

均胜电子 (600699.SH)

增持 (首次评级)

全球汽车安全龙头，谱写汽车电子新篇章

投资逻辑

海外加速整合，助力智能汽车电子中汽车安全系统业务业绩回归。公司分别于16年、18年收购KSS、高田，合并成立均胜安全，跃升成为全球第二大汽车安全供应商，并通过全球化产能布局的先发优势，联动全球客户发展。2023H1公司整体海外营收212亿元，同比+21%，营收占比79%；国内营收57亿元，同比+8%，营收占比21%。公司持续对业务进行整合，采取全球产能协同、供应链优化等降本增效措施，2023H1汽车安全系统业务收入实现188亿元，同比增长16%，毛利率为11%，主要系下游主要为燃油车，业绩有一定承压。我们预计2023-2025年汽车安全系统业务营收分别为361、376、385亿元。

合作高通+地平线，智能驾驶业务定点有望落地。2023H1汽车电子业务收入实现82亿元，同比+24%，毛利率20%。同时我们预计2023-2025年汽车电子业务营收分别为182、230、292亿元。

1) 新能源管理：公司收购普瑞后，具备全电压平台的BMS研发与制造能力，已配套大众、宝马等客户；同时布局800V功率电子。

2) 智能座舱：公司旗下均胜普瑞主要负责智能座舱人机交互产品，均联智行具备丰富的座舱域控制器供货经验与量产能力，并携手华为合作提供座舱域控、软硬件智能座舱完整解决方案。

3) 智能驾驶：公司积极布局激光雷达和智驾域控，投资图达通量产全球首批高性能激光雷达。公司已与高通、地平线等建立合作关系，2023H1发布首款智驾域控产品nDriveH等平台。

4) 智能网联：公司目前可基于C-V2X/5G和DSRC等技术提供端到端的智能车联控制系统解决方案，并参与多项行业标准制定。

23年1-9月，公司营收413亿元，同比+16%，归母净利润7.8亿元，同比+495%，主要系业务整合顺利。23年，公司发布定增，募资不超3.7亿，发行价格为9.09元/股，发行对象为公司控股股东均胜集团，用于收购均联智行8%股份、补充流动资金。

盈利预测、估值和评级

公司加速整合汽车安全系统业务，同时开拓汽车电子业务，享受智能化加速渗透催生的旺盛需求。我们预计公司23/24/25年归母净利润分别为10/14/19亿元，给予公司24年PE30倍，目标市值423亿元，目标价30.02元/股，给予“增持”评级。

风险提示

下游销量不及预期，业务整合不及预期，新业务开拓不及预期，大股东股权质押风险，汇率波动风险，地缘政治风险。

汽车组

分析师：陈传红 (执业 S1130522030001)

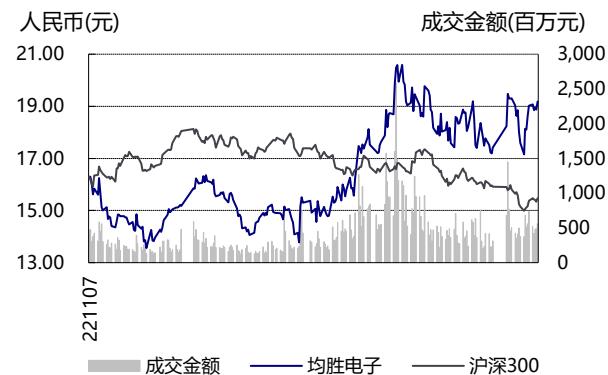
chenchuanhong@gjzq.com.cn

分析师：江莹 (执业 S1130523090005)

jiangying2@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 19.18 元

目标价 (人民币): 30.02 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	45,670	49,793	54,637	60,863	68,091
营业收入增长率	-4.64%	9.03%	9.73%	11.39%	11.88%
归母净利润(百万元)	-3,753	394	1,017	1,410	1,915
归母净利润增长率	-709.13%	-110.50%	157.98%	38.66%	35.78%
摊薄每股收益(元)	-2.743	0.288	0.722	1.001	1.359
每股经营性现金流净额	1.33	1.59	1.30	2.66	3.12
ROE(归属母公司)(摊薄)	-33.00%	3.22%	7.56%	9.86%	12.40%
P/E	-8.01	48.76	26.57	19.16	14.11
P/B	2.64	1.57	2.01	1.89	1.75

来源：公司年报、国金证券研究所

内容目录

1、全球汽车安全领域龙头，深耕两大核心业务	4
2、产能逐步整合，业绩呈现回暖趋势	6
3、汽车安全：市场快速增长，公司技术领先	7
4、汽车电子：电动化、智能化加速，汽车电子业务未来可期	11
4.1 新能源管理：汽车电动化浪潮中，BMS+功率电子业务前景广阔	11
4.2 智能座舱：行业规模持续增长，座舱域控+人机交互合力打造新生态	14
4.3 智能驾驶：智能汽车加速渗透，布局感知层+决策层	17
5、盈利预测与投资建议	20
6、风险提示	21

图表目录

图表 1：公司发展迅速	4
图表 2：公司产品矩阵丰富	4
图表 3：公司海外营业收入规模较大（单位：亿元）	5
图表 4：公司注重全球化布局	5
图表 5：公司客户资源丰富	5
图表 6：公司近年募资情况汇总	5
图表 7：近年来公司营收趋势回暖（单位：亿元）	6
图表 8：2023 年 1-9 月公司盈利能力明显回升（左轴：归母净利润，单位：亿元；右轴：归母净利润同比增速，单位：%）	6
图表 9：公司毛利率有所回升（单位：%）	7
图表 10：公司三费管控效果明显（单位：%）	7
图表 11：汽车安全分为主动、被动安全系统	7
图表 12：安全带总成在车辆中的安装位置	7
图表 13：汽车安全带总成结构图	7
图表 14：中国汽车安全法规不断修订	8
图表 15：全球汽车产量（左轴：全球汽车产量，百万辆；右轴：同比增速，%）	8
图表 16：全球汽车销量（左轴：全球汽车销量，百万辆；右轴：同比增速，%）	8
图表 17：被动安全单车价值量不断增长（单位：美元）	8
图表 18：安全带主要供应商产品及配套客户情况	9
图表 19：公司汽车安全产品矩阵丰富	9
图表 20：公司智能汽车电子-汽车安全系统业务整合费用降低（单位：亿元）	11
图表 21：对标同行业公司，公司智能汽车电子-汽车安全系统业务毛利率具备向上空间	11
图表 22：电池管理系统（BMS）功能作用重要	12
图表 23：2020-2022 中国新能源乘用车 BMS 装机量大幅增长（单位：万套）	12
图表 24：2022 年中国 BMS 装机量 CR10 高达 81.2%	12
图表 25：BMS 行业参与者包括整车厂、电池厂、第三方 BMS 企业	12
图表 26：公司具备多种全电压平台的 BMS 制造能力	13

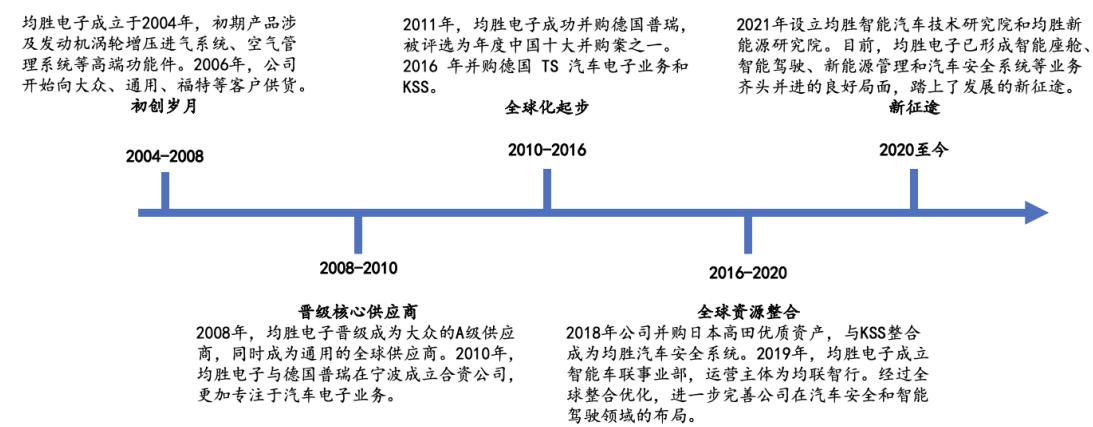
图表 27: 公司 BMS 配套多家主流车企	13
图表 28: 消费者对于新能源汽车的担忧主要在充电方面	13
图表 29: 800V 车型陆续上市	13
图表 30: 智能座舱渗透率最高的价格区间为 10-25 万元	14
图表 31: 2026 年中国智能座舱市场达 2127 亿元 (单位: 亿元)	14
图表 32: 整车 E/E 架构升级, 座舱向高集成化演进	14
图表 33: 2022-2026 年座舱域控高速增长 (单位: 亿元; %)	14
图表 34: 座舱域控 Tier1 供应商市场竞争优势明显	15
图表 35: 车载显示应用场景及单车价值量	15
图表 36: 国内 HUD 市场未来可期 (单位: 亿元)	16
图表 37: 车载显示细分市场渗透率高速提升 (单位: %)	16
图表 38: 公司智能座舱业务历史悠久	16
图表 39: 公司提供全栈式的智能座舱解决方案	17
图表 40: 均胜为宝马提供智能座舱产品	17
图表 41: 智能驾驶系统结构包括感知、决策、执行层	17
图表 42: 中国 L2 级自动驾驶加速渗透	17
图表 43: 部分车型搭载激光雷达	18
图表 44: 均联智行与图达通合作为蔚来 ET7 提供激光雷达	18
图表 45: 主要芯片厂商下一代自动驾驶芯片规划	19
图表 46: 均联智行与黑芝麻合作布局智驾域控	19
图表 47: 公司发布首款智驾域控制器 nDriveH	19
图表 48: 典型车路协同系统架构示意图	20
图表 49: 公司可量产 5G-V2X 产品	20
图表 50: 盈利预测	21
图表 51: 可比公司估值比较 (市盈率法)	21

