

## 盈利能力持续提升，新获订单结构优化

### 投资要点

- 事件:**公司发布2023年三季报，前三季度实现营收413.10亿元，同比+15.57%；实现归母净利润7.79亿元，同比+494.54%，实现扣非归母净利润6.71亿元，同比+165.02%。其中，23Q3实现营业收入142.96亿元，同环比分别+11.48%/3.65%；实现归母净利润3.03亿元，同环比分别+28.22%/10.18%，实现扣非归母净利润2.75亿元，同环比分别+60.38%/4.56%。
- 各项业务继续保持稳健增长，盈利能力持续修复。**根据Marklines数据，2023前三季度，中国、美国、德国汽车销量分别同比增长8.2%/13.7%/15.0%。受全球主要汽车市场产销量回暖、客户订单持续放量，公司前三季度营收同比增长15.57%。其中，汽车电子业务实现营收约126亿元，同比增长约17%；汽车安全业务实现营业收入约287亿元，同比增长约15%。基于收入规模的稳步增长及各项降本增效措施的有效实施，公司盈利水平持续提升。毛利率方面，前三季度公司整体毛利率13.94%，同比提升1.93pp。其中，三季度单季实现毛利率14.93%，同比提升1.00pp，环比提升1.08pp。净利率方面，前三季度公司整体净利率2.11%，同比提升2.13pp。其中，三季度单季实现净利率2.61%，同比提升0.62pp，环比提升0.37pp。分业务板块看，汽车安全业务随着欧洲、美洲区域业务的持续改善，整体毛利率第三季度单季提升至12.6%，汽车电子业务毛利率稳定保持在20%左右。对比汽车安全行业可比公司，2023前三季度奥托立夫和松原股份销售毛利率分别为16.73%/31.69%，未来，随着海外区域业务的持续改善，公司盈利水平仍然具备上行空间。
- 新订单成果丰硕，紧跟汽车行业智能化趋势，把握国产品牌机遇。**2023年前三季度，公司全球累计新获订单全生命周期金额约590亿元。公司积极把握智能电动汽车渗透率持续提升、中国自主品牌及新势力品牌市占率提升的市场机遇，今年以来获得新能源汽车相关的新订单金额约350亿元，占比约59%。分业务板块看，汽车电子业务和汽车安全业务新获订单全生命周期金额分别约250亿元/340亿元。分市场地区看，中国市场特别是头部自主品牌/新势力的合作关系不断加强，订单金额占比提升明显，国内业务团队新获全球市场订单金额约250亿元，占比提升至约42%。
- 公司与华为共建智能座舱新生态，相关产品或将量产。**2021年，均胜电子控股子公司均联智行与华为汽车事业部完成合作协议签署，重点围绕智能座舱领域展开积极深入的合作，全力打造新一代智能座舱解决方案。2022年11月，在华为开发者大会2022(TOGETHER)期间，均联智行与华为签署全面合作备忘录，扩展了与华为的全面合作。双方在座舱及座舱生态方面全方位交流，共同打造基于智慧出行HiCar平台的整体产品解决方案，共同拓展市场、强化品牌建设，为用户提供多样化的座舱生态体验。据2022年年报披露，公司新增为华为合作客户的相关车型提供智能座舱产品，华为提供解决方案和软件操作系统平台，公司提供智能座舱软硬件及系统集成，并负责相关产品的生产、测试、交付及后续服务，预计于2023年下半年开始量产。
- 盈利预测与投资建议。**预计公司2023-2025年归母净利润分别为10.33/15.42/19.12亿元，CAGR为69.3%，EPS分别为0.73/1.09/1.36元，对应PE分别为25/17/13倍。给予公司2024年25倍PE，对应目标价27.25元，维持“买入”评级。
- 风险提示：**新兴领域和行业发展慢于预期、原材料成本上涨、汇率波动等风险。

### 西南证券研究发展中心

分析师: 郑连声  
执业证号: S1250522040001  
电话: 010-57758531  
邮箱: zlans@swsc.com.cn

联系人: 冯安琪  
电话: 021-58351905  
邮箱: faz@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	14.09
流通A股(亿股)	13.68
52周内股价区间(元)	13.65-20.59
总市值(亿元)	255.54
总资产(亿元)	563.55
每股净资产(元)	9.59

### 相关研究

1. 均胜电子(600699):盈利能力大幅提升，新订单成果丰硕 (2023-08-23)
2. 均胜电子(600699):汽车安全与电子业务引领者，业绩修复可期 (2023-08-16)
3. 均胜电子(600699):公司业绩明显改善，汽车电子业务快速增长 (2023-07-18)

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(亿元)	497.93	551.93	615.92	685.61
增长率	9.03%	10.84%	11.59%	11.31%
归属母公司净利润(亿元)	3.94	10.33	15.42	19.12
增长率	110.50%	162.16%	49.20%	24.00%
每股收益EPS(元)	0.28	0.73	1.09	1.36
净资产收益率ROE	1.32%	5.35%	7.39%	8.40%
PE	65	25	17	13
PB	2.09	1.84	1.66	1.48

