量减少人身损伤的安全装置，不能防止或避免事故的发生，包括安全带、安全气囊（气体发生器、气囊电控装置）、安全座椅、头颈保护、安全车身和胎压监测等产品。

表 4：汽车安全系统主要产品和功能

汽车安全系统产品	功能
ABS（制动防抱死系统）	解决刹车时车轮锁死问题，提高刹车时汽车的稳定性及较差路面条件下的汽车制动性能
ASR（驱动防滑系统）	防止车辆在起步、加速时驱动轮打滑现象，以维持车辆行驶方向的稳定性
EBD（电子制动力分配）	在踩下制动踏板后、在 ABS 起作用之前通过调节后轮制动力达到良好的制动效果，以减少不必要的 ABS 动作
主动安全产品	通过 ECU 控制车轮的驱动力和制动力，确保车辆行驶的侧向稳定性
ESC（电子稳定控制系统）	采用雷达传感器检测后面盲区接近的车辆，并通过前方后视镜旁的指示灯报警提示
LCA（变道辅助系统）	检测驱动轮和非驱动轮之间的转速差距，过大时会通过减少喷油等方式限制动力输出，车辆自然就会平稳提速
TCS（牵引力控制系统）	转向不足或转向过度时，使车辆产生反方向的转矩，从而抑制转向不足或转向过度，保证了车辆在直行、转向以及制动等各种行驶状态下的稳定性
VSA（车辆稳定性控制系统）	转向不足或转向过度时，使车辆产生反方向的转矩，从而抑制转向不足或转向过度，保证了车辆在直行、转向以及制动等各种行驶状态下的稳定性

被动安全产品	安全带	汽车发生碰撞事故时拉紧织带，立即将乘员紧紧地绑在座椅上，锁止织带防止乘员身体前倾，保护乘员的安全
	安全气囊	汽车遭受碰撞时，安全气囊控制器接收碰撞信号并控制安全气囊起爆，在身体与车内设备碰撞前起保护作用，减轻身体所受冲击力，从而减轻伤害
	安全座椅	通过车辆本身安装卡位装置固定到机动车辆上，能限制儿童身体位移以减少突发事件（如碰撞或突然减速）对儿童的伤害
	头颈保护	在撞击时支撑乘客的头颈部，防止追尾时造成过度的屈伸损伤
	安全车身	车室结构坚固，在发生事故时变形量极小，保证乘员生存空间；同时车身能在碰撞时变形以吸收能量，减轻冲击
	胎压监测	在汽车行驶过程中对轮胎气压进行实时自动监测，并对轮胎漏气和低气压进行报警，提醒驾驶员采取相应措施

资料来源：智能汽车电子与软件微信公众号，倍斯科技微信公众号，信达证券研发中心

安全带是被动安全系统的核心，智能化赋能未来发展。现在大多数乘用车采用火药式安全带，此类安全带只有在碰撞发生时才会收紧，突发危险时不能及时有效束缚、矫正乘员坐姿，容易导致乘员受到气囊爆破的二次伤害。随着汽车智能化的发展，电动安全带提供了更好的保护需求和舒适性，正成为安全带未来发展的主流方向。**电动安全带（MSB）**可实现自动预收紧功能，根据人体身高、体重调节安全带松紧度。当车辆处于人机共驾或驾驶员驾驶状态，若遇到分心驾驶、疲劳驾驶等情况，安全带还会震动，结合座舱其他警示系统来提醒驾驶员专心驾驶或停靠休息。

图 11：均胜电子安全气囊系统



资料来源：均胜电子微信公众号，信达证券研发中心

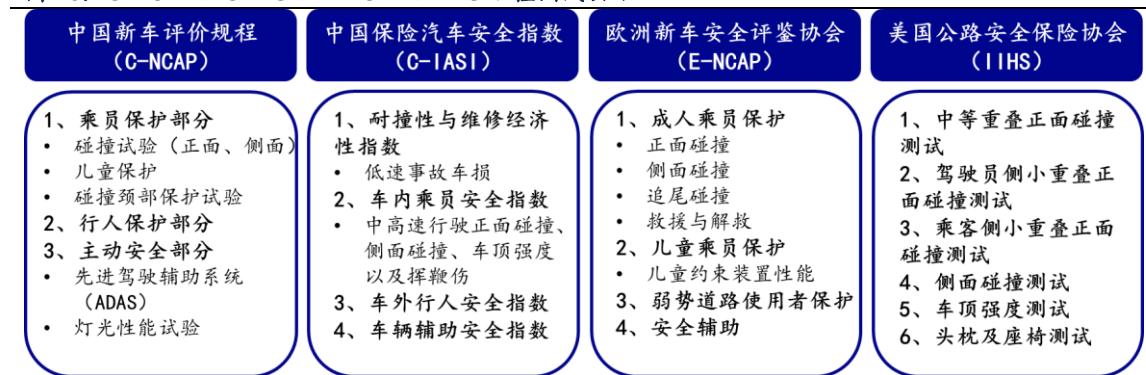
图 12：均胜电子新一代电动安全带



资料来源：均胜电子微信公众号，信达证券研发中心

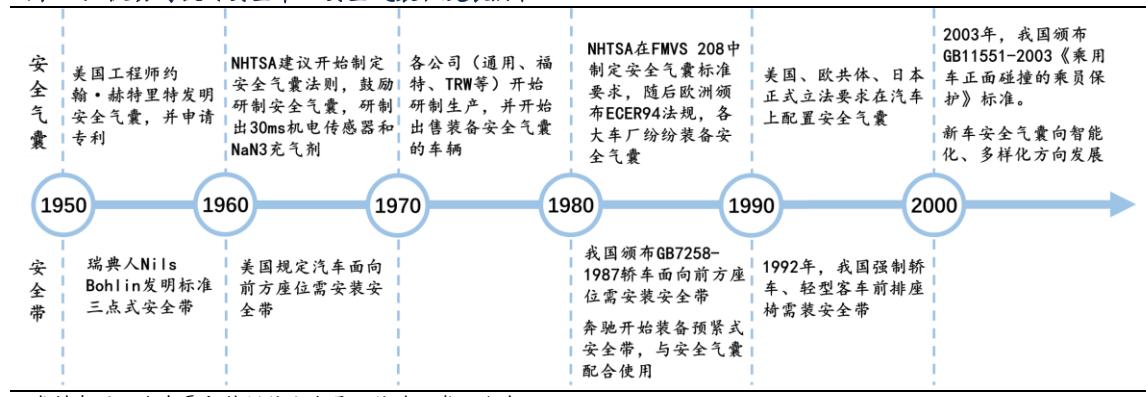
安全气囊是被动安全系统的重要组成部分，主要由传感器、气囊电脑、气体发生装置和气袋四部分构成。最初的汽车气囊只有主驾配置，后来逐渐为副驾配置，随着安全气囊的重要性日益凸显，六安全气囊已成为中高级车型标配。单车安全气囊平均安装量从 2009 年的 3.6 个增加至 2019 年的 5.7 个，单车安装量推升了安全气囊整体需求。欧盟新车安全评鉴协会（Euro-NCAP）自 2020 年起将侧面保护评估纳入评鉴标准，中国新车评价规程（C-NCAP）在 2018 年也新增新能源汽车测评，其中包括侧面柱碰撞试验，增加侧面保护的趋势。未来安全气囊的发展，除了单车安装量的提升，还将会在更多安装位置（侧面、顶棚）、展出路径、泄气装置等方面进行创新。

图 13: C-NCAP、C-IASI、E-NCAP、IIHS 碰撞测试项目



资料来源: C-NCAP, C-IASI, E-NCAP, IIHS, 信达证券研发中心

图 14: 被动驾驶 (安全带、安全气囊) 发展历程

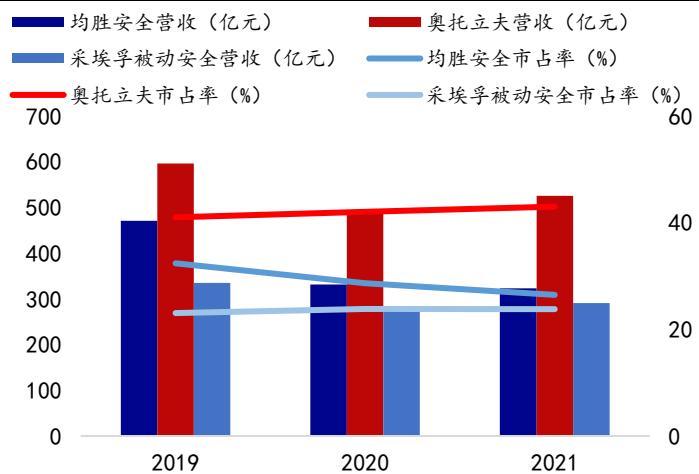


资料来源: 汽车零部件微信公众号, 信达证券研发中心

2.2 公司为全球第二大汽车安全供应商，2025 年全球市场规模将突破 490 亿美元

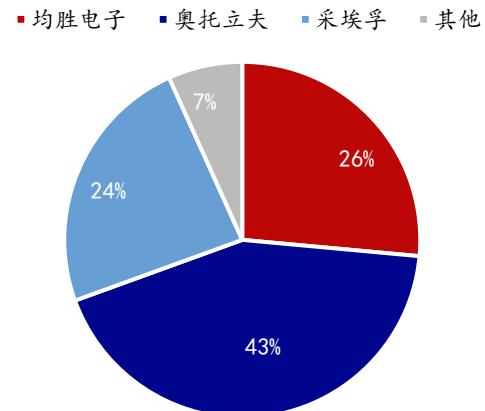
奥托立夫、均胜电子和采埃孚为全球三大被动安全系统供应商，占据全球被动安全市场规模 9 成以上。奥托立夫是全球第一大被动安全系统供应商，2019-2021 年公司市占率分别为 41%、42%、43%，我们测算均胜电子 2019-2021 年市占率分别为 32%、29%、26%，奥托立夫、均胜电子、采埃孚三家供应商占据了被动安全 9 成以上的市场，被动安全技术成熟，与主机厂关系紧密，行业进入壁垒较高，竞争格局较为稳定。

图 15: 2019-2021 年均胜电子、奥托立夫、采埃孚被动安全业务营收和市占率 (亿元, %)