1. 全球汽车安全领域龙头，深耕两大核心业务

全球第二大汽车安全供应商，推动发力智能化领域。公司是一家全球领先的汽车电子与汽车安全供应商，主要致力于智能座舱、智能网联、智能驾驶、新能源管理和汽车安全系统等的研发、制造与服务。公司全球总部位处中国浙江省宁波市，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。

公司于2004年成立，初期产品设计发动机涡轮增压进气系统、空气管理系统等高端功能件。2006年公司开始向大众、通用、福特等客户供货。2008年公司成为大众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，并切入新能源管理领域。2016年并购德国TS汽车电子业务和KSS。2018年公司收购日本高田资产，从而确立公司在汽车安全领域的领先地位。2019年公司先后完成了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，以前瞻领域的创新研发赋能发展。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，踏上了发展的新征途。

图表1：公司发展迅速



来源：公司官网，国金证券研究所

公司业务分为汽车电子和智能汽车电子-汽车安全系统两大板块。汽车电子业务主要包括智能座舱/网联系统、智能驾驶、新能源管理、软件及服务等，智能汽车电子-汽车安全系统业务主要包括安全带、安全气囊、智能方向盘和集成式安全解决方案相关产品。目前，公司业务架构分为汽车电子事业部、汽车安全事业部、智能汽车技术研究院和新能源研究院，其中汽车电子事业部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。公司的汽车安全、新能源管理、智能座舱、智能驾驶四大业务模块分别由三大控股子公司负责，其中均胜安全负责汽车安全业务，持股70%；普瑞均胜负责新能源管理和智能座舱（人机交互）业务，持股100%；均联智行负责智能驾驶和智能座舱（座舱域控）业务，持股83.74%。

图表2：公司产品矩阵丰富

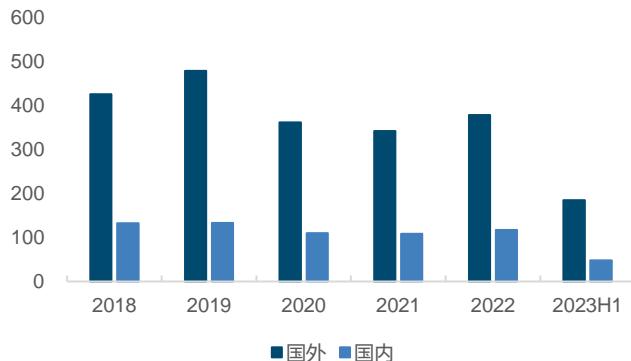


来源：公司官网，国金证券研究所

公司海外业务占比大，注重全球化布局。2011年以来，公司通过并购的发展模式进军汽

车安全、汽车电子业务，逐步由国内聚焦到全球布局，海外营收占比提升。2023H1 公司海外营收规模为 185 亿元，占比接近 80%，国内营收 48 亿元。在业务布局方面，为了更好地适配主机厂全球化的配套生产需求，公司在亚洲、欧洲和美洲等全球汽车主要出产国，设有多个核心研发中心和配套工厂，全球员工超过 4 万人。

图表3：公司海外营业收入规模较大（单位：亿元）



来源：iFind，国金证券研究所

图表4：公司注重全球化布局



来源：公司官网，国金证券研究所

公司客户资源丰富。多年的创新发展与经营积累，公司与主要整车厂商客户已形成稳固伙伴关系，积累了庞大的优质客户资源。公司和大众、奔驰、宝马、奥迪、通用、福特、本田、丰田等国际知名整车厂商、吉利、广汽、比亚迪等国内自主龙头品牌建立了长期共赢的合作关系。同时，公司紧跟行业电动化、智能化发展趋势，在与传统燃油车厂商保持密切合作的基础上，也将持续与造车新势力开展合作研发。

图表5：公司客户资源丰富



来源：公司官网，国金证券研究所

持续并购整合，拓展业务规模。公司近年来多次募资，2014年募资收购 Quin GmbH 的 100% 股权、均胜普瑞工业机器人项目，2016年募资收购 TS 道恩汽车信息板块业务和 KSS 100% 的股权，公司业务规模进一步扩张；公司同时也注重汽车电子业务发展，2020 年、2022 年分别募资扩建智能汽车电子产品产能、收购均联智行 8.0392% 的股份。公司不断持续并购整合的过程中，业务规模也在逐步扩大。

截至 2023 年 10 月 24 日，均胜集团作为公司控股股东，股权占比为 36.73%，其股份累计质押数量占其持股数量的比例为 64.64%。此外，23 年，公司发布定增，募资不超 3.7 亿，发行价格为 9.09 元/股，发行对象为公司控股股东均胜集团，用于收购均联智行 8% 股份、补充流动资金。

图表6：公司近年募资情况汇总

时间	途径	募资用途
2014 年	定增	收购 Quin GmbH 的 100% 股权、均胜普瑞工业机器人项目和补充公司流动资金
2016 年	定增	收购 TS 道恩汽车信息板块业务、并购 KSS 100% 股权

2020 年	定增	智能汽车电子产品产能扩建 项目及补充流动资金
2022 年	定增	收购均联智行 8.0392% 的股 份，补充流动资金

来源：公司公告，国金证券研究所

2、产能逐步整合，业绩呈现回暖趋势

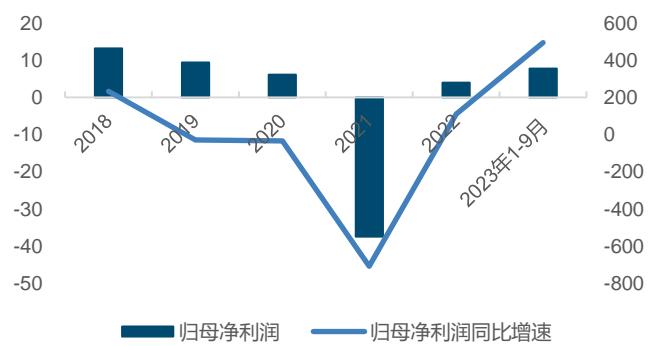
营收与归母净利呈现回暖趋势。2020 年公司营收大幅下滑主要系新冠疫情以及延锋百利得资产处置的影响，2021 年公司由于智能汽车电子-汽车安全系统业务整合未达到预期效益而进行商誉减值 20.2 亿元，同时受到疫情、缺芯、供应链体系震荡导致原材料和运费上升的影响，净利润出现较大亏损。

22 年公司逐步完成全球产能及生产线整合、实现订单结构优化（以前利润率较低的订单进入生命周期尾期，具有利润优势的新订单开始交付），同时全球汽车行业回暖和电动化、智能化发展加速，公司业绩逐渐回暖。2021 年营收 498 亿元，同比增长 9%；归母净利润由亏转盈，为 3.9 亿元，同比增长 111%。2023 年 1-9 月，公司营收 413 亿元，同比增长 16%；归母净利润为 7.8 亿元，同比增长 495%。

1) 智能汽车电子-汽车安全系统：18-22 年，智能汽车电子-汽车安全系统业务营收从 429 亿元下降至 344 亿元，营收占比从 76% 下降至 69%。智能汽车电子-汽车安全系统业务是公司传统核心业务，2020 年智能汽车电子-汽车安全系统业务营收下降主要受新冠疫情影。我们预计，随着公司业务持续整合以及降本增效措施的推进，公司业务将为公司提供较大利润贡献。2023 年 1-9 月收入约 287 亿元，同比增长 15%。

2) 汽车电子业务：18-22 年，汽车电子业务营收从 92 亿元提升至 151 亿元，营收占比从 16% 提升至 30%，主要系汽车智能化、电动化需求旺盛，公司将持续受益于智能座舱、智能驾驶和新能源管理系统等新赛道。2023 年 1-9 月收入约 126 亿元，同比增长 17%。

图表7：近年来公司营收趋势回暖（单位：亿元）

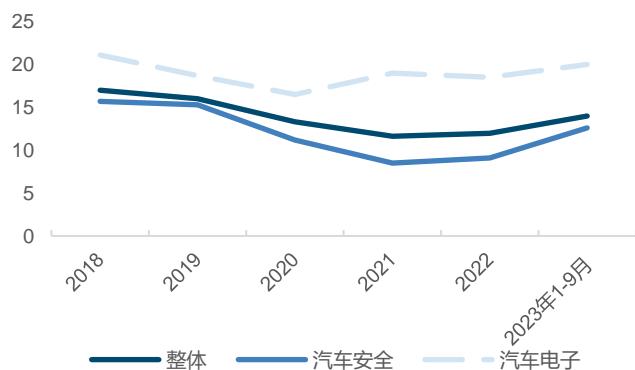
图表8：2023年1-9月公司盈利能力明显回升（左轴：
归母净利润，单位：亿元；右轴：归母净利润同比增速，
单位：%）

