

汽车安全提业绩，智能网联谱新篇

——均胜电子(600699.SH)首次覆盖报告

报告要点：

● 公司是全球汽车电子与汽车安全领先供应商，持续创新，订单充裕

公司成立于2004年，从汽车功能件为主业的零部件起步，依靠多次外延并购，实现技术领先，业务升级。公司聚焦于智能座舱、智能网联、智能驾驶、新能源管理和汽车安全系统等的研发与制造，在全球汽车电子和汽车安全市场居于领先地位，并于全球各汽车主要出产国设有研发中心和配套工厂，客户覆盖包括特斯拉等在内的全球主流车厂，2022年在手订单750亿。

● 全球汽车安全领先企业，整合完成，盈利能力企稳回升

公司汽车安全业务领域市场份额占比约为30%，位居全球第二。公司不仅巩固原有安全技术领先地位，也持续面向智能驾驶、智能座舱等，推动集成安全解决方案的创新研发与商用。近几年公司安全业务受到多重因素扰动，盈利出现下滑。2022年起，公司安全业务围绕“稳增长，提业绩”主题，降本提效，毛利率提升至约10.5%，实现扭亏为盈。

● 汽车电子创新升级，座舱+网联+智驾+高压平台引领行业变革

公司顺应智能化时代趋势，前瞻性布局智能座舱、网联与智能驾驶，并持续取得积极突破。智能座舱可为客户打造从座舱域控制器、座舱交互到操作系统、中间件和应用层的一体化集成解决方案；智能网联5G-V2X技术全球首先实现量产；智能驾驶领域公司定位Tier1，可提供由智能驾驶域控制器、智能传感器、中间件到应用层算法的全栈解决方案；800V产品覆盖新能源汽车电池管理系统，技术链持续升级。与英伟达、华为等形成合作，持续开拓业务。2022年实现相关订单300亿，业务基础坚实。

● 投资建议与盈利预测

受益于业务蓬勃发展及降本增效取得成绩，预计2022-2024年，公司归属母公司股东净利润分别为3.39\9.31\12.43亿元，对应基本每股收益分别为0.25\0.68\0.91元，按照最新股价测算，对应PE估值分别为58.20x\21.18x\15.86x。采用分部估值法，给予公司2023年27.34倍估值，对应股价为18.62元。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

● 风险提示

全球汽车产销不及预期风险、公司扭亏成效不及预期风险、原材料价格下行不及预期风险、商誉减值风险、汇率风险

附表：盈利预测

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	47889.84	45670.03	50200.00	56012.00	62927.68
收入同比(%)	-22.38	-4.64	9.92	11.58	12.35
归母净利润(百万元)	616.17	-3753.29	338.71	930.99	1243.31
归母净利润同比(%)	-34.45	-709.13	109.02	174.87	33.55
ROE(%)	4.06	-33.00	2.73	6.90	8.39
每股收益(元)	0.45	-2.74	0.25	0.68	0.91
市盈率(P/E)	31.99	-5.25	58.20	21.18	15.86

资料来源：iFinD，国元证券研究所

买入|首次推荐

当前价/目标价：14.41元/18.62元

目标期限：6个月

基本数据

52周最高/最低价(元)：22.01 / 10.08

A股流通股(百万股)：1368.08

A股总股本(百万股)：1368.08

流通市值(百万元)：19714.10

总市值(百万元)：19714.10

过去一年股价走势



资料来源：同花顺 iFinD

相关研究报告

报告作者

分析师 杨为敦

执业证书编号 S0020521060001

电话 021-5109-7188

邮箱 yangweixue@gyzq.com.cn

联系人 刘乐

电话 021-5109-7188

邮箱 liule@gyzq.com.cn

目 录

1. 全球汽车安全与电子领先企业，加快推动电动智能创新	4
1.1 专注汽车安全及汽车电子，外延并购，开拓创新	4
1.2 前沿技术创新升级，客户覆盖主流车厂，盈利能力稳步回升	7
1.3 公司股权结构清晰，管理团队经验丰富，控制力强	9
2. 汽车安全业务：龙头地位稳固，盈利企稳回升	11
2.1 汽车安全业务资质壁垒高，智能电动化带动持续创新，量价齐升	11
2.2 公司外延并购打造全球安全系统龙二，智能安全系统驶入纵深	14
2.3 公司整合持续推进，降本提效，三季度实现扭亏为盈	16
2.4 对标奥托立夫，盈利仍有增长空间	20
3. 汽车电子业务：持续创新升级，市场空间广阔	21
3.1 智能汽车加速渗透，公司电子业务快速增长	21
3.2 智能座舱持续创新升级，智能网联锻造强劲整合力	23
3.3 战略布局加速发展，抢占智能驾驶领域新赛道	28
3.4 新能源管理产品线丰富，技术储备完善	32
4. 投资建议	34
5. 风险提示	36

图表目录

图 1：均胜电子四大核心业务领域主要产品	4
图 2：均胜电子按收入营业分布（2022H1）	5
图 3：均胜电子在主要领域的营收额（亿元）	5
图 4：公司发展历程	6
图 5：均胜电子主要客户情况	8
图 6：均胜电子销售毛利率及增速（%）	9
图 7：均胜电子销售净利率及增速（%）	9
图 8：2022 年新能源汽车月产销量（辆）	9
图 9：均胜电子股权结构情况	10
图 10：典型车企供应商质量管理流程	13
图 11：全球汽车安全系统市场规模	14
图 12：公司营业收入及增速（亿元，%）	17
图 13：公司归母净利润及增速（亿元，%）	17
图 14：公司各项营业费用（亿元）	17
图 15：公司历年整合费用（亿元）	17
图 16：公司合肥新产业基地	19
图 17：2020 年全球主要地区被动安全单车价值量（美元）	20
图 18：全球汽车被动安全市场规模及预测（亿美元）	20
图 19：2020 年全球汽车被动安全市占率	20
图 20：奥托立夫与均胜电子安全业务营收对比（亿元）	21

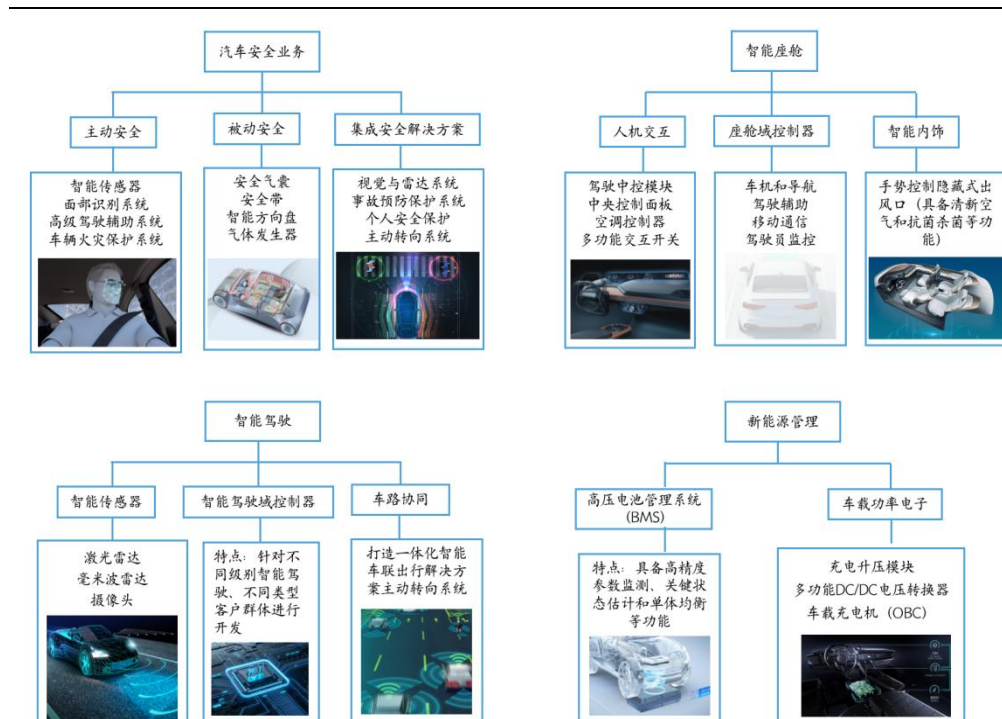
图 21: 奥托立夫与均胜安全业务毛利率对比	21
图 22: 2015-2025 全球智能汽车市场规模以及占比	22
图 23: 2016-2022 中国智能汽车销量以及渗透率 (万辆)	22
图 24: 全球智能座舱市场规模 (单位: 亿美元)	22
图 25: 全球智能驾驶渗透率 (按交付的乘用车数量)	22
图 26: 2017-2022 年公司汽车电子业务营业收入情况 (亿元)	23
图 27: 智能座舱市场的“三足鼎立”格局	24
图 28: 智能座舱集成解决方案	25
图 29: 均联智行与华为联手打造智能座舱	26
图 30: 智能座舱未来演进路线	26
图 31: V2X 应用场景	27
图 32: 均胜电子的集成式智能网联解决方案	27
图 33: 智能驾驶系统构架	29
图 34: 中国智能驾驶发展现状	29
图 35: 蔚来 ET7 激光雷达	31
图 36: 均胜虚拟仿真云平台 JUN Sim Cloud 场景库	31
图 37: 均胜电子的 BMS (电池管理系统)	32
图 38: 可选功率的高压平台充电升压模块	33
图 39: 三合一集成电压转换器	33
表 1: 均胜电子并购历程	7
表 2: 均胜公司主要管理层经历	11
表 3: 传统汽车安全系统主要产品	12
表 4: 公司安全业务发展历程	15
表 5: 公司近几年面向智能化研发的安全产品	16
表 6: 公司历年整合措施	18
表 7: 公司安全业务主要客户	19
表 3: 智能驾驶域控制器四种商业模式	30
表 9: 公司新能源领域主要客户	33
表 10: 公司收入拆分及预测 (百万元)	34
表 11: 公司盈利预测	35
表 12: 安全业务可比公司估值	36
表 13: 电子业务可比公司估值	36

1.全球汽车安全与电子领先企业，加快推动电动智能创新

1.1 专注汽车安全及汽车电子，外延并购，开拓创新

均胜电子是一家全球汽车电子与汽车安全领先供应商。公司在全球汽车电子和汽车安全市场居于领先地位，从汽车功能件为主业的零部件起步，通过企业创新升级和多次国际并购，公司实现全球化和转型升级的战略目标。公司业务架构分为智能汽车技术研究院、新能源研究院、汽车电子事业部与汽车安全事业部，并于全球各汽车主要出产国设有研发中心和配套工厂，主要致力于智能座舱、智能驾驶、新能源管理和汽车安全系统四大核心业务的研发与制造。

图 1：均胜电子四大核心业务领域主要产品



资料来源：公司官网，国元证券研究所

汽车安全业务：均胜汽车安全系统产品已经广泛用于全球主流车厂，为汽车和非汽车市场提供关键性安全部件、系统和技术，尤其在主被动汽车安全、集成安全系统和其关键零部件的设计、开发及制造方面，已处于全球领先地位。

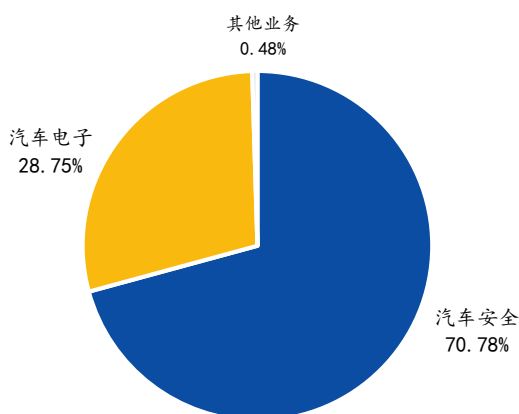
智能座舱/网联系统：产品包括人机交互、车机系统、座舱域控制器和座舱智能内饰。随着域控智能水平的提升，均胜电子已经可以向车企提供从座舱域控制器、操作系统至应用层的软硬件智能座舱完整解决方案，具备完整的设计和供应能力，落地和量产能力全球领先。

智能驾驶：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。在可量产、车规级的智能驾驶域控制器等方面取得突破，布局深入，研发能力突出，人员配置完备。与上游主流芯片厂商与下游多家整车厂合作深入，具备完整的智能驾驶域控制器解决方案提供能力。

新能源管理系统：产品涵盖电池管理、车载功率电子等，储备较为完善，能够快速响应整车厂电控模块多合一的新趋势。均胜电子整个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。

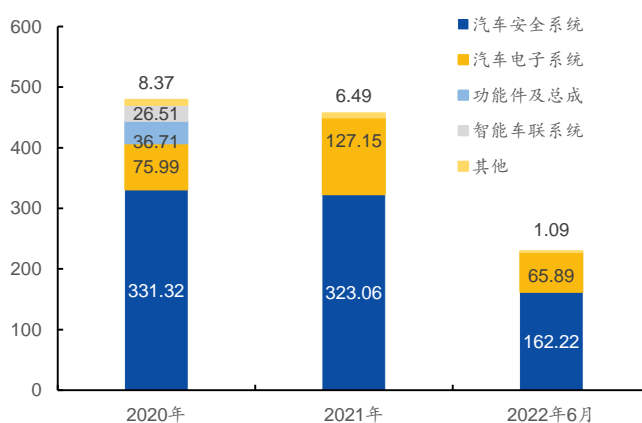
2021 年公司整体营业收入约 456.7 亿元，汽车电子系统实现营业收入约 133.6 亿元，汽车安全系统实现营业收入约 323.1 亿元，分别占营业收入的 29.25%和 70.75%；2022 年 H1 公司实现主营业务收入 229 亿元，其中汽车电子营收约 66 亿元，占比达到 28.75%。