资料来源: 各公司年报, 信达证券研发中心
注: 欧元兑人民币汇率按照外汇汇率网 2019-2021 年平均汇率计算

图 16: 2021 年均胜电子、奥托立夫、采埃孚被动安全业务市占率 (%)



资料来源: 各公司年报, 信达证券研发中心

被动安全市场由两个主要因素驱动：轻型汽车产量和单车价值。由于重卡、巴士等车型极少配备安全气囊，我们选取轻型汽车产量作为测算被动安全市场的要素之一，根据 IHS Markit 的预测，2021-2025 年全球轻型汽车产量将由 7580 万辆上升至 9890 万辆。根据奥托立夫年报，2019-2021 年，发达国家市场被动安全单车价值由 280 美元上升至 310 美元，新兴国家市场被动安全单车价值由 170 美元上升至 200 美元，我们选取两者平均值作为平均单车价值，预计被动安全系统单车价值将由 2021 年的 255 美元上升到 2025 年的 285 美元。由此，我们测算出 2023 年全球被动安全市场规模将突破 250 亿美元，2025 年将达到 282 亿美元，2021-2025 年 CAGR 为 10.2%。

图 17：2020-2025 年全球轻型汽车产量与被动安全系统单车价值（万辆，美元）

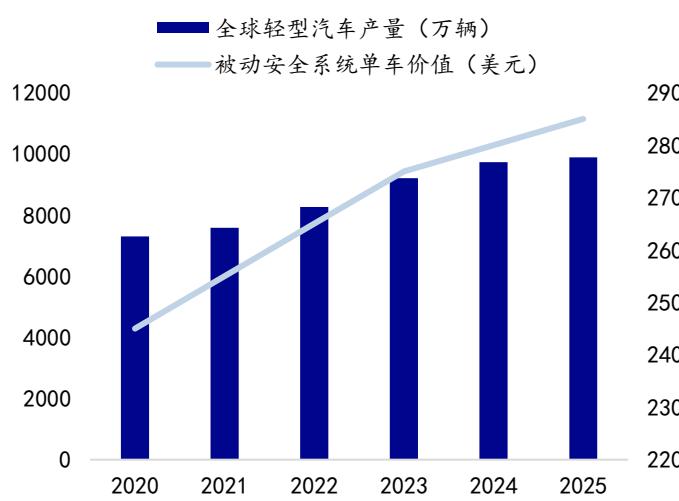
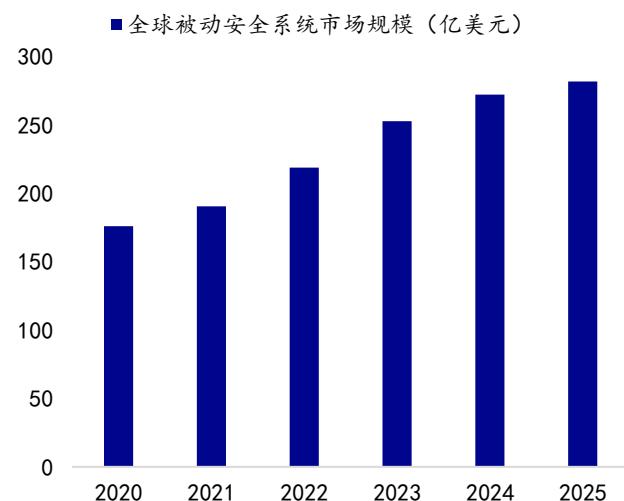


图 18：2020-2025 年全球被动安全系统市场规模（亿美元）

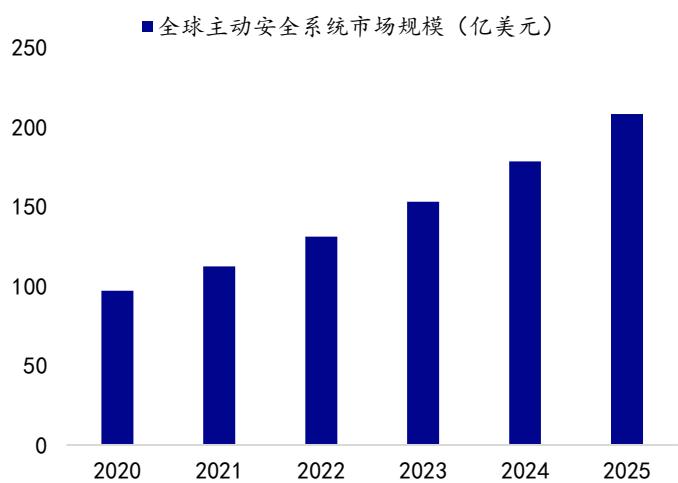


资料来源：IHS Markit, 奥托立夫年报, OICA, 前瞻产业研究院, 信达证券研发中心

资料来源：IHS Markit, 奥托立夫年报, OICA, 前瞻产业研究院, 信达证券研发中心

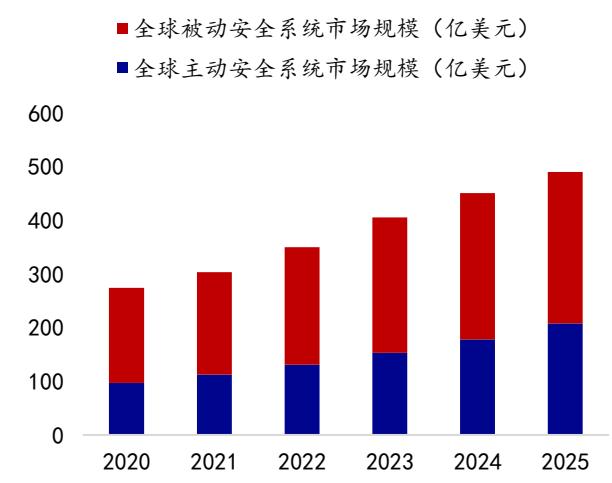
2025 年主动安全市场市场规模将达 208 亿美元，汽车安全市场规模达 490 亿美元。汽车数量的增加以及对汽车安全的重视共同拉动汽车主动安全系统的需求。随着汽车数量的增加和道路交通事故死亡人数的增加，发达国家和发展中国家的政府当局都出台了严格的法规来加强交通安全。此外，自动驾驶需求的增长进一步推动了主动安全市场的发展。根据 GII 统计数据，2020 年全球主动安全市场规模为 97 亿美元，将以 16.7% 的复合增长率增长，2025 年将达到 208 亿美元，全球汽车安全市场规模将达 490 亿美元。

图 19：2020-2025 年全球主动安全系统市场规模（亿美元）



资料来源：GII, 信达证券研发中心

图 20：2020-2025 年全球汽车安全系统市场总规模（亿美元）



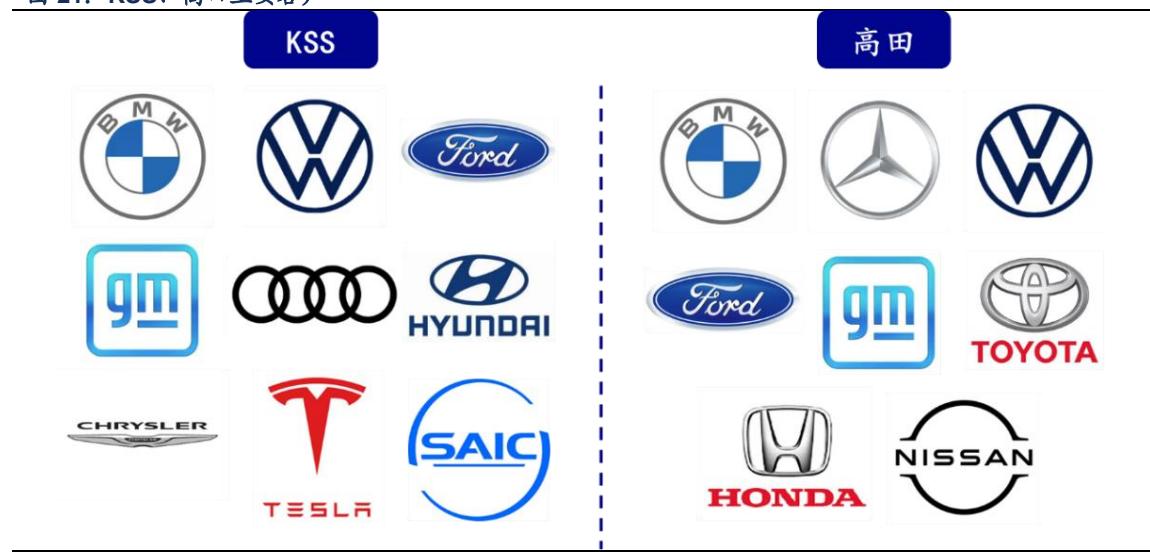
资料来源：GII, 各公司年报, 信达证券研发中心

2.3 并购整合接近尾声，业绩表现有望回暖

均胜收购 KSS 切入汽车安全市场，收购高田剑指安全龙头企业。2016 年，公司完成对 KSS 的收购，KSS 公司为全球顶级汽车安全系统供应商，自上世纪 50 年代起开始涉足汽车安全市场，目前主营业务包括主动安全、被动安全和特殊产品，智能驾驶领域也研发了具有前瞻性的技术和产品。KSS 主要客户包括大众、福特、克莱斯勒、现代、通用、通用、特斯拉、上汽集团、奥迪、宝马和日韩系品牌等。

2018 年，公司成功收购高田除硝酸铵气体发生器业务（PSAN 业务）以外的主要资产，同时谈判签署相关协议，保证与高田安全气囊召回事件的风险隔离和未来订单的可持续性。高田是全球最大的汽车安全气囊生产商之一，产品还包括汽车安全带、方向盘和其他安全和电子产品。高田主要客户包括宝马、奔驰、大众、福特、通用、丰田、本田和尼桑等。