来源：iFind，国金证券研究所

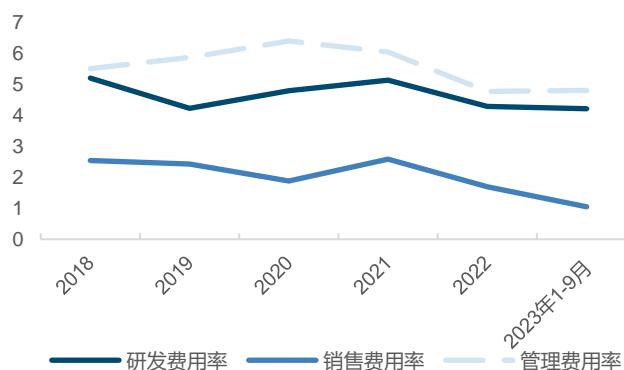
来源：iFind，国金证券研究所

负面因素缓解，毛利率开始回升。2018-2022 年，公司整体毛利率从 17% 下降至 12%，外部因素主要是 2020 年和 2021 受到全球宏观经济下行冲击、车规级芯片短缺和汽车行业供应链扰动等因素影响，全球汽车产业整体规模有所下降，内部因素是公司 2018 年收购高田后，智能汽车电子-汽车安全系统业务订单大多为高田原有订单，毛利较低，且 2021 年公司计提了 21 亿元资产减值，主要系对汽车安全事业部相关资产组计提商誉减值。22 年、23 年 1-9 月公司整体毛利率有所回升，主要系汽车行业整体回暖、公司全球智能汽车电子-汽车安全系统业务整合持续整合实现降本增效和订单结构优化。公司 2023 年前三季度实现 14% 的整体毛利率。

三费管控效果较好，研发实力雄厚。销售费用率：2018-2022 年，公司销售费用率从 2.55% 降低至 1.70%。管理费用率：2018-2022 年，公司管理费用率从 5.52% 降低至 4.69%，主要系公司优化人员及管理结构，提升内部管理效率，有效控制了管理费用。研发费用率：2018-2022 年研发投入占比平均约 5.5%，公司持续加大研发创新力度，研发竞争力持续提升，同时积极布局电动化、智能化领域前沿技术。

图表9：公司毛利率有所回升（单位：%）


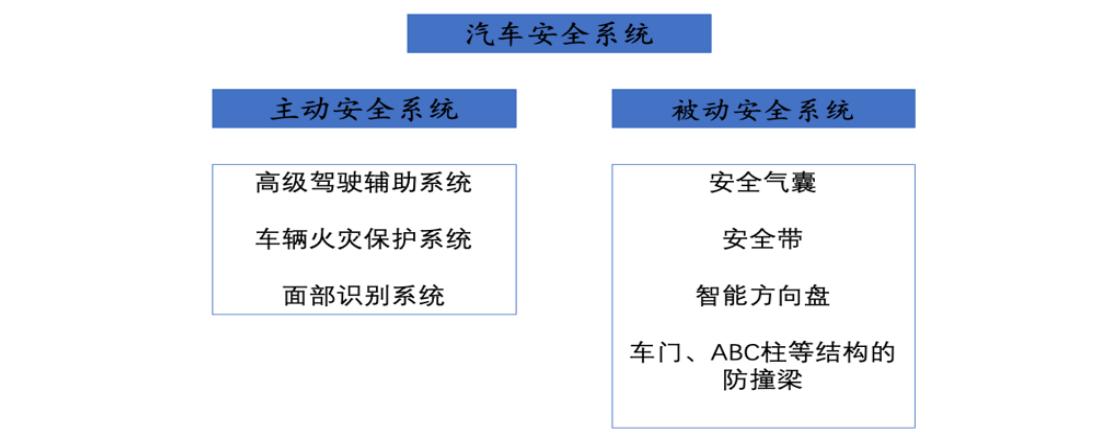
来源：iFind，国金证券研究所

图表10：公司三费管控效果明显（单位：%）


来源：iFind，国金证券研究所

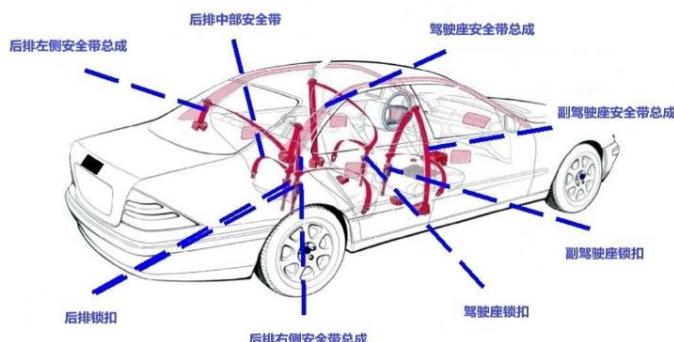
3、汽车安全：市场快速增长，公司技术领先

汽车安全系统主要包括主动安全系统和被动安全系统。主动安全系统是指能够预先侦测附近车辆运行状态、判断风险并及时做出反应的车载系统，产品包括防抱死制动系统、电子制动力分配系统、牵引力控制系统和紧急刹车辅助系统等。被动安全系统是在发生事故时为车内成员或被撞车辆或行人提供保护的车载系统，产品包括安全带、安全气囊和侧门防撞钢梁等。

图表11：汽车安全分为主动、被动安全系统


来源：公开资料整理，国金证券研究所

汽车安全带总成主要由卷收器、带（锁）扣组件、高度调节器、织带（包括肩带及腰带）和其他部件等组成。卷收器作为汽车安全带总成的核心部件，紧急锁止、预张紧、限力、噪音抑制、儿童锁、防反锁等各项汽车安全带总成主要功能均由卷收器提供；锁扣起到了固定和解除固定安全带的作用；高度调节器起到了调节安全带高度的作用；织带起到对乘员主要躯干进行约束的作用。

图表12：安全带总成在车辆中的安装位置

图表13：汽车安全带总成结构图


来源：松原股份招股说明书，国金证券研究所

来源：松原股份招股说明书，国金证券研究所

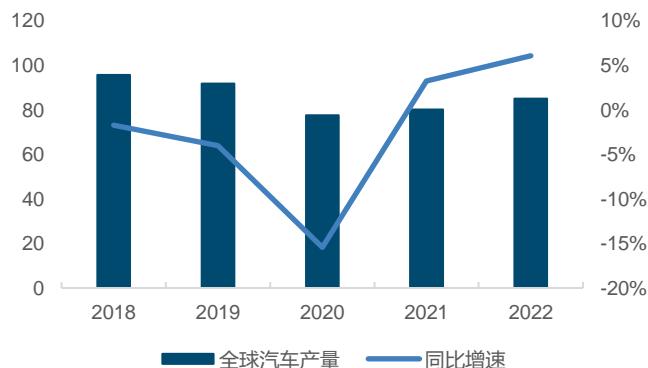
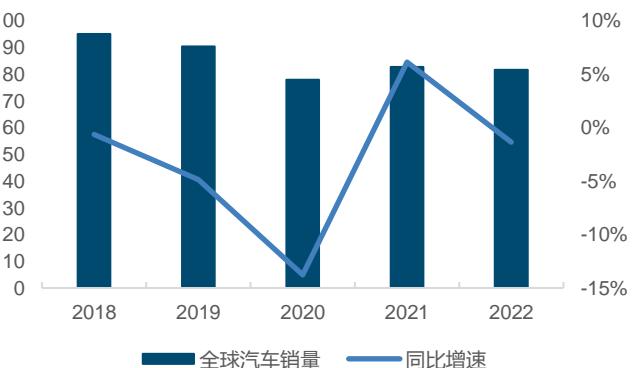
政策与自动驾驶技术趋势叠加，助力全球汽车安全市场增长。在自动驾驶发展趋势下，汽车安全问题日益凸显，世界各国制定的汽车安全政策也日趋严格。目前，全国汽车标准化技术委员会也正在就驾驶员注意力监测系统、汽车智能限速系统、乘用车后部交通穿行提示系统推进相关标准的制定。在汽车智能化发展趋势叠加日益严格的汽车安全政策的背景下，汽车主被动安全市场预计将进一步增长。

图表14：中国汽车安全法规不断修订

名称	发布日期	实施日期
电动汽车安全要求 (GB 18384-2020)	2020-05-12	2021-01-01
汽车侧面气囊和帘式气囊模块性能要求 (GB/T 38795-2020)	2020-06-02	2021-01-01
电动汽车碰撞后安全要求 (GB/T 31498-2021)	2021-08-20	2022-03-01

来源：全国标准信息公共服务平台，国金证券研究所

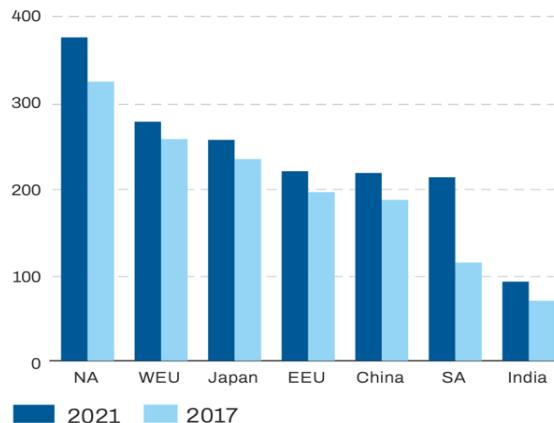
全球汽车产销量逐步稳健回升。据 OICA 显示，对于供给端，2022 年全球汽车总产量为 8501.67 万辆，同比增长 6.1%；对于销售端来，2022 年全球汽车总销量为 8162.9 万辆，同比下滑 1.4%。全球汽车产销量的回暖有望带动公司智能汽车电子-汽车安全系统业务和汽车电子业务发展。