数据来源: Wind, 西南证券

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 盈利预测与估值

关键假设：

**1)汽车安全业务：**2017-2022年，安全业务新增订单金额分别为155/ 550/ 442/ 375/ 218/ 481亿元；预计2023-2024年，安全业务新增订单金额分别同比增长5%；根据相关业务订单金额的大小，按照不同的生命周期（5-8年），测算年度收入。公司汽车安全板块整合优化接近尾声，汽车安全业务逐渐修复，毛利率逐年提升，预计2023-2025年毛利率分别提升2.1/ 1.3/ 0.5pp。

**2)汽车电子业务：**2017-2022年，电子业务新增订单金额分别为225/ 170/ 305/ 140/ 308/ 282亿元；预计2023-2024年，电子业务新增订单金额分别同比增长30%/ 20%；根据相关业务订单金额的大小，按照不同的生命周期（5-10年），测算年度收入。随着电动智能化加速渗透，汽车电子业务订单逐步放量量产，使得成本摊薄，且智能电动化产品迭代单车价值有望提升，毛利率逐年提升，预计2023-2025年毛利率分别提升1.0/ 1.0/ 0.5 pp。

基于以上假设，我们预测公司2023-2025年分业务收入如下表：

表1：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2022A	2023E	2024E	2025E
汽车安全业务	收入	344.00	361.90	385.68	432.37
	增速	6.5%	5.2%	6.6%	12.1%
	毛利率	9.1%	11.2%	12.5%	13.0%
汽车电子业务	收入	150.96	184.00	224.29	247.89
	增速	18.7%	21.9%	21.9%	10.5%
	毛利率	18.5%	19.5%	20.5%	21.0%
其他业务	收入	2.97	6.03	5.96	5.36
	增速	-54.3%	103.1%	-1.1%	-10.1%
	毛利率	4.7%	5.0%	6.0%	7.0%
合计	收入	497.93	551.93	615.92	685.61
	增速	9.0%	10.8%	11.6%	11.3%
	毛利率	12.0%	13.9%	15.4%	15.8%

数据来源：公司公告，西南证券

随着公司安全业务持续优化，毛利率逐渐回归正常水平，业绩持续修复。未来电动智能化加速渗透，公司汽车电子业务订单持续放量量产，业绩保持快速增长。预计公司2023-2025年营业总收入分别为551.9/ 615.9/ 685.6亿元，增速分别为10.8%/ 11.6%/ 11.3%，归母净利润分别为10.33/ 15.42/ 19.12亿元，增速分别为162.16%/ 49.20%/ 24.00%。

公司两大业务板块分别为汽车安全业务和汽车电子业务，选取松原股份、华懋科技作为汽车安全板块可比公司，选取德赛西威、华阳集团、科博达作为汽车电子板块可比公司。2023-2025年五家公司平均PE分别为37/ 26/ 20倍。综合考虑公司安全板块业绩持续修复，受益于电动智能化渗透加速，公司汽车电子业务订单持续放量兑现，业绩保持快速增长，当前估值低于行业平均水平。给予公司2024年25倍PE，对应目标价27.25元，维持“买入”评级。

**表 2：可比公司估值（PE 估值法，截止 2023.10.24）**

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
002920.SZ	德赛西威	662.57	119.34	2.13	2.74	3.83	5.05	56.03	43.52	31.14	23.64
002906.SZ	华阳集团	167.84	32.03	0.80	0.93	1.29	1.70	40.04	34.26	24.84	18.87
603786.SH	科博达	274.99	68.07	1.11	1.59	2.12	2.72	61.32	42.80	32.17	24.99
300893.SZ	松原股份	61.86	27.42	0.52	0.81	1.10	1.49	52.73	33.76	24.89	18.42
603306.SH	华懋科技	95.84	29.39	0.62	0.98	1.69	2.05	47.40	30.07	17.36	14.35
平均值								51.50	36.88	26.08	20.05
600699.SH	均胜电子	255.54	18.14	0.28	0.73	1.09	1.36	64.83	24.73	16.57	13.37

