

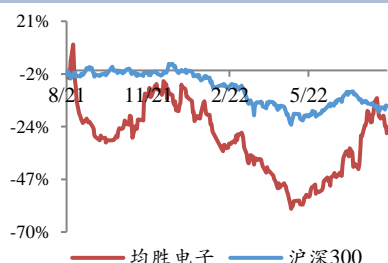
巩固安全龙头地位，发力智能化领域

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-08-14

收盘价（元） 18.21
近 12 个月最高/最低（元） 27.76/10.08
总股本（百万股） 1,368
流通股本（百万股） 1,368
流通股比例（%） 100.00
总市值（亿元） 249
流通市值（亿元） 249

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：陈晓

执业证书号：S0010520050001

邮箱：chenxiao@hazq.com

分析师：宋伟健

执业证书号：S0010520080002

邮箱：songwj@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 投资逻辑：

公司汽车安全业务进入整合重组尾声，后续有望得到盈利能力的逐步修复。同时公司在智能化领域稳步推进，座舱域控制器进入华为体系，智能驾驶域控制器进入英伟达体系，进入快速发展期。

● 汽车安全：整合重组进入尾声，内外部环境向好。

公司通过并购重组成为全球第二大汽车安全业务供应商，前期汽车安全业务进入持续整合重组阶段，通过资产优化、产能效率、成本结构、人员重组等多个维度对汽车安全全球业务资产进行整合重组，具体措施包含了关停低效和重复工厂，研发的整合、产线由高成本区域向低成本区域转移。受疫情以及持续整合重组的冲击，公司汽车安全业务盈利能力和规模受到限制。当前公司重组整合进入尾声，后续有望得到盈利能力的逐步恢复，对标龙头奥托立夫，公司汽车安全业务盈利能力亦具备较大修复空间。

● 加速智能化布局，座舱+智驾双发力。

公司深耕智能座舱域控领域，为大众域控供应商，并与华为合作在智能座舱领域持续发力，进入高速发展期。智能驾驶领域，公司打造智能汽车技术研究院，并进入英伟达体系布局高算力域控制器，2024 年将进入量产期。我们认为，公司在汽车智能化领域开拓迅速，基于现有定点客户与体系的搭建，后续有望得到更多发展空间。

● 投资建议

我们预计 2022-2024 年公司 EPS 分别为 0.45 元、0.88 元和 1.53 元。首次覆盖给予买入评级。

● 风险提示

全球汽车销量不及预期；整合效果不及预期；智能化开拓不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	45670	49424	56114	63331
收入同比 (%)	-4.6%	8.2%	13.5%	12.9%
归属母公司净利润	-3753	614	1201	2092
净利润同比 (%)	-709.1%	116.4%	95.5%	74.2%
毛利率 (%)	11.6%	14.4%	16.2%	17.9%
ROE (%)	-33.0%	5.1%	9.1%	13.7%
每股收益 (元)	-2.74	0.45	0.88	1.53
P/E	—	40.56	20.74	11.91
P/B	2.64	2.08	1.89	1.63
EV/EBITDA	23.69	13.02	9.58	6.26

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

导论	5
1、全球汽车智能与安全科技领导者	7
2、掘金智能化领域，座舱+智驾双发力	13
2.1 智能驾驶：打造智能驾驶方案解决商	13
2.2 智能座舱：软硬一体化布局，座舱业务持续演绎	20
3、汽车安全：龙头地位稳固，经营改善进行时	26
4、盈利预测与估值分析	29
4.1 盈利预测	29
4.2 相对估值分析	30
风险提示：	31
财务报表与盈利预测	32

图表目录

图表 1：公司汽车安全业务历年整合重组措施	5
图表 2：奥托立夫与均胜安全净利率对比	5
图表 3：公司分业务拆分	6
图表 4：公司概况	7
图表 5：公司发展历程	8
图表 6：公司业务战略情况	9
图表 7：公司组织架构	9
图表 8：公司历年营收变动情况	10
图表 9：公司历年业务结构情况	10
图表 10：公司分地区营收表现情况	10
图表 11：公司净利润营收变动情况（亿元）	11
图表 12：公司毛利率变动情况	11
图表 13：公司历年整合费用变动情况（亿元）	11
图表 14：子公司业务梳理	12
图表 15：公司股权激励计划考核目标	12
图表 16：安波福不同等级自动驾驶系统的单车价值量（美元）	13
图表 17：特斯拉 MODEL3 网络拓扑图	14
图表 18：分域控制结构	14
图表 19：不同等级对于传感器的需求	14
图表 20：主流芯片供应体系	15
图表 21：TIER1 产品与场景布局情况	15
图表 22：域控制器供应模式分类	16
图表 23：主流车型域控制器供应情况	17
图表 24：国内智能驾驶域控制器市场规模预测（亿元）	17
图表 25：公司在智能驾驶领域布局	18
图表 26：部分车企激光雷达配套厂商梳理	18
图表 27：德赛西威智能驾驶域控制器产品体系	19
图表 28：座舱功能发展历史	20
图表 29：部分座舱电子产品渗透率情况	21
图表 30：分价位座舱电子产品渗透率情况	21
图表 31：智能座舱域控制器的发展阶段	21
图表 32：IVI 产品单车价值量对比（元）	22
图表 33：公司汽车电子业务历年营收情况（亿元）	22
图表 34：德国普瑞深耕人机交互产品	23
图表 35：德国普瑞历年营收情况（亿元）	23
图表 36：德国普瑞历年利润情况（亿元）	23
图表 37：均联智行股东结构	24
图表 38：均联智行域控制器产品	24
图表 39：与华为合作主机厂	25

图表 40：公司汽车安全业务的发展历史	26
图表 41：公司汽车安全业务产品与布局	26
图表 42：汽车安全业务市场规模测算（亿美元）	27
图表 43：奥托立夫和均胜电子在汽车安全市占率情况	27
图表 44：汽车安全业务历年利润情况（亿元）	27
图表 45：公司整合费用情况（亿元）	27
图表 46：公司汽车安全业务历年整合重组措施	28
图表 47：奥托立夫与均胜安全净利率对比	28
图表 48：公司分业务拆分	29
图表 49：可比公司估值	30

导论

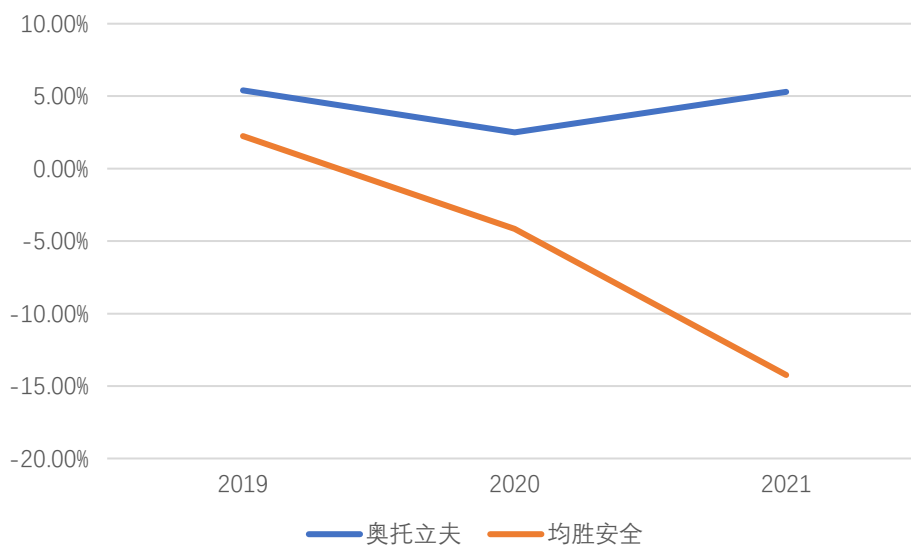
汽车安全：公司通过并购重组成为全球第二大汽车安全业务供应商，前期因持续整合重组对公司汽车安全业务的规模和利润率水平造成冲击。当前公司重组整合进入尾声，后续有望得到盈利能力的逐步恢复，对标龙头奥托立夫，公司汽车安全业务盈利能力亦具备较大修复空间。

图表 1：公司汽车安全业务历年整合重组措施

年度	中国区	欧洲区	美洲区
2018	关闭 KSS 苏州工厂，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 KSS 与高田北美总部进行合并
2019	处置延锋百利得安全气囊资产	将德国、罗马尼亚等工厂关闭进行产能转移	美国和墨西哥部分产线转移、合并或关闭
2020	-	将德国、罗马尼亚部分安全气囊生产转移到匈牙利	美国和墨西哥部分产线转移、合并或关闭
2021	陆续调整汽车安全事业部人员结构，重新任命安全业务全球 CEO、欧洲和北美区 CEO，通过重组减员、自动化投入、管理提升等方式推动全球员工工作规划。		

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 2：奥托立夫与均胜安全净利率对比



资料来源：奥托立夫公告，华安证券研究所

智能化布局：公司深耕智能座舱域控领域，为大众域控供应商，并与华为合作在智能座舱领域持续发力，进入高速发展期。智能驾驶领域，公司打造智能汽车技术研究院，并进入英伟达体系布局高算力域控制器，2024 年将进入量产期。

图表 3：公司分业务拆分

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
汽车安全业务					
营收（亿元）	331	323	329	361	390
同比		-2.4%	1.9%	9.6%	8.2%
毛利率	11.2%	8.5%	12.0%	14.0%	15.0%
汽车电子业务					
营收（亿元）	103	127	158	193	234
同比		24.0%	24.1%	22.0%	21.7%
毛利率	17.4%	19.0%	19.0%	20.0%	21.0%
其他业务					
营收（亿元）	8	6	7	8	9
同比		-22.4%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	8.4%	23.4%	23.0%	23.0%	23.0%
合计					
营收（亿元）	479	457	494	561	633
同比		-4.6%	8.2%	13.5%	12.9%
毛利率	13.3%	11.6%	14.4%	16.2%	17.9%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