图 2：均胜电子按收入营业分布（2022H1）



资料来源：iFinD，国元证券研究所

图 3：均胜电子在主要领域的营收额（亿元）

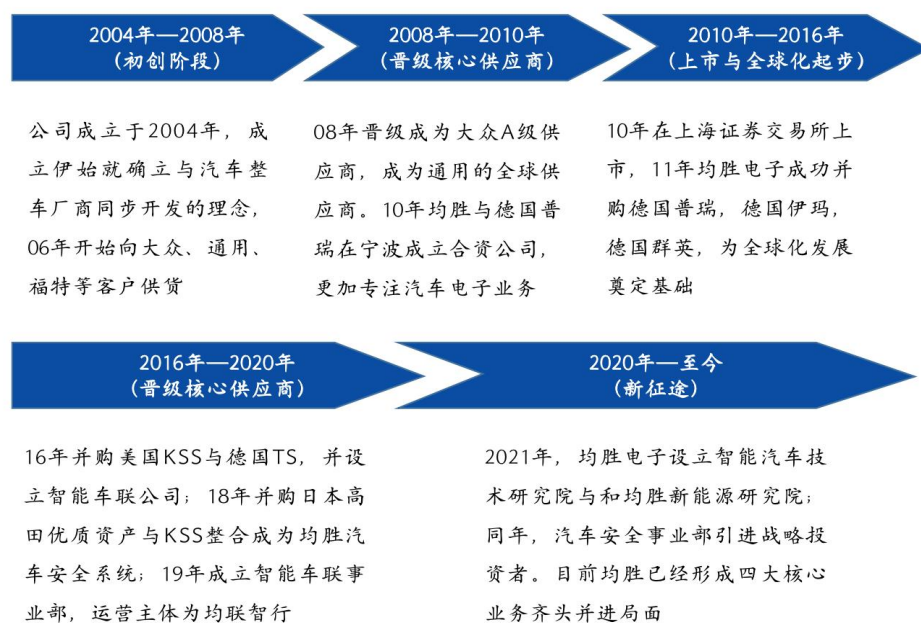


资料来源：公司公告，国元证券研究所

外延并购布局整合优质资源，顺应时代聚焦新能源与智能化发展方向。均胜电子成立于 2004 年，从事低门槛汽车零部件供应，确立与汽车制造主机厂同步设计开发的发展理念；2008 年成为大众 A 级供应商，同时成为通用的全球供应商；2009 年，公司收购了中德合资的上海华德塑料制品有限公司，进一步整合拓展零部件业务，成为国内汽车零部件产业的主要企业之一；2010 年公司与德国普瑞合作，在宁波成立合资公司；2011 年公司在上海交易所上市成功，成功并购德国普瑞、德国伊玛和德国群英，奠基汽车电子事业部的基础，同时普瑞的成功收购，也成功让均胜借道进入 BMS 市场；2014 年，均胜收购德国 IMA, IMA 公司是全球著名的工业机器人制造公司，与德国普瑞同为全球工业机器人及自动化领先企业，通过对 IMA 的收购和整合，将进一步促进公司从战略层面完善产业链与产品布局；2015 年公司收购 Quin GmbH，进一步完善公司产业链上智能驾驶领域的体系建设，确立公司在汽车 HMI 解决方案

提供者领域的行业地位；2016 年并购汽车安全供应商美国 KSS，由此开始均胜进入汽车安全市场，奠定了汽车安全事业部基础，同年收购 TS 汽车信息板块，完善智能驾驶布局；2017 年收购挪威 EPower，注重新能源汽车发展布局；2018 年收购日本高田优质资产，全球汽车安全业务领域市场份额位居第二；2019 年重组汽车电子事业部智能车联业务板块，拟于科创板上市；2020 年战略投资图达通，发力智能车联业务。2021 年均胜以更为前瞻的视角，设立了智能汽车技术研究院与新能源研究院，同时在汽车安全事业部引入了战略投资者，在资源、政策、产业等方面得到了更为全面的支持；2022 年，在新能源汽车能量管理领域，均胜率先打开未来高压平台关键技术的增量通道，电子智能化业务也取得积极突破，公司在“2022 全球汽车零配件品牌价值 20 强”评选中名列第 16 位。

图 4：公司发展历程



资料来源：公司官网，国元证券研究所

表 1：均胜电子并购历程

时间	并购公司	并购公司简介	并购结果
2011	德国普瑞	汽车零部件顶尖企业 创新自动化生产线业务	进入汽车电子产业链前端市场， 成为国际汽车巨头战略合作伙伴
2014	IMA	全球著名工业机器人制造公司	战略层面完善产业链与产品布局， 工业机器人领域保持全球领先的地位
2014	Quin GmbH	德国高端方向盘总成供应商 内饰功能件总成供应商	完善公司产业链上智能驾驶领域的体系建设
2016	美国 KSS	全球顶级汽车安全系统供应商	均胜成功进入汽车主被动安全领域，完善公 司在汽车安全的全球化布局
2016	德国 TS	汽车工业一级供应商（车载娱乐、 导航、车联网以及信息处理领域）	增加智能导航系统和车载信息系统的竞争力
2016	EVANA	专注工业机器人和自动化系统的研发、 制造和集成，为客户提供定制化工业机 器人系统、自动化解决方案	为均胜打开北美市场的大门，提升公司工业 机器人及自动化业务的国际化服务能力
2018	日本高田	全球领先的汽车安全系统制造商	跻身全球汽车安全领域的巨头行列，全球市 场份额位居第二

资料来源：公司官网资讯，中证网，中国证券报，国元证券研究所

1.2 前沿技术创新升级，客户覆盖主流车厂，盈利能力稳步回升

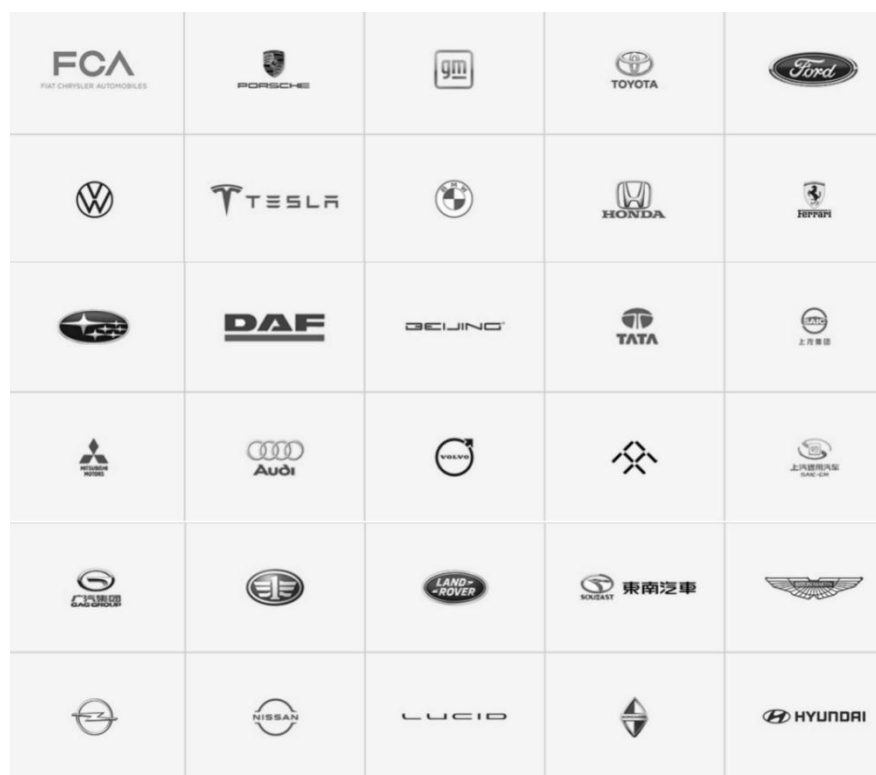
均胜具备良好产业基础，前沿技术研发持续推进。从 2011 年开始公司相继开展德国普瑞、Quin GmbH、KSS、TS、高田等汽车电子及汽车安全领域企业的并购，使得均胜得以弯道超车，公司业务升级，具备完整的硬件设计、软件开发和数据处理能力，在亚洲、欧洲和美洲设有主要研发中心，公司工程技术和研发人员的总数超 4800 人，在全球拥有超 5000 项专利，掌握汽车安全和汽车电子领域的核心技术，客户遍布全球各地实现快速发展，一跃成为汽车电子领域以及汽车安全领域的龙头企业。

随着新能源汽车的快速普及，汽车智能化、数字化进程的加速推进，公司加快推进前沿技术创新。2021 年，均胜电子分别成立新能源研究院和智能汽车技术研究院。而后公司持续加大对智能电控、智能座舱和智能驾驶等领域的研发投入，引领技术链的升级。在新能源方向，均胜电子新能源管理业务迅速发展，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等，并形成多合一的解决方案。在新能源汽车能量管理领域，均胜电子是全球最早实现高压平台产品量产的专业供应商之一，在新能源汽车高压平台架构的前沿技术应用上，均胜电子继续保持全球市场的领先优势。在智能化方向，公司已具备完整的硬件设计、软件开发和数据处理能力，围绕智能座舱域控制器、座舱人机交互、智能网联系统、车载软件引擎、智能云及软件

增值服务等领域持续创新。

客户覆盖全球主流整车厂，合作关系稳定。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，汽车安全系统新获 218 亿元。作为全球领先的汽车零部件供应商和技术服务提供商，于全球各汽车主要出产国设有 3 个核心研发中心和配套工厂。公司依靠行业领先的核心技术与自主研发能力、丰富的供应链渠道、大规模量产化经验与全球主流整车厂均已建立密切的合作体系，且供应关系稳定，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、比亚迪等国内外一线品牌。并且在维护现有客户的基础上，公司积极拓展新客户，努力扩大国内市场业务，目前已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。

图 5：均胜电子主要客户情况



资料来源：公司官网，国元证券研究所

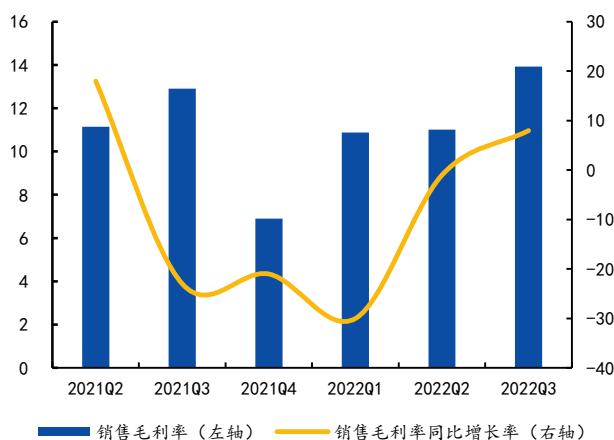
公司盈利能力逐步回升，新能源领域订单增长强劲。均胜通过多次开展外延并购，技术水平实现跨越式提升，业务持续升级，助力公司快速发展。2020 年 12 月起，全球范围内半导体芯片供应开始出现紧张，同时全球性通货膨胀造成的大宗产品价格上升，导致公司上游主要原材料价格同比大幅攀升，下游由于全球经济的滞涨，使得公司的全球业务伴随着疫情的扩散相继陷入了停滞，拖累公司业绩。

2022 年上半年，公司通过一系列内外部“稳增长，提业绩”的措施后，业绩持续改善。2022 年上半年，公司实现营业收入约 229 亿元，并在第二季度实现扭亏为盈。同时也加强了各项费用控制力度，进一步推进管理结构、融资结构和有息债务的优化，

毛利率从 2021 年第四季度的 6.90% 提升到 2022 年第三季度的 13.93%；净利率由负转正，从 2021 年第一季度-36.68%提升到 2022 年第三季度的 1.99%。

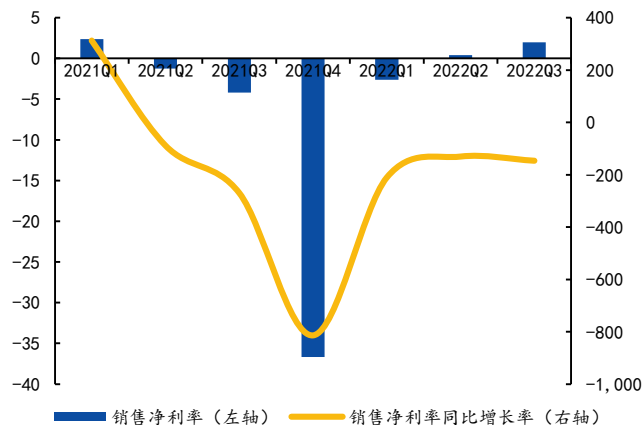
2022 年 5 月中下旬以来,随着购置税减半政策等一系列促销费、稳增长举措的发布,汽车产销逐步恢复,新能源汽车持续呈现高速增长,据中汽协发布数据显示,2022 年全年新能源汽车产销分别达 705.8 万辆和 688.7 万辆,同比增长 96.9%和 93.4%。在“双碳”背景下,均胜作为头部供应商,技术链为新能源汽车加速渗透提供“大、小三电”及智能化部件的支撑,在手订单丰富。根据公司公告,2022 年公司新增在手订单 750 亿元,其中新能源汽车领域新订单占比超 60%。未来将借助新能源汽车快速发展趋势,实现业务快速增长。

图 6: 均胜电子销售毛利率及增速 (%)



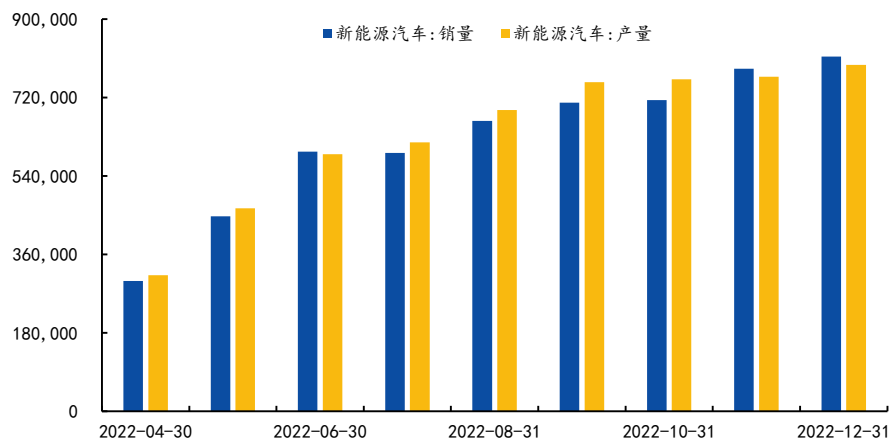
资料来源: iFinD, 国元证券研究所

图 7: 均胜电子销售净利率及增速 (%)