数据来源: Wind 一致性预期, 西南证券整理

**附表：财务预测与估值**

利润表 (亿元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (亿元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	497.93	551.93	615.92	685.61	净利润	2.33	10.33	15.42	19.12
营业成本	438.39	475.22	521.38	576.97	折旧与摊销	27.15	26.53	29.31	31.49
营业税金及附加	1.41	1.39	1.64	1.85	财务费用	4.78	8.71	9.00	8.96
销售费用	8.45	8.28	9.24	9.60	资产减值损失	-0.49	-0.41	-1.04	-0.81
管理费用	23.82	41.39	48.04	53.82	经营营运资本变动	-4.71	-15.00	-12.28	-7.39
财务费用	4.78	8.71	9.00	8.96	其他	-7.36	-1.23	-0.95	-1.24
资产减值损失	-0.49	-0.41	-1.04	-0.81	经营活动现金流净额	21.70	28.92	39.46	50.14
投资收益	1.24	1.30	1.36	1.42	资本支出	-15.40	-25.17	-27.69	-30.46
公允价值变动损益	1.02	0.71	0.80	0.81	其他	-11.35	0.41	1.88	2.35
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-26.75	-24.76	-25.80	-28.11
<b>营业利润</b>	<b>2.92</b>	<b>19.37</b>	<b>29.83</b>	<b>37.44</b>	短期借款	-3.89	-6.65	11.94	-2.40
其他非经营损益	1.88	1.88	1.88	1.88	长期借款	-10.31	-10.82	-11.36	-11.93
<b>利润总额</b>	<b>4.80</b>	<b>21.26</b>	<b>31.72</b>	<b>39.33</b>	股权融资	-1.70	3.69	0.00	0.00
所得税	2.47	10.92	16.30	20.21	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>净利润</b>	<b>2.33</b>	<b>10.33</b>	<b>15.42</b>	<b>19.12</b>	其他	13.58	-16.82	-11.02	-4.22
少数股东损益	-1.61	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-2.31	-30.61	-10.45	-18.55
归属母公司股东净利润	3.94	10.33	15.42	19.12	<b>现金流量净额</b>	<b>-7.04</b>	<b>-26.45</b>	<b>3.20</b>	<b>3.48</b>
<b>资产负债表 (亿元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>财务分析指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
货币资金	54.05	27.60	30.80	34.28	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	89.97	101.71	113.92	126.11	销售收入增长率	9.03%	10.84%	11.59%	11.31%
存货	85.12	92.61	102.00	113.32	营业利润增长率	107.52%	564.52%	53.98%	25.51%
其他流动资产	20.62	21.69	23.26	24.83	净利润增长率	105.14%	343.02%	49.20%	24.00%
长期股权投资	20.87	20.87	20.87	20.87	EBITDA 增长率	2249.89%	56.71%	24.80%	14.31%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	132.95	139.57	145.92	152.86	毛利率	11.96%	13.90%	15.35%	15.85%
无形资产和开发支出	97.50	89.58	81.67	73.75	三费率	7.44%	10.58%	10.76%	10.56%
其他非流动资产	40.04	39.98	39.92	39.86	净利润率	0.47%	1.87%	2.50%	2.79%
<b>资产总计</b>	<b>541.12</b>	<b>533.61</b>	<b>558.36</b>	<b>585.88</b>	ROE	1.32%	5.35%	7.39%	8.40%
短期借款	30.08	23.42	35.36	32.96	ROA	0.43%	1.94%	2.76%	3.26%
应付和预收款项	108.88	113.04	124.91	139.07	ROIC	1.40%	4.77%	6.28%	7.22%
长期借款	124.68	113.85	102.49	90.56	EBITDA/销售收入	7.00%	9.89%	11.06%	11.36%
其他负债	100.45	90.17	87.06	95.64	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>364.08</b>	<b>340.49</b>	<b>349.82</b>	<b>358.22</b>	总资产周转率	0.94	1.03	1.13	1.20
股本	13.68	14.09	14.09	14.09	固定资产周转率	4.51	4.40	4.31	4.59
资本公积	102.64	105.93	105.93	105.93	应收账款周转率	6.75	6.82	6.87	6.84
留存收益	10.52	20.85	36.27	55.39	存货周转率	5.37	5.11	5.14	5.16
归属母公司股东权益	122.53	138.62	154.03	173.15	销售商品提供劳务收到现金营业收入	110.72%	—	—	—
少数股东权益	54.51	54.51	54.51	54.51	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>177.04</b>	<b>193.12</b>	<b>208.54</b>	<b>227.66</b>	资产负债率	67.28%	63.81%	62.65%	61.14%
负债和股东权益合计	541.12	533.61	558.36	585.88	带息债务/总负债	42.50%	40.32%	39.41%	34.48%
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	流动比率	1.20	1.24	1.25	1.26
EBITDA	34.85	54.61	68.15	77.90	速动比率	0.79	0.77	0.78	0.78
PE	64.83	24.73	16.57	13.37	股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
PB	2.09	1.84	1.66	1.48	<b>每股指标</b>				
PS	0.51	0.46	0.41	0.37	每股收益	0.28	0.73	1.09	1.36
EV/EBITDA	9.93	6.40	5.06	4.26	每股净资产	8.70	9.84	10.93	12.29
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	每股经营现金	1.54	2.05	2.80	3.56

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
公司评级	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
行业评级	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
北京	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龑	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cryrf@swsc.com.cn