1、全球汽车智能与安全科技领导者

巩固汽车安全龙头地位，发力智能化领域布局。均胜电子成立于 2004 年，经过多年的发展，当前已经形成了以汽车智能座舱、智能驾驶、新能源管理、汽车安全等系统研发与制造模式，现有汽车安全、汽车电子两大事业部，并设立智能汽车技术研究院、新能源研究院。均胜电子在全球 30 个国家拥有研发和制造基地，并拥有超过 4 万名员工，其中包含 5300 名技术员工。

公司通过并购整合成为全球第二大汽车安全供应商，并且基于并购与自主研发逐步发力汽车智能化领域，力争成为细分市场上推动驾驶行为的变革者。

图表 4：公司概况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

发展历程：并购整合，加速电动化与智能化布局。公司于 2004 年成立，成立至今一共经历了 3 个发展阶段：

- 国内业务加速发展：**2004 年-2011 年，伴随国内汽车市场的蓬勃发展，公司加速国内市场的开拓。2006 年成为大众 A 级供应商和通用全球供应商。2011 年并购德国普瑞，战略布局汽车电子业务。
- 进军汽车电子、汽车安全等领域，并确立全球领先地位：**2013 年公司成功进入新能源动力管理业务；2016 年并购德国 TS 汽车电子业务和 KSS；2018 年收购日本高田相关资产，从而确立公司在汽车安全领域的领先地位。
- 加速智能座舱和智能驾驶布局：**2019 年至今，公司先后完成均联智行和均胜群英的重组，并于 2021 年设立智能汽车技术研究院和新能源研究院。

图表 5：公司发展历程

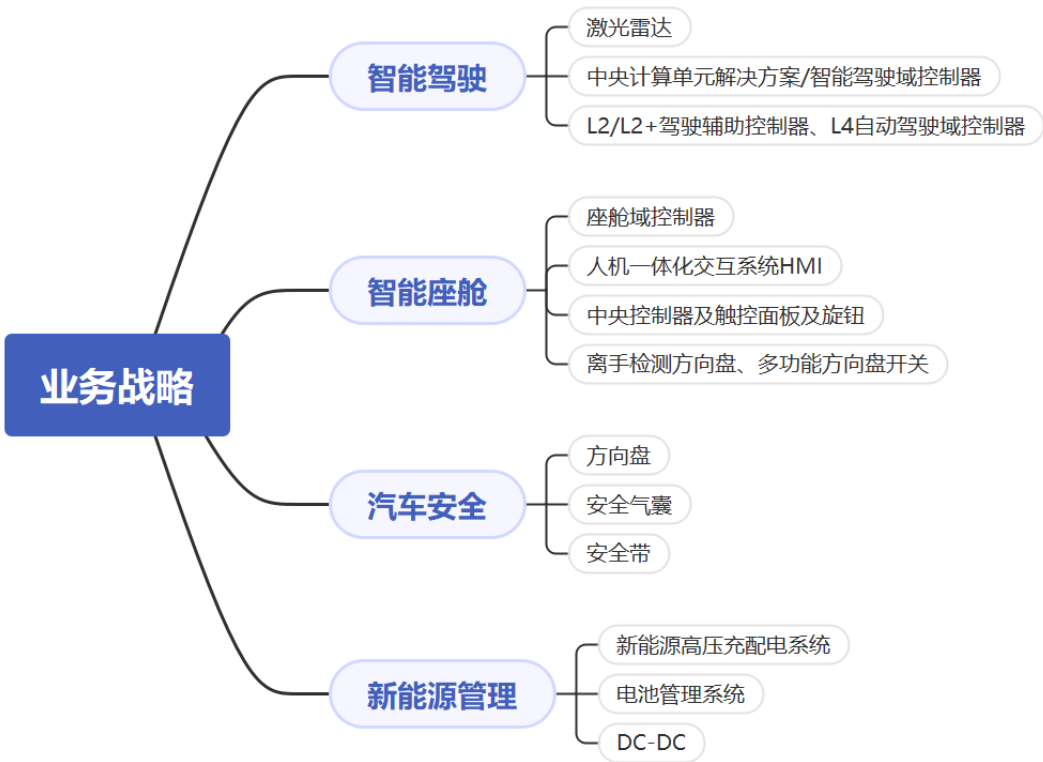


资料来源：公司公告，华安证券研究所

业务战略：智能化电动化为重点发展方向。公司设立汽车电子和汽车安全两大事业部，其中均联智行和普瑞主要专注于智能座舱的研发与制造，均胜智能汽车技术研究院主要专注于智能驾驶相关技术的研发，均胜新能源研究院主要专注于新能源相关技术的研发。汽车安全业务整合 KSS 和高田资产，成为全球第二大的汽车安全业务。

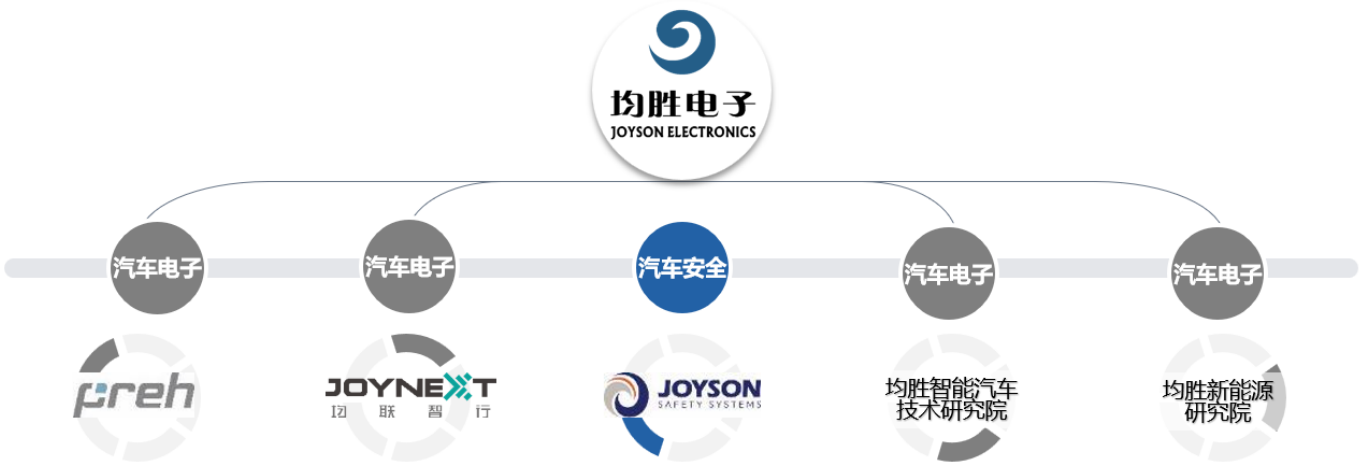
在未来发展方向上，公司以智能驾驶、智能座舱、汽车安全和新能源管理为方向。其中智能驾驶涵盖激光雷达、中央计算单元解决方案和域控制器、L2/L2+及以上等级自动驾驶控制器的研发。智能座舱业务涵盖座舱域控制器、HMI 等产品的研发与制造。汽车安全主要以安全气囊、安全带、方向盘等产品为主。新能源管理业务涵盖了高压充电系统、电池管理系统等产品。

图表 6：公司业务战略情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 7：公司组织架构

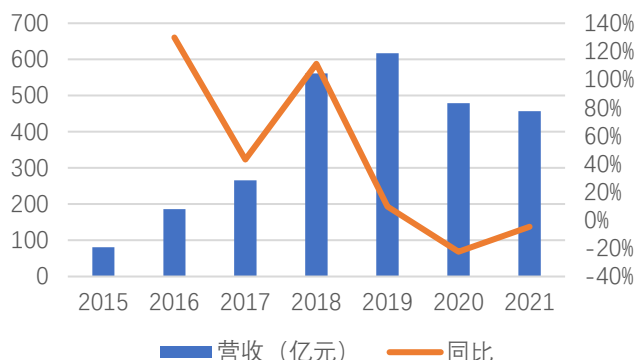


资料来源：公司公告，华安证券研究所

业务结构持续优化，聚焦智能化与电动化。当前公司主要的营收构成为汽车安全业务和汽车电子业务，其中汽车安全业务为公司主要的营收来源。2011 年以来公司通过并购重组的方式实现营收规模的快速扩大，海外业务占比提升。与此同时，公司积极优化现有的业务布局，逐步剥离工业自动化和功能件业务，将产品更加聚焦于汽车电子和汽车安全领域。

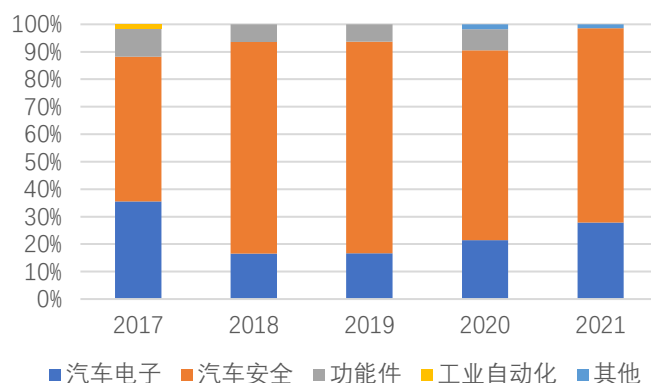
从营收规模的历史表现来看，2018 年公司完成对日本高田的收购，整体业务布局初步成型。2020 年受海内外疫情的影响，公司经营收到较大冲击，尤其是海外业务出现较大幅度的规模下降。当前随着公司业务整合的逐步结束，同时经营环境的持续好转，以及汽车电子业务的持续发力，公司规模有望逐步恢复。