资料来源: iFinD, 国元证券研究所

图 8: 2022 年新能源汽车月产销量 (辆)



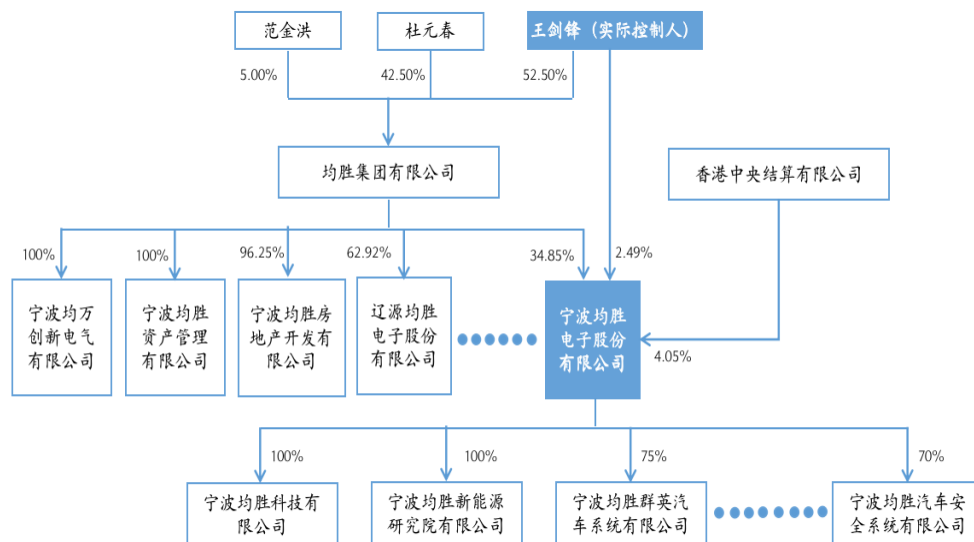
资料来源: iFinD, 国元证券研究所

1.3 公司股权结构清晰, 管理团队经验丰富, 控制力强

公司股权结构清晰, 实控人控制能力强。公司实际控制人为王剑锋, 截至 2021 年年

报，王剑锋直接持有均胜集团 52.50% 的股份以及均胜电子 2.49% 的股份，均胜集团持有均胜电子 34.85% 的股份，股权穿透后，王剑锋为均胜电子实控人。除均胜集团外，公司主要股东为各类投资机构及员工持股计划，持股比例较小。实控人能够通过均胜集团实现对公司较强控制力，在公司转型与快速发展期，有利于公司业务的高效落地。

图 9：均胜电子股权结构情况



资料来源：iFinD，国元证券研究所，更新时间，2022 年 10 月 25 日

公司管理团队专业性强，能力经验丰富。公司管理团队主要人员整体呈现年轻化特征，且具有丰富的相关领域经验，曾在国内外领先公司从事多年管理或研发工作，有利于公司长期健康发展。

表 2：均胜公司主要管理层经历

高管姓名	职务	主要经历
王剑锋	董事长、总裁	1970 年出生，汉族，硕士，正高级经济师。现任宁波均胜电子股份有限公司董事长、总裁，均胜集团有限公司董事长，曾任天合（宁波）电子元件紧固装置有限公司总经理、TRW 中国区战略发展部总经理，宁波甬兴车辆配件有限责任公司总经理。
陈伟	董事、执行副总裁	1970 年出生，汉族，中欧国际工商学院 EMBA。现任宁波均胜电子股份有限公司董事、执行副总裁、均胜汽车安全系统中国区董事长，曾任均胜汽车安全系统全球执行副总裁、中国区总裁、百利得安全气囊贸易（上海）有限公司中国区总裁，蒂森克虏伯普利斯坦汽车转向（上海）有限公司亚太区 CEO，蒂森克虏伯普利斯坦富奥汽车转向柱（长春）有限公司总经理，一汽大众汽车有限公司采购项目经理。
李俊威	董事	1979 年出生，汉族，武汉大学 MPACC 硕士学位，北大光华 EMBA，持有中国注册会计师资格证书。现任宁波均胜电子股份有限公司董事、财务总监，宁波均胜智行科技股份有限公司董事，曾任宁波均胜电子股份有限公司财务副总监，华德塑料制品有限公司财务总监，财务经理。
刘元	董事、常务副总裁	1975 年出生，汉族，中欧国际工商学院 EMBA。现任宁波均胜电子股份有限公司董事兼常务副总裁，宁波均胜智行科技股份有限公司董事长、首席执行官，德国普瑞有限公司监事会成员。曾任宁波均胜电子股份有限公司副总裁、李尔上海管理有限公司中国东区总监、上海李尔汽车系统有限公司总经理，拥有丰富的多元文化国际公司工作管理经验，对汽车行业市场拥有深刻认知，在公司商务及运营的全面管理方面拥有丰富经验。
郭继舜	副总裁	1985 年出生，高级工程师，本科毕业于电子科技大学电子信息工程专业，后在台湾清华大学资讯工程系、ETHZ ürich 计算机科学系获得硕士学位，在斯坦福大学获得人工智能与机器人博士学位。现任宁波均胜电子股份有限公司副总裁，宁波均胜智能汽车技术研究院院长，兼任中国自动化协会联邦学习分会秘书长、深圳人工智能与先进制造专家组成员等社会职务。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。

资料来源：2021 年年报，国元证券研究所

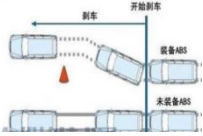



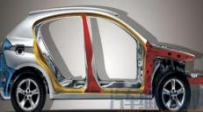
2. 汽车安全业务：龙头地位稳固，盈利企稳回升

2.1 汽车安全业务资质壁垒高，智能电动化带动持续创新，量价齐升

汽车安全业务主要包括主动安全和被动安全。被动安全产品是在事故发生之后，最大程度地减轻人身伤害的安全装置，被动安全主要产品包括：安全带、安全气囊、防撞钢梁、方向盘、头颈保护装置等。主动安全装置是在车辆还未发生事故时，为避免事

故发生的安全配置功能，目的是防患于未然。传统主动安全主要集中在底盘领域，在制动、转向、车身稳定等领域加入电子化系统，对安全事故防范于未然。主要产品涉及电子制动力分配系统（EBD）、防抱死制动系统（ABS）、电子制动力分配系统（EBV）、发动机扭矩调节系统（MSR）、电子稳定系统（ESP）等。

表 3：传统汽车安全系统主要产品

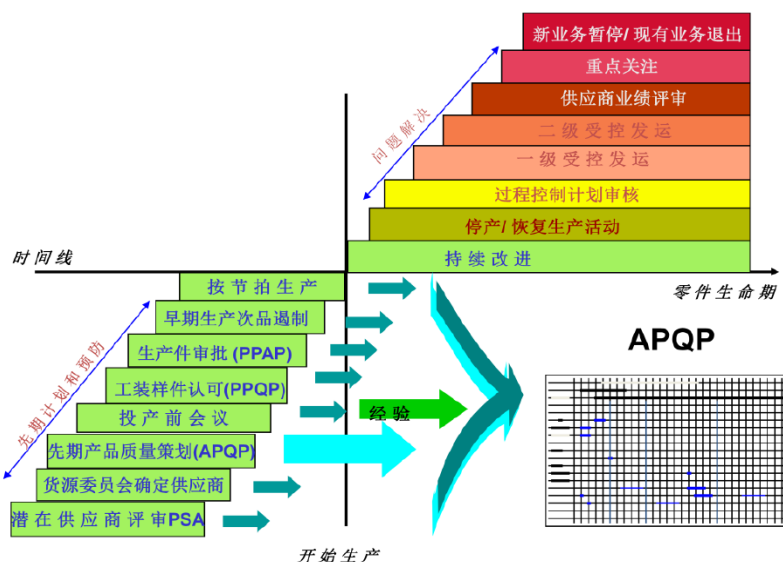
主要产品	产品功能	功能示意图
ABS (制动防抱死系统)	防止制动时车轮抱死滑移，即使制动效果强烈，也能保持车辆行驶稳定性和转向性能	
ASR (驱动防滑控制系统)	通过使用制动和发动机管理系统来防止驱动轮在太滑的路面打滑	
ESP (车身电子稳定系统)	由控制单元及转向传感器、车轮传感器、侧滑传感器等组成，可以通过有目的地制动和发动机管理系统来防止车辆的离心力	
ESC (车身稳定系统)	利用行车电脑控制，帮助车主在恶劣行驶条件下控制车辆的行驶方向，当电脑检测到行驶路线与实际行驶方向出现偏差就会纠正	
EBD (电子制动力分配)	ABS 的辅助功能，是 ABS 系统的有效补充，一般情况下 ABS 与 EBD 一起发挥作用	
安全带	约束位移和缓冲作用，吸收撞击能量，化解惯性力，防止或减轻加乘人员受伤的程度	
安全气囊	当汽车遭受到一定碰撞力量时，隐藏在车内的气囊会瞬间弹出，在乘车员与车内设备撞击之前起到铺垫作用减轻受伤伤害效果	
防撞钢梁	当车子受到车头或车尾的撞击时，如果这个力的作用是在防撞钢梁上，钢梁就可以把撞击力传到它与车身连接的部位	

资料来源：汽车维修技术网，国元证券研究所

汽车安全业务资质壁垒高，有着较强的市场进入障碍。作为法规件，汽车安全业务领

域有着较高的**技术壁垒**，不仅要求供应商有多年实践专业人员研究、设计、仿真分析、验证积累等要求，而且对供应商产品同步开发要求高，需要同时具备材料研发能力、结构设计能力、工艺改良创新和品质检测评定等综合能力。在**认证方面**，生产企业若想要进入汽车产业链，需要适应从汽车零部件开始的严格质量要求。国际组织、国家和地区行业协会制定了用于汽车行业质量体系的标准，例如 IATF16949:2016 技术体系认证，该认证体系作为进入汽车行业的必备条件，对汽车零部件企业的设计研发、原材料管理、生产管理、产品质量控制等提出了较高的要求，因此基于严格认证体系，供需双方会形成长期稳定的合作关系，形成**客户壁垒**，构成了较强的市场进入障碍，对行业新进入者而言门槛较高。目前整车厂采用零库存管理模式，汽车厂商对零库存的追求，要求上游供应商具有较强的生产能力以随时满足其订单需求，以便及时供货，大批量的生产模式也要求企业有充足的流动资金保证原材料的采购，形成进入行业的**规模壁垒**。

图 10：典型车企供应商质量管理流程



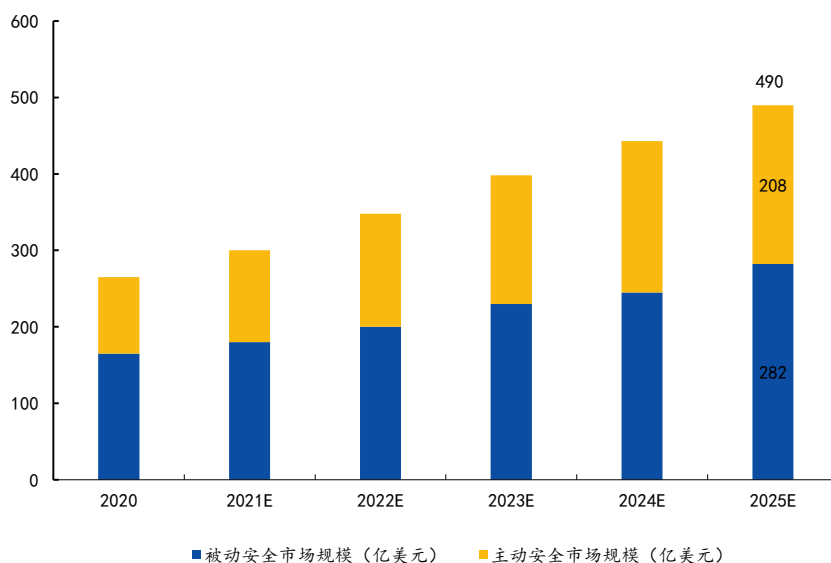
注：PPAP 批准后成为合格供应商。上述 PSA 至 PPAP，每一过程均有详细流程，整体要求严格，时间周期长
资料来源：鲍树楠《北京汽车供应商产品质量先期策划模型改进》，国元证券研究所

电动智能化推动汽车安全行业量价齐升。进入电动智能时代后，电循环与智能化成为汽车发展的主要方向，同时由于推动差异化竞争，电动汽车产品普遍呈现升级趋势，对主、被动安全方面均提出更高要求，安全系统量价齐升。在被动安全层面，近年来汽车安全法规、测试标准不断提升，2018 年 7 月执行的 2018 版新车评价程序(NCAP)与 2015 年版相比，增加了侧气囊加分等十项技术要求，引导新车加强安全配置。与此同时，中保研等机构积极制定中国保险汽车安全指数(C-IASI)大量借鉴了 IIHS(美国公路安全保险协会)的先进经验，引入了 25%偏置碰撞、车顶静压测试，还有侧面碰撞、主动安全以及耐撞性和维修经济性，为消费者在选车购车时直观判断不同款型汽车的安全性提供有效参考，提高了消费者对汽车的安全意识。汽车乘员保护法规的健全、C-IASI 指数的发布、消费者对生命安全的重视促使汽车厂商追求更严

格的汽车安全评价标准体系，DAB、PAB、SAB 以及 CAB 等将逐步成为我国汽车生产的标配，汽车被动安全设施配置不断提升。与此同时，蓬勃发展的新能源车，普遍呈现向豪华车看齐，甚至“超配”的特征，特别是以比亚迪、“蔚小理”等新能源车汽车品牌，其对安全气囊等的配置率明显高于传统汽车。如比亚迪汉系列车型配置了主/副驾座安全气囊、前后排侧气囊、前后排头部气囊、膝部气囊等全套安全气囊，同级别 2023 款奥迪 A6L，则没有膝部气囊，侧气囊需要加价选配。智能电动汽车的发展，推动被动安全配置单车价值量呈现上升态势。