图表15：全球汽车产量（左轴：全球汽车产量，百万辆；右轴：同比增速，%）

图表16：全球汽车销量（左轴：全球汽车销量，百万辆；右轴：同比增速，%）


来源：OICA，国金证券研究所

来源：OICA，国金证券研究所

被动安全产品引入智能化模块，单车价值有望进一步提升。被动安全产品方面，根据全球被动安全系统龙头奥托立夫年报，全球被动安全平均单车价值约为 255 美元。随着汽车智能化的发展趋势，被动安全产品技术也向智能化方向不断革新，如充分利用自动驾驶系统，在系统判断可能发生危险时提前收紧安全带；又如研发智能安全气囊系统，使其可以根据当时状况判断是否起爆或者判断气囊充气的程度。被动安全市场体量庞大，随着被动安全产品的智能化发展，其单车价值有望进一步提升，从而带来被动安全产品市场空间的进一步增长。

图表17：被动安全单车价值量不断增长（单位：美元）


来源：奥托立夫年报，国金证券研究所

安全带功能不断升级，其单价持续提升。随着国家相关法律法规逐步升级完善，以及C-NCAP（中国新车评价规程）评分体系的行业监管推动，整车厂对于被动安全系统的可靠性和舒适性要求越来越高。在被动安全领域，单车安全气囊的数量随着整车厂和消费者对于安全的重视逐渐提高，方向盘的智能化和安全带的电子化同样有助于被动安全单车价值的提升。

汽车安全带行业集中度高。汽车安全带行业存在较高的行业壁垒，主要体现在技术精度要求高、行业准入门槛高、行业对资金规模要求大，国内汽车被动安全领域起步较晚。外资车企和合资车企的安全带以奥托立夫、均胜电子、采埃孚为主，自主车企的供应商主要包括松原股份、锦州锦恒、重庆光大等。

图表18：安全带主要供应商产品及配套客户情况

公司	安全带产品	客户
奥托立夫	包括预警式安全带、主动式安全带	一汽、奇瑞、理想、小鹏、长城、吉利、大众、北京现代、丰田、宝马、本田、福特、T公司、通用、奔驰、JEEP、奥迪、日产、三菱等
均胜电子	覆盖各类型卷收器、烟火式预紧装置、牵开器、可逆预紧器和锁扣等，其中预收紧电动安全带已大规模量产应用。	一汽、东风、理想、长城、北汽、吉利、北京现代、丰田、三菱、日产、福特、通用、T公司、本田等
采埃孚	推出新型联网安全带、加热安全带等新产品，具有生产主动控制安全带、限力式带扣锁等能力	广汽乘用车、上汽乘用车、一汽大众、宝马、日产、奔驰、宝马、本田等
松原股份	预张紧双极限力式安全带、预张紧限力锁止式安全带、紧急锁止限力式安全带、普通紧急锁止式安全带、锁扣、高调器	上汽通用五菱、奇瑞、理想、长城、长安、吉利、一汽轿车、东风乘用车等
重庆光大	紧急锁止式安全带、限力式安全带、预紧式安全带、三点式安全带、各种锁扣、腰带	一汽、东风、长安、吉利、北汽、华晨、东风日产等
锦州锦恒	预张紧式安全带、预拉紧安全带	一汽、东风、奇瑞、华晨、江铃福特等

来源：各公司公告及官网，国金证券研究所

公司被动安全产品品类覆盖广，客户资源丰富。在不断优化资产配置、提高产能效率和改善成本结构的前提下，公司积极整合全球汽车安全业务资源，保持市场竞争力。目前，公司智能汽车电子-汽车安全系统业务正在加速推进自动化产能布局和升级，并在全球主要业务区域建设“超级工厂”，以提升运营效率，为客户提供更加稳定可靠的汽车安全产品。同时，公司也在加强在中国市场的布局，除浙江宁波全球总部以外，公司在上海、天津、合肥等地陆续加大产能布局。近年来，公司在本土市场成功实现安全产品本地化，已成功进驻吉利、长城、蔚来、理想、小鹏、比亚迪等自主品牌和新兴品牌的供应链体系。

图表19：公司汽车安全产品矩阵丰富

产品	图示	产品介绍
安全带		公司安全带产品包括标准卷收器、带限力装置的卷收器、烟火式预紧装置、电动安全带、能量管理系统、锚点预紧装置和防震锁扣等，且标准装置可以转换成更专用化的模块，这些模块可以根据客户需求提供更多功能

安全气囊		<p>公司安全气囊相关产品包括驾驶员安全气囊、乘员安全气囊、膝部安全气囊、侧面安全气囊、远端侧气囊和头部安全气囊等产品，以及气体发生器、气囊织物、气囊盖等模块</p>
智能方向盘		<p>公司方向盘产品具备加热、离手检测、灯带和3D Switch等功能，并针对未来智能驾驶不断研发下一代转向装置</p>
集成式安全解决方案		<p>公司的集成式安全解决方案可提供包括车身防碰撞、主动转向系统、驾驶员监控系统、车内乘员监控系统、电池电路保护系统（包括高压电池断开装置）、火灾防护和部分特殊类产品在内的各类安全产品</p>

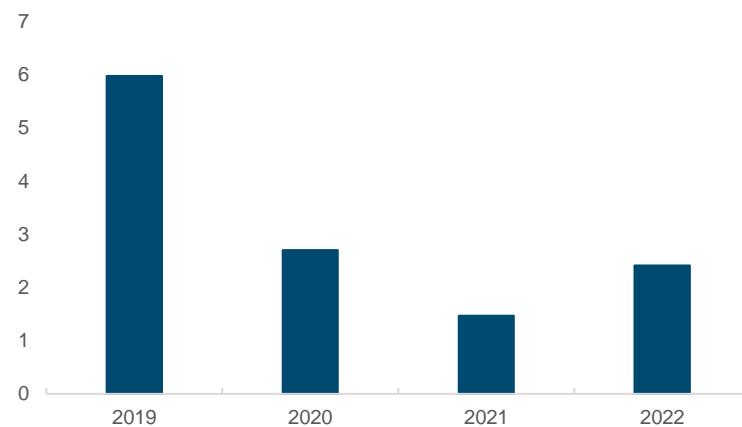
来源：《均胜电子：2022 年度向特定对象发行 A 股股票募集说明书》-20230511，国金证券研究所

持续推进业务整合，海外业绩明显改善。公司目前将智能汽车电子-汽车安全系统业务设置为美洲区、欧洲区、亚洲区（不含日本）、日本区四大采购区域进行管理，通过一系列措施的实施，欧洲区和亚洲区稳健经营的同时，美洲区业绩大幅提升，汽车安全业务整体业绩持续改善：

- 1) 优化供应链结构，降低采购成本：在供应链端，持续优化全球供应链体系，提升全球采购团队能力。公司通过跨区域协同、供应商整合及谈判、核心原材料重新开发、核心部件自研开发等手段，积极应对供应链波动挑战及原材料价格高企压力，降低相关采购成本。
- 2) 整合产能布局，将高成本地区的产能转移至低成本地区：公司积极推动从高成本国家/地区向中国和低成本国家/地区的结构性转移，以优势成本地区的研发生产基地逐步替代欧洲、中东和非洲区内成本相对较高的经营主体，不断提高经营效率并控制相关成本。
- 3) 优化人员及管理结构，提升内部管理效率：公司调整部分区域管理层团队，并且从中国区向欧洲区、美洲区输送管理人才，输出中国智能制造的优秀管理经验。为充分发挥中国区管理及团队的优势，公司将中国区升级为亚洲区，负责管理中国区以及日本以外的其他亚洲区域，强化中国在全球供应链体系中的管理职能，进一步激活其他区域的管理和生产效能。

整合逐步完成，效果开始显现。2019-2022 年，公司整合费用分别为 6.0、2.7、1.5、2.4 亿元。在整合完成后，公司迅速切入外资企业产业链，业务实力增强，将促进智能汽车电子-汽车安全系统业务形成更强的规模效应，提升竞争力。