图 21：KSS、高田主要客户



资料来源：均胜电子微信公众号，信达证券研发中心

多因素影响安全业务业绩，目前整合接近尾声。2018 年收购高田全球资产后，公司成为汽车安全领域第二大供应商，公司开始从资产配置、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”持续提升公司经营效率。2020、2021 年公司面临疫情暴发、芯片短缺、大宗商品和运费价格上涨等问题，公司整合仍在持续，中国区各项业务快速推进，新客户拓展进展顺利，公司积极采取措施进行人员优化、效率提升、流程控制和固定支出的削减。随着客户协调机制的建立、供应链韧性的提升、内部管理效率的提升以及进一步的人员管理结构优化，未来汽车安全业务毛利率有望逐步提升。

表 5：汽车安全事业部整合历程

年度	整合措施		
	中国区	欧洲区	美洲区
2018	关闭 KSS 苏州，并将 KSS 和高田在天津、上海等地的工厂进行整合	将 KSS 德国 Rauheim 研发中心与高田德国 Aschaffenburg 研发中心进行合并	关闭 KSS 巴西和部分墨西哥工厂，将产能与高田合并，并将 KSS 与高田北美总部进行合并
2019	处置延锋百利得安全气囊有限公司	将德国、罗马尼亚等工厂关闭并进行产能转移	继续进行美国和墨西哥部分产能转移与合并和工厂关闭
2020	-	将德国和罗马尼亚部分安全气囊生产线转移至匈牙利	美国和墨西哥部分产能转移和工厂关闭

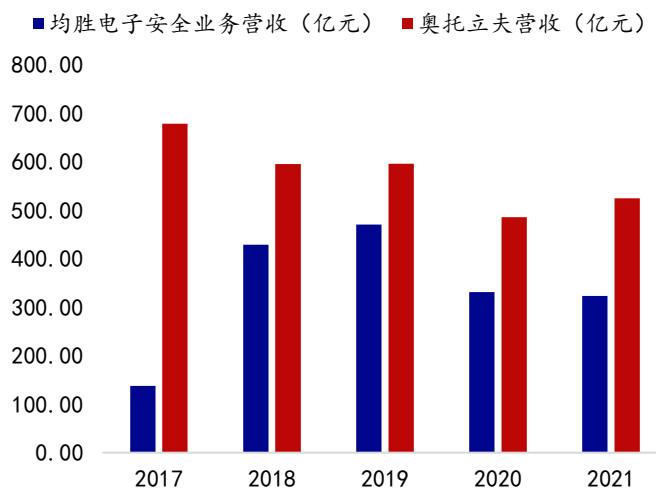
2021

陆续调整汽车安全事业部人员结构，重新任命均胜安全全球 CEO、欧洲区 CEO 及北美区 CEO；
通过重组减员、自动化持续投入、生产线平衡（管理提升）等方式推动全球员工规划工作；
将生产从德国、美国、意大利、日本等高成本国家/地区向罗马尼亚、匈牙利、墨西哥、东南亚等低成本国家/地区和中国进行结构性转移

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

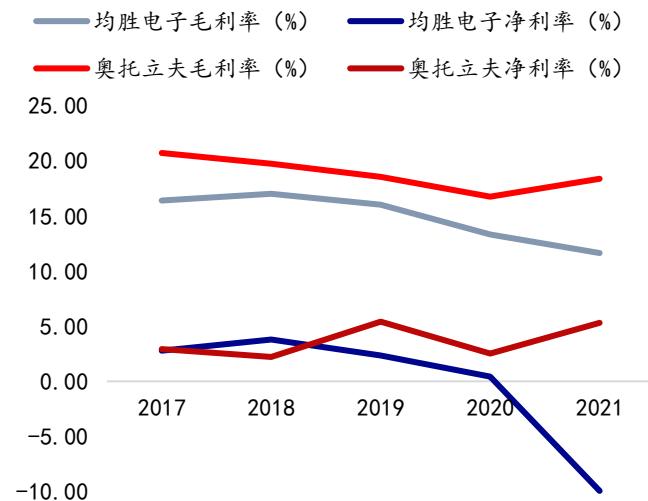
均胜电子最大竞争对手为奥托立夫，相比之下公司营收及毛利率均有上升空间。奥托立夫是全球被动安全领域第一大供应商，主要产品为安全气囊、安全带以及主动安全电子产品。2018 年完成高田收购之后，均胜电子营收逐步逼近奥托立夫，稳居全球第二大汽车安全供应商。在毛利率与净利率方面，奥托立夫近五年毛利率稳定在 20% 左右，净利率稳定在 5% 左右。对标安全行业龙头奥托立夫，我们认为均胜电子的毛利率、净利率仍有提升空间，均胜安全业务收入规模有望进一步扩大。

图 22: 2017-2021 年均胜电子安全业务与奥托立夫营收（亿元）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 23: 2017-2021 年均胜电子与奥托立夫毛利率、净利率（%）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

2022 年，均胜电子引入战略投资者，安全业务将迎来新的发展阶段。均胜安全致力于推动汽车从“零事故”向“零死亡”过渡，推动全球安全业务的发展。其中，以顶棚式乘员气囊、驾驶员监控系统等集成安全解决方案为抓手，不断巩固被动安全领域的全球领先地位，强化未来驾驶状态的产品可适配能力，提高不同级别智能驾驶的行车安全系数。2021 年以来公司聚焦中国市场，安全产品已切入吉利、长城、蔚来、理想、小鹏等供应链体系。

均胜安全致力于车内安全气囊的研发和生产，顶棚式乘员气囊面向未来驾驶。公司产品覆盖安全气囊、碰撞传感器、集成式张力传感器、充气式安全带和混合式充气装置，其中顶棚式乘员气囊是一款前沿产品，从仪表盘转移至顶棚，通过展出路径、泄气装置等方面创新，既为乘员提供保护又能释放空间改善座舱舒适度。

公司气囊客户已超过 60 个，其中向特斯拉配套主驾驶气囊、副驾驶气囊、头部帘式气囊、座椅侧气囊、膝部气囊和整车安全带等被动安全产品。产能方面，均胜安全匈牙利“超级工厂”已于 2019 年完成升级，成为公司全球规模最大的安全气囊工厂。

均胜安全自研电路保护系统，减少电池、电路安全隐患。电路保护系统包括高压断电保护、电池冷却系统等。这些系统具备灵活的扩展性，可根据电压、电流和其他规格进行调整。其中电动汽车电池断开装置（PBD）由车辆安全系统 ECU 或电池管理系统触发，切断电动汽车高压电池系统的电力。在电池起火、过度充电、车辆碰撞或短路时有助于确保驾驶员、乘客和急救人员免受伤害或触电。目前，新款保护系统已搭载于特斯拉相关车型。

图 24: 均胜安全顶棚式乘员气囊



资料来源: 均胜电子微信公众号, 信达证券研发中心

图 25: 均胜安全电动汽车电池断开装置 (PBD)



资料来源: 均胜电子微信公众号, 信达证券研发中心

驾驶员监控系统 (DMS) 可降低分心驾驶、疲劳驾驶导致事故的几率，现已商用与凯迪拉克 CT6 等车型。DMS 通过位于车辆转向柱顶端的微型摄像头与方向盘灯带两旁的红外传感器，实时追踪驾驶者头部位置和脸部特征，识别驾驶者的视线方向，警示驾驶员专注驾驶。

智能方向盘与 DMS 形成联动，产品集成了多区域手握感应系统 (HOW) 和灯带技术 (LB)，能够在摄像头检测到驾驶员注意力未集中时，通过视觉信号发出提醒与警示。量产产品包括离手感应方向盘、主动转向方向盘、3D 力反馈方向盘方案等。均胜安全是全球为数不多能将多种传感器和智能系统集成到方向盘上的供应商，使智能方向盘具有智能感应和检测功能。这些安全技术可根据客户需求，进一步被集成到面向自动驾驶的智能座舱。

图 26: 均胜安全驾驶员状态监测 (DMS)



资料来源: 均胜电子微信公众号, 信达证券研发中心

图 27: 均胜安全智能方向盘系统



资料来源: 均胜电子微信公众号, 信达证券研发中心

3、汽车电子业务：智能座舱加速落地，智能驾驶布局开启

3.1 需求拉动+架构演进，智能座舱加速落地

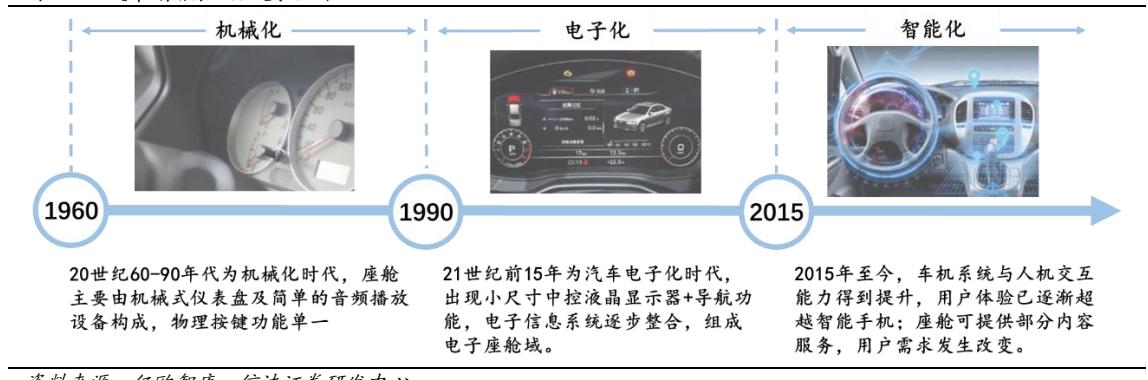
3.1.1 汽车智能化加速普及，座舱智能化快速渗透

汽车智能化加速普及，座舱智能化成为整车智能化的核心构成。汽车已经从 20 世纪 60 年代的机械式产品逐步发展成智能化产品。相比自动驾驶，智能座舱的技术实现难度低、成果更易被感知，智能座舱已成为智能汽车领域最热门的赛道之一，大量车企和零部件企业都将智能座舱作为智能化变革的前哨站。