在主动安全层面，除传统底盘系统的被动安全装置外，产品技术的发展趋势已经走向电子化、智能化、集成化的发展道路，更多的智能系统和预警系统已经被作为一种更为重要的主动安全产品，如智能传感器、面部识别系统、高级驾驶辅助系统、前期机电一体化约束准备、主动车身面板、车辆火灾保护系统和新能源汽车高压电池断开装置等，进一步加大安全领域单车价值。根据奥托立夫的统计，以发达地区为统计基础，具有较高安全系统配置的汽车产品，安全系统单车价值约为 320 美元，且仍将随着膝部安全气囊、主动安全配置的增加逐步提升。而较低配置的发展中地区，安全系统单车价值只有 200 美元，未来提升空间明显。随着全球汽车销量的恢复以及汽车安全系统的提升，根据华经产业研究院数据，预计 2025 年全球汽车安全市场空间将达到 490 亿美元，较 2020 年水平，年化增速 16.8%。

图 11：全球汽车安全系统市场规模



资料来源：IHS, GII, 华经产业研究院, 国元证券研究所

2.2 公司外延并购打造全球安全系统龙二，智能安全系统驶入纵深

外延并购打造全球第二安全系统公司，主被动安全业务双轮驱动。公司安全业务主

体为宁波均胜汽车安全系统有限公司，由美国 KSS 和日本高田优质资产组成，主要产品包括主动安全系统、被动安全系统和集成安全方案。公司于 2016 年成功收购 KSS，正式切入汽车安全业务，实现主动被动双覆盖；2018 年完成日本高田优质资产的收购，继续扩大汽车安全业务版图，在整合 KSS 和高田后，公司跃升为全球第二大汽车安全供应商，改写了中国汽车零部件企业在国际市场的地位，均胜电子由此跻身全球汽车安全领域的巨头行列。


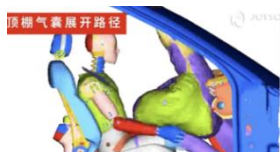



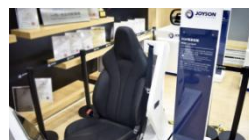
表 4：公司安全业务发展历程

事件	2016 年收购美国 KSS	2018 年收购日本高田
收购价格	9.2 亿美元	15.88 亿美元
主要产品	安全气囊、方向盘、安全带	安全带、安全气囊、方向盘
主要客户	特斯拉、日系铃木、日产雷诺、 上汽、长安、吉利、广汽、北汽	宝马、奔驰、大众、福特、 通用、丰田、本田、尼桑
竞争优势	KSS 汽车安全业务 全球市场占有率 7%，全球排名第四位。	高田在全球 20 个国家拥有 56 个生产基地，全球员工约 46000 名。2016 财年，高田的营收达到 64 亿美元。
收购结果	使公司正式切入全球汽车安全业务	汽车安全市场份额位居全球第二

资料来源：公司官网，国元证券研究所

作为全球汽车安全市场 Top 2 的中国代表，均胜电子子公司均胜安全围绕驾乘空间，持续致力各类安全系统的创新研发。均胜安全不仅巩固安全气囊、安全带、智能方向盘等领域的领先地位，还持续驱动集成安全解决方案的创新研发与商用。公司新技术研发围绕整个驾乘空间，包括乘员保护、行人保护和主动安全等方面，陆续开发了驾驶员监控系统（DMS）、车内乘员监控系统（OMS）、电动安全带（MSB）和智能方向盘等集成安全解决方案，顶棚式乘员气囊（HPAB）、远端侧气囊（FSAB）等新型安全气囊系统，以及高压电池断开装置（PBD）等安全系统，为驾乘者提供全方位的行车保护。公司集成安全解决方案不仅可以实现安全系统间的集成，还能与智能驾驶、智能座舱等有关产品集成应用，未来将成为面向智能驾驶的重要部件。

表 5：公司近几年面向智能化研发的安全产品

产品名称	产品功能	产品示意图
驾驶员监控系统 (DMS)	产品的机器视觉系统用来监测驾驶员的头部姿势、眼部动态，准确判断在超级巡航状态下驾驶人员的注意力，降低分心驾驶、疲劳驾驶导致事故的几率	
顶棚式乘员气囊	面向未来驾驶的前沿产品，从仪表盘转移至顶棚，通过展出路径、泄气装置等方面的创新，既为乘员提供保护又能释放空间来改善座舱舒适度。	
预收紧电动安全带 (MSB)	在驾驶关键或紧急情况下可以提供快速的预收紧，用于碰撞前和碰撞阶段的乘员保护，还能创造更符合人体工程学的体验，并提供震动触觉警告功能，提升主动安全保护系数。	
多区座椅乘员分级技术 (IFS-M)	IFS-M 集成于座椅泡沫中，并使用了多区电场力感应技术，通过测量经由座椅泡沫传递到座椅传感器区域的力的大小，运用专利感应算法进行乘员的识别与分级，相比于现有的乘员检测技术更为可靠	
电动汽车电池断开装置 (PBD)	由车辆安全系统 EUC 或电池管理系统触发，切断电动汽车高压电池系统的电力。在发生电池起火、过度充电、车辆碰撞或短路事件导致电池损坏的时候，有助于确保驾驶员、乘客免受伤害或触电。	
MSB 驾驶座舱	MSB 驾驶座舱集成了电动马达式安全带、发光锁扣及新一代轻量化锁止锁舌，这三项技术均已在全球知名车企实现商用。	

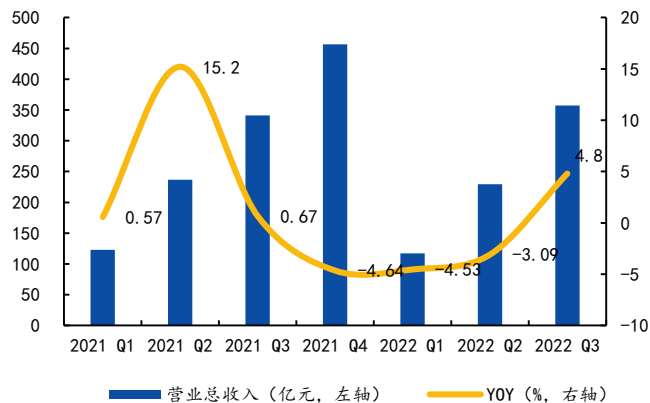
资料来源：公司官方公众号，国元证券研究所

2.3 公司整合持续推进，降本提效，三季度实现扭亏为盈

安全业务整合持续推进，三季度实现扭亏为盈。近几年由于突发事件层出不穷，公司上游原材料成本上升、下游需求不足，收入与毛利率连续下滑，2020 年公司安全业务收入同比减少 29.61%，2021 年安全业务收入同比减少 2.49%。2022 年以来，公司汽车安全系统围绕“业绩改善”这一主题，降本提效，积极应对外部环境的不利影响。在 2022 年前三季度实现营收 357.43 亿元，同比增长 4.8%；其中，第三季度单季度实现营收 128.23 亿元，同比增长 22.63%；净利润 2.36 亿元，同比扭亏为盈。汽车

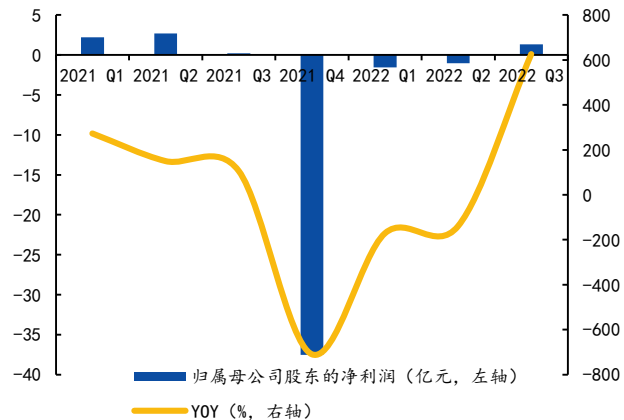
安全业务逐步恢复，单季实现营业收入约 87 亿元，同比增长约 19%，毛利率逐步改善，提升至约 10.5%，实现扭亏为盈。

图 12：公司营业收入及增速（亿元，%）



资料来源：iFinD，国元证券研究所

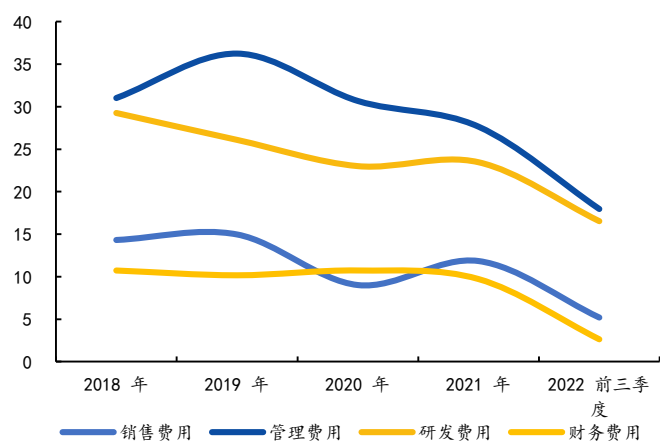
图 13：公司归母净利润及增速（亿元，%）



资料来源：iFinD，国元证券研究所

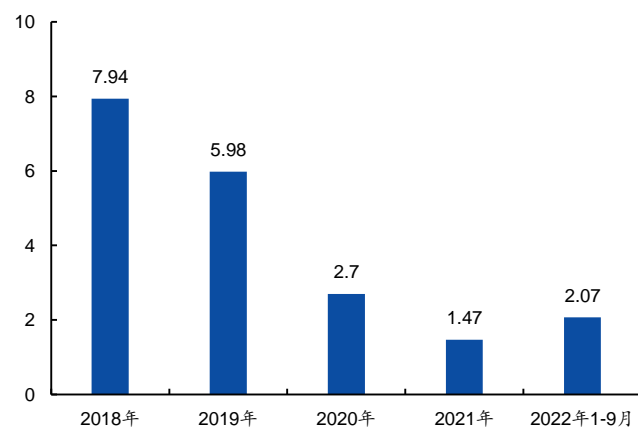
严格控制各项费用支出。公司调整并优化组织架构及管理结构，重用优秀管理人员进一步强化全球销售组织架构，削减汽车安全系统总部层面人员，降低了管理费用和销售费用；进一步优化融资结构和有息债务安排降低财务费用；同时公司也加大研发各项费用控制力度，在研发人员工资薪酬、模具制造、材料费用、修理费用等方面均有所降低。受疫情影响，公司未能在 2020 年完成业务整合，但近两年来通过不断完善，整合费用已从 2018 年的 7.94 亿元降至 2022 年 1-9 月的 2.07 亿元，预计 2022 年第四季度将不会新增，整合基本趋近尾声。公司 2022 年前三季度销售费用、管理费用与财务费用分别已降至 5.18 亿元、17.95 亿元和 2.64 亿元，实现了成本与费用支出的严格控制。

图 14：公司各项营业费用（亿元）



资料来源：iFinD，国元证券研究所

图 15：公司历年整合费用（亿元）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

优化供应链，转移产能。公司持续优全球供应链体系，通过跨区域协同、供应商整合等手段，降低原材料成本。将生产从德国、美国、意大利、日本等高成本国家或地区向罗马尼亚、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。为满足中国市场增长的需求，公司投资建立均胜安全合肥新产业基地，合肥基地将建立着眼于方向盘与安全气囊技术创新的研发中心，聚焦中国市场把握智能新能源汽车的发展机遇，项目计划于 2023 年底建成投产，规划年产能为 400 万个方向盘与 1000 万个安全气囊，将建立着眼于方向盘与安全气囊技术创新的研发中心。

表 6：公司历年整合措施

年度	主要整合		
	中国区	欧洲区	美洲区
2018 年	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 并 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 年	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线转移	继续进行美国和墨西哥部分产线转移与合并和工厂关闭
2020 年	无	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线转移和工厂关闭
2021 年	公司积极将生产从德国、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。		
2022 年	1. 生产继续从高成本国家/地区向中国和低成本国家/地区进行结构性转移。2. 于 2 月在中国上海启动全球研发中心		

资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 16: 公司合肥新产业基地



资料来源：公司官网，国元证券研究所

积极拓展全球主流客户。均胜安全 2022 年 8 月已获某全球知名整车厂商新能源车型汽车安全产品项目定点，项目全生命周期订单总金额约 115 亿元，2022 年全年，均胜安全累计新获项目定点总金额约 450 亿元，相当于 2021 年汽车安全业务订单总额的约 2.1 倍，将有利于公司未来年度安全业务收入，进一步提高安全业务市场份额。公司也积极开拓并提升理想、小鹏、蔚来、比亚迪、上汽、广汽、长安、长城、吉利、红旗、奇瑞等客户的市场份额，拓展哪吒、零跑、赛力斯、智己、阿维塔等品牌的新业务。同时，继续开拓扩大特斯拉、宝马、大众、奔驰、福特、通用、丰田等客户的全球市场份额。

近期，公司汽车安全事业部又陆续获得了国内自主品牌、造车新势力以及海外品牌等客户的项目定点，汽车安全事业部将为上述客户的包括智能电动类车型提供各类主、被动安全产品及解决方案，预计全生命周期订单总金额超 40 亿，根据客户规划，最早于 2023 年开始量产。上述项目的定点，有助于进一步提升公司汽车安全业务未来的收入水平和市场份额，也体现了下游不同类型客户对公司在车规级安全技术能力与大规模量产交付经验的认可，为公司开拓更多客户奠定了良好得基础。