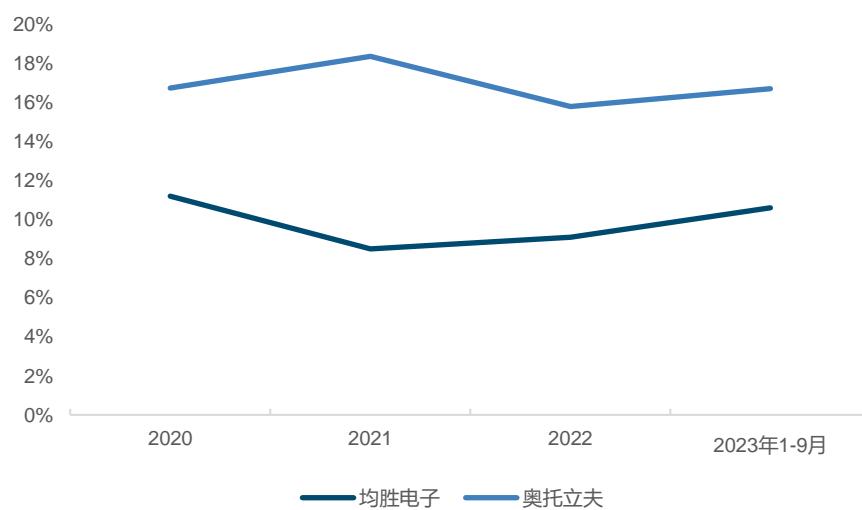
图表20：公司智能汽车电子-汽车安全系统业务整合费用降低（单位：亿元）



来源：公司年报，国金证券研究所

对比同行业公司，智能汽车电子-汽车安全系统业务盈利具备向上空间。对标行业龙头奥托立夫，2022年公司整体净利率较奥托立夫低4pct，整体毛利率低于奥托立夫15pct。随着智能汽车电子-汽车安全系统业务的持续整合和降本措施实施，公司毛利率有望提升，向奥托立夫靠拢，盈利具备向上空间。

图表21：对标同行业公司，公司智能汽车电子-汽车安全系统业务毛利率具备向上空间



来源：iFind，国金证券研究所

4、汽车电子：电动化、智能化加速，汽车电子业务未来可期

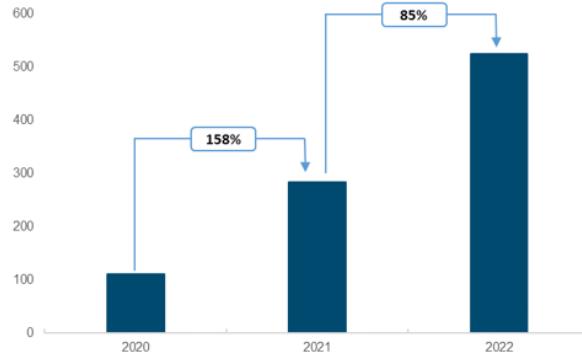
4.1 新能源管理：汽车电动化浪潮中，BMS+功率电子业务前景广阔

受益于新能源发展，BMS 市场需求爆发。电动汽车电池管理系统（BMS）是连接车载动力电池和电动汽车的重要纽带。作为纯电动汽车动力电池组的监控管理中心，BMS 对动力电池组的温度、电压和充放电电流等相关参数进行实时动态的监测，必要时能主动采取紧急措施保护各单体电池，防止电池组出现过充、过放、温度过高以及短路等危险。近年来新能源乘用车整车市场的持续高速发展，带动 BMS 产品需求爆发。根据 NE 时代，2020-2022 年中国新能源乘用车 BMS 装机量在过去三年进展飞速。

图表22：电池管理系统（BMS）功能作用重要



图表23：2020-2022 中国新能源乘用车 BMS 装机量大幅增长（单位：万套）



来源：《电动汽车电池管理系统研究现状与分析》，国金证券研究所

来源：NE 时代，国金证券研究所

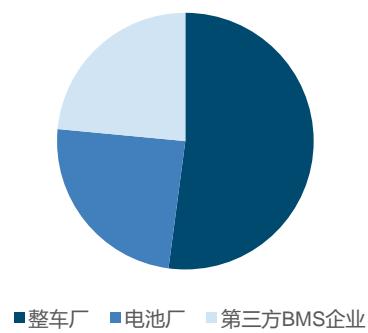
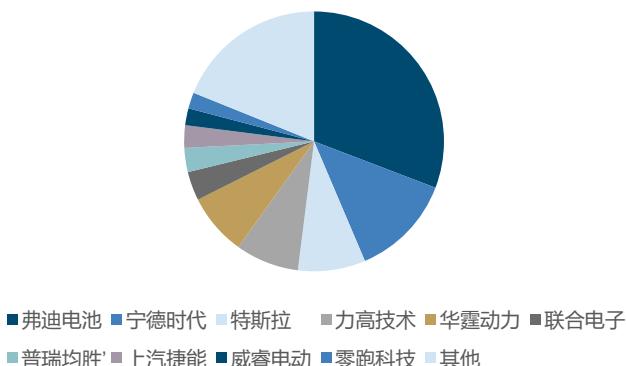
BMS 竞争格局进一步集中化。从市场竞争格局来看，BMS 行业经历一波洗牌，参与企业从 2020 年的 110 家减少至 2022 年的 83 家，而 CR10 从 76.6% 增长至 81.2%，意味着客户资源向前十企业的进一步集中。

从 TOP 企业类型来看，新能源乘用车 BMS 市场竞争企业主要为三大阵营：1) 以比亚迪、特斯拉为代表的整车厂；2) 以宁德时代、华霆动力为代表的电池厂；3) 以力高技术、联合电子为代表的第三方 BMS 企业。三类参与者各有其优势：

- 1) 整车厂：对整车安全需求更了解，数据收集更方便。得益于其软件算法能力的提升，自主开发 BMS 已成为其重要战略选择，其市场占有率逐年攀升，2022 年达到 52.7%；
- 2) 电池厂：对电池特性了解深刻，但算法积累相对薄弱；
- 3) 第三方 BMS 企业：面向多家客户，服务经验丰富，更专注于 BMS 的技术升级，但客户配套不够稳定。

图表24：2022 年中国 BMS 装机量 CR10 高达 81.2%

图表25：BMS 行业参与者包括整车厂、电池厂、第三方 BMS 企业



来源：NE 时代，国金证券研究所

来源：盖世汽车，国金证券研究所

具备全电压平台的 BMS 研发与制造能力，已配套多家主流车企。2011 年公司收购德国普瑞，由此进入 BMS 市场。子公司普瑞均胜为第三方 BMS 企业，公司 BMS（电池管理系统）具有高精度参数监测、关键状态估计和单体均衡等功能。公司具备 12V、48V、400V 和 800V 等全电压平台的 BMS 的研发与制造能力。除了纯电车型外，公司同时供应混动车 BMS。自 2016 年起，公司 BMS 产品已商用化于奔驰旗下混动乘用车。公司新能源研究院还与华润微旗下公司、同济大学开展三方合作，推进电池管理定制化芯片和功率芯片的开发。

图表26: 公司具备多种全电压平台的BMS制造能力


48v混合动力电池管理系统



搭载均胜BMS的大众ID系列车型



宝马电池管理系统

图表27: 公司BMS配套多家主流车企

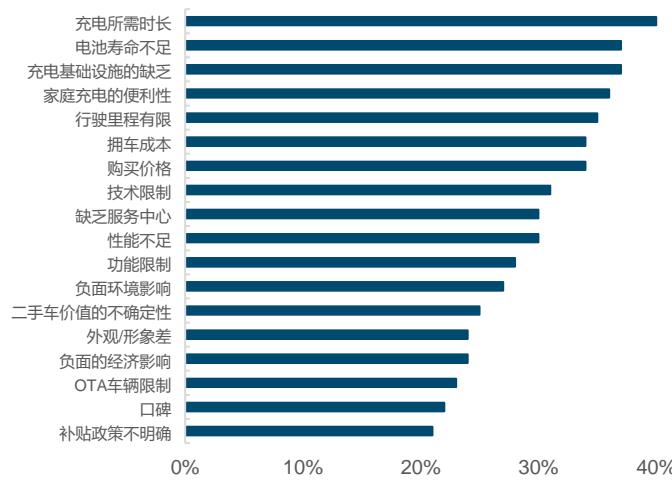
车企	车型
宝马	i3、i8、3系、5系、7系等等 EV/PHEV车型
奔驰	全系微混车型、MFA2平台
大众	大众MQB及MEB平台、ID系列
奇瑞	艾瑞泽7插电式混动车型
福特、日产、吉利、 上汽通用五菱	——

来源:《均胜电子:2022年度向特定对象发行A股股票募集说明书》-
20230511,国金证券研究所

来源:公司公告,国金证券研究所

800V高压平台成为车企缓解消费者续航里程+充电焦虑的重要方式。800V高压快充技术是一种通过提高电压来提升充电功率、缩短充电时间的新技术。相比传统的400V电压,800V高压快充技术可以大幅度提高充电效率和充电速度,为电动汽车提供更加便捷的充电体验,提高了电池的能量密度,同时减轻了车身重量,有望成为未来主流选择。

国内外车企加速布局800V高压快充车型。2019年,保时捷Taycan是全球首款800V高压平台的量产车型,支持350kw大功率快充,30分钟内电量可从5%快充到80%。近两年高压快充路线受到越来越多主机厂的青睐,国内外主流车企纷纷加速布局高压快充车型。比亚迪、北汽极狐、吉利极氪、东风岚图、长城、小鹏、零跑、理想等多家车企均已相继推出基于800V高压平台的高端车型,快充性能基本可以达到充电10min续航增加200km以上。

图表28: 消费者对于新能源汽车的担忧主要在充电方面

图表29: 800V车型陆续上市

品牌	车型	电压	充电速度	续航里程	具体时间
保时捷	Taycan	800V	23min/0%-80%	500km	2019量产
吉利	极氪001	800V	5min/120km	712km	2021发布
比亚迪	海豹系列	800V	5min/150km	700km	2023.5上市
岚图	岚图free	800V	10min/400km	631km	2022.9上市
小鹏	G9系列	800V	5min/200km	702km	2022.9上市
北汽极狐	阿尔法S系列	800V	10min/196km	735km	2022.5上市
零跑	零跑B11	800V	5min/200km+	550km	2023.7处于测试阶段
起亚	EV6	800V	18min/10%-80%	528km	2023.8上市
华为	问界M9	800V	——	——	2023Q4上市
理想	MEGA	800V	——	预计1000km	2023年底发布
奥迪	A6 e-tron	800V	10min/300km	700km	2023量产
奔驰	MMA架构	800V	——	——	2025量产