消费者需求也成为汽车智能化发展重要驱动力。随着消费者对于电子产品的使用率增加，大部分消费者在购车的需求选择上，导航、视频、社交等智能科技配置已上升至第二位，仅次

于安全性能，智能座舱需求已进入“主动智能、内容+服务”阶段。

图 28：汽车智能座舱发展历程

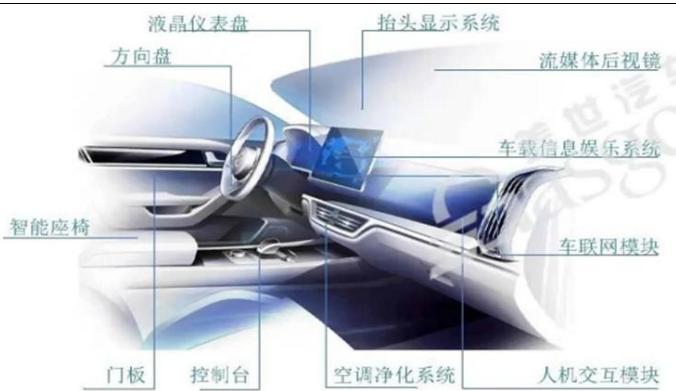


资料来源：亿欧智库，信达证券研发中心

智能座舱产品主要包括座舱内饰和座舱电子两方面，从消费者应用场景出发构建人机交互（HMI）体系。座舱内饰主要包括智能化的灯光、座椅、空调等，座舱电子包括车载信息显示系统（如液晶仪表、座舱显示屏、HUD、流媒体后视镜等）、车载信息娱乐系统（域控制器、网联服务等）。

智能座舱产品主要位于产业链中游，产业链不断拓宽。智能座舱产业链上游包括车载地图、车载操作平台、操作系统等软件供应商以及座舱芯片等硬件供应商，中游包括车载信息显示系统、信息娱乐系统、座舱域控制器等软硬件集成供应商，下游为组装生产的主机厂。区别于传统的 Tier 2、Tier 1、主机厂的供应链线性结构，智能座舱涉及到许多软硬件的集成，因此供应商会结合所提供的不同产品类型，不断切换身份，导致产品边界不断拓宽。

图 29：智能座舱产品示意图



资料来源：盖世汽车，信达证券研发中心

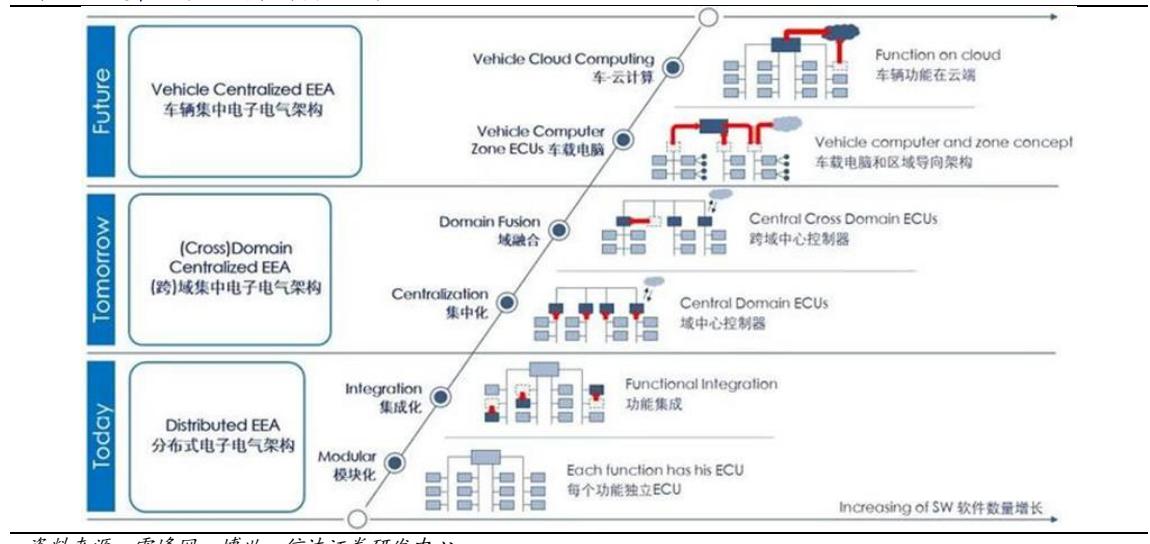
图 30：智能座舱产业链



资料来源：亿欧智库，信达证券研发中心

座舱各部分呈现由分布到集中、由独立到融合的趋势。随着座舱功能复杂度的快速提高，电子电气架构的升级可以让整车的软件，算法，扩展性，应用功能等各个方面都得到极大的提升和呈现。软件逐渐与硬件解耦；硬件层面各个电子控制单元（ECU）从传统的分离式走向集中域式，再走向跨域的中央集中，同时更高带宽的以太网逐渐替代传统的 CAN 总线。传统中控平台向集成化的座舱电子发展，成为人机交互的中枢，满足乘客最终驾驶体验。车辆座舱已经从传统的按钮旋钮式的单一交互，逐渐升级成以全液晶仪表、HUD、车载娱乐系统、主动安全系统为代表的一体化座舱电子。

图 31: 汽车电子电气架构演进过程

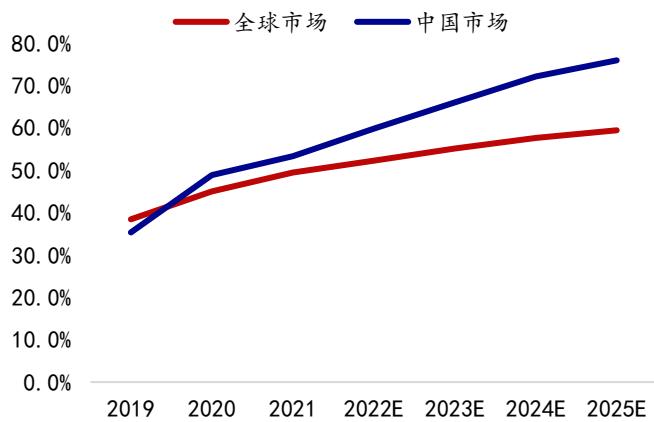


资料来源: 雷峰网, 博世, 信达证券研发中心

3.1.2 多方赋能智能座舱产业链, 2025 年中国汽车智能座舱市场规模将突破 1000 亿元

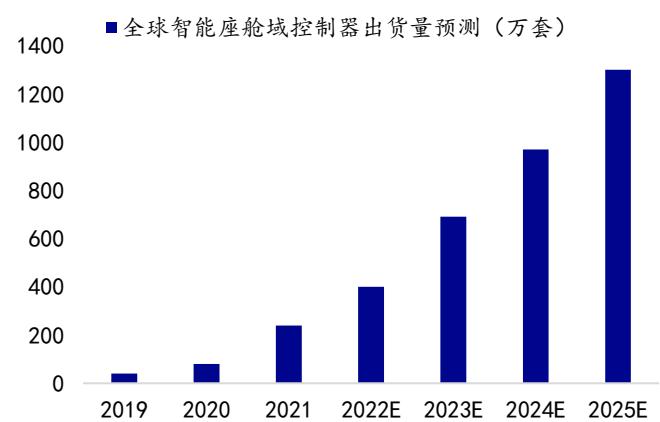
座舱智能配置渗透率快速上升, 座舱域控制器加速落地。IHS Markit 数据显示, 2021 年中国市场座舱智能配置水平的新车渗透率约为 53.3%, 从 2020 年开始, 中国市场智能座舱新车渗透率就将高于全球市场的渗透率, 2025 年中国市场智能座舱新车渗透率预计可以超过 75%, 而全球市场的渗透率为 59.4%。ICVTank 数据显示, 2021 年全球智能座舱域控制器出货量为 240 万套, 预计 2025 年全球智能座舱域控制器出货量将达到 1300 万套, 2021-2025 年 CAGR 约为 53%。

图 32: 2019-2025 年座舱智能科技配置新车渗透率趋势 (%)



资料来源: 雷峰网, IHS Markit, 信达证券研发中心

图 33: 2019-2025 年全球智能座舱域控制器出货量预测(万套)



资料来源: 盖世汽车, ICVTank, 信达证券研发中心

智能座舱产业链呈现生态化, 竞争格局三足鼎立。座舱智能化发展涉及各类软硬件的集成以及解决方案的提供, 产业边界不断拓宽。互联网科技企业正强势介入, 目前形成了传统供应商、互联网科技企业、主机厂三足鼎立的产业链格局。

图 34: 智能座舱产业链企业及主要合作模式



资料来源：亿欧智库，信达证券研发中心

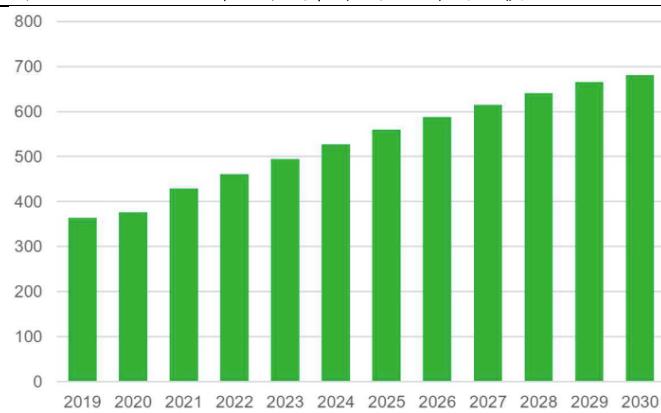
图 35: 主机厂、传统供应商和互联网科技企业“三足鼎立”



资料来源：亿欧智库，信达证券研发中心

2025 年中国汽车智能座舱市场规模将超过 1000 亿元。以汽车销量、各部件渗透率、单价测算各部件以及智能座舱市场规模。IHS Markit 的数据显示，预计 2025 年中国汽车智能座舱市场规模将超过 1000 亿元，2021-2025 年 CAGR 约为 23%。2030 年，全球汽车智能座舱市场规模将达到 681 亿美元，中国市场也将超过 1600 亿元；中国在全球市场的份额将上升到 37%，是全球最主要的智能座舱市场。

图 36: 2019-2030 年全球汽车智能座舱市场规模 (亿美元)



资料来源：IHS Markit，信达证券研发中心

图 37: 2019-2030 年中国汽车智能座舱市场规模 (亿元)