表 7: 公司安全业务主要客户

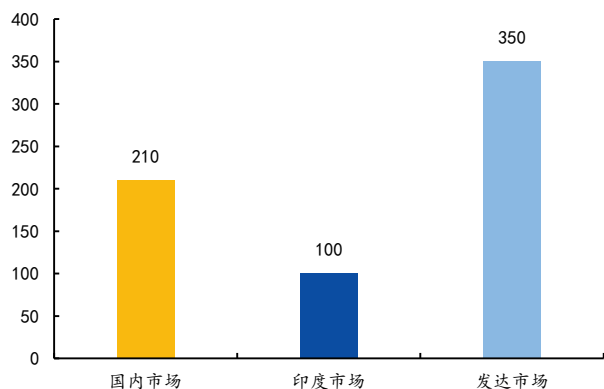
品牌类型	主要客户
合资品牌	本田、日产、丰田、大众、奔驰、宝马、沃尔沃、通用
自主品牌	比亚迪、上汽、广汽、长安、长城、吉利、红旗、奇瑞
新势力品牌	小鹏、理想、赛力斯、阿维塔、哪吒、零跑、智己

资料来源：公司公告，国元证券研究所

2.4 对标奥托立夫，盈利仍有增长空间

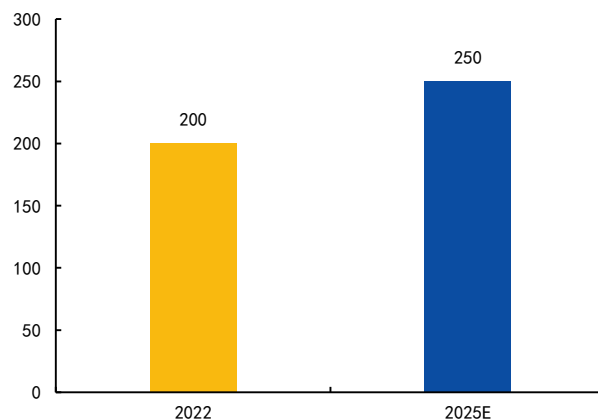
汽车被动安全业务格局稳定，市场规模还有增长空间。从市场规模来看，2021 年伴随全球汽车市场回暖，整体汽车被动安全市场规模有所增长约为 180 亿美元，2022 年为 200 亿美元，预计 2025 年整体汽车被动安全市场规模将达到 250 亿美元左右；从单车价值量来看，发达国家被动安全产品平均单车价值量约为 350 美元，印度市场单车价值量为 100 美元，2022 年中国汽车被动安全产品单车价值量为 210 美元，相比发达国家仍有 60% 以上的提升空间。整个汽车被动安全领域市场集中度较高，奥托立夫是汽车行业被动安全系统的领先制造商和供应商，该公司在 2021 年的销售额中，约 65% 由安全气囊组成，35% 由安全带产品组成，是均胜安全业务领域的主要竞争对手，在全球被动安全领域的市场份额中奥托立夫占比 40%，均胜安全业务以 30% 的份额位居全球第二。

图 17：2020 年全球主要地区被动安全单车价值量（美元）



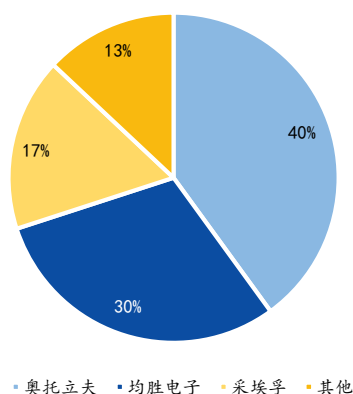
资料来源：奥托立夫 2022 年年报，国元证券研究所

图 18：全球汽车被动安全市场规模及预测（亿美元）



资料来源：奥托立夫 2022 年年报，国元证券研究所

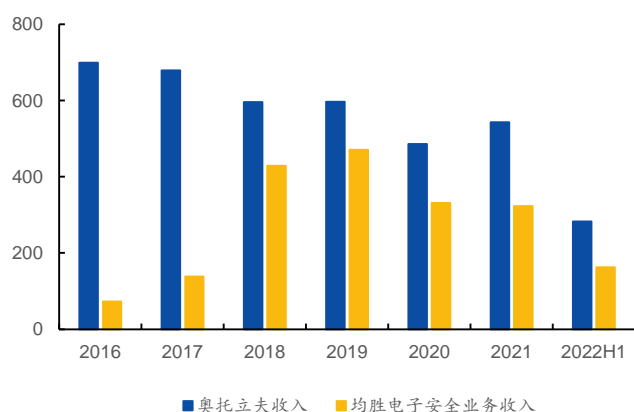
图 19：2020 年全球汽车被动安全市占率



资料来源：公司公告，奥托立夫年报，华经情报网，国元证券研究所

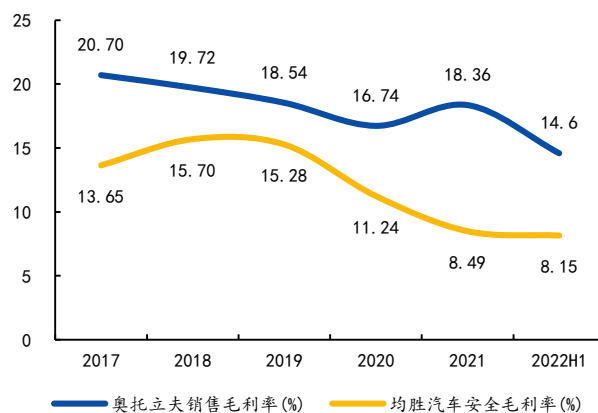
对标奥托立夫，盈利能力仍有增长空间。奥托立夫作为均胜电子汽车安全业务最大的竞争对手，本身营收规模相比于均胜较大，而均胜由于收购高田遗留下来的业务开展压力问题以及自身业务重组的影响，导致安全业务市场份额出现下滑，奥托立夫则承接了均胜的部分业务份额。2021 年奥托立夫毛利润为 15.1 亿美元，毛利率为 18.36%；均胜安全业务毛利润的收入为 27.43 亿人民币，毛利率为 8.49%，二者相比差距显著，均胜电子在安全业务领域的营收和毛利率显著低于奥托立夫。公司近年来已经完成了对汽车安全业务板块全球范围内的大部分整合工作，区域化采购原材料也会降低成本，同时公司也将安全业务产能向成本更优、用户更集中的区域转移，预计未来伴随整合完成、营业成本的降低以及安全技术的智能化创新，市场份额有望扩大，安全业务领域盈利能力持续提升。

图 20：奥托立夫与均胜电子安全业务营收对比（亿元）



资料来源：iFinD，国元证券研究所

图 21：奥托立夫与均胜安全业务毛利率对比



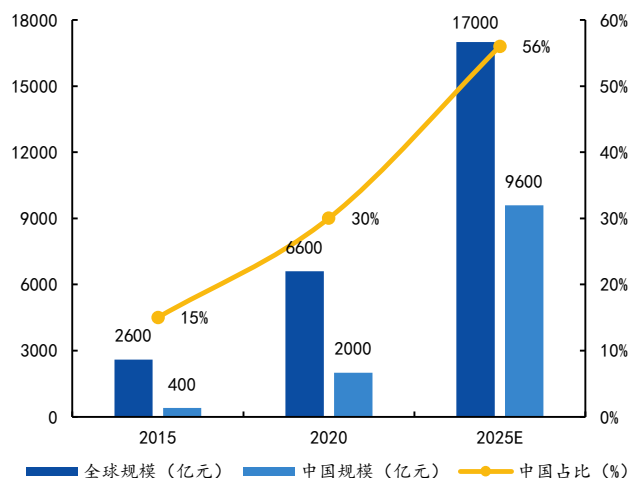
资料来源：iFinD，公司公告，国元证券研究所

3. 汽车电子业务：持续创新升级，市场空间广阔

3.1 智能汽车加速渗透，公司电子业务快速增长

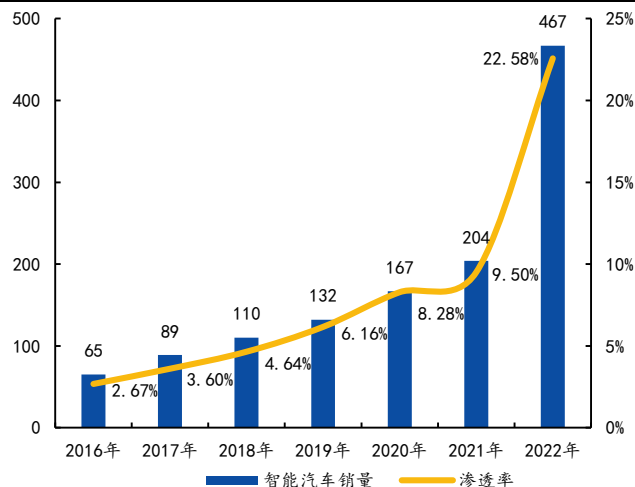
智能汽车加速渗透，市场规模持续扩张。近年来，全球智能汽车规模迅速扩张。根据前瞻产业研究院数据，2020 年全球智能汽车市场规模 6600 亿元，到 2025 年全球智能汽车市场规模将达到 17000 亿，中国智能汽车市场规模也将达到 9600 亿。车云网数据显示，2022 年全年中国智能汽车销量为 467 万辆，同比 2021 年增长 64.75%，渗透率达到 22.58%。智能网联汽车呈现快速渗透态势。

图 22：2015-2025 全球智能汽车市场规模以及占比



资料来源：前瞻产业研究院，国元证券研究所

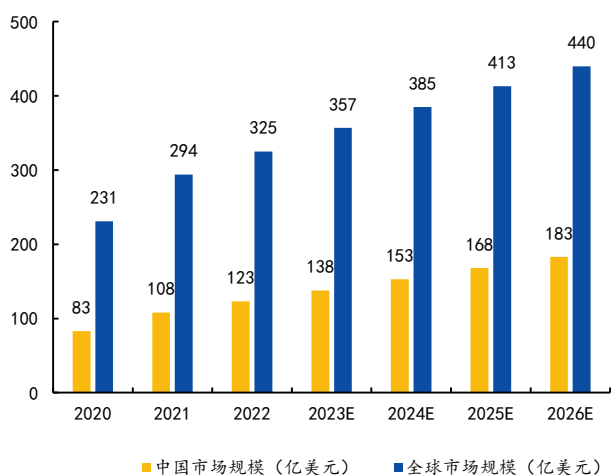
图 23：2016-2022 中国智能汽车销量以及渗透率（万辆）



资料来源：华经情报网，车云网，国元证券研究所

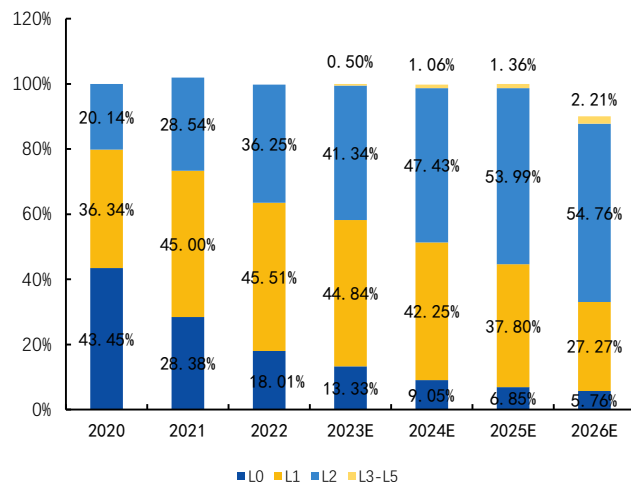
智能化大潮来袭，智能座舱、智能驾驶进入黄金赛道。汽车智能化革命方兴未艾，成为车企竞争的焦点，迎来前所未有的巨大机遇。智能汽车的产品定位与传统燃油车相比已经发生了改变，产业链以及核心零部件也随及发生变化，车企为提升自身竞争力、构建核心壁垒，应对愈发激烈的市场竞争，纷纷聚焦智能座舱与智能驾驶这两大核心系统。根据 ICV TAnK 数据预测，2026 年 L1 及以上自动化汽车的全球市场渗透率将达到 94.24%，到 2024 年底，L2 及以上自动化车辆的渗透率将超过一半；2026 年全球智能座舱市场规模可以达到 440 亿美元，年复合增长率 11.3%，中国智能座舱市场可以达到 183 亿美元，年复合增长率 14.2%。

图 24：全球智能座舱市场规模（单位：亿美元）



资料来源：ICV TAnK，国元证券研究所

图 25：全球智能驾驶渗透率（按交付的乘用车数量）

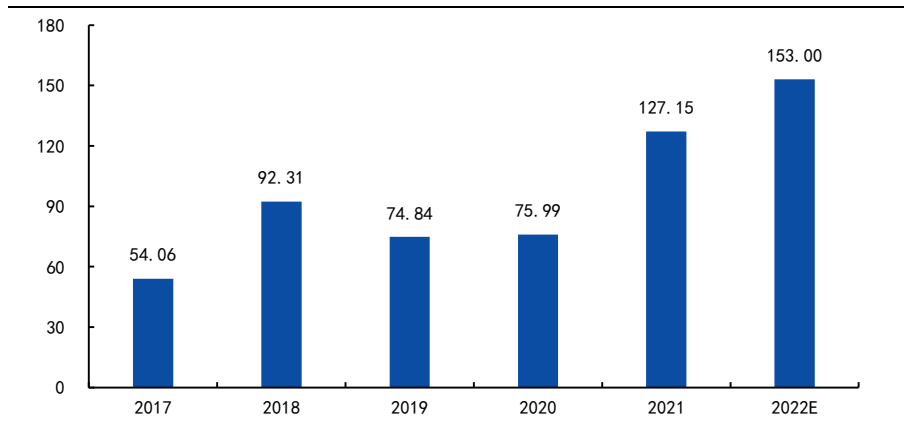


资料来源：ICV TAnK，国元证券研究所

智能化领域前瞻性广泛布局，公司汽车电子业务快速发展。2019 年公司加速布局智能座舱与智能驾驶领域，2021 年公司为了更好的支持汽车电子与新能源业务的前瞻

性研发，设立了智能汽车技术研究院与新能源研究院两大研究院，公司电子业务涵盖智能座舱、网联、智能驾驶、新能源管理系统等产品。近几年来公司汽车电子业务实现快速发展，2017 年公司电子业务实现营收 54.06 亿元，2022 年公司业绩预盈预告显示公司汽车电子业务全年预计实现营业收入约 153 亿元，约为 2017 年营收总额的近 3 倍。海外业务中，由于人民币对欧元以及美元汇率出现了较大波动，对公司实际收入产生一定影响，如若剔除汇率波动影响，实际会有更高的增长幅度。