来源:尼尔森IQ,国金证券研究所

来源:汽车之家,OFweek维科网,国金证券研究所整理

具备800V功率电子供货经验,技术先发优势明显。公司功率电子产品涉及车载充电机、升压器、DC/DC转换器等,此外,公司积极布局新的领域,如储能和无线充电,其中采用高通芯片开发的无线充电系统已经获得德系整车厂商认可,并已完成了其在保时捷概念车型上的研发,目前已经投入量产。公司成功开发并量产了充电升压模块(Booster)、车载充电机(OBC)、直流电压转换器(DC/DC)、功率分配单元(PDU)等相关功率电子产品以及与电池管理系统(BMS)模块化集成的二合一、多合一解决方案。

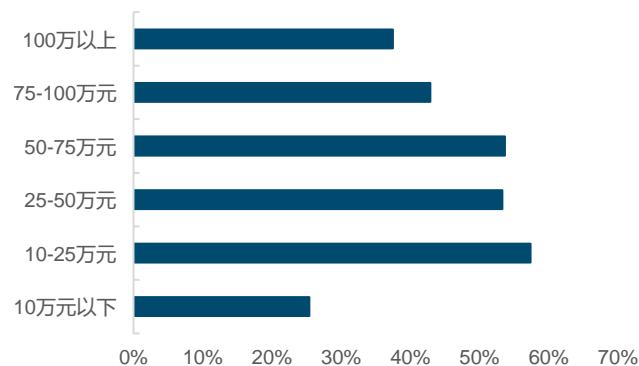
针对电压转换问题,公司推出了800V电能转换技术,通过800V升压器,实现400V充电桩充800V车。2019年保时捷Taycan就采用了公司的高压升压模块,如今在第一代保时捷单体式独立方案基础之上,公司也面向中国市场推出了第二代非独立电路的800V升压控制技术,在体积和成本上进一步优化,能大幅实现减重降本。公司800V解决方案的技术亮点在于:高压低损快充。

4.2 智能座舱：行业规模持续增长，座舱域控+人机交互合力打造新生态

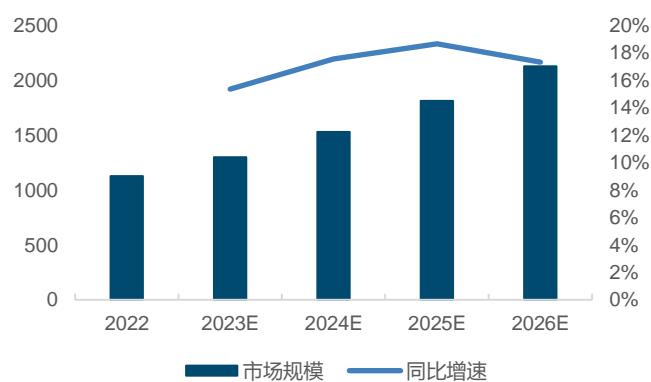
智能座舱是指集成了智能化和网联化技术、软件和硬件，并能够通过不断学习和迭代实现对座舱空间进行智慧感知和智能决策的硅基生命综合体；与机械化座舱、电子化座舱的不同在于，智能座舱能够更加高效、更加智能的感知座舱环境，并被赋予更多的人格特性与具象存在——智能技术和软件塑造灵魂基础，硬件装备则构建了智慧功能感官体系。智能驾驶舱主要构成包括车载信息娱乐系统、仪表盘、抬头显示（HUD）、流媒体后视镜、语音控制等，智能座舱中各项功能未来将集成整合为一个系统。

由于消费者对智能化的需求逐渐增多，因此在购车时智能座舱是影响消费者的重要因素。根据毕马威预测，伴随着用户对于座舱需求的增加以及主机厂的业务发展布局，2022-2026年中国智能座舱市场规模预计从1127亿元增长到2127亿元，5年CAGR超过17%。智能座舱将全面加速向移动智能空间演进，重塑驾乘场景，毕马威预测智能座舱单车价值有望从22年8100元上升至9650元。

图表30：智能座舱渗透率最高的价格区间为10-25万元



图表31：2026年中国智能座舱市场达2127亿元（单位：亿元）

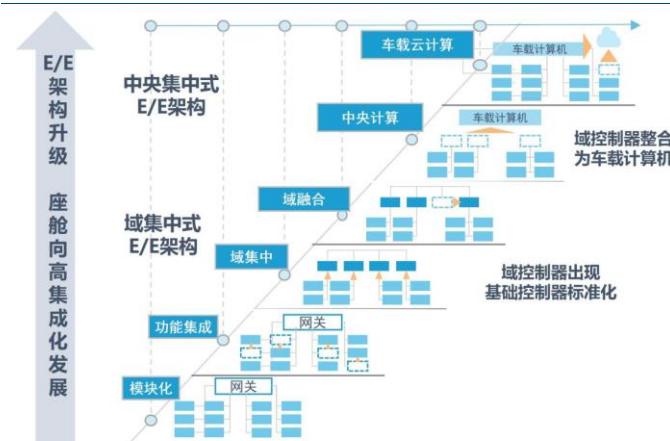


来源：智研咨询，国金证券研究所

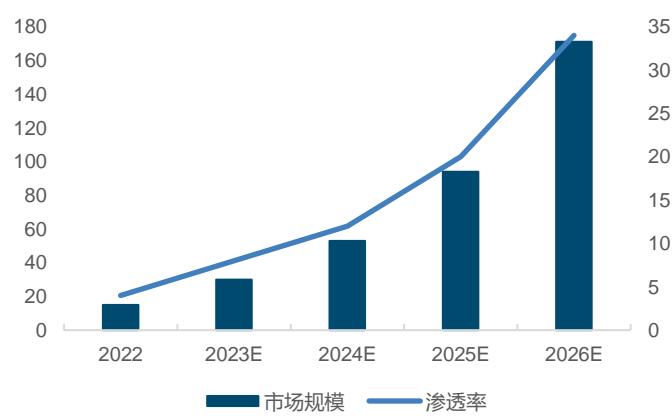
来源：毕马威，国金证券研究所

整车架构呈现集中化趋势，座舱域控市场高速增长。从硬件层面来看，座舱域控制器由一颗主控座舱芯片以及外围电路构成，经操作系统与应用生态赋能之后可以集成车载信息娱乐系统、液晶仪表、HUD等功能，接收传感器信号、计算并决策、发送指令给执行端。目前国内乃至全球，已处于分布式方案向着域集中式方案转化的趋势中，域集中式正当主流，形成单域的软硬解耦、多屏间的高效互动。据毕马威，目前座舱域控制器单车价值为1500元左右，2022年座舱域控制器渗透率仅为4%，市场规模15亿元，未来随着汽车构架向域内集中式发展，渗透率将快速上升，预计2026年渗透率将达34%，市场规模达171亿元。

图表32：整车E/E架构升级，座舱向高集成化演进



图表33：2022-2026年座舱域控高速增长（单位：亿元、%）



来源：亿欧，国金证券研究所

来源：毕马威，国金证券研究所

目前，国外主要供应商包括伟世通、哈曼、安波福、佛吉亚歌乐、现代摩比斯等；国内主要供应商包括德赛西威、东软睿驰、博泰车联网等。传统Tier1供应商受益于其竞争优势将继续维持市场份额优势；而座舱域控制器是智能座舱的直接载体，是车企体现智

能化的重要硬件，因此也成为了主机厂最关注的环节之一，并尝试更多在研发和数据上的掌控。座舱域控制器量产供应商的技术壁垒、时间壁垒较高。座舱域控制器的开发不仅仅是芯片、外围设备的集成，也需要对客户需求、软件应用的理解。

图表34：座舱域控 Tier1 供应商市场竞争优势明显

域控厂商	座舱域控制器	代表车型
均胜电子	座舱域控制器（已量产）	大众 MQB 平台、中高端车型
德赛西威	第一/二代座舱域控制器（已量产）	理想、奇瑞瑞虎、捷途
	第三代座舱域控制器（获定点）	长安、广汽埃安、奇瑞、理想
	第四代智能座舱系统（基于第 4 代骁龙）	在研
东软睿驰	C4-Alfus	一汽红旗、沃尔沃、奥迪、吉利、长安
延锋伟世通	第一/二代 SmartCore	奔驰 A 级
	第三代 SmartCore	广汽 Aion LX、星越 L、领克、奔驰 A、奔驰 C
佛吉亚	——	红旗 H9
哈曼	哈曼 Digital Cockpit 2021	ArcfoxαT、Jeep Grand Wagoneer、Jeep 新指南者
博泰车联网	座舱域控制器	东风岚图 FREE、岚图梦想家
	座舱域控制器（高通 8295 平台）	准备中
安波福	ICC	长城 WEY 摩卡、奥迪、法拉利