资料来源：IHS Markit，信达证券研发中心

3.1.3 座舱产品全面落地，域控、网联形成量产优势

公司定位 Tier 1，智能座舱业务已从提供单一模块或系统迭代为覆盖域控制器、操作系统、

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 21

人机交互、中间件和应用层算法的智能座舱整体解决方案。座舱多模态人机交互、车载导航娱乐等产品线稳居行业前列。除了巩固现有优势，公司还集合汽车电子事业部与智能汽车技术研究院的力量，开发面向未来高级别智能驾驶形态的座舱产品，涉及全场景交互、驾驶状态升/降级等应用，兼顾智能操控与功能安全。公司智能座舱/网联产品的全球搭载量已超过1200万台车，是大众、奥迪和福特等车企的长期战略合作伙伴。

在智能座舱交互系统领域，公司具备高规格量产能力。伴随着“多屏化”、“拟人化”和“互联化”的趋势，公司在一体化交互界面、触屏应用、显示单元和控制单元、触觉反馈、手势识别等人机交互产品已与客户实现深度合作，未来将根据行业趋势持续扩大投入。除传统物理按键产品之外，公司将协助客户建立更加智能的座舱解决方案。公司与大众、宝马、奥迪、通用、福特、特斯拉等国际整车厂保持密切合作的同时，进一步拓展国内自主品牌和新势力品牌合作。近期热门车型福特-野马 Mach-E 就搭载了均胜普瑞提供的悬浮式主动力反馈按钮和中控屏等。

图 38：宝马纯电 BMW i4 BMW iDrive 人机交互系统



图 39：福特-野马 Mach-E 智能座舱多功能旋钮触摸屏



公司座舱域控制器技术具备领先优势，大众集团全球成功量产。公司智能座舱域控制器、车载导航引擎、信息娱乐系统等产品已在大众、奥迪等品牌车型量产，具备完整的软硬件开发能力。硬件层面，最新一代的智能座舱域控制器可以支持高通第三代智能座舱芯片等多款座舱芯片；软件层面，通过 Hypervisor 虚拟隔离技术实现多个车载操作系统融合在同一块芯片，有效提升该域控制器的适配性，可搭载于多家主机厂的不同车型。

均联智行牵手华为，围绕智能座舱深度研究共创。公司控股子公司均联智行于2021年8月与华为技术有限公司签订战略合作协议，双方在智能座舱领域展开深入合作，开发完整的智能座舱解决方案，致力于提高消费者的互动体验，华为提供芯片、鸿蒙车机操作系统、HMS-A核心能力平台及鸿蒙应用生态，均联智行基于华为平台能力，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。目前已经与国内某知名自主品牌签署订单协议，预计2022年四季度开始实现量产。借助华为HI产业链以及智选车品牌，均胜凭借自身智能座舱软硬件一体化配套能力，有望继续向更多自主品牌渗透，扩大智能座舱产品份额。

表 6：华为车 BU 主要合作车型

华为车 BU 业务模式	主要车型	提供产品	车型价格	备注
零部件供应模式	-	-	-	-
HUAWEI Inside 模式	阿维塔 11	HarmonyOS 智能座舱车机操作系统、华为 AOS 智能驾驶操作系统、华为 VOS 智能车控操作系统	-	2022 年 8 月 8 日正式上市，年内开启首批交付

极狐阿尔法 S 全新 HI 版	华为 MDC810 智能驾驶计算平台、HarmonyOS 智能座舱	39.79-42.99 万元	2022 年 5 月 7 日正式上市
广汽埃安 AH8	华为 CCA (计算与通信架构)、华为全栈智能汽车解决方案	-	计划 2023 年底量产
智选车模式	赛力斯 SF5 华为智选版	HUAWEI DriveONE 三合一电驱动系统、HUAWEI HiCar 系统、HarmonyOS 系统、HUAWEI SOUND 音响系统	23.68-26.68 万元
	AITO 问界 M5	HUAWEI DriveONE 纯电驱增程平台、HarmonyOS 智能座舱、HUAWEI SOUND 音响系统	25.98-33.18 万元
	AITO 问界 M7	HUAWEI DriveONE 纯电驱增程平台、HarmonyOS 智能座舱、HUAWEI SOUND 音响系统	31.98-37.98 万元

资料来源：公司公告，盖世汽车，IT之家，阿维塔官网，ARCFOX 极狐官网，赛力斯官网，AITO 官网，信达证券研发中心

智能网联场景不断拓展，5G-V2X 全球首批量产。在智能网联方面，公司车路协同 5G-V2X 技术于 2021 年 5 月搭载于高合 HiPhi X 量产落地，成为全球首批搭载该技术的量产案例。5G-V2X 可实现 V2X、高精定位、高精地图以及高精摄像头信息的融合，并将融合后的信息输出给 L3 级以上的自动驾驶车辆。2022 年年初，搭载 5G-V2X 终端的蔚来 ET7 正式量产，同时还搭载了均联智行与图达通战略合作提供的激光雷达，激光雷达获取的全面完整的信息，可与 5G-V2X 终端获取的信息进行深度融合。除乘用车外，该技术同步延伸至商用车领域，或可覆盖轻卡、轻客、中卡和特种车等车型。

通过内部协同开发，均胜智能座舱产品正从单向交互转为双向交互，且表现得更主动、共情。其中，基于软件层面的共情引擎和多种舱内传感器，及空中下载 (OTA) 引擎等，均联智行座舱人机共驾系统的交互具备精确判断用户意图分析与决策能力，可以为用户提供主动式服务，能发挥情感交流的作用，变得人格化般“更懂车主”。同时，均胜电子智能座舱产品正朝着域控融合的方向发展，将与智能网联、智能驾驶和汽车安全业务等协同发展，逐渐演进为未来面向自动驾驶的智能座舱产品。

图 40：均联智行 5G-V2X 平台三款配置



资料来源：均联智行微信公众号，信达证券研发中心

图 41：均联智行智能座舱等级分类



资料来源：均联智行微信公众号，信达证券研发中心

3.2 智能驾驶布局开启，未来发展可期

3.2.1 政策+市场激励，智能驾驶跨越发展

智能驾驶是指在汽车通过搭载先进的传感器等装置感知环境，运用人工智能等新技术实现智能驾驶决策，随后执行驾驶操作，使汽车具备智能驾驶的能力，辅助驾驶员安全、便捷地完成驾驶任务。

智能驾驶架构涵盖感知、决策、执行等环节，需要汽车、通信、互联网等多行业的合作与转型升级，产业链涉及面广。

感知层：感知层基础为传感器，不同等级自动驾驶对于传感器的数量、精度要求也不同，随着等级的增加，呈指数增长。传感器包括摄像头、毫米波雷达、激光雷达以及超声波雷达等。

决策层：智能驾驶决策层包括芯片、域控制器、软件等，随着电子电气架构的发展，自动驾驶级别提升以及功能应用的丰富，智能汽车对算力的需求逐渐提高。

执行层：执行层作为智能驾驶汽车的最底层，是自动驾驶真正落地的基础。自动驾驶需要解耦人与车的机械连接，线控制动、线控转向是执行端的核心。

图 42：汽车智能驾驶架构主要企业



资料来源：佐思汽研，高工智能汽车，盖世汽车，信达证券研发中心

国家政策不断出台鼓励智能驾驶行业健康发展。2015 年《中国制造 2025》政策出台后，我国先后制定了一系列推动智能网联汽车发展的政策。政策先后出台展现了我国对于智能驾驶行业及相关企业的重视和支持，为我国智能驾驶相关产业的发展提供了良好的政策支持和相关保障，也有助于整体汽车行业智能化的转型升级。

表 7：中国智能驾驶相关国家政策法规（2015-2021 年）

发布时间	政策名称	发布单位	相关内容
2015 年 5 月	《中国制造 2025》	国务院	统筹布局和推动智能交通工具等产品研发和产业化。继续支持信息化、智能化核心技术，形成从关键零部件到整车的完整工业体系和创新体系
2017 年 4 月	《汽车产业中长期发展规划》	工信部、发改委、科技部	到 2025 年，形成若干家进入全球前十的汽车零部件企业集团
2017 年 12 月	《促进新一代人工智能产业发展三年行动计划（2018-2020 年）》	工信部	支持车载智能芯片、自动驾驶操作系统、车辆智能算法等关键技术产品研发，到 2020 年，建立可靠、安全、实时性强的智能网联汽车智能化平台，支撑高度自动驾驶（HA 级）

2018年1月	《智能汽车创新发展战略》	发改委	到2020年,中国标准智能汽车的技术创新、产业生态、路网设施、法规标准、产品监管和信息安全体系框架基本形成;到2035年体系框架全面形成
2018年12月	《车联网(智能网联汽车)产业发展行动计划》	工信部	到2020年,实现车联网(智能网联汽车)产业跨行业融合取得突破,具备高级别自动驾驶功能的智能网联汽车实现特定场景规模应用,标准规范和安全保障体系初步建立
2020年10月	《新能源汽车产业发展规划(2021-2035)》	国务院	实施智能网联技术创新工程。以新能源汽车为智能网联技术率先应用载体,支持企业跨界协同,研发复杂环境融合感知、智能网联决策与控制等技术和产品
2021年2月	《国家综合立体交通网规划纲要》	国务院	到2035年基本实现国家综合立体交通基础设施要素全周期数字化、基本建成泛在先进的交通信息基础设施,实现交通运输感知全覆盖。智能列车、智能联网汽(智能汽车、自动驾驶、车路协同)的技术达到世界先进水平
2021年3月	《道路交通安全法(修订建议稿)》	公安部	新增自动驾驶相关法规。第一百五十五条:发生道路交通安全违法行为或者交通事故的,应当依法确定驾驶人、自动驾驶系统开发单位的责任,并依照有关法律、法规确定损害赔偿责任。构成犯罪的,依法追究刑事责任
2021年3月	《国家车联网产业标准体系建设指南(智能交通相关)》	工业和信息化部、交通运输部、国家标准化管理委员会	发挥标准在车联网产业生态环境构建中的引领和规范作用,加快制造强国、网络强国和交通强国建设步伐
2021年7月	《智能网联汽车道路测试与示范应用管理规范(试行)》	工业和信息化部、公安部、交通运输部	在道路测试基础上增加示范应用,将测试示范道路扩展到包括高速公路在内的公路、城市道路和区域;测试车辆范围增加了专用作业车;完善智能网联汽车自动驾驶功能通用检测项目;取消“道路测试/示范应用通知书”的发放要求
2021年8月	《汽车驾驶自动化分级》	国家市场监督管理总局、中国国家标准化管理委员会	规范驾驶自动化系统的分级要求,为智能网联汽车发展及相关行业管理提供基础支撑,为后续自动驾驶功能相关标准制定提供基础,将对推动驾驶自动化技术的普及应用发挥重要作用