图表 8：公司历年营收变动情况



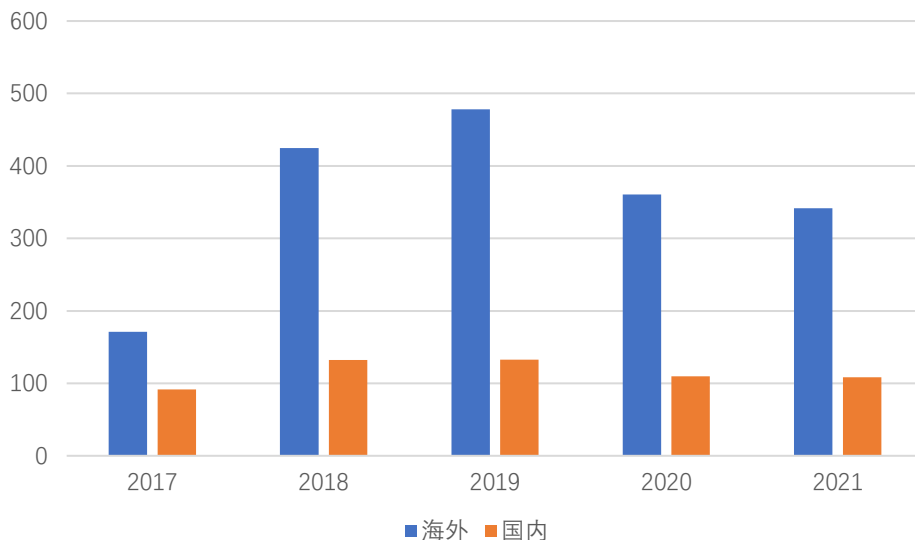
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 9：公司历年业务结构情况



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 10：公司分地区营收表现情况

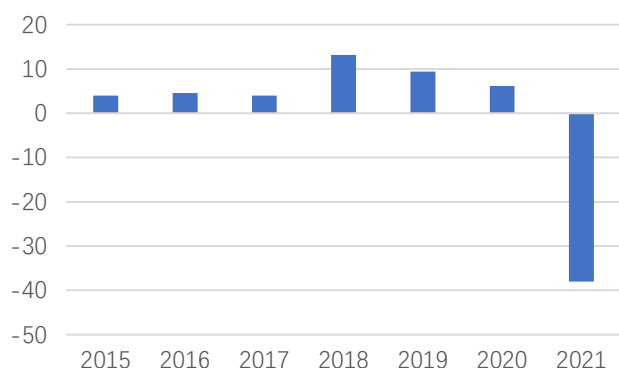


资料来源：公司公告，华安证券研究所

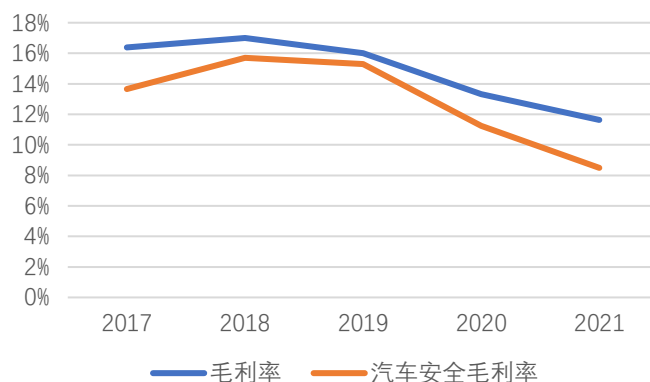
利润波动较大，盈利能力有望逐步恢复。公司通过并购发展壮大，在整合过程中利润波动较大。2020 年以来受疫情冲击，公司海外营收规模下滑，造成总体盈利能力下滑。2021 年公司面临原材料以及运输成本的大幅上涨致使毛利率持续大幅下滑。

2022 年上半年公司预计实现归母净利润-1.1 亿元，其中 2022Q2 预计实现归母净利润 0.5 亿元。公司在稳供应、控支出、提效率、转成本等多个方面实现了突破，同时预计 2022 年上半年公司重组整合费用发生 2 亿元。预计随着下半年经营环境的向好公司盈利能力有望稳步改善。

图表 11：公司净利润营收变动情况（亿元）



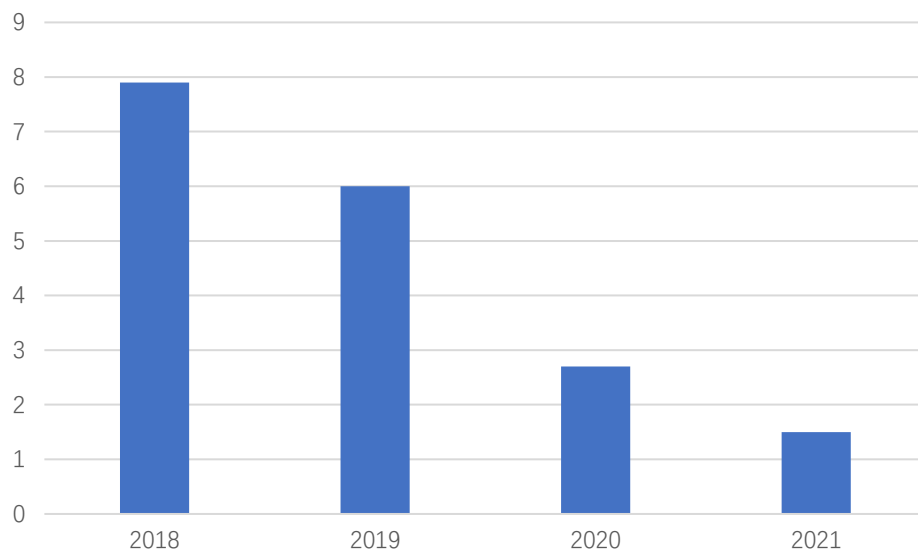
图表 12：公司毛利率变动情况



资料来源：wind，华安证券研究所

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 13：公司历年整合费用变动情况（亿元）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

子公司遍布全球主要汽车制造大国，渠道互补，协同发展。作为全球性的零部件企业，公司在欧洲、北美、亚洲等区域的汽车主要制造大国均深度布局，可以促进不同子公司拥有的客户资源协同共享，技术共享，有助于公司提升各项业务全球市场份额。

当前公司汽车安全业务由安徽均胜汽车安全系统有限公司承担，并在亚洲、欧洲、美洲等多个区域开展业务。普瑞承担公司汽车电子硬件和新能源业务。宁波均胜智能汽车技术研究院有限公司承担公司智能驾驶相关业务。均联智行承担公司座舱域控制器先关业务。

图表 14：子公司业务梳理

子公司	业务	产品
安徽均胜汽车安全系统控股有限公司	汽车安全	安全气囊、安全带、方向盘等
普瑞集团	汽车电子	中控、空调控制系统、方向盘控制系统等
宁波均胜智能汽车技术研究院有限公司	智能驾驶	智能驾驶域控制器
宁波均联智行科技股份有限公司	智能座舱	智能座舱域控制器

资料来源：公司公告，华安证券研究所

推出股权激励计划，理顺后续发展机制。2021 年公司推出股权激励计划，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%。我们认为，公司股权激励计划的推出有望理顺后续公司发展机制，同时设立的考核目标能够反映出在汽车安全业务整合接近尾声的时间点，公司对于后续盈利能力改善的信心。

图表 15：公司股权激励计划考核目标

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 年公司净利率为 2.5%
第二批次解锁	2023 年公司净资产收益率为 7%或 2022 年公司净利率为 3.5%
第三批次解锁	2022 年公司净资产收益率为 9%或 2022 年公司净利率为 4.5%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

2、掘金智能化领域，座舱+智驾双发力

2.1 智能驾驶：打造智能驾驶方案解决商

智能驾驶带来产业链重塑

自动驾驶带来产业链重塑。随着自动驾驶等级的提升，在传感方面，摄像头、毫米波雷达、激光雷达等传感器的数量需要不断增加，同时 GNSS+IMU 的精度要求同样提高。并且计算平台的算力要求逐步提升，深度学习算法的复杂性提升，软件成本的占比将不断提升。当前时点，自动驾驶处于 L2 到 L3 级别过渡时期，大算力计算平台、多传感器融合、更丰富的应用场景等都将带来产业链发展机会。

根据安波福统计，L1 级别自动驾驶能够实现盲点监测、自适应巡航、自动刹车等单一功能的辅助驾驶，能够为感知层带来 125~175 美元的单车价值量提升，能够为决策层带来 150 美元左右的单车价值量提升。L2 级别自动驾驶能够实现多个控制功能的融合，可以为感知层带来 200~225 美元的单车价值量提升，能够为决策层带来 200 美元左右的单车价值量提升。L3 级别要求实现特定环境下的自动驾驶功能，要求传感器数量增加并搭载激光雷达，将为感知层带来 1500~2000 美元的增量，为决策层带来 2300~2600 美元的增量。

图表 16：安波福不同等级自动驾驶系统的单车价值量（美元）

单位（美元）	L1	L2	L2+	L3
单车价值增量	275~325	450~550	750~1200	4000~5000
感知增量	125~175	200~225	300~400	1500~2000
决策增量	~150	~200	450~800	2300~2600
执行增量				100~300
软件增量	嵌入式软件	嵌入式软件	感知融合；控制算法；整合	感知融合；规划；控制算法；整合

资料来源：aptiv 官网，华安证券研究所

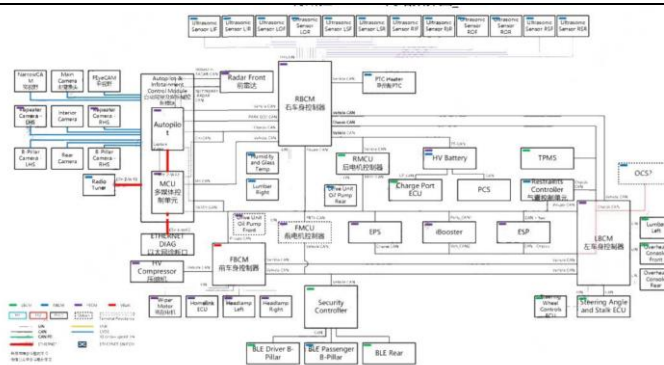
自动驾驶带来电子电气架构的变化。按照目前汽车的电子电气架构，整车上要添加一些简单的信息娱乐系统，只要通过增加一些电路、处理器，以及中央屏幕就能实现。但是到了 L4 的级别，在整车里增加传感器、中央处理器以及各种 L4 自动驾驶所需要的元器件之后，这让车辆的电子电气架构接近于饱和，在成本与可靠性方面将大打折扣。