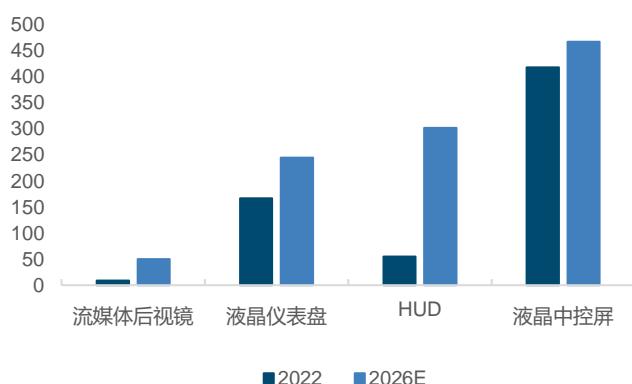
来源：毕马威，国金证券研究所

车载显示中液晶屏市场较为成熟，HUD 和流媒体后视镜赛道未来可期。车载显示是座舱智能化的重要载体，是人车交互的入口，包括中控显示屏、液晶仪表、流媒体后视镜、HUD 等，是消费者直观感知的部件。在车载显示细分赛道中，液晶仪表盘和中控屏市场相对成熟且稳定，仪表功能长期来看可能被流媒体后视镜、HUD 等替代。随着 HUD 技术逐渐成熟和 HUD 车型不断量产上市，毕马威预计 2026 年市场规模达 302 亿元；而流媒体后视镜前装市场目前处于起步阶段，且未来将持续在材料和形态升级，并与高级驾驶辅助系统（ADAS）相结合，针对细分场景（如倒车、转弯等）的流媒体方案将逐步落地，毕马威预计 2026 年市场规模达 50 亿元，5 年 CAGR 为 55%。

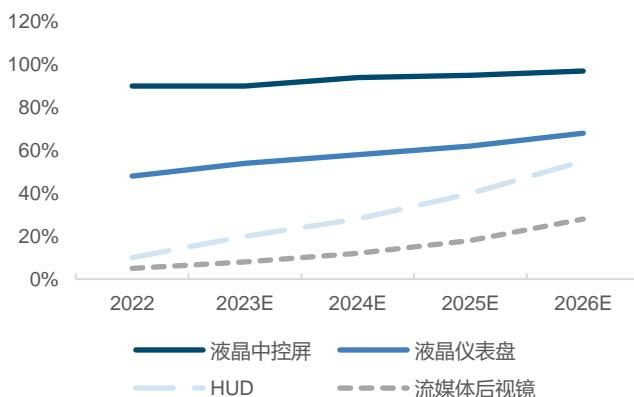
图表35：车载显示应用场景及单车价值量

车载显示	应用场景	单车价值量
液晶中控屏	车载信息娱乐系统功能的主要端口，与手机连接进行语音控制导航、音乐以及查看车辆信息	2000 元
抬头显示（HUD）	将车速、油耗（电量）、胎压、中控娱乐信息等显示在前挡风玻璃上，减少低头观察仪表的频率，提高驾驶安全性	1000-2000 元
液晶仪表	与传统机械仪表相比，液晶仪表用屏幕取代指针，提供涡轮压力、油门、刹车等车辆信息和导航地图、多媒体功能等。	2500 元
流媒体后视镜	流媒体后视镜在构成上以屏幕代替传统镜面，配备外置摄像头拍摄获取路况代替人眼，支持流媒体、物理后视镜两种显示模式，也支持智能语音交互，能有效规避传统后视镜视野宽度不足、易受天气影响、观看三镜存在时差盲点的缺陷。	500-1000 元

来源：GGII，中国产业信息网，国金证券研究所

图表36：国内HUD市场未来可期（单位：亿元）


来源：毕马威，国金证券研究所

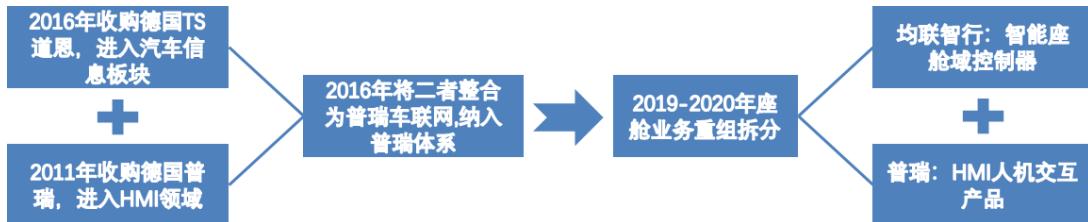
图表37：车载显示细分市场渗透率高速提升（单位：%）


来源：毕马威，国金证券研究所

公司智能座舱业务历史悠久，具备软硬件架构设计、开发与集成能力。

1) 公司 2011 年收购德国普瑞，开始进入 HMI 领域，2016 年收购德国 TS 道恩，进入汽车信息板块，同时将二者进行整合为普瑞车联网，纳入普瑞体系。公司 2019-2020 年内部重组，智能座舱业务演进为：均联智行负责智能座舱域控，普瑞负责 HMI 人机交互产品。

2) 公司为大众、奥迪、华人运通、福特等品牌量产智能座舱域控制器、车载导航引擎、信息娱乐系统等产品，具备完整的软硬件架构设计、开发与集成能力。公司座舱产品已从单一的人机交互、车载信息娱乐升级到智能座舱整体解决方案，涵盖域控制器、操作系统、中间件及应用层等，呈现多情景、多模态特征，并朝着域控融合的方向发展。在高阶智能驾驶产品形态来临之际，公司基于新一代共情座舱软件平台和智能座舱域控制器，加快推进新一代情感化智能座舱的研发与落地。

图表38：公司智能座舱业务历史悠久


来源：公司公告，国金证券研究所

座舱域控+人机交互合力，打造智能座舱新生态。

1) 智能座舱域控：公司旗下均联智行的智能座舱方案在硬件上支持各种主流芯片，软件上支持 Hypervisor 虚拟化、各种中间件和开发工具，支持多种操作系统以及整车厂商的特殊需求功能软件定制化开发。均联智行展出的智能座舱方案 nGene 系列在提升整车安全等级及性能的同时，还为用户提供全场景情感陪伴，通过多种模态的交互，充分改进用户在座舱内人机交互体验。作为大众全球平台的智能座舱合作伙伴，均联智行长期服务大众品牌，开发产品现已搭载大众旗下 3 大品牌共 1200 多万台车上，具备丰富的座舱域控制器供货经验与量产能力。

2) 人机交互产品：公司旗下普瑞公司的智能座舱多模态人机交互，包括文字、视觉、声觉、触觉和动作等交互方式的集成，还能与车机、智能内饰等汇集于座舱域控制器，并伴随算力提高和算法迭代使功能满足日渐提高的用户需求。目前，智能座舱人机交互产品系主要包括驾驶中控模块、中央控制面板、空调控制器和多功能交互开关等高品质产品，并已进入深度集成阶段。

图表39：公司提供全栈式的智能座舱解决方案

图表40：均胜为宝马提供智能座舱产品


来源：公司公告，国金证券研究所

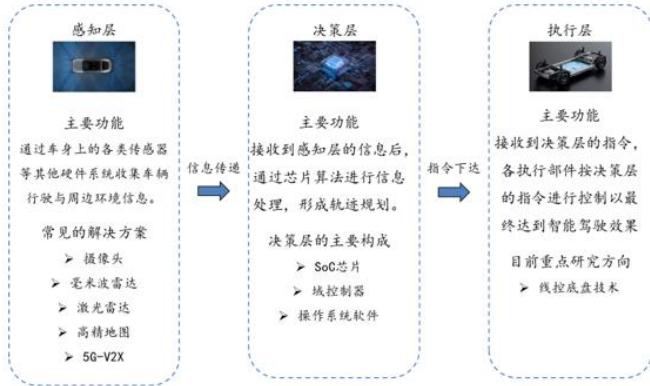
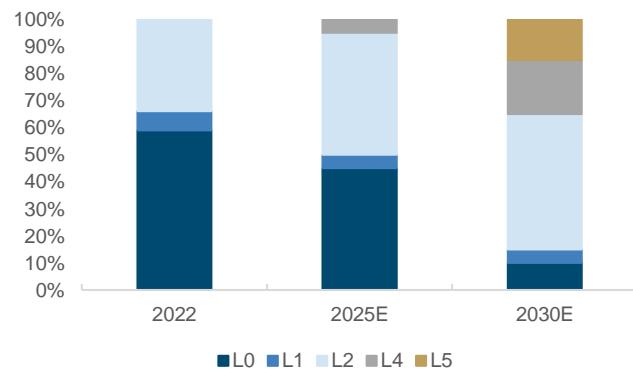
来源：公司微信公众号，国金证券研究所整理

与华为深度合作，共同拓展座舱市场。均联智行在 2021 年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。目前搭载合作产品的量产车型已在研发中。此次，均联智行扩展了与华为的全面合作，充分发挥双方在各自技术领域积累的领先优势以及丰富的市场经验，加强在座舱及座舱生态方面的全方位交流，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，形成新的价值合力，为用户提供多样化的座舱生态体验。

4.3 智能驾驶：智能汽车加速渗透，布局感知层+决策层

智能驾驶不断向更高级别渗透，部分车型开始搭载激光雷达。智能驾驶系统架构通常由感知层、决策层、执行层构成。2022 年中国 L2 级自动驾驶功能渗透率超过 30%，预计到 2025 年达到 45%，到 2025 年后 L3 车辆开始规模化量产。