资料来源:工信部,公安部,中国政府网,国家标准全文公开系统,第一电动网,艾瑞咨询微信公众号,信达证券研发中心

自动驾驶正处在L2向L3级别跨越发展的关键阶段。2014年,国际汽车工程协会(SAE)首次发布业内广泛使用的Level 0-5级别自动驾驶级别标准(SAE J3016)。2021年4月,为满足驾驶辅助和主动安全功能越来越丰富的情况,对“驾驶员辅助系统”和“自动驾驶系统”加以区分。为规范国内自动驾驶的标准,《汽车驾驶自动化分级》推荐性国家标准于2021年8月发布,并从2022年3月1日正式开始实施。L2级的ADAS(高级驾驶辅助系统)是实现高等级自动驾驶的基础。

政策+市场激励,预计2025年L3级别自动驾驶车辆将有规模上市。根据IHS Markit预测,大量L3级车辆会在2025年左右大规模上市。在政府的政策驱动下,2030年L2级将成为市场主导的辅助驾驶方案;规模效应带来硬件装配成本的迅速下降,L3级及以上车辆快速发展;L4级车辆以发展Robotaxi商用市场为重点,市占率快速提升。

图 43: SAE J3016 驾驶自动化分级



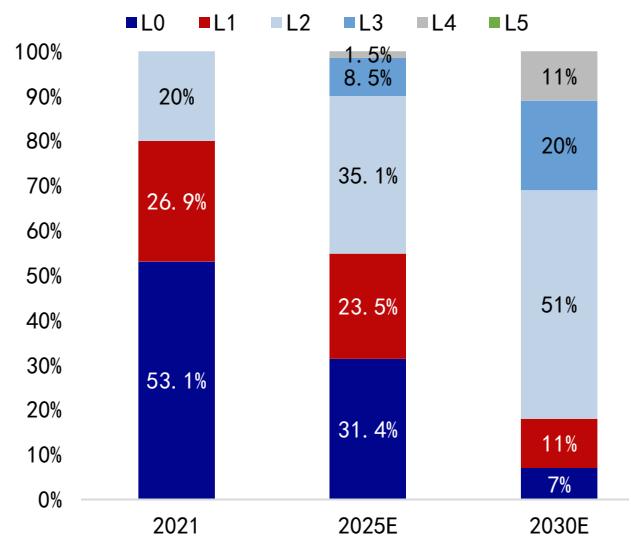
资料来源: 汽车资讯网, SAE, 信达证券研发中心

表 8: 辅助驾驶和自动驾驶现行状态和推动因素

自动驾驶方案级别	现行状态	推动因素
智能辅助驾驶 (L2+/L3)	<ul style="list-style-type: none"> 多数车企中短期重点布局方向 目前新车, 尤其是电动车的主要卖点 政策法规正在为 L3 车辆上路做修订, 预计将会在 1-2 年内正式推出 	<ul style="list-style-type: none"> 单车搭载成本较无人自动驾驶技术低, 中高端车型较能快速迭代应用上车 需要驾驶员介入, 用户较容易接受 量产可以带来规模效应, 进一步推动技术的成熟和成本下降
无人驾驶 (L4/L5)	<ul style="list-style-type: none"> 科技公司和传统领先车企的长远战略方向 限制区域范围内的试运营服务或测试服务 前瞻性技术和算法也在测试环境中应用 	<ul style="list-style-type: none"> 率先布局的科技公司和车企在未来的技术发展中将占据市场竞争优势 新技术的发展将带来颇具规模的业务收入前景, 因此吸引众多资本的加入 无人驾驶是智能辅助驾驶的下一阶段发展方向

资料来源: IHS Markit, 信达证券研发中心

图 44: 中国自动驾驶新车渗透率预测 (%)



资料来源: IHS Markit, 信达证券研发中心

3.2.2 公司定位 Tier 1, 智能座舱产品陆续量产

均胜电子定位智能驾驶领域的 Tier 1, 开展从 L0 至 L4 级自动驾驶各级别技术研发。目前, 公司能提供从 L0 到 L2++ 的全栈式解决方案, 涵盖域控制器、传感器、中间件和应用层算法等, 包括行车和泊车诸多功能场景, 并在 L2++ 至 L4 级高级辅助驾驶及自动驾驶域控制器和功能模块方面取得重大进展。

均胜成立智能汽车技术研究院, 研发赋能智能驾驶技术发展。2021 年 7 月, 均胜智能汽车技术研究院成立, 由郭继舜博士担任总裁, 郭博士历任 Google 算法工程师、百度深度学习研究院人工智能高级工程师、大圣科技首席科学家、广汽研究院智能驾驶技术部部长等职位。智能汽车技术研究院致力将人工智能技术与汽车产业相融合, 深度参与智能驾驶的时代趋势, 以研发赋能主业发展, 加速智能驾驶感知、决策及其融合等方面前瞻技术落地量产。研究院近期也正在加紧招募自动驾驶感知、规划决策和控制算法, 以及软件开发、仿真测试和系统设计等方面的高端研发人才, 加速均胜电子智能驾驶业务发展。此外, 公司智能驾驶研发实验室、联合实验室、合作产品测试场等也正在加快部署落实。

智能驾驶域控制器 2023 年有望量产, 与多家芯片厂商开启合作。公司已与 Ambarella、地平线、NXP、黑芝麻等芯片厂商建立合作, 公司智能驾驶域控制器产品将搭载相关芯片, 针

对不同级别的智能驾驶及不同类型的客户群体进行开发，将率先在可量产、车规级的智能驾驶域控制器等方面取得突破，争取 2023 年初搭载量产。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 (TGP)、代客泊车 (AVP)、记忆泊车 (HPA) 等多项智能驾驶功能。针对高级别智能驾驶平台，均胜电子正在推进与相关芯片厂商合作的商业化落地，将力推功能丰富的新一代大算力域控制器，打开智能驾驶业务的增量空间。

智能传感器合作已实现交付，提高全栈式解决方案的竞争力。公司与激光雷达制造商图达通深度合作，负责其激光雷达产品的生产、测试、交付等多个环节。其产品已在蔚来 ET7 实现量产，并将继续搭载于蔚来 ET5。此外，公司将同时助力美国激光雷达公司 Ouster、4D 毫米波雷达公司 Oculii 实现量产搭载及全球化供应。未来公司将继续探索激光雷达、毫米波雷达、摄像头等智能传感器领域的技术生态，提高全栈式解决方案的竞争力。

虚拟仿真云平台建设完成，算力突破为产品量产赢得优势。均胜智能基本完成虚拟仿真云平台 JUN Sim Cloud 建设，服务涵盖自动驾驶环境感知及融合，智能决策控制，车路协同仿真和动力学仿真等方面，能实现海量数据存储、大规模驾驶算法训练和其他机器学习项目。基于云平台技术底座，JUN Sim Cloud 优化后的架构兼具弹性开放和敏捷特性，是一个面向全球客户开放的平台，其算力和使用便捷度均取得较大突破，将为智能驾驶产品量产赢得时间上的优势。

图 45：蔚来 ET7 超远距离激光雷达



超远距离激光雷达

1,550 nm | 水平视角 120° | 最高分辨率 0.06° × 0.06° | 最远探测距离 500 m
超远距离精度激光雷达对提高自动驾驶的安全性非常重要，加上800万像素高清摄像头，大幅提升了NAD的感知能力，让自动驾驶的安全性提升了两个等级。

资料来源：蔚来官网，信达证券研发中心

图 46：均胜智能虚拟仿真云平台 JUN Sim Cloud



资料来源：均胜电子微信公众号，信达证券研发中心

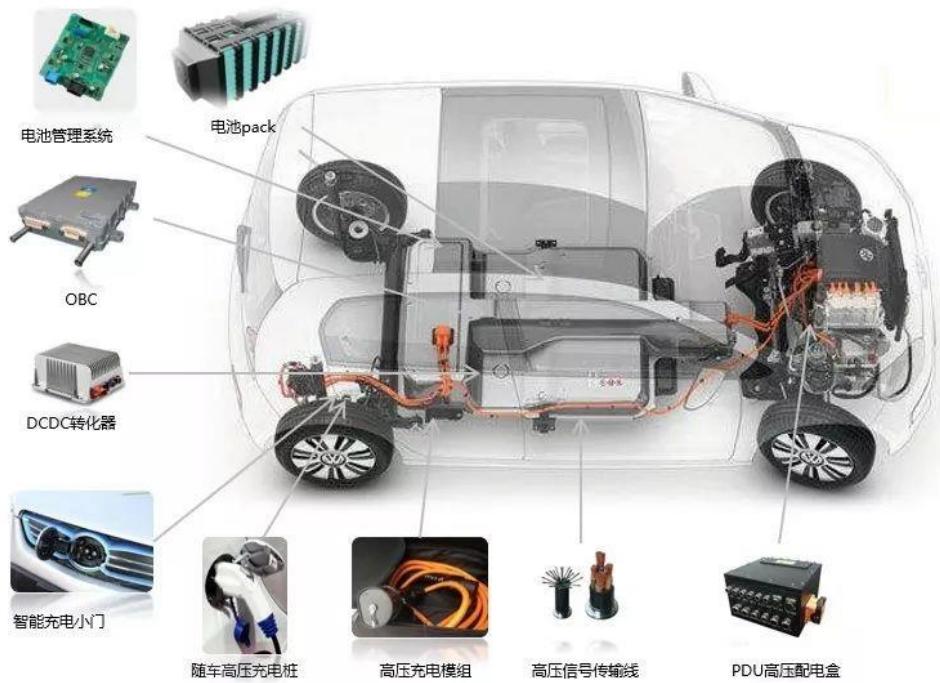
3.3 新能源汽车快速渗透，新能源管理系统前景广阔

3.3.1 新能源汽车产业高速发展，BMS 与车载功率电子为“小三电”关键技术

“碳减排”赋能汽车行业，发展新能源汽车产业成为大势所趋。《新能源汽车产业发展规划 (2021—2035年)》中明确“2025年我国新能源汽车销量要达到新车销量总量的20%左右”的目标。汽车产业发展涉及电池、电控和电机等“大三电”，以及 DC/DC 转换器、车载充电桩和高压配电盒等“小三电”产业链环节，动力电池 BMS、车载功率电子等关键核心技术对产业发展的作用更加突出。