图 26：2017-2022 年公司汽车电子业务营业收入情况（亿元）



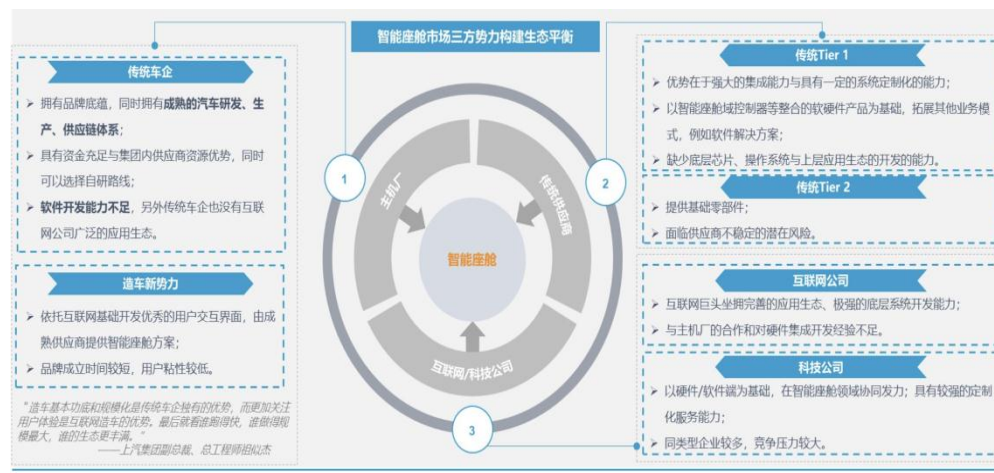
资料来源：iFinD，国元证券研究所。

3.2 智能座舱持续创新升级，智能网联锻造强劲整合力

打造移动出行“第三生活空间”，智能座舱作为核心载体深度受益。智能座舱由于可以先于智能驾驶实现规模落地，因此被市场尤为看重。智能座舱从车内看，是座舱内饰、座舱电子产品的综合创新升级和联动，但其最大特点是通过车联网、无线通信、远程感应、GPS 等技术，与车外的各项基础网联设施和联网设备实现 V2X 联结，最终实现万物互联。

座舱产业链不断拓宽，形成“三足鼎立”格局。智能座舱产业链上游包括硬件和软件两个部分，软件供应包括车载地图、车载操作平台、操作系统等软件供应商，硬件可划分为提供座舱芯片、显示面板、功率插件等供应商；中游为软硬件集成的供应商，涵盖车载信息显示系统、信息娱乐系统、座舱域控制器等；下游为集成组装生产的主机厂。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，及解决方案的提供，供应商之间合作模式也在发生变化，会有身份转换现象出现，产品边界也在不断拓宽。加之互联网科技企业的强势介入，形成了传统供应商、互联网科技企业、主机厂三足鼎立的竞争格局。

图 27：智能座舱市场的“三足鼎立”格局



资料来源：亿欧汽车公众号，国元证券研究所

公司在智能座舱领域有着丰富的技术沉淀，产品持续迭代升级。公司座舱产品持续迭代升级，已经从传统意义上的机械式功能性产品发展成为智能化产品。从提供单一模块或系统迭代升级为覆盖域控制器、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，将人工智能与座舱系统集成，向客户提供面向自动驾驶的新一代智能座舱。

一体化智能座舱解决方案，落地量产能力全球领先。公司借助全球化大规模的生产、研发平台，为全球客户提供全链条服务，是全球各大整车企业的长期合作伙伴，旗下子公司均联智行专注于汽车智能化、网联化，在座舱域控制器、智能网联系统和智能传感器等方面处于领先地位且在全球实现量产。可向客户提供从座舱域控制器、座舱交互到操作系统、中间件和应用层的智能座舱解决方案，打造座舱一体化全场景协同的功能体验。新一代座舱结合了座舱电子、主动安全、智能车联电子以及出行服务软件等领域前沿技术，也搭载了车路协同 V2X 技术，为与自动驾驶系统的结合打下基础。

图 28：智能座舱集成解决方案



资料来源：公司官方公众号，国元证券研究所

具备软硬件协同优势，域控产品可与多款芯片对接。公司的智能座舱方案在硬件上支持各种主流芯片，在软件上支持 Hypervisor 虚拟隔离技术、各种中间件和开发工具，并支持多种操作系统以及车企定制化需求的软件开发，满足严苛的功能与可靠性测试要求。智能座舱域控制器产品已实现了与三星 V710/V910、高通 SA8150/SA8155、瑞萨 M3/H3N、华为 Kirin 990A 等多款座舱芯片的对接，也形成了在芯片技术领域的规模优势及示范效应，可提供支持双操作系统的车载信息娱乐系统。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，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。

携手华为共建智能座舱新生态。子公司均联智行与华为在智能座舱领域展开深度合作，华为发挥芯片及鸿蒙操作系统的优势，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，合作产品将搭载华为提供的智能座舱核心模组、鸿蒙车机操作系统、HMS-A 核心能力平台及鸿蒙应用生态，相关产品已获国内某领先车企多款车型项目订单。未来，双方的合作模式还将不断拓展，为车企打造基于华为方案的智能座舱解决方案，共建智能座舱新生态。

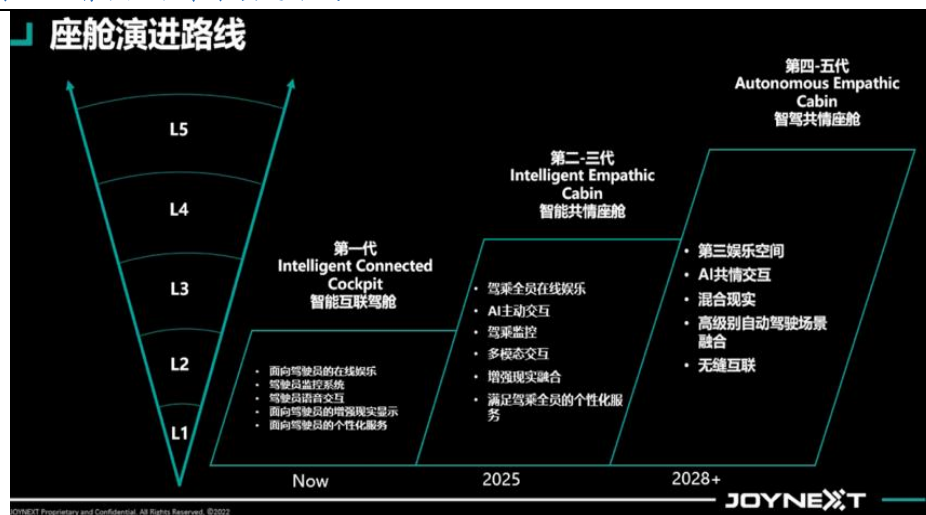
图 29：均联智行与华为联手打造智能座舱



资料来源：公司官方公众号，国元证券研究所

站在新需求人车交互关键路口，加快推进数字共情交互智能座舱研产。均胜电子情感化智能座舱搭载车载多模识别和 AI 数据融合技术，能帮助用户规划最优出行方案，通过共情座舱软件平台和生物识别等技术，提供信息导航、影音娱乐和私人助理等情感化服务。均胜电子情感化座舱不仅可通过智能算法实现自主分析、学习和进化，且能与 AR 增强现实软件引擎、5G+C-V2X 车载网联技术和多模态交互系统等融合，也能通过 OTA 软件引擎迭代升级，打造下一代沉浸式的情感化座舱体验。在各大车企的兵家必争之地智能座舱这条赛道上，均胜电子始终保持技术、质量和市场的领先优势，已获众多整车厂商的青睐。

图 30：智能座舱未来演进路线



资料来源：均联智行官方公众号，国元证券研究所

智能网联领域，多年技术深耕，5G-V2X 全球首批量产。作为 5G 和汽车领域最具潜力的应用，车联网目前已成为我国战略性新兴产业的重要发展方向。观研天下预测，在 5G 快速建设与产业链成熟度提升的推动下，V2X 市场到 2025 年，中国车联网渗

透率或提升至 77%左右的水平。

公司于 2018 年率先推出首代支持专用短程通信（DSRC）和蜂窝车联（C-V2X）两大标准的智能网联平台产品，截至目前已迭代至第四代；2021 年 5 月均胜车路协同 5G-V2X 技术搭载高合 HIPHIX 实现量产落地，成为全球首批搭载该技术的量产案例。目前，均胜电子旗下均联智行正在为一家欧系汽车集团旗下全新品牌和即将全球上市的多款车型研发及生产新一代车载通讯及网联控制器，作为全球首款基于 3GPP-R16 标准量产的产品之一，这个解决方案集成 C-V2X、GNSS、eCall 等多种功能需求，将支持更高阶的城市道路协同及辅助自动驾驶功能，按照计划，首辆搭载均联智行新一代网联控制器的车型将于 2024 年上市，并于随后几年大规模量产。

近期公司发布公告称新获某全球知名车企客户智能网联类项目的定点，为其新能源车型提供 5G+C-V2X 产品，按照客户规划，预计该项目全生命周期订单总金额约 18 亿元，于 2025 年开始量产。本次新项目的定点是公司在智能网联技术领域商业化落地进一步延伸，有助于提升公司在智能网联领域的市场份额。

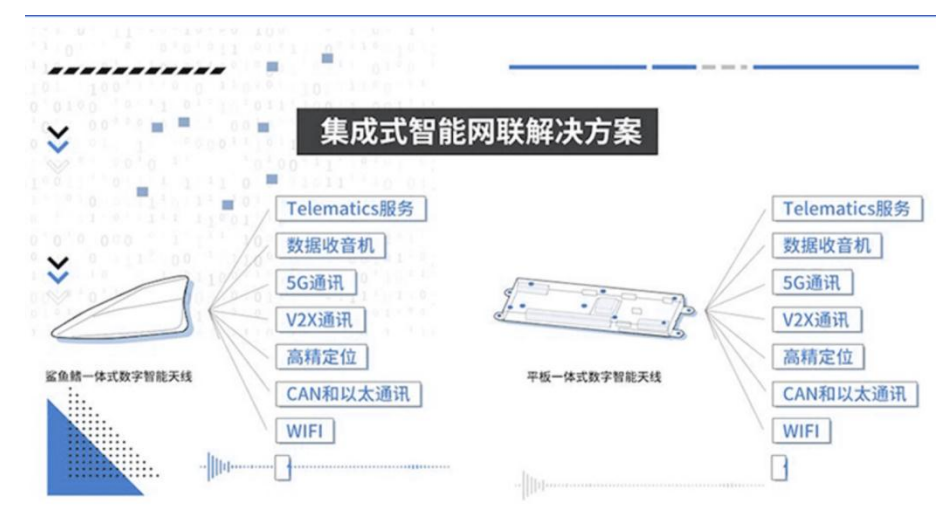
图 31：V2X 应用场景



资料来源：公司官方公众号，国元证券研究所

智能天线锻造强劲整合力，赋能车联万物。子公司均联智行在天线领域深耕细作多年，数字智能天线现可提供两种主流的天线形态：鲨鱼鳍一体式和平板一体式。均联智行主推的平板一体式数字智能天线与单一功能的天线不同，更易灵活部署，也为造车节省空间，可高度整合远距离通信服务、数字收音机、5G 通讯、V2X 通讯、高精定位、CAN 和以太网通讯、WIFI 和低功耗蓝牙连接等网联功能，按需进行功能加减定制，并协同其他感知、决策和控制系统及软件，提升下一代车载跨域融合能力。目前，均胜电子旗下均联智行的数字智能天线已获某欧系车企的全球订单，进入规模化量产阶段。

图 32：均胜电子的集成式智能网联解决方案



资料来源：公司官网，国元证券研究所

3.3 战略布局加速发展，抢占智能驾驶领域新赛道

迈向“无人化”时代，智能驾驶成为国家战略制高点。以电动化、智能化、网联化、共享化为趋势的汽车“新四化”已成为行业内的普遍共识，而智能驾驶作为汽车智能化的核心，已被多个国家提升至国家战略的高度。

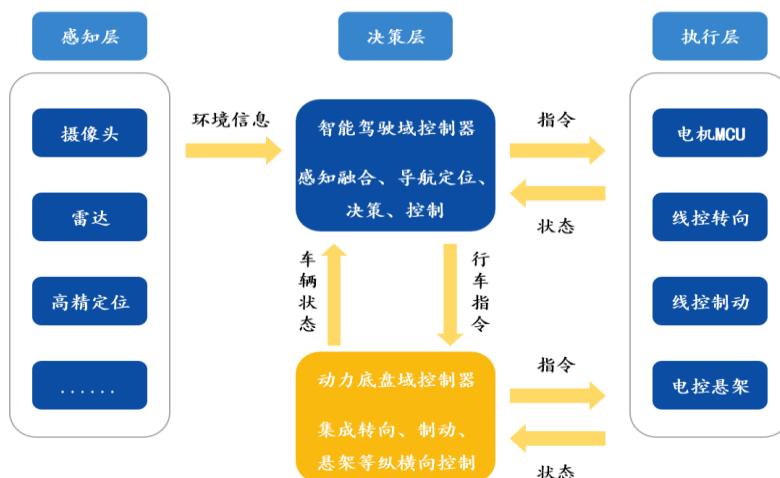
智能驾驶是指汽车通过搭载先行的传感器、控制器、执行器、通讯模块等设备实现协助驾驶员对车辆的操控，甚至完全代替驾驶员实现无人驾驶的功能。**典型的智能驾驶的系统架构由三部分构成：**

感知层：感知层需要解决的问题是“我在哪”，障碍物检测是感知层中的重要内容，需要了解车自身的位置以及该位置周边的静态环境和动态环境。由此引发一系列的感知和定位的技术方案，如激光雷达、毫米雷达、超声波雷达以及高精度地图等。