当前汽车电子电气架构设计方案可以分为四种，即以功能为导向、集中控制、以空间为导向、以模块为导向。传统汽车的电子电气架构多以功能导向为主，把每个分立元件的功能与相关的传感器及执行器结合成一个整体。该种设计方案，能够实现组件的跨平台使用，拥有部件结构简单等优点。但是所需部件的数量多，在使用中部件功能简单，布线费用高，构架费用高，并不适用于自动驾驶车辆的布局。

现阶段随着智能驾驶功能的逐步增加，衍生出来了以空间为导向（特斯拉）和以模块（域控制）为导向的电子电气架构设计方案。其中以空间为导向的架构能够控制全车的所有功能，但在使用时有主从之分，在每一个空间，主 ECU 控制相关的从功能，信息传输只在主电脑之间进行。而以模块为导向的电子电气架构是将一个确定功能的电子设备视为一个功能模块，可组合一起进行控制。

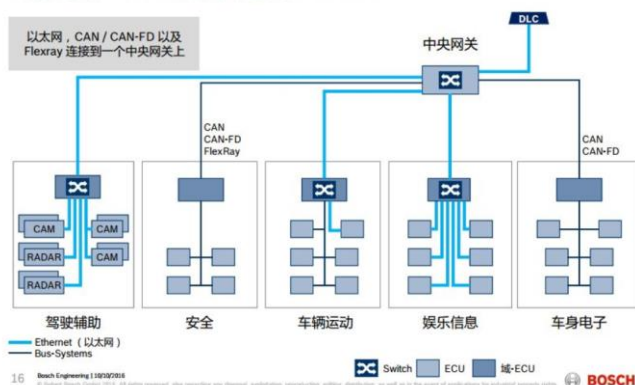
集中控制为自动驾驶阶段较为理想的布局方式，所有的功能都有一个中央电脑来进行控制。但是该设计方案的普及仍旧需要更高算力的计算平台以及更高速的通信方式。

图表 17：特斯拉 Model3 网络拓扑图



图表 18：分域控制结构

域分类ECU的混合骨架~2018



资料来源：佐思汽研，华安证券研究所

资料来源：博世官网，华安证券研究所

感知：自动驾驶将带来传感器的增加。随着自动驾驶程度的逐步深入，传感器不仅仅要在种类方面拓宽，实现多传感器的感知融合，同时传感器的数量要随着感知要求的提升而逐步增加。L2 级别的智能驾驶可以通过单个摄像头+3 个毫米波雷达的组合方式实现。L3 级别的智能驾驶不仅要融合激光雷达的感知方案，同时毫米波雷达和摄像头的数量提升。而到了 L4/L5 级别，由于需要更多的冗余，自动驾驶系统需要更多的感知硬件。

图表 19：不同等级对于传感器的需求



资料来源：aptiv 官网，华安证券研究所

计算平台：大算力计算平台即将量产。自动驾驶级别每升高一级，对计算力的需求成倍数增长，同时计算平台要兼顾算力与功耗。mobileye eyeQ4 最高能够支持 L3 级别的自动驾驶，目前被广泛应用于 L2 级别的自动驾驶领域，算力为 2.5TOP（万亿次/秒），功率为 3W。蔚来 ET7 超算平台 ADAM 采用 4 颗英伟达新一代 Orin

芯片，包括主控 1/主控 2/冗余备份/群体智能与个性训练，算力 1016TOPS。长城汽车将搭载高通和华为计算平台，打造满足更多差异化的选择。

图表 20：主流芯片供应体系

	英伟达 Orin	高通 Snapdragon			
		Ride	FSD (HW4.0)	FSD (HW3.0)	华为 MDC610
车型	蔚来汽车 ET7	长城汽车	特斯拉	特斯拉	
芯片数量	4	2	2	2	1
算力 (TOPS)	1016	700	432	144	120
量产元年	2022 年	2022 年	2022 年	-	2022 年

资料来源：盖世汽车，华安证券研究所

Tier1 深度介入自动驾驶领域，国内厂商实现突破。除去系统集成能力以外，国际主流一级供应商同样会在感知、决策、执行、高精度定位等细分方面布局。从 Tier1 的产品与场景的布局情况来看，以博世、大陆、采埃孚为主的海外零部件巨头具有领先的优势，而国内主流的 Tier1 在感知、决策等层面实现突破。目前华为为国内具备最完善布局的 Tier1，在感知层面具备摄像头、毫米波雷达以及激光雷达的全生态布局，同时拥有自研芯片。

而国内传统 Tier1 厂商在部分产品与场景实现突破，以德赛西威为例，其 APA、域控制器等产品已经量产，华阳集团 APA 产品已经定点等。

新兴 Tier 1（百度、华为、阿里）则以深度合作的方式与主机厂深度绑定，深度参与到主机厂的研发中，并提供全栈式解决方案，将自身定位于 Tier 0.5。

图表 21：Tier1 产品与场景布局情况

企业	产品布局						场景布局				
	感知层					决策层	中间件	执行层	高速	城市	泊车
	前视摄像头	毫米波雷达	激光雷达	地图定位	V2X						
博世	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
大陆	●	●	●	●	●	●		●	●	●	●
安波福	●	●	●	●		●			●	●	
法雷奥	●	●	●	●	●	●			●	●	●
采埃孚	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
摩比斯	●	●	●					●	●		
维宁儿	●	●	●	●	●	●		●	●	●	
伟世通						●			●	●	●
麦格纳	●	●	●		●	●		●	●	●	●
电装	●	●	●	●	●	●			●	●	●
百度				●	●	●			●	●	●
腾讯				●	●				●	●	
阿里巴巴				●	●				●		
华为	●	●	●	●	●	●			●	●	
华阳	●	●		●							●

德赛西威	●	●		●		●			●	●	●
东软睿驰	●			●	●	●	●		●	●	●
四维图新				●					●		
启迪国际		●		●	●						
恒润科技	●		●	●		●					

资料来源：佐思汽研，华安证券研究所

域控制器：电子电气架构变革下的核心部件。随着新能源汽车的发展以及汽车智能化的推进，整车电子电气架构逐步由分布式向域控制发展。新势力厂商在智能驾驶的发展上更为激进，小鹏 G9、特斯拉等车型逐步过渡到中央+区域的架构。

根据主机厂的自研能力与供应系统选择，当前域控制器的供应体系包含了从 Tier0.5-1.5 的多模式供应体系：

- (1) **主机厂委托代工：**代表企业特斯拉、蔚来等。该种模式下，域控制器的设计研发由主机厂承担，供应商负责域控制器的硬件制造。
- (2) **Tier 1 生产：**代表企业英伟达+德赛西威。目前该种模式为主流的供应模式，产业链中不同企业根据自身的优势分工明确。芯片厂商主要负责芯片供应和原型设计包，Tier 1 负责域控制器的生产、中间层和芯片方案整合。
- (3) **Tier 1.5 主攻域控制器基础软件：**代表企业中科创达。
- (4) **Tier 0.5 全栈参与：**代表企业华为。该种模式下供应商将与主机厂深度绑定，参与域控制器的设计研发。一般情况下该种模式下的供应商为主机厂旗下的零部件厂商或者具备芯片供应能力的厂商。

图表 22：域控制器供应模式分类

模式	合作方式	代表企业
主机厂委托代工	域控制器的设计研发由主机厂承担，供应商负责域控制器的硬件制造。	特斯拉（广达、和硕），蔚来（伟创力）
Tier 1 生产	产业链中不同企业根据自身的优势分工明确。芯片厂商主要负责芯片供应和原型设计包，Tier 1 负责域控制器的生产、中间层和芯片方案整合。	英伟达+德赛西威+小鹏
Tier 1.5 主攻域控制器基础软件	主攻域控制器基础软件	中科创达
Tier 0.5	与主机厂深度绑定，参与域控制器的设计研发。一般情况下该种模式下的供应商为主机厂旗下的零部件厂商或者具备芯片供应能力的厂商。	毫末智行（长城）、华为

资料来源：佐思产研，华安证券研究所

图表 23：主流车型域控制器供应情况

车型	SOC	域控制器厂商
小鹏 P5	英伟达 XAVIER	德赛西威（IPU03）
小鹏 G9	英伟达 ORIN	德赛西威（IPU04）
蔚来 ET7	英伟达 ORIN	自研，伟创力代工
理想 L9	英伟达 ORIN	德赛西威（IPU04）
智己	英伟达 ORIN	联合电子代工
非凡 R7	英伟达 ORIN	德赛西威
威马 M7	英伟达 ORIN	广达代工
阿维塔 11	华为 MDC	华为
长城机甲龙	华为 MDC	华为
摩卡	高通	毫末智行