公司新能源业务板块产品主要包括电池管理系统 (BMS) 和车载功率电子。新能源汽车动力电池一般包括电芯、电池模组和电池管理系统 (BMS) 等部件，在日常用车过程中，热管理对于电池充放电及其安全至关重要，其中 BMS 起关键作用。

图 47: 均胜电子新能源业务产品



资料来源: 均胜电子微信公众号, 信达证券研发中心

BMS 通过温度监控实现热平衡, 保持电池温度。通常动力电池需要适应零下 30 度至 55 度的环境温度。均胜电子 BMS 可通过监控电池单体温度, 实现电池单体间热平衡, 避免电池单体过温或欠温。同时, BMS 与整车系统及整车子系统组件各级热管理共同作用, 实现整体热管理。

除了纯电化, 混动化是行业降碳的另一重要技术路线, 多家主流车企仍将混动作为当前发力点之一。其中, 伴随辅助锂电的 48V 系统升级, 48V 系统 BMS 后续需求及作用不容小觑。针对 48V 系统 BMS 的更高效热管理, 均胜新能源研究院开发出一种新的 BMS 壳体结构, 通过将绝缘导热片的两面分别贴合电路板和金属壳体, 并采用模内注塑方式使绝缘壳体与若干金属接线端一体成型, 有效改善散热问题。

图 48: 均胜电子 48V BMS



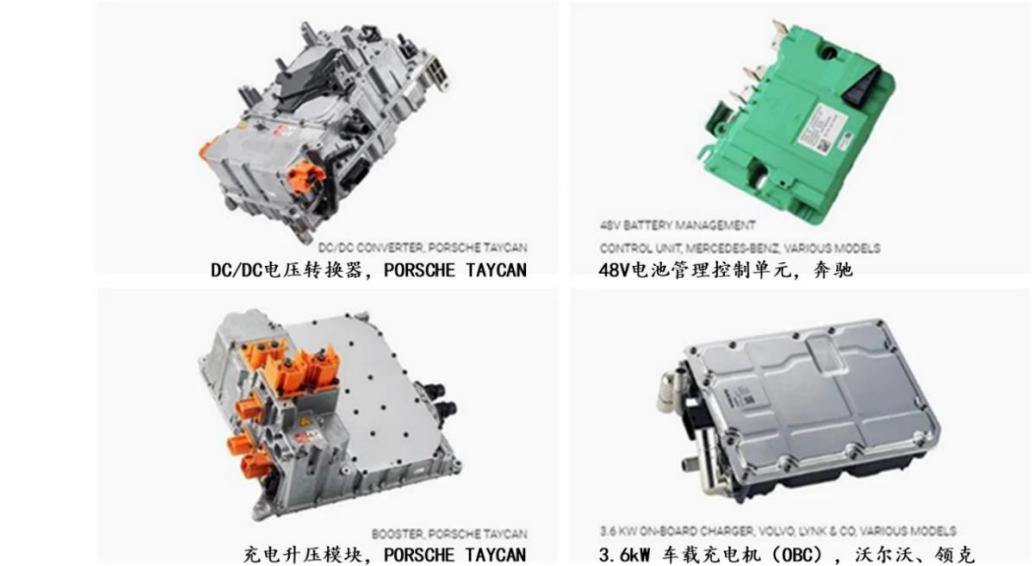
资料来源: 均胜电子微信公众号, 信达证券研发中心

政企合力促进电动汽车大功率快充市场发展。2020 年的国务院常务会议通过了《新能源汽

车产业发展规划》，针对电动汽车“充电难”和“里程焦虑”问题，《规划》指出，要加强充换电、加氢等基础设施建设，加快形成以快充为主的高速公路和城乡公共充电网络。高压快充技术以及充电桩网点的完善是破题的着力点之一，结合目前技术发展和市场需求，未来350千瓦及以上的大功率快充潜力巨大。

“超快充”得到市场初步应用后，均胜电子持续加大对车载功率电子方面的研发投入。公司致力于高功率低损充电、无线充电和车载功率电子部件等的前瞻技术商业化，量产产品包括多功能DC/DC电压转换器、充电升压模块和车载充电机（OBC）等。

图 49：均胜电子车载功率电子产品

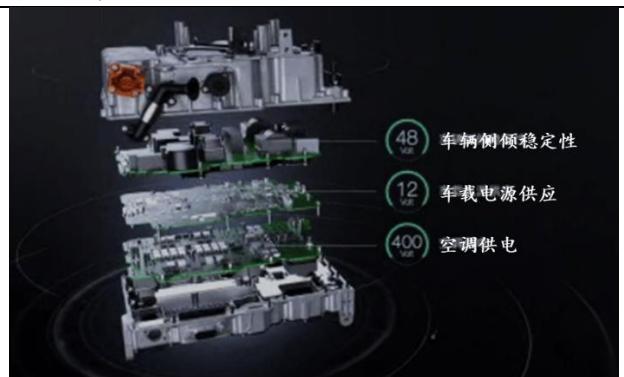


资料来源：均胜电子微信公众号，信达证券研发中心

普瑞在高功率超级快充技术领域，持续参与技术创新与商用推广。普瑞为保时捷Taycan提供的DC/DC转换器是一种三合一集成方案，能满足800伏直流电压的低压转换功能，即实现12V、48V和400V三种电压的转换，分别为车载电子控制系统、动态悬架和电动空调等部件提供电源。除了单独模块的集成化，均胜电子的DC/DC电压转换器还能与车载充电机（OBC）和配电单元（PDU）形成三合一的集成化、轻量化产品，帮助未来高压平台车型节省空间和降低成本，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。

中国市场和欧洲已将高功率超级快充技术作为未来解决新能源汽车“里程焦虑”的方案之一。充电升压转换模块主要作用是提高充电桩电压，普瑞已有高压超级快充技术量产方案。在欧洲地区，400V充电站已经开始规模化使用，但不能兼顾800V电压平台车型充电，普瑞的升压器便成为车企推广800V车型的助推器，助力800V系统车辆在400V电站充电。

图 50：均胜电子 DC/DC 转换器



资料来源：均胜电子微信公众号，信达证券研发中心

图 51：均胜安全充电升压转换模块

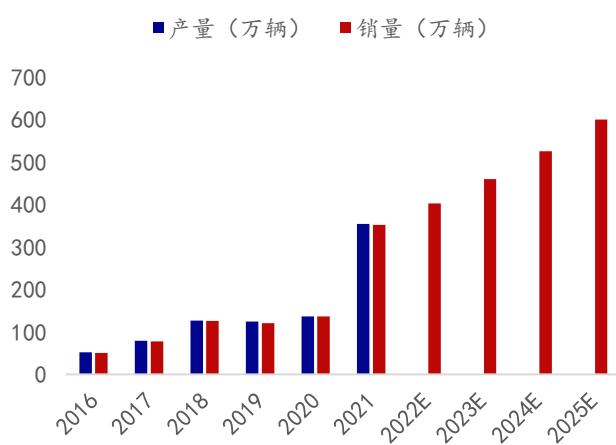


资料来源：均胜电子微信公众号，信达证券研发中心

3.3.2 新能源管理市场前景广阔，公司技术储备较为完善

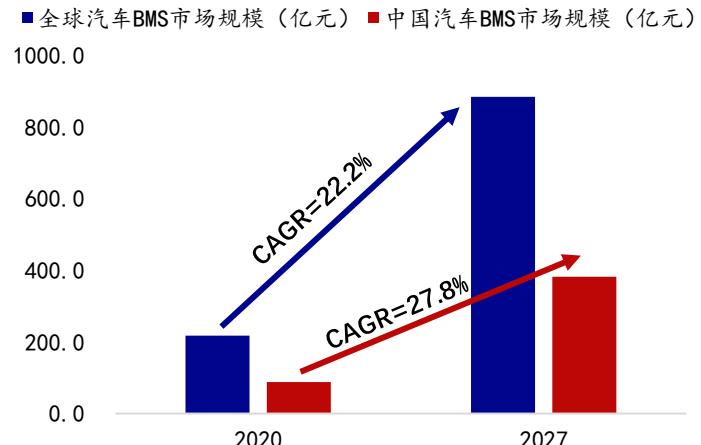
电动车 BMS 与车载功率电子受益于新能源汽车发展，未来市场前景广阔。中汽协预测 2025 年，中国汽车销量有望达到 3000 万辆，若按照《新能源汽车产业发展规划》中“至 2025 年，我国新能源汽车占新车总销量占比 20%”的目标推算，2025 年，我国新能源汽车销量便有望达到 600 万辆，新能源管理市场未来前景广阔。QYResearch 数据显示，2020 年全球汽车 BMS 市场规模为 217.4 亿元，预计 2027 年达到 884.7 亿元，2020-2027 年 CAGR 为 22.2%。2020 年中国汽车 BMS 市场规模为 87.7 亿元，约占全球的 40%，预计 2027 年达到 382.4 亿元，约占全球的 43.23%，2020-2027 年 CAGR 为 27.8%。

图 52：2016-2025 年中国新能源汽车产销量及预测（万辆）



资料来源：工信部，中汽协，盖世汽车，信达证券研发中心

图 53：2020-2027 年全球与中国汽车 BMS 市场规模（亿元）



资料来源：QYResearch，信达证券研发中心

普瑞的电池管理系统（BMS）产品处于业内领先地位，已具备 12V、48V、400V、800V 等全电压平台的 BMS 研发与制造能力。公司客户包括宝马、戴姆勒和大众等平台车型，其中大众 MEB 平台车型去年起放量交付。已量产的 BMS 产品具备高精度参数监测、关键状态估计和单体均衡等功能，在不同工况下都能保持电池系统良好的安全性。