决策层：决策层是智能驾驶的核心层，通过环境感知的结果进行数据融合，结合高精地图数据确定合适的工作模型，决定相应的轨迹规划方案，以达到替代人类作出驾驶决策的目的，将智能汽车以拟人化的方式融入整个交通流当中，解决“我去哪”的核心问题。

执行层：执行层需要解决的问题是“我该如何去”，通过驱动、制动、转向等达成车辆的横向及纵向控制，使汽车精准地按照决策规划实现有效的避让、减速、车距保持、转向等动作，真正实现自动驾驶的完全落地。

图 33：智能驾驶系统构架

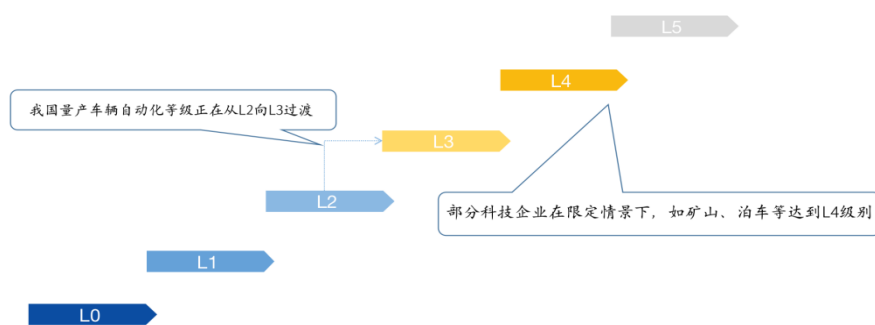


资料来源：盖世汽车，国元证券研究所

美国汽车工程师协会(SAE)将自动驾驶按照智能化程度分为 L0-L5，共计六个级别：ADAS 是辅助驾驶阶段，更接近于 L1-L2 级别，较为注重环境感知；L3-L4 是高等级自动驾驶阶段，L3 级别为有条件的自动化，L4 级别为高度自动化，一定情景下驾驶员可以全程无需参与，在某一些特定领域里实现完全自动驾驶；L5 则为任何条件下都可以实现完全自动驾驶，需要依靠人工智能、机器学习、视觉计算、雷达等极为复杂的技术作为支持，才可能实现。

目前各大主机厂量产车辆辅助驾驶等级大部分为 L1 和 L2，并逐渐向 L3 演进，也有部分科技公司在限定场景下直接研发 L4 级别自动驾驶。根据 ICV TAnK 数据预测，2023 年全球 L3 以上级别的自动驾驶渗透率仅为 0.5%，高级自动驾驶领域未来有着巨大的市场空间。

图 34：中国智能驾驶发展现状



资料来源：艾瑞咨询研究院，国元证券研究所

公司定位智能驾驶领域的 Tier1，可为客户提供全栈式智能驾驶解决方案。公司定位智能驾驶领域的 Tier1，开展从 L0 至 L4 级自动驾驶各等级技术研发，提供由智能驾驶域控制器、智能传感器、中间件到应用层算法的全栈解决方案，覆盖泊车、行车场景。目前均胜智能汽车技术研究院正加快 L2++至 L4 级高级辅助驾驶及自动驾驶

域控制器的研发，着力平台级“芯片+算法+软件”智能驾驶全栈技术链的创新研发，已与若干知名芯片厂商合作，智能驾驶域控制器将搭载相关芯片，可针对不同级别智能驾驶及不同类型客户进行定制开发。

表 3：智能驾驶域控制器四种商业模式

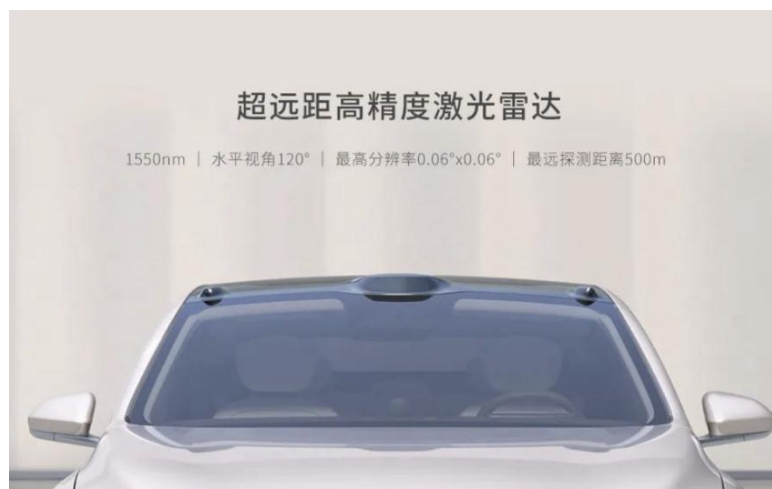
模式	合作方式	代表企业
主机厂委托代工	主机厂设计研发域控制器， 供应商负责对域控制器的硬件制造。	特斯拉与广达、和硕，蔚来与纬创、伟创力
Tier1	芯片供应商提供芯片，并开发软件堆栈和 原型设计包；一级供应商提供域控制器硬 件生产、中间层和芯片解决方案集成。	英伟达与德赛西威、均胜电子
Tier1.5	将精力集中在域控制器基础软件平台上。	东软睿驰、映驰科技、诚迈科技、镁佳科技、中科创达
Tier0.5	Tier0.5 供应商参与 OEM 研发、生产、制 造及以后的数据管理和运营的整个过程。	联创汽车电子、诺博汽车科技、毫末智行

资料来源：电子发烧友，国元证券研究所

携手英伟达进军高算力智能驾驶域控制器领域，实现“从 0 到 1”突破。域控制器有多种类型，可以简单理解为新能源汽车分管不同区域功能的“大脑”，其发展已经成为主流车企角逐的制高点。公司基于英伟达自动驾驶车规级芯片 Orin，打造一款双 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，本次高级智能驾驶域控制器项目的联合开发，使得公司在高算力智能驾驶域控制器领域实现“从 0 到 1”的突破，也为后续的从“1 到 N”打下了一个良好的基础，该自动驾驶域控项目计划于 2024 年开始量产。

战投图达通共造激光雷达，进入大规模量产阶段。激光雷达被称作智能汽车走向自动驾驶汽车的必经之路，均胜电子已经完成对激光雷达制造商图达通战略投资，并将通过子公司均联智行与图达通开展合作，为蔚来汽车近期发布的首款轿车 ET7 提供超远距离高精度激光雷达。均联智行与图达通联合为蔚来提供的激光雷达拥有 120 度的超广视角、等效 300 线的超高分辨率、最远可达 500 米的超远探测距离、采用 1550 纳米激光等硬核参数，大幅度提升性能，也更好的助力行车安全，真正实现从辅助驾驶到自动驾驶的跨越。未来，双方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深度合作，共同推进智能网联汽车产业化和国际化落地。

图 35：蔚来 ET7 激光雷达



资料来源：公司官方公众号，国元证券研究所

虚拟仿真云平台 JUN Sim Cloud 实现全流程仿真，场景库丰富且标准体系健全。除了提供自动驾驶配套解决方案外，为降低自动驾驶测试风险和成本，2022 年，均胜电子推出了仿真云平台 JUN Sim Cloud，并与亚马逊云（AWS）达成针对智能驾驶 PAAS、IAAS 的深度合作，为全球 OEM 提供面向大规模量产验证的、基于混合云的智能驾驶仿真服务。在技术特点层面，均胜仿真云平台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，具备安全、可靠、弹性、稳定、可扩展的云端仿真能力，将大幅降低自动驾驶研发测试成本，满足整车厂商与合作伙伴的业务需求，加快自动驾驶技术落地。

图 36：均胜虚拟仿真云平台 JUN Sim Cloud 场景库



资料来源：公司官网，国元证券研究所

3.4 新能源管理产品线丰富，技术储备完善

公司在新能源管理系统领域深耕多年，产品线丰富。新能源管理系统技术储备较为完善，能够快速响应整车厂电控模块多合一的新趋势，BMS 具有高精度参数监测、关键状态估计和单体均衡等功能，已商用于国际车企的新能源车型。在车载功率电子方面，多年保持高投入研发，持续推出行业领先的新一代的单一及多合一车载功率电子产品，800V 高压管理系统、新能源汽车充电升压模块（Booster）、DC/DC 电压转换器及车载充电机（OBC）等，均已实现量产。公司新能源业务客户丰富，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。

BMS 具有高精度参数监测、关键状态估计和单体均衡等功能。动力电池的热管理对行车安全尤为关键，在这一领域，均胜电子已深耕多年，均胜电子的 BMS 热管理功能能够有效的监控电池的温度变化，在必要的场景下启动过温保护策略，确保电池工作于正常的温度区间，避免电池出现热失控的危险失效场景，保证电池安全有序的工作。均胜电子 BMS 中，电芯监控单元（CSSU）与电池管理单元（BMU）将通过信息数据交互，进行电池包和 BMS 温度智能检测、监控，进而实现电池系统智能热管理。目前，均胜电子是大众 MEB 平台中国区 BMS 的核心供应商，量产车型包括 ID. 系列的南北双车版 ID.4 和 ID.6，以及国产 ID.3 等。

图 37：均胜电子的 BMS（电池管理系统）

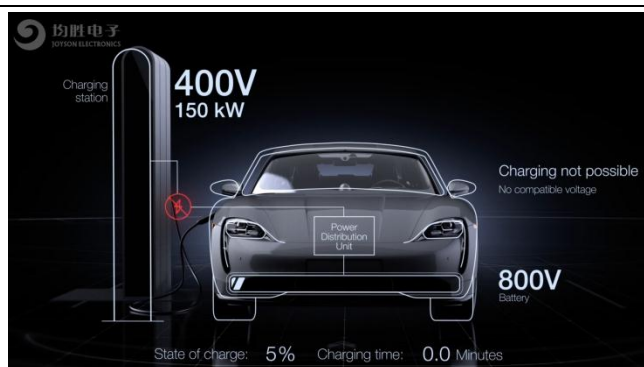


资料来源：公司官方公众号，国元证券研究所

800V 产品覆盖新能源汽车电池管理系统，技术链持续升级，打消里程焦虑。公司在 800V 高压快充领域的产品已覆盖新能源汽车电池管理系统，充电升压模块（Booster）、车载充电机（OBC）、直流电压转换器（DC/DC）等单一及多合一功率电子产品，已经拥有成熟技术、丰富的专利储备及大规模量产经验，可助力客户加速 800V 平台架构的普及与应用。均胜多功能 DC/DC 电压转换模块是一种三合一集成方案，可使 800V 直流电压转换为低压，实现 12V、48V 和 400V 三种电压的转换，分别为车载电子控制

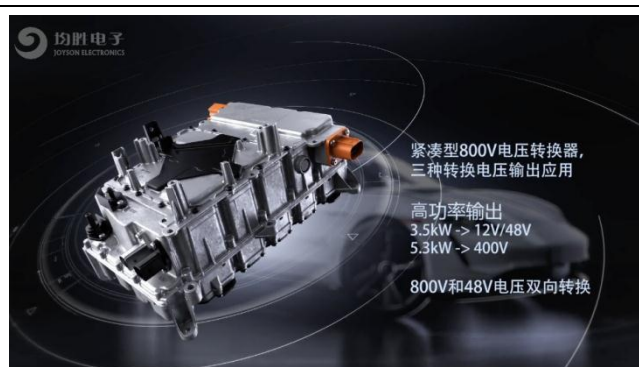
系统、动态悬架和电动空调等部件提供电源，并可双向工作。可选功率的高压平台充电升压模块通过电压的转换，使 800V 车辆能够在 400V 快速充电站充电，即通过车端的升压器将 400V 充电桩输出的电压升压至 800V 后再对电池进行充电，这将使所有 400V 充电基础设施均可兼容 800V 车辆补能，提升用户充电体验，缓解电动出行的“补能焦虑”。

图 38：可选功率的高压平台充电升压模块



资料来源：公司官方公众号，国元证券研究所

图 39：三合一集成电压转换器



资料来源：公司官方公众号，国元证券研究所

订单获取强劲，客户结构完整。2023 年 1 月 20 日，均胜电子发布业绩预盈报告，公司全年新获订单超 750 亿元，其中新能源汽车领域新订单占比超 60%，预计未来新能源汽车领域产生的营业收入将超过 60%。在新能源汽车能量管理领域，均胜电子率先打开未来高压平台关键技术的增量通道，是全球最早实现高压平台产品量产的专业供应商之一，新能源业务客户涵盖全球知名整车厂，同时公司也大力拓展与国内自主品牌和新势力品牌的业务合作，新客户有关高压平台车型计划预计于 2023 年开始量产。均胜电子在新能源领域所引领技术产品，是新能源汽车未来发展的转化关键。

表 9：公司新能源领域主要客户

主要领域	主要客户
国际整车厂	大众、宝马、奥迪、戴姆勒、通用、福特、特斯拉、奔驰、日产、沃尔沃、保时捷、法拉利
国内自主品牌	吉利、红旗、广汽、上汽通用五菱、奇瑞
造车新势力	蔚来、理想、哪吒、小鹏、零跑

资料来源：公司 2021 年年报，国元证券研究所

4. 投资建议

结合公司安全业务整合期完成，业务步入正轨，订单逐步释放，叠加电子业务快速渗透汽车智能网联领域的发展趋势。预计公司 2022-2024 年收入分别为 502\560.12\629.28 亿元，同比增长 9.92%\11.58%\12.35%，其中

(1) 安全业务领域，受益于公司安全业务整合完成，业务逐步步入正轨，全球各业务单元持续发力，并加快新能源转型和国产化落地，进入特斯拉等关键客户体系，全球化在手订单充裕。综合考虑公司安全业务在手订单情况，以及订单落地周期，预计 2022-2024 年安全业务营业收入分别为 344\371.52\404.96 亿元，同比增长 6.48%\8%\9%。