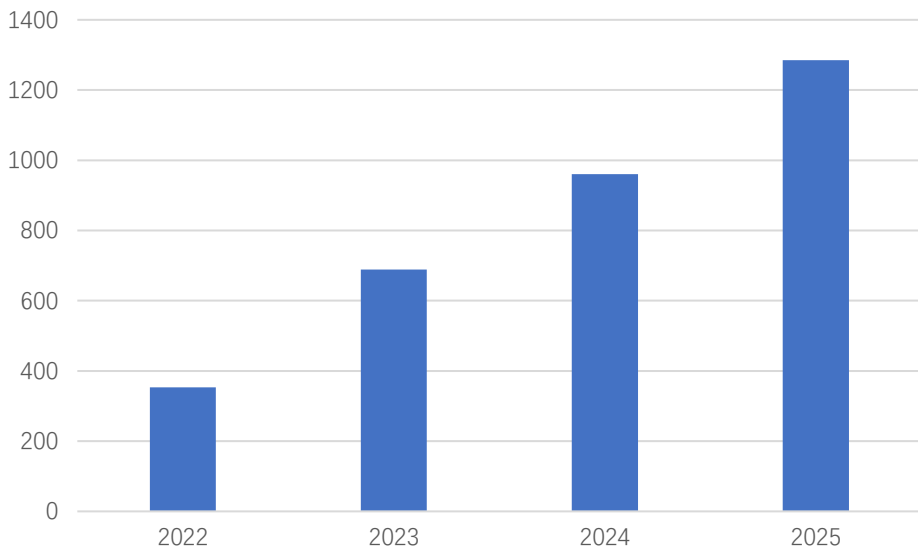
资料来源：汽车之心，华安证券研究所

智驾域控制器有望维持高速增长。智能驾驶域控制器根据所采用的芯片类型以及所集成的功能不同，其单车价值量区间跨度较大。L2 级别低算力计算平台的成本在 3000 元以上，L2+以及 L2++以上级别高算力平台成本在 10000 元以上。我们假设：

- （1）2025 年 L2、L2++、L4 及以上车型销量占比分别为 60%、30%、10%。
- （2）2025 年 L2、L2++、L4 智能驾驶域控制器单车价值量分别为 2000、8000、15000 元。

则我们预计到 2025 年国内智能驾驶域控制器的市场规模超千亿元。

图表 24：国内智能驾驶域控制器市场规模预测（亿元）



资料来源：佐思产研，华安证券研究所

均胜电子：布局智能驾驶生态，智驾域控逐步落地

战投与自研并重，智能驾驶领域布局稳步开拓。公司在智能驾驶领域积极布局，在感知端公司战略入股图达通，并承接图达通产线与制造业务。而在智能驾驶域控制器领域，公司依托旗下智能驾驶研究院成功进入英伟达的平台体系，实现在智能驾驶领域的突破。

图表 25：公司在智能驾驶领域布局



资料来源：公司官网，华安证券研究所

感知：战略入股图达通，在激光雷达领域实现布局。2022 年初公司完成对于激光雷达公司图达通的战略入股。Innovusion 是全球领先的图像级激光雷达提供商，公司成立于 2016 年，在硅谷、苏州和上海设有研发中心，在宁波和武汉拥有高度工业化的车规级激光雷达制造基地。

图达通猎鹰产品为较早实现量产的激光雷达产品，目前主要搭载于蔚来汽车 ET7 和 ET5。均胜电子与均胜集团为图达通提供产线和生产制造。与此同时，公司旗下子公司均联智行将与图达通进行合作，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方面深度合作。

图表 26：部分车企激光雷达配套厂商梳理

车型	供应厂商
小鹏 P5	大疆
小鹏 G9	速腾聚创
威马 M7	速腾聚创
智己 L7	速腾聚创
蔚来 ET7	图达通
蔚来 ET5	图达通
沙龙机甲龙	华为
极狐	华为
哪吒 S	华为
长安阿维塔	华为
理想 L9	禾赛科技
非凡 R7	LUMMIR

资料来源：汽车之家，华安证券研究所

域控制器：进入英伟达体系，发力智能驾驶体系。均胜电子成立智能驾驶研究院，当前储备 100 多名研发人员，并处于持续扩张态势。均胜智能汽车技术研究院凭借其在智能驾驶领域多传感器融合、算法决策等技术的前瞻研发，获得了某国内知名整车厂商关于自动驾驶高算力域控平台的联合开发合作，其中域控制器将基于英伟达自动驾驶车规级芯片 Orin 打造，为客户提供一款双 Orin 系统架构的高算力域控平台（AD 域控制器），可实现 L2++高速公路及城市场景 NOA 功能，及 AVP 代客泊车功能，项目计划于 2024 年开始量产。

英伟达为当前智能驾驶高算力芯片领先的供应商，主力芯片 orin 搭载于多款新势力车型，包括蔚来、理想、小鹏、威马、智己等。采用英伟达高算力芯片的主机厂的合作模式分为两种，一种是以蔚来为代表的的控制器自研+对外代工的模式，另一种英伟达+德赛西威+主机厂的合作模式，其中德赛西威作为 Tier 1 负责域控制器的生产制造以及中间层和芯片方案的整合。此次均胜电子进入英伟达的芯片体系并成功拿到项目定点为公司智能驾驶领域的重大开拓，后续基于体系优势有望拓展更多客户。

图表 27：德赛西威智能驾驶域控制器产品体系

产品	SOC	特点	客户
IPU02	TI TDA	支持 6 路摄像头输入；支持 6 路百兆以太网；支持 2 路 LVDS 输出；支持 8 路高速 CAN；8-36tops；支持 QNX OS；满足 ASIL C	星越 L、长城、广汽
IPU03	英伟达 XAVIER	支持 8 路摄像头输入；支持 8 路千兆以太网；支持 2 路 LVDS 输出；支持 12 路高速 CAN；30tops；支持 QNX OS；满足 ASIL D	小鹏
IPU04	英伟达 ORIN	支持 16 路摄像头输入；支持 2 路万兆以太网；支持 2 路 LVDS 输出；支持 12 路高速 CAN；254-1000tops；支持 QNX OS 和 Linux OS；满足 ASIL D	理想 L9、小鹏 G9

资料来源：公司官网，华安证券研究所

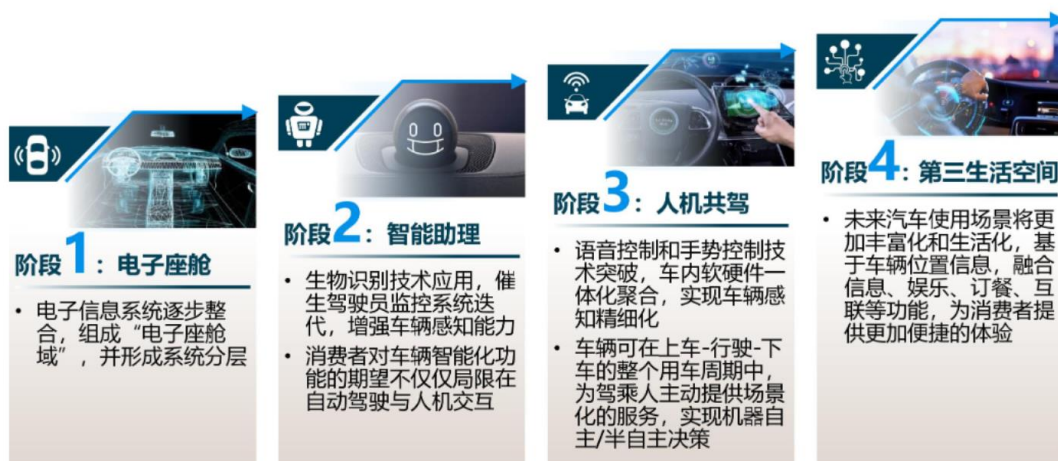
力争实现域控制从低算力到高算力的全面覆盖。此次均胜电子与英伟达的合作为公司高阶自动驾驶域控制器领域的布局。根据公司产品规划，公司将实现域控制器从低算力平台到高算力平台的全面覆盖，后续有望通过更多芯片公司的合作实现从 L2 到 L4 级别车型的全面覆盖。

2.2 智能座舱：软硬一体化布局，座舱业务持续演绎

智能座舱大势所趋，应用场景不断开拓

不断演化，智能座舱具有深度演绎潜力。根据罗兰贝格和地平线联合发布的《智能座舱发展趋势白皮书》，未来智能座舱的发展将分为四个阶段。第一阶段为电子信息系统的整合阶段，具体表现为子系统向功能域的转化，实现各系统的互联。第二阶段为增强车内的感知能力。第三阶段实现人机共驾，车辆感知能力进一步提升（语音控制、手势控制等），实现消费者上车-驾驶-下车全周期的体验。第四阶段将打造智能座舱的最终形态，从用户体验的角度不断丰富场景。当前智能座舱的发展处于第一阶段，域控制器的发展成为当前主流。

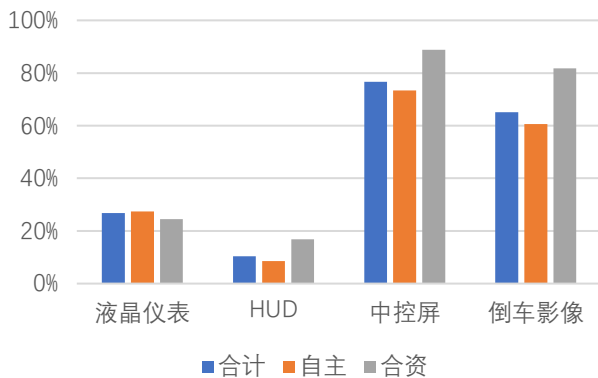
图表 28：座舱功能发展历史



资料来源：《智能座舱发展趋势白皮书》，华安证券研究所

应用场景不断开拓，产品渗透率有较大提升空间。目前分布控制阶段主要的座舱电子产品包括液晶仪表、中控屏、HUD（抬头显示）、倒车影像等。从渗透率角度来看，中控屏、倒车影像的为上一轮座舱电子化的主力产品，因此当前的渗透率处于较高水平，产品的普及率已经下探到 5~8 万价位的车型。我们认为，液晶仪表、HUD 目前正在处于普及阶段，其中液晶仪表目前主要应用于中高端车型，HUD 的渗透率较低，目前主要在较高端的车型搭配。我们认为，随着智能座舱的逐步普及，相关产品的渗透率有望逐步提升。