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的商业化，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。公司是宝马、奔驰、大众、保时捷、沃尔沃、吉利、广汽等整车厂的核心供应商。电控模块多合一的开发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。

表 9：2016-2021 年均胜电子新能源业务新增订单情况

时间	新增订单
2016 年	吉利新一代混动平台订单、保时捷电动车项目订单
2017 年	新增订单约 12 亿元，获得国内南北大众 MQB 平台新能源车 BMS 订单
2018 年	获得大众 MQB、MEB 平台、奔驰新一代电动化平台、日产、福特、上汽通用五菱等客户订单，车载充电器（OBC）获吉利、沃尔沃、法拉利等客户订单
2019 年	新能源充放电系统新获 132 亿元订单
2020 年	欧洲区获得沃尔沃新订单，中国区获得大众 MEB 平台新增车型订单
2021 年	欧洲和国内获得沃尔沃等主流车企的新订单

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

4、盈利预测、估值与投资评级

4.1 盈利预测及假设

汽车安全业务：公司为全球龙头企业，近年来受高田召回和疫情等影响，业绩短暂承压，随整合接近尾声即将迎来盈利拐点。**汽车电子业务：**公司提供智能座舱整体解决方案，座舱产品实现量产；智能驾驶布局开启，公司提供 L0 到 L2++ 的全栈式解决方案，并与多家芯片、传感器企业开启合作；新能源管理系统前景广阔，公司在电池管理系统（BMS）、高功率超级快充技术领域实现量产突破。

公司各业务收入及毛利率预测假设如下：

(1) 汽车安全业务整合接近尾声，并随着缺芯缓解、原材料价格稳定、疫情逐渐恢复，即将迎来盈利拐点，公司新订单将逐步释放，汽车安全业务收入增速及毛利率有望拐点向上；

(2) 汽车电子（智能座舱+智能驾驶+新能源管理系统）新客户不断拓展，智能座舱联手华为，有望开拓国内自主品牌市场；智能驾驶上下游合作稳步推进；新能源管理业务订单开始放量，汽车电子业务收入将保持高增，毛利率稳中有升；

(3) 其他业务：收入保持现有体量，毛利率稳定。

综上，我们预计公司 2022-2024 年的营业收入为 498.3、552.9、614.8 亿元，对应增速分别为 9.1%、11.0%、11.2%，对应毛利率分别为 14.6%、16.5%、17.9%。

表 10：公司各业务收入及毛利率预测

业务	项目	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
均胜安全	收入(亿元)	331.3	323.1	326.3	336.1	349.5
	增速	-30%	-2%	1%	3%	4%
	毛利率	11%	8%	12%	14%	16%
汽车电子（智能座舱+智能驾驶+新能源管理系统）	收入(亿元)	76.0	127.1	165.3	209.9	258.2
	增速	2%	67%	30%	27%	23%
	毛利率	17%	19%	20%	21%	21%
智能车联（均联智行）（2021 年报合并至汽车电子业务）	收入(亿元)	26.5				
	增速	-1%				
	毛利率	20%				
功能件及总成(已剥离)	收入(亿元)	36.7				
	增速	-4%				
	毛利率	23%				
其他	收入(亿元)	8.4	6.5	6.7	6.9	7.1
	增速	1%	-22%	3%	3%	3%
	毛利率	23%	10%	11%	11%	11%
汇总	收入(亿元)	478.9	456.7	498.3	552.9	614.8
	增速	-23%	-5%	9%	11%	11%
	毛利率	14%	11%	15%	17%	18%

资料来源：Wind，信达证券研发中心

4.2 估值与投资评级

我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 6.6、12.7、20.6 亿元，对应 PE 分别为 37/19/12 倍。参考可比公司估值水平，给予公司 2023 年 35 倍目标 PE，对应目标价 32.7 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 11：可比公司估值对比

证券代码	公司名称	收盘价 (2022/7/15)	EPS (元)				PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
002920.SZ	德赛西威	164.19	1.51	2.11	2.90	3.81	94.34	77.87	56.52	43.11
601799.SH	星宇股份	181.70	3.41	4.66	6.15	7.78	61.46	38.99	29.54	23.36
603596.SH	伯特利	87.95	1.24	1.63	2.21	2.87	56.35	53.97	39.81	30.60
601689.SH	拓普集团	83.16	0.93	1.47	2.02	2.63	57.42	56.55	41.18	31.63
600660.SH	福耀玻璃	41.81	1.23	1.61	2.01	2.43	39.10	25.90	20.81	17.22
688326.SH	经纬恒润	165.45	1.62	1.73	2.57	3.53		95.78	64.26	46.84
300496.SZ	中科创达	133.74	1.53	2.15	2.96	3.93	90.90	62.18	45.25	34.02
						平均值	66.60	58.75	42.48	32.40

资料来源：Wind，信达证券研发中心

注：可比公司 EPS 预测采用 Wind 一致预期

5、风险因素

全球新冠疫情加剧：全球疫情的反复可能导致汽车销量下滑、公司生产停滞，影响公司盈利能力。

并购整合不及预期：产能和人员结构整合不及预期可能导致公司销售、管理和研发费用居高不下，影响公司经营性净利润。

芯片供给短缺加剧：公司域控产品产能受上游芯片供应影响，若芯片短缺持续，将影响公司盈利能力。

新客户拓展不及预期：新用户订单落地进程将影响未来业绩增速。

资产负债表					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	26,179	24,252	25,834	26,641	31,861
货币资金	8,650	6,247	12,756	4,081	15,384
应收票据	571	356	751	478	889
应收账款	6,830	6,847	6,964	8,339	8,689
预付账款	270	139	425	92	404
存货	6,330	7,031	3,482	10,292	4,634
其他	3,529	3,632	1,456	3,359	1,861
非流动资产	30,086	27,074	26,409	25,461	24,381
长期股权投资	1,862	1,946	1,946	1,946	1,946
固定资产(合计)	11,464	10,922	10,180	9,285	8,329
无形资产	3,867	3,458	3,258	3,008	2,758
其他	12,892	10,749	11,026	11,223	11,348
资产总计	56,265	51,327	52,244	52,102	56,242
流动负债	20,524	17,209	20,645	19,546	21,511
短期借款	4,613	3,396	6,000	5,000	5,000
应付票据	21	132	33	146	50
应付账款	8,030	7,119	8,476	8,200	9,742
其他	7,861	6,562	6,135	6,199	6,718
非流动负债	16,273	17,263	13,765	12,765	11,765
长期借款	11,866	13,499	10,000	9,000	8,000
其他	4,407	3,765	3,765	3,765	3,765
负债合计	36,797	34,472	34,410	32,310	33,275
少数股东权益	4,300	5,481	5,762	6,447	7,559
归属母公司股东权益	15,169	11,373	12,029	13,301	15,365
负债和股东权益	56,265	51,327	52,201	52,059	56,199

重要财务指标					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	47,890	45,670	49,827	55,289	61,482
同比 (%)	-22.4%	-4.6%	9.1%	11.0%	11.2%
归属母公司净利润	616	-3,753	655	1,272	2,064
同比 (%)	-34.5%	-709.1%	117.5%	94.1%	62.2%
毛利率 (%)	13.3%	11.6%	14.6%	16.5%	17.9%
ROE%	4.1%	-33.0%	5.4%	9.6%	13.4%
EPS (摊薄)(元)	0.45	-2.74	0.48	0.93	1.51
P/E	39.68	—	37.30	19.22	11.84
P/B	1.61	2.15	2.03	1.84	1.59
EV/EBITDA	16.67	23.56	8.00	7.31	3.69

利润表					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	47,890	45,670	49,827	55,289	61,482
营业成本	41,517	40,360	42,532	46,181	50,463
营业税金及附加		134	122	125	138
销售费用	901	1,185	997	940	1,045
管理费用	3,068	2,765	2,740	3,041	3,074
研发费用	2,301	2,347	2,267	2,488	2,705
财务费用	1,073	972	906	934	1,047
减值损失合计	-127	-2,094	-120	-100	-100
投资净收益	1,798	161	747	553	492
其他	-80	135	119	86	98
营业利润	487	-3,878	1,007	2,105	3,490
营业外收支	7	-11	0	0	0
利润总额	494	-3,889	1,007	2,105	3,490
所得税	290	646	70	147	314
净利润	204	-4,535	936	1,957	3,175
少数股东损益	-412	-782	281	685	1,111
归属母公司净利润	616	-3,753	655	1,272	2,064
EBITDA	2,806	1,838	3,788	5,061	6,680
EPS (当年)(元)	0.49	-2.74	0.48	0.93	1.51

现金流量表					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金	3,121	1,821	8,433	-4,651	14,317
净利润	204	-4,535	936	1,957	3,175
折旧摊销	2,988	2,937	2,442	2,425	2,485
财务费用	1,141	1,026	1,000	1,100	1,100
投资损失	-1,798	-161	-747	-553	-492
营运资金变动	412	329	4,652	-9,705	7,923
其它	175	2,226	150	125	125
投资活动现金流	-2,696	-2,394	-29	-924	-913
资本支出	-3,226	-2,744	-1,800	-1,500	-1,400
长期投资	1,300	-27	995	-5	-5
其他	-770	377	775	581	492
筹资活动现金流	918	-1,985	-1,895	-3,100	-2,100
吸收投资	3,290	1,694	0	0	0
借款	11,435	12,740	-895	-2,000	-1,000
支付利息或股息	-1,186	-1,242	-1,000	-1,100	-1,100
现金流净增加额	1,318	-2,576	6,509	-8,675	11,304



研究团队简介

陆嘉敏，信达证券汽车行业首席分析师，上海交通大学机械工程学士&车辆工程硕士，曾就职于天风证券，2018年金牛奖第1名、2020年新财富第2名、2020新浪财经第4名团队核心成员。4年汽车行业研究经验，擅长自上而下挖掘投资机会。汽车产业链全覆盖，重点挖掘特斯拉产业链、智能汽车、自主品牌等领域机会。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiu Yue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjajie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推论仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上； 增持： 股价相对强于基准 5%~20%； 持有： 股价相对基准波动在±5% 之间； 卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	看好： 行业指数超越基准； 中性： 行业指数与基准基本持平； 看淡： 行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。