(2) 汽车电子领域，受益于新能源汽车高压化以及汽车智能网联快速发展，叠加公司在汽车电子领域长期深耕，快速布局，在智能座舱、智能驾驶、新能源管理、V2X 等领域多线发展，并与华为、英伟达等关键龙头企业形成合作，在手订单充足。综合考虑公司在手订单情况，预计 2022-2024 年公司汽车电子业务营业收入分别为 153\183.6\220.32 亿元，同比增长 20.33%\20%\20%。

表 10：公司收入拆分及预测（百万元）

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	61,698.90	47,889.84	45,670.03	50,200.00	56,012.00	62,927.68
增速（%）	9.82%	-22.38%	-4.64%	9.92%	11.58%	12.35%
毛利率（%）	16.00%	13.31%	11.63%	13.15%	13.56%	13.93%
安全业务						
营业收入（百万元）	47070.52	33132.17	32306.35	34400.00	37152.00	40495.68
增速（%）	9.77%	-29.61%	-2.49%	6.48%	8.00%	9.00%
毛利率（%）	15.28%	11.24%	8.49%	10.00%	10.15%	10.30%
汽车电子业务						
营业收入（百万元）	10,163.53	10,250.37	12714.6522	15,300.00	18360.00	22032.00
增速（%）	10.10%	0.85%	24.04%	20.33%	20.00%	20.00%
毛利率（%）	17.31%	17.36%	18.99%	20.00%	20.30%	20.50%
其他业务						
营业收入（百万元）	628.55	836.33	649.03	500.00	500.00	400.00
增速（%）	30.03%	33.06%	-22.40%	-22.96%	0.00%	-20.00%
毛利率（%）	4.26%	8.39%	23.44%	20.00%	20.00%	20.00%

资料来源：iFinD，国元证券研究所整理

预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 3.39\9.31\12.43 亿元，同比增长 109.02%\174.87%\33.55%，对应 PE 58.20x\21.18x\15.86x。

表 11：公司盈利预测

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	47889.84	45670.03	50200.00	56012.00	62927.68
收入同比(%)	-22.38	-4.64	9.92	11.58	12.35
归母净利润(百万元)	616.17	-3753.29	338.71	930.99	1243.31
归母净利润同比(%)	-34.45	-709.13	109.02	174.87	33.55
ROE(%)	4.06	-33.00	2.73	6.90	8.39
每股收益(元)	0.45	-2.74	0.25	0.68	0.91
市盈率(P/E)	31.99	-5.25	58.20	21.18	15.86

资料来源：iFinD，国元证券研究所

根据公司披露信息，2022 年为公司安全业务扭亏为盈的一年。假定当年安全业务整体盈利为 0。3.39 亿净利润均为汽车电子业务获得，则对应汽车电子全年 153 亿收入，净利率为 2.22%。假定 2023 年公司汽车电子业务净利率微幅增长至 2.4%，则对应 2023 年 183.6 亿元汽车电子业务收入，净利润为 4.41 亿元。

汽车安全业务方面，2022 年全年期间，公司电子业务相对稳定，安全业务上半年亏损，下半年经过业务整合进入盈利区间。基于公司公告，2022 年下半年公司汽车电子业务收入 87.11 亿元，汽车安全收入 181.78 亿元，下半年公司整体业务归母净利润约为 4.44 亿元。由于 2022 年上半年面临疫情冲击，行业低迷等问题，假设 2022 年下半年汽车电子业务净利率略高于上半年为 2.4%，则对应下半年汽车电子业务净利润为 2.09 亿元，由此可得 2022 年下半年汽车安全业务归母净利润为 2.39 亿元，对应净利率水平 1.29%。我们假定安全业务这一净利润水平在 2023 年整体保持不变，对应公司 2023 年 371.52 亿元安全业务收入，2023 年安全业务净利润 4.80 亿。作为对照，通过这一方法推算的公司电子业务与安全业务两部分净利润之和为 9.21 亿元，与我们通过估值模型得出的公司 2023 年净利润水平基本吻合。差额 0.1 亿，假定为公司少量其他业务的净利润。

以此为基础，在汽车安全业务方面，公司既有传统被动安全产品，也有面向智能网联科技成长方向的主动安全产品。我们选取国内汽车安全领域上市公司华懋科技和松原股份为可比公司。其中华懋科技合营企业东阳华芯和徐州博康业务为光刻材料，考虑到虽然相关业务利润仍然为负，但因其业务较强科技成长特性对公司 PE 估值有向上带动作用，我们对华懋科技 PE 估值取 80%折扣作为均胜电子安全业务的可比 PE。对于松原股份由于其业务主要集中在被动安全领域，科技成长性虽然不及均胜电子，但其规模较小具备估值优势，取其自身 PE 为均胜电子安全业务的可比 PE。以上二者加权平均值，可得均胜电子 2023 年合理 PE 为 23.66 倍，对应 4.8 亿净利润，则 2023 年均胜电子安全业务合理估值为 113.57 亿元。

表 12：安全业务可比公司估值

代码	名称	市值	归母净利润（百万元）				PE			
			2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
603306.SH	华懋科技	12674	176.12	239	442.26	662.37	59.15	53.03	28.66	19.13
300893.SZ	松原股份	5738	111.27	137	235.2	328.2	51.7	41.88	24.39	17.48
平均值		9205.86	-	-	-	-	49.51	42.15	23.66	16.39

注：各公司股份采用 2022 年 3 月 12 日收盘价，预测 PE 为 wind 一致性预期水平，加权平均值中对华懋科技 PE 进行 80%折扣处理
 资料来源：iFinD，wind，国元证券研究所

对于汽车电子业务，作为座舱、网联、新能源管理、域控制器等同步发展的领先企业，公司汽车电子业务既有业绩基础，也有创新成长特征。分别选取德赛西威、华阳集团、科博达等汽车电子领先公司作为可比公司。取三家公司 2023 年平均 PE 水平 31.51 倍，作为公司汽车电子业务合理 PE，对应 4.41 亿净利润，可得均胜电子汽车电子业务 2023 年公司合理估值 138.96 亿元。

表 13：电子业务可比公司估值

代码	名称	市值	归母净利润（百万元）				PE			
			2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
002920.SZ	德赛西威	58301	832.92	1129.65	1680.75	2294.79	94.34	51.61	34.69	25.41
002906.SZ	华阳集团	15335	298.62	415.00	592.63	815.73	87.39	36.95	25.88	18.80
603786.SH	科博达	23486	388.90	526.41	691.46	891.18	82.61	44.62	33.97	26.35
平均值							88.11	44.39	31.51	23.52

资料来源：iFinD，wind，国元证券研究所，股价为 2023 年 3 月 12 日收盘价

对于其他业务，假定 PE 水平 20 倍，估值为 2 亿元。三部分加总，可得均胜电子 2023 年整体合理估值 254.53 亿元，对应 PE 水平 27.34 倍，较当前 197 亿市值，仍有 29.2%空间，首次覆盖，给与“买入”评级。

5.风险提示

全球汽车产销不及预期风险

我们对公司业务发展的预期，基于公司在手订单情况。通常而言，全球性车企的订单规划有较强的可实现性。但鉴于 2023 年海外宏观经济趋弱，可能存在汽车产销不达预期，从而拖累公司订单落地不达预期的可能性，从而使得相关盈利判断不达预期。

公司扭亏成效不及预期风险

我们对公司盈利的判断，基于公司 2022 年下半年扭亏成果为基础，并适当考虑了规模效应和上游原材料价格回落以及疫情因素消退的情况，对公司毛利率和净利率进行小幅调涨。但若公司管理缺乏稳定性，致使 2022 年的扭亏成效无法延续，2023 年利润率出现下滑，则相关业绩存在不达预期风险。

原材料价格下行不及预期风险

基于全球通胀逐步解决，我们判断 2023 年公司上游原材料价格将逐步下行。虽然我们对这种下行幅度的判断以及其对毛利率的提升均给与微小幅度的判断，但若原材

料价格下行不及预期，公司仍有利润率不及预期，从而业绩不及预期可能。

商誉减值风险

公司由于外延并购较多，目前资产中仍有较多商誉，若相应业务经营不善，存在商誉减值风险，拖累公司业绩

汇率风险

由于公司海外业务较多，汇率波动将冲击公司业绩有所影响。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	26179.42	24252.27	27215.99	29583.20	32650.61
现金	8650.02	6246.97	8738.92	9110.54	10131.60
应收账款	6829.70	6846.87	7266.59	8183.33	9206.17
其他应收款	1131.63	1750.22	1555.02	1940.81	2064.86
预付账款	269.75	139.42	150.61	167.24	187.09
存货	6330.34	7030.99	6960.39	7617.81	8490.38
其他流动资产	2967.99	2237.79	2544.47	2563.46	2570.50
非流动资产	30085.72	27074.41	26708.52	25792.63	25378.23
长期投资	1862.48	1945.80	2200.00	2400.00	2600.00
固定资产	11464.29	10921.53	10712.85	10396.32	10002.31
无形资产	3867.37	3458.26	3175.24	2983.22	2887.58
其他非流动资产	12891.58	10748.81	10620.44	10013.09	9888.34
资产总计	56265.15	51326.68	53924.52	55375.84	58028.84
流动负债	20523.97	17208.76	17713.28	17766.02	18760.73
短期借款	4612.81	3396.27	3000.00	2000.00	2000.00
应付账款	8029.71	7118.71	8050.14	9034.82	10016.73
其他流动负债	7881.45	6693.77	6663.14	6731.20	6744.00
非流动负债	16272.65	17263.21	18408.50	18851.17	19258.02
长期借款	11865.79	13498.55	14498.55	14998.55	15498.55
其他非流动负债	4406.86	3764.66	3909.96	3852.62	3759.47
负债合计	36796.62	34471.96	36121.79	36617.18	38018.75
少数股东权益	4299.54	5481.44	5404.00	5264.93	5196.76
股本	1368.08	1368.08	1368.08	1368.08	1368.08
资本公积	9996.38	10434.25	10434.25	10434.25	10434.25
留存收益	4614.85	657.69	996.40	1891.39	3011.00
归属母公司股东权益	15168.99	11373.27	12398.73	13493.72	14813.33
负债和股东权益	56265.15	51326.68	53924.52	55375.84	58028.84

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	3120.75	1821.49	3175.60	2143.32	2345.61
净利润	203.83	-4535.46	261.26	791.92	1175.14
折旧摊销	2987.66	2744.14	1708.08	1755.19	1783.13
财务费用	1072.74	971.72	785.52	770.42	762.73
投资损失	-1798.47	-161.48	-100.00	-100.00	-50.00
营运资金变动	411.84	329.20	288.04	-1124.67	-1310.19
其他经营现金流	243.16	2473.37	232.71	50.46	-15.20
投资活动现金流	-2695.67	-2393.61	-1480.22	-763.68	-1246.31
资本支出	3468.59	2805.19	292.42	244.80	221.67
长期投资	-496.24	27.26	210.16	222.02	188.99
其他投资现金流	276.67	438.84	-977.64	-296.86	-835.65
筹资活动现金流	918.42	-1985.31	796.56	-1008.01	-78.23
短期借款	-1873.59	-1216.54	-396.27	-1000.00	0.00
长期借款	173.69	1632.76	1000.00	500.00	500.00
普通股增加	130.82	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	2546.83	437.86	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-59.33	-2839.40	192.83	-508.01	-578.23
现金净增加额	1317.60	-2576.26	2491.94	371.63	1021.06

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	47889.84	45670.03	50200.00	56012.00	62927.68
营业成本	41517.03	40360.31	43600.00	48413.99	54160.06
营业税金及附加	133.85	122.21	135.54	145.63	163.61
营业费用	901.19	1184.57	755.51	817.78	918.74
管理费用	3068.30	2764.81	2560.20	2660.57	2894.67
研发费用	2301.21	2346.68	2309.20	2520.54	2831.75
财务费用	1072.74	971.72	785.52	770.42	762.73
资产减值损失	-127.03	-2094.01	30.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	-3.01	63.19	20.00	30.00	15.00
投资净收益	1798.47	161.48	100.00	100.00	50.00
营业利润	487.06	-3877.94	312.16	929.92	1368.60
营业外收入	19.06	2.80	10.81	10.89	8.16
营业外支出	12.28	14.12	13.20	13.66	13.43
利润总额	493.84	-3889.27	309.77	927.14	1363.33
所得税	290.01	646.19	48.51	135.22	188.20
净利润	203.83	-4535.46	261.26	791.92	1175.14
少数股东损益	-412.34	-782.17	-77.44	-139.07	-68.17
归属母公司净利润	616.17	-3753.29	338.71	930.99	1243.31
EBITDA	4547.46	-162.08	2805.76	3455.52	3914.46
EPS (元)	0.45	-2.74	0.25	0.68	0.91

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-22.38	-4.64	9.92	11.58	12.35
营业利润(%)	-68.35	-896.19	108.05	197.89	47.17
归属母公司净利润(%)	-34.45	-709.13	109.02	174.87	33.55
获利能力					
毛利率(%)	13.31	11.63	13.15	13.56	13.93
净利率(%)	1.29	-8.22	0.67	1.66	1.98
ROE(%)	4.06	-33.00	2.73	6.90	8.39
ROIC(%)	2.24	-12.65	3.46	5.45	6.74
偿债能力					
资产负债率(%)	65.40	67.16	66.99	66.12	65.52
净负债比率(%)	54.89	53.32	53.43	51.61	51.29
流动比率	1.28	1.41	1.54	1.67	1.74
速动比率	0.95	0.98	1.12	1.21	1.26
营运能力					
总资产周转率	0.85	0.85	0.95	1.02	1.11
应收账款周转率	6.21	6.52	6.95	7.08	7.07
应付账款周转率	4.68	5.33	5.75	5.67	5.69
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.45	-2.74	0.25	0.68	0.91
每股经营现金流(最新摊薄)	1.79	-1.81	2.32	1.57	1.71
每股净资产(最新摊薄)	11.09	8.31	9.06	9.86	10.83
估值比率					
P/E	31.99	-5.25	58.20	21.18	15.86
P/B	1.30	1.73	1.59	1.46	1.33
EV/EBITDA	7.39	-207.38	11.98	9.73	8.59



投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国境内(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188