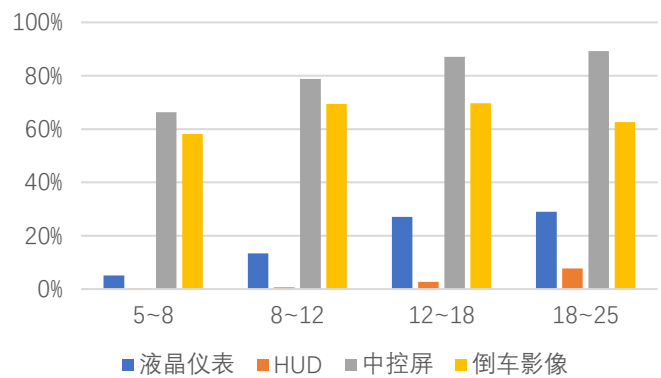
图表 29：部分座舱电子产品渗透率情况



资料来源：汽车之家，华安证券研究所

注：以上为按照车型占比统计，实际销量占比存在误差

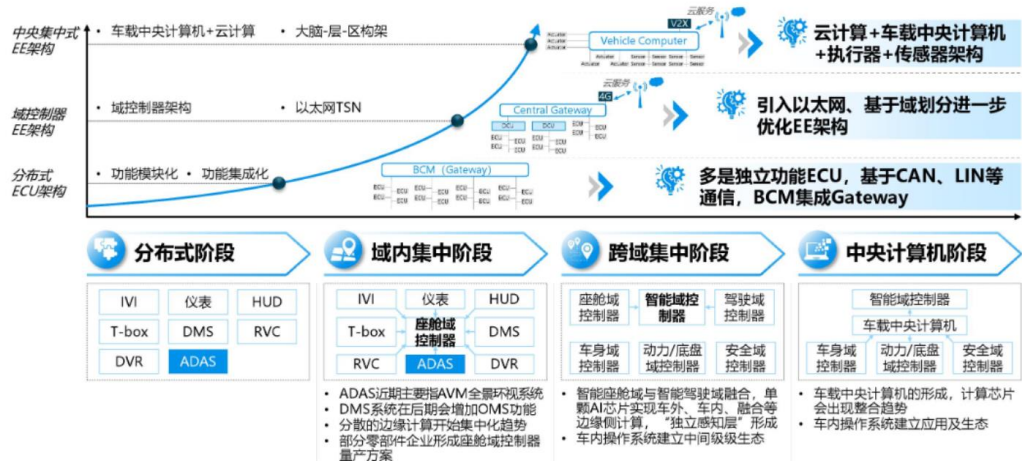
图表 30：分价位座舱电子产品渗透率情况



资料来源：汽车之家，华安证券研究所

域控制为智能座舱发展的关键。域控制器对于智能座舱的发展至关重要，传统的座舱是由几个分散的子系统或者单独模块组成，这种构架无法实现多屏联动等复杂的智能座舱功能，同时对于厂商来说，座舱功能的日益复杂将会导致软硬件成本的大幅提升，而域控制器能够打通原来硬件的分布式架构限制，降低系统硬件和通信架构的设计难度，有效降低各个分散的控制器之间的通信资源。并能够有效降低整个座舱域的系统成本。当前主要实现的是域内集中阶段，即单独座舱域的量产方案，后续智能座舱域有望与智能驾驶域相结合，从而实现更多的体验场景。而最终车载中央计算机的形成将进一步整合简化车内架构。

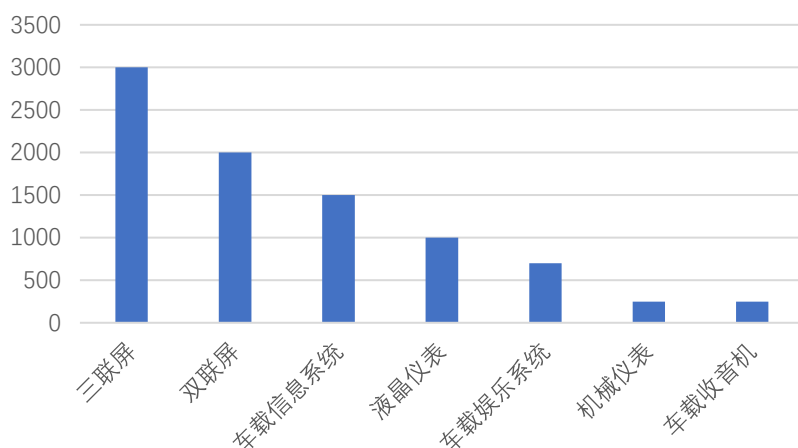
图表 31：智能座舱域控制器的发展阶段



资料来源：《智能座舱发展趋势白皮书》，华安证券研究所

纵向升级与横向拓展，座舱电子带来量价齐升。从机械仪表、车载收音机到中控屏、液晶仪表将带来单车价值量的提升，当前中控显示屏的渗透率较高，而液晶仪表的渗透率仍旧有较大的提升空间。与此同时，现有车载信息系统、车载娱乐系统、驾驶员信息系统可能是由不同的供应商供应，随着域控制器的大规模普及，一芯多屏的方案有望成为未来汽车标准，零部件厂商有望由单一产品的供应商成为智能座舱整体方案的解决商，从而带动总体配套价值量的提升。与此同时，HUD、无线充电、流媒体后视镜、DMS等座舱电子的普及将为消费者提供更为丰富的配置。

图表 32：IVI 产品单车价值量对比（元）

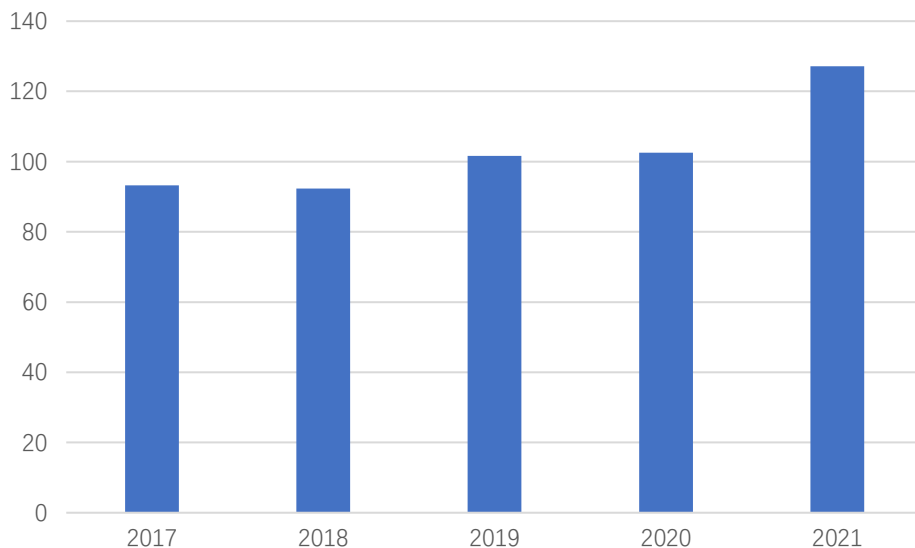


资料来源：佐思汽研，华安证券研究所

均胜电子：软硬布局，域控与交互持续演绎

普瑞与均联智行发力智能座舱软硬件产品。公司于 2011 年收购德国普瑞并进入汽车电子行业，当前普瑞集团承担公司智能座舱硬件以及新能源控制系统等业务。均联智行为公司旗下专注于座舱域控制器研发生产的主体。公司汽车电子业务通过并购整合以及自主研发的路径实现规模的稳步扩张。

图表 33：公司汽车电子业务历年营收情况（亿元）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

普瑞：深耕人机交互产品。德国普瑞成立于 1919 年，在汽车电子领域处于领先地位。德国普瑞的产品分为空调控制系统、驾驶员控制系统、传感器、电控单元、新能源汽车动力控制系统等产品。下游客户覆盖大众、宝马、保时捷、奔驰等中高端客户。

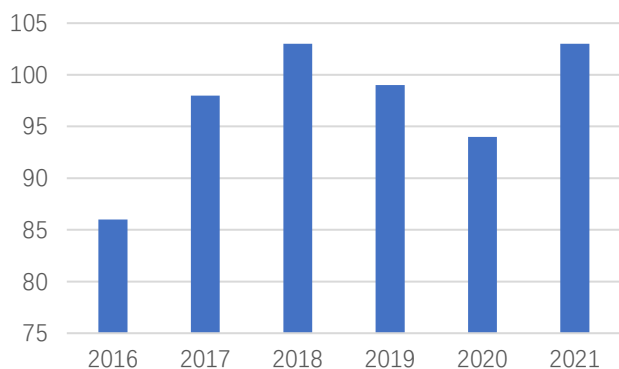
当前德国普瑞承担公司人机交互产品的研发与制造，并于下游主流客户实现深度绑定。德国普瑞前几年受海外环境影响造成营收规模与利润率下滑，随着公司在智能座舱领域的开拓以及外部经营的好转，普瑞后续有望保持稳定增长。

图表 34：德国普瑞深耕人机交互产品



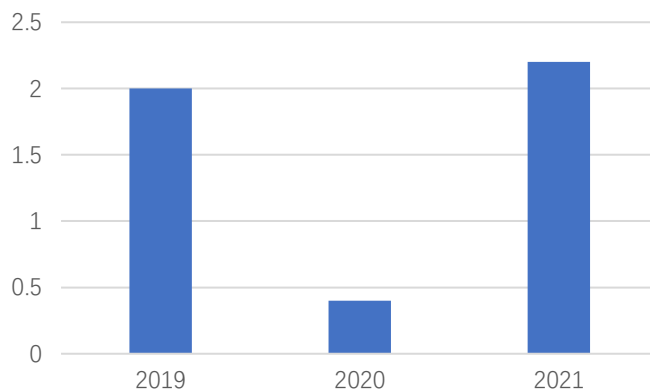
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 35：德国普瑞历年营收情况（亿元）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 36：德国普瑞历年利润情况（亿元）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

域控制器：均联智行深耕座舱域控制器领域。公司座舱域控制器产品主要由旗下子公司均联智行承担。均联智行为公司设立子公司，由均胜电子、普瑞、先进制造产业投资基金等股东持股，为均胜电子发力汽车智能座舱领域的主体。

当前公司域控制器产品主要为大众供应，支持高通、瑞萨、三星、华为等主流芯片，并支持安卓、QNX、Linux、VW.OS、鸿蒙 OS 等主流操作系统。

图表 37：均联智行股东结构

股东	出资比例(%)
宁波均胜电子股份有限公司	47.99
PREHGMBH	29.83
先进制造产业投资基金二期(有限合伙)	9.23
宁波高发汽车控制系统股份有限公司	3.08
钦松	3.08
苏州方广二期创业投资合伙企业(有限合伙)	1.85
桑述敏	1.54
湖北凯辉长江汽车产业股权投资基金合伙企业(有限合伙)	1.54
深圳保腾电力科技创业投资企业(有限合伙)	1.23
LICHAO	0.65

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 38：均联智行域控制器产品



支持主流芯片

- 高通、瑞萨、三星、华为

支持主流操作系统

- 安卓、QNX、Linux、VW.OS、鸿蒙OS
- 阿里OS

芯片商	产品	CPU	GPU
三星	V710/V910	✓	✓
高通	SA8150/SA8155	✓	✓
瑞萨	M3, H3N	✓	✓
华为	Kirin 990a	✓	✓

资料来源：公司公告，华安证券研究所

与华为合作，发力座舱域控制器领域。均联智行与华为签署合作协议。其中，均联智行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。与此同时，双方的合作已经获得相关订单，后续将逐步量产。

华为当前作为智能驾驶与智能座舱全栈解决方案供应商正逐步进入主流厂商的配套体系。在华为 HI 联盟中，长安、北汽、问界等车型逐步量产，广汽相关车型也将陆续上市。同时，搭载华为鸿蒙系统的车型陆续增加，包括吉利几何等车型的车机系统将陆续搭载鸿蒙系统。我们认为，当前华为在智能座舱领域的发展十分迅速，均联智行与华为的合作将为公司在座舱域控制器领域的发展打下坚实基础。

图表 39：与华为合作主机厂

阿维塔
AVATR



AITO



几何汽车
GEOMETRY

BYD

资料来源：汽车之家，华安证券研究所

3、汽车安全：龙头地位稳固，经营改善进行时

并购整合，均胜安全成为全球第二大汽车安全供应商。2016-2018 年公司通过先后并购 KSS 和高田（除 PSAN 业务）资产，迅速成为全球第二大供应商，客户覆盖宝马、奔驰、大众、丰田、本田等优质客户，并与自主品牌及新势力品牌，如长安、长城、广汽、吉利、蔚来、小鹏、理想等展开广泛合作。

汽车被动安全为汽车安全等级最高的必配件，市场超千亿。与此同时，随着消费者对于汽车安全与体验的日益重视，被动安全系统的产品数量与产品的复杂程度也在日益增加。根据奥托立夫统计，2019-2021 年发达国家被动安全单车价值量由 280 美元上升到 310 美元，新兴国家的单车价值量由 170 美元上升到 200 美元。

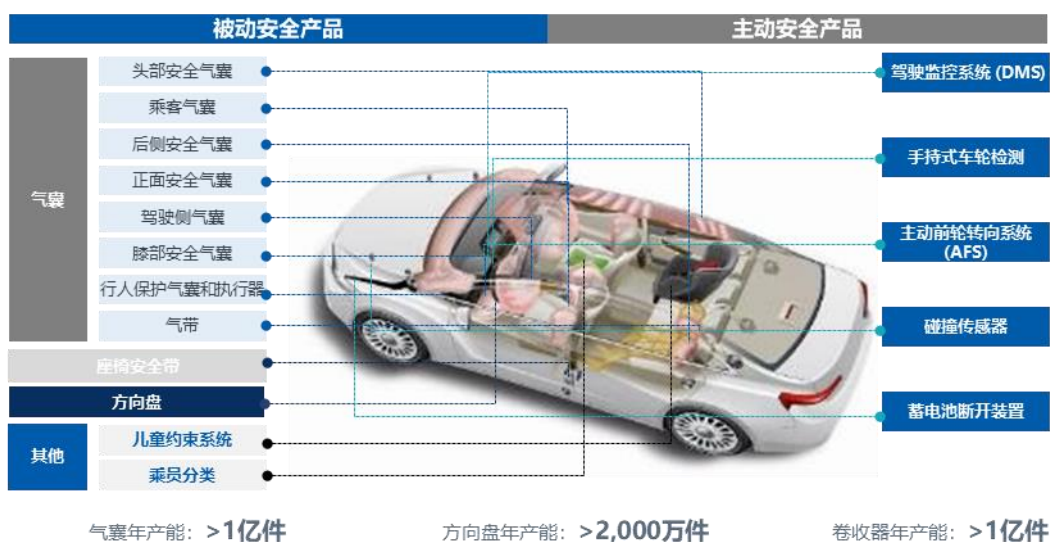
从竞争格局来看，汽车被动安全市场集中，奥托立夫、均胜安全、采埃孚等 Tier1 占据着汽车被动安全市场超 8 成的份额。奥托立夫作为汽车被动安全领域的龙头，市占率保持稳定，均胜安全作为全球第二大被动安全系统供应商，因处于长期的整合重组中，市场份额有所下滑，预计随着公司整合进入尾声，公司份额有望逐步回暖。

图表 40：公司汽车安全业务的发展历史

并购时间	标的	收购价格	主营业务	主要客户
2016	KSS	9.2 亿美元	安全气囊、气体发生器、安全带；主动安全产品	戴姆勒克莱斯勒、福特、通用、大众
2018	高田（除 PSAN 业务）	15.88 亿美元	汽车安全带、安全气囊、方向盘等	宝马、奔驰、大众、福特、通用、丰田、本田等

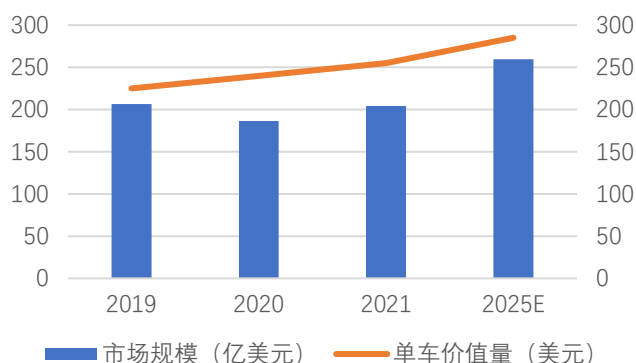
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 41：公司汽车安全业务产品与布局

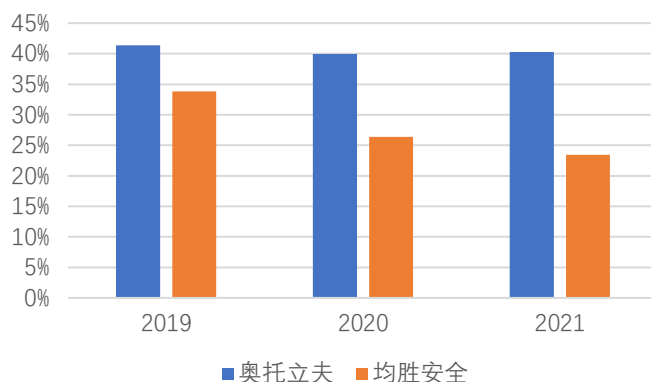


资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 42: 汽车安全业务市场规模测算 (亿美元)



图表 43: 奥托立夫和均胜电子在汽车安全市占率情况



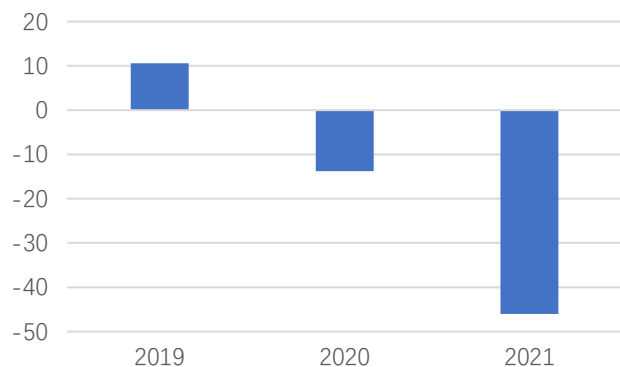
资料来源: Marklines, 华安证券研究所

资料来源: Marklines, 华安证券研究所

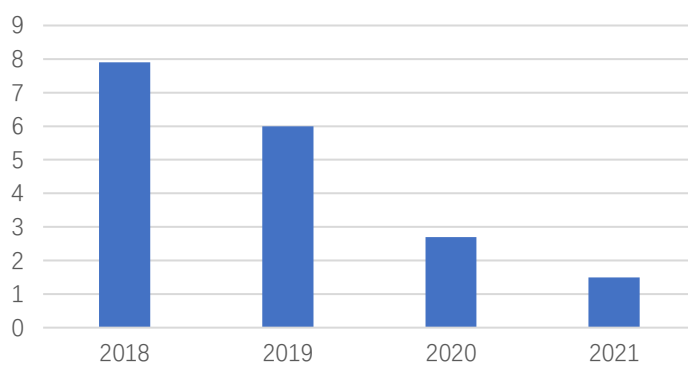
并购整合接近尾声, 汽车安全业务盈利能力有望逐步恢复。2018 年公司并购完成高田资产以后进入到持续的整合重组期, 公司通过资产优化、产能效率、成本结构、人员重组等多个维度对汽车安全全球业务资产进行整合重组, 具体措施包含了关停低效和重复工厂, 研发的整合、产线由高成本区域向低成本区域转移。

持续的整合重组为公司带来了较大的重组费用, 对公司前期的盈利能力造成冲击。预计随着公司整合重组结束, 资产的协同效应有望逐步凸显。奥托立夫作为全球最大的汽车安全供应商, 其净利率在行业稳定的情况下维持在 5% 以上, 因此我们认为均胜电子的利润率水平仍旧有较大的提升空间。

图表 44: 汽车安全业务历年利润情况 (亿元)



图表 45: 公司整合费用情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

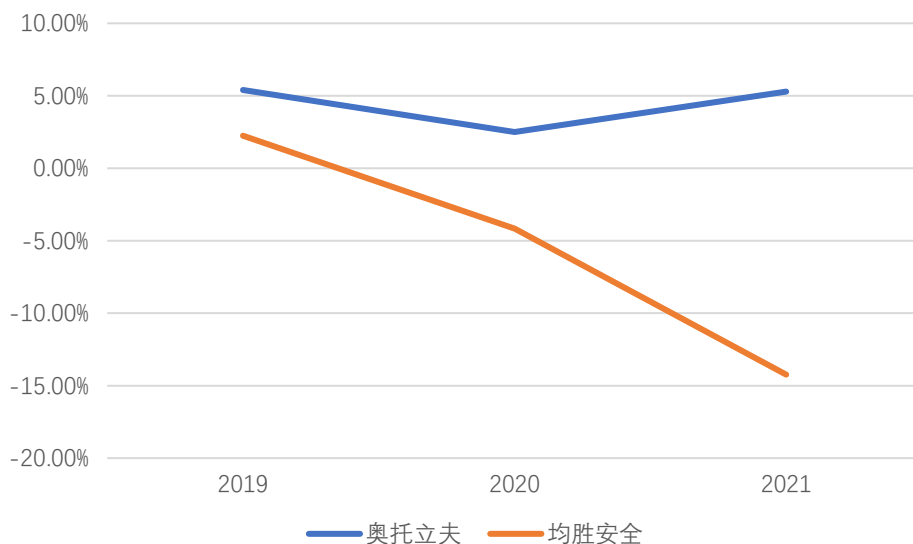
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 46：公司汽车安全业务历年整合重组措施

年度	中国区	欧洲区	美洲区
2018	关闭 KSS 苏州工厂，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 KSS 与高田北美总部进行合并
2019	处置延锋百利得安全气囊资产	将德国、罗马尼亚等工厂关闭进行产能转移	美国和墨西哥部分产线转移、合并或关闭
2020	-	将德国、罗马尼亚部分安全气囊生产转移到匈牙利	美国和墨西哥部分产线转移、合并或关闭
2021	陆续调整汽车安全事业部人员结构，重新任命安全业务全球 CEO、欧洲和北美区 CEO，通过重组减员、自动化投入、管理提升等方式推动全球员工工作规划。		

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 47：奥托立夫与均胜安全净利率对比



资料来源：奥托立夫公告，华安证券研究所

4、盈利预测与估值分析

4.1 盈利预测

关键假设：

- （1）我们假设 2022-2024 年全球汽车安全市场空间增速分别为 6.7%/6.7%/7.3%；假设 2022-2024 年公司市场份额分别为 22.5%/23.1%/23.5%。随着公司对于汽车安全业务整合重组的完成，该业务的盈利能力有望逐步恢复。
- （2）我们假设 2022-2024 年公司汽车电子业务销量增速分别为 15.7%/15.4%/15.4%。随着座舱和智能驾驶控制器等高附加值产品的逐步上量，假设单车价值量增速分别为 7.3%/5.7%/5.5%。

图表 48：公司分业务拆分

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
汽车安全业务					
营收（亿元）	331	323	329	361	390
同比		-2.4%	1.9%	9.6%	8.2%
毛利率	11.2%	8.5%	12.0%	14.0%	15.0%
汽车电子业务					
营收（亿元）	103	127	158	193	234
同比		24.0%	24.1%	22.0%	21.7%
毛利率	17.4%	19.0%	19.0%	20.0%	21.0%
其他业务					
营收（亿元）	8	6	7	8	9
同比		-22.4%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	8.4%	23.4%	23.0%	23.0%	23.0%
合计					
营收（亿元）	479	457	494	561	633
同比		-4.6%	8.2%	13.5%	12.9%
毛利率	13.3%	11.6%	14.4%	16.2%	17.9%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

4.2 相对估值分析

我们选取汽车电子和域控制领域的公司进行对标分析。均胜电子在座舱域领域积累深厚，并获取华为产业链的支持，有望进入加速发展期。智能驾驶域控制器进入英伟达体系，后续有望获得更多进展。同时公司主业进入修复向上周期，对标竞争对手具备性价比。我们预计 2022-2024 年公司 EPS 分别为 0.45 元、0.88 元和 1.53 元。首次覆盖给予“买入”评级。

图表 49：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			21A	22E	23E	21A	22E	23E
002920	德赛西威	162.95	1.51	2.11	2.90	108	77	56
688326	经纬恒润	206.37	1.62	1.75	2.59	127	118	80
002906	华阳集团	49.20	0.62	0.90	1.24	79	55	40
300496	中科创达	134.23	1.53	2.15	2.97	88	62	45
平均值						101	78	55
600699	均胜电子	18.21	-2.74	0.45	0.88	-	40	21

资料来源：公司公告，wind 一致预期，华安证券研究所

风险提示：

- (1) **全球汽车销量不及预期。**公司汽车安全业务为主要的营收和利润来源，同时公司业务面向全球市场，存在全球汽车产销增速不及预期，给公司业务造成负面影响的风险。
- (2) **整合效果不及预期。**前期公司安全业务处于整合重组阶段，当前整合逐步进入尾声，若后续整合效果不及预期，则公司的利润率水平无法达到市场预期水平。
- (3) **智能化开拓不及预期。**汽车智能化产品为公司后续重点开拓的领域，但当前智能化产品竞争激烈且投资较大，若后续客户拓展进展缓慢，该业务将会对公司业绩造成拖累。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	24252	24913	28604	32673	营业收入	45670	49424	56114	63331
现金	6247	6919	8295	10122	营业成本	40360	42310	47032	51966
应收账款	6847	7160	8203	9270	营业税金及附加	122	132	151	170
其他应收款	1750	1449	1760	2016	销售费用	1185	1151	1315	1507
预付账款	139	216	225	243	管理费用	2765	2965	3255	3673
存货	7031	6827	7721	8569	财务费用	972	504	468	426
其他流动资产	2238	2342	2400	2453	资产减值损失	-2094	0	0	0
非流动资产	27074	25767	24951	24066	公允价值变动收益	-63	0	0	0
长期投资	1946	1946	1946	1946	投资净收益	161	494	168	190
固定资产	10922	9722	8975	7968	营业利润	-3878	746	1668	3077
无形资产	3458	3211	3104	3098	营业外收入	3	0	0	0
其他非流动资产	10749	10888	10926	11054	营业外支出	14	0	0	0
资产总计	51327	50680	53554	56739	利润总额	-3889	746	1668	3077
流动负债	17209	15879	17253	17822	所得税	646	63	167	462
短期借款	3396	1666	1672	1000	净利润	-4535	683	1501	2615
应付账款	7119	7782	8606	9468	少数股东损益	-782	68	300	523
其他流动负债	6694	6432	6975	7354	归属母公司净利润	-3753	614	1201	2092
非流动负债	17263	17263	17263	17263	EBITDA	1828	2748	3590	5095
长期借款	13499	13499	13499	13499	EPS (元)	-2.74	0.45	0.88	1.53
其他非流动负债	3765	3765	3765	3765	主要财务比率				
负债合计	34472	33143	34516	35085	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	5481	5550	5850	6373	成长能力				
股本	1368	1368	1368	1368	营业收入	-4.6%	8.2%	13.5%	12.9%
资本公积	10434	10434	10434	10434	营业利润	-896.2%	119.2%	123.6%	84.5%
留存收益	-429	185	1386	3478	归属于母公司净利	-709.1%	116.4%	95.5%	74.2%
归属母公司股东权	11373	11988	13188	15281	获利能力				
负债和股东权益	51327	50680	53554	56739	毛利率 (%)	11.6%	14.4%	16.2%	17.9%
现金流量表					净利率 (%)	-8.2%	1.2%	2.1%	3.3%
单位:百万元					ROE (%)	-33.0%	5.1%	9.1%	13.7%
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	ROIC (%)	-3.6%	1.7%	4.5%	6.9%
经营活动现金流	1821	3343	2749	3958	偿债能力				
净利润	-3753	614	1201	2092	资产负债率 (%)	67.2%	65.4%	64.5%	61.8%
折旧摊销	2937	2107	1754	1930	净负债比率 (%)	204.5%	189.0%	181.3%	162.0%
财务费用	1026	636	610	600	流动比率	1.41	1.57	1.66	1.83
投资损失	-161	-494	-168	-190	速动比率	0.99	1.13	1.20	1.34
营运资金变动	329	412	-947	-1001	营运能力				
其他经营现金流	-2638	270	2449	3620	总资产周转率	0.89	0.98	1.05	1.12
投资活动现金流	-2394	-305	-769	-858	应收账款周转率	6.67	6.90	6.84	6.83
资本支出	-2744	-799	-938	-1048	应付账款周转率	5.67	5.44	5.46	5.49
长期投资	-27	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	377	494	168	190	每股收益	-2.74	0.45	0.88	1.53
筹资活动现金流	-1985	-2366	-604	-1272	每股经营现金流薄)	1.33	2.44	2.01	2.89
短期借款	-1217	-1730	6	-672	每股净资产	8.31	8.76	9.64	11.17
长期借款	1633	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	—	40.56	20.74	11.91
资本公积增加	438	0	0	0	P/B	2.64	2.08	1.89	1.63
其他筹资现金流	-2839	-636	-610	-600	EV/EBITDA	23.69	13.02	9.58	6.26
现金净增加额	-2576	672	1375	1827					

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

华安证券新能源与汽车研究组：覆盖电新与汽车行业

陈晓：华安证券新能源与汽车首席分析师，十年汽车行业从业经验，经历整车厂及零部件供应商，德国大众、大众中国、泰科电子。

宋伟健：五年汽车行业研究经验，上海财经大学硕士，研究领域覆盖乘用车、商用车、汽车零部件，涵盖新能源车及传统车。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。