高级别自动驾驶对传感器搭载数量提出更高要求，根据麦肯锡数据显示，从 L2 到 L4/L5 级，车载传感器数量从约 8 个上升到 24 个，其中激光雷达搭载数量将从 0 上升至约 4 颗。激光雷达处于智能驾驶的感知层一方面，在面对交通拥堵、疲劳驾驶等道路突发状况时，高阶智能驾驶汽车需要在极短时间进行信息收集、感知预测、决策执行等步骤，激光雷达可以快速输出三维空间数据，帮助及时做出精准判断。另一方面，在大光比、暗光、静止物体识别上面，激光雷达拥有摄像头无法比拟的优势，可以极大程度地改善毫米波雷达+摄像头解决方案可能出现的误判和漏判。

图表41：智能驾驶系统结构包括感知、决策、执行层

图表42：中国 L2 级自动驾驶加速渗透


来源：亿欧，国金证券研究所

来源：GGII，国金证券研究所整理

激光雷达进入前装量产周期。当前车企开始在智能驾驶车型上搭载激光雷达，激光雷达进入前装量产周期。主要供应商为速腾聚创、览沃科技、Innovusion (图达通)、法雷奥、禾赛科技等。未来，高阶智能驾驶的快速落地将为激光雷达带来巨大的潜在配置空间，激光雷达搭载量将继续提升。

图表43：部分车型搭载激光雷达

车型	数量 (单位: 颗)	供应商
蔚来 ET5/ET7/ES7	1	Innovusion
小鹏 P5	2	览沃科技
小鹏 G9	2	速腾聚创
理想 L9	1	禾赛科技
威马 M7	3	速腾聚创
哪吒 S	2	华为
智己 L7	1	速腾聚创
长城沙龙机甲龙	4	华为
WEY 摩卡	3	Ibeo
广汽 AION LX Plus	3	速腾聚创
ARCFOX αS	3	速腾聚创 M1
阿维塔 11	3	华为
飞凡 R7	1	Luminar
集度汽车	1	禾赛科技
高合 HiPhi Z	1	禾赛科技
Lucid Air	1	速腾聚创
宝马 ix	1	Innoviz
奥迪 E-TRON	1	法雷奥
沃尔沃 XC90	1	Luminar
奔驰新款 S 级	1	法雷奥
极星 3	2	Luminar
本田 Legend	5	法雷奥

来源：GGII，国金证券研究所

公司投资图达通，成为全球首批量产高性能激光雷达的公司之一。2021 年初公司完成对激光雷达制造商图达通战略投资。2022 年，图达通年产能 10 万台的 Falcon 激光雷达生产线由均普智能交付完成，成为全球首批量产上车的高性能激光雷达公司，也是如今国内唯一一家能量产 1550nm 激光源车载激光雷达的厂家。均联智行与图达通合作，为蔚来 ET7 提供了 120 度超广视角、等效 300 线的超高分辨率、最远可达 500 米探测距离的超远距离高精度激光雷达，产品将继续搭载于蔚来 ET5。此外，公司还在持续探索其他激光雷达、4D 毫米波雷达、摄像头等智能传感器领域的技术生态，提高公司智能驾驶全栈式解决方案的竞争力。

图表44：均联智行与图达通合作为蔚来 ET7 提供激光雷达



来源：公司微信公众号，国金证券研究所

高阶智能驾驶落地，智驾域控有望快速发展。智能驾驶域控制器是自动驾驶车辆上的“大脑”，处于智能驾驶决策层，智能驾驶域控制器承担了传感器数据输入、处理、数据融合、路径规划、决策控制等功能，具备多传感器融合、定位、路径规划、决策控制、高速通讯的能力。随着地平线征程 3、征程 5、英伟达 Xavier、Orin、高通 Snapdragon

Ride 平台、Mobileye EyeQ5、TI TDA4 等车载高性能计算芯片的陆续推出，以及中国乘用车高阶智能驾驶的快速落地，智能驾驶域控制器成为重要赛道。

智驾域控量产面临技术+时间壁垒。域控制器供应商主要包括广达、伟创力等代工厂，福瑞泰克、德赛西威、宏景智驾、知行科技等本土 Tier1，安波福、维宁尔等 Global Tier1。和硕、伟创力等代工厂依托新势力跑量，德赛西威在国产供应商中居于领先地位。域控制器芯片方案中，除了车企自研外，英伟达、地平线、Mobileye 是主流的芯片方案供应商。目前自动驾驶域控制器的量产面临两大壁垒：1) 技术壁垒，自动驾驶域控制器的设计开发面临着高复杂度、高功能安全等级、高信息安全等级等挑战，需要域控制厂商具备强大的技术开发能力和供应链整合能力。2) 时间壁垒，主机厂加快新车开发周期，供应商需要改变其传统的开发模式，按照互联网公司的开发模式，加快产品迭代速度。

图表45：主要芯片厂商下一代自动驾驶芯片规划

芯片厂商	产品名称	AI 算力 (TOPS)	功耗	算力/功耗	制程	量产时间 (SOP)
英伟达	Thor	2000	-	-	-	2025
	Orin X	254	65W	3.1	7nm	2022
高通	Ride Flex	2000	-	-	-	-
	Ride for L4/L5	700	130W	5.4	5nm	2022
Mobileye	EyeQ Ultra	176	<100 W	-	5nm	2025
	EyeQ6 High	34	12.5W	-	7nm	2024
华为	MDC810	400+	-	-	-	2021
地平线	征程 J6	400	-	-	7nm	2024
	征程 J5	128	30W	4.3	16nm	2022

来源：各公司官网，GGII，国金证券研究所

与国内外领先芯片企业合作进军智能域控，实现“从 0 到 1”突破。公司已与英伟达、高通、地平线、黑芝麻等芯片厂商建立合作关系，并和国内外多家整车厂商共同推进基于不同芯片平台的智能驾驶域控制器、驾舱融合域控制器及中央计算单元等项目的研发，着力 L2++ 至 L4 级自动驾驶域控制器和功能模块的研发。

- 1) 2021 年均联智行与黑芝麻科技签署了自动驾驶域控制器开发协议，计划于 2023 年量产自动驾驶域控制器；
- 2) 2023 年上半年均联智行公布了首款智能驾驶域控制器产品 nDriveH，为全球首批基于高通 SnapdragonRide 第二代芯片平台的自动驾驶硬件解决方案。
- 3) 目前，公司也发布基于地平线征程系列芯片的智能驾驶域控产品，包含 nDriveM 等高性价比的系列智驾域控产品。

图表46：均联智行与黑芝麻合作布局智驾域控



来源：公司微信公众号，国金证券研究所

图表47：公司发布首款智驾域控制器 nDriveH

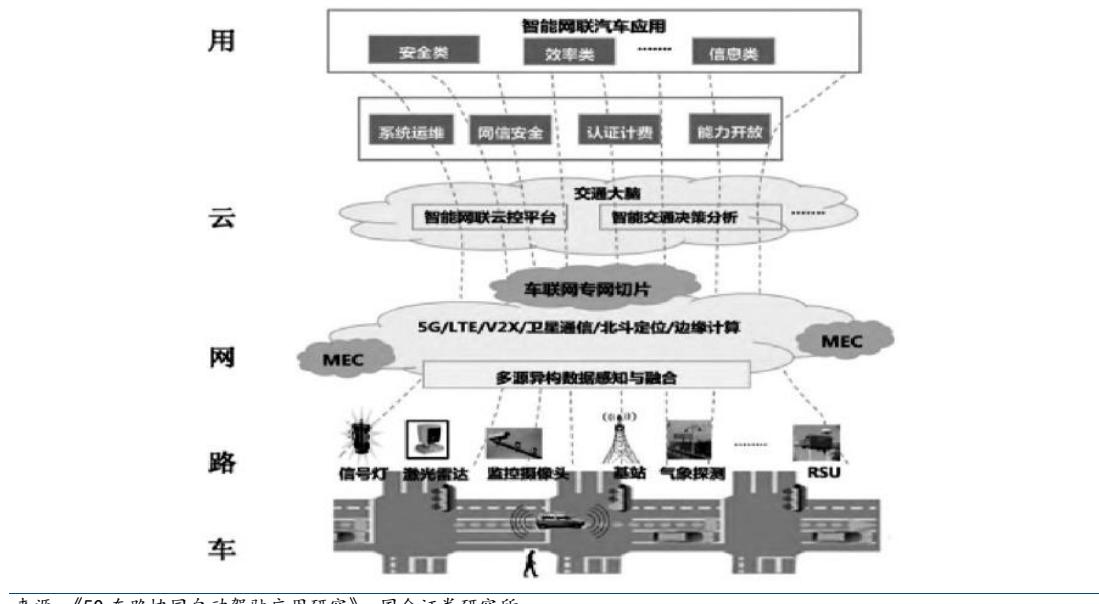


来源：公司微信公众号，国金证券研究所整理

车路协同是采用先进的无线通信和新一代互联网等技术，全方位实施车与车、车与路、车与人之间动态实时信息交互，保证交通安全，提高通行效率，从而形成安全、高效和环保的道路交通系统。单车侧、路测设备及车路协同设备等前端设备通过传感器集成技术对周围环境进行感知同时上传至边缘层，云端的 V2X 平台完成各类信息的交互后，云端通过交通大脑的分析情况做出相应的决策传至车辆，智能汽车再结合自身的感知能力、

决策能力、控制能力和数据信息的交互能力做出合理决策。“用”则是指在智能汽车终端具体的终端应用以及系统运维、网信安全等支持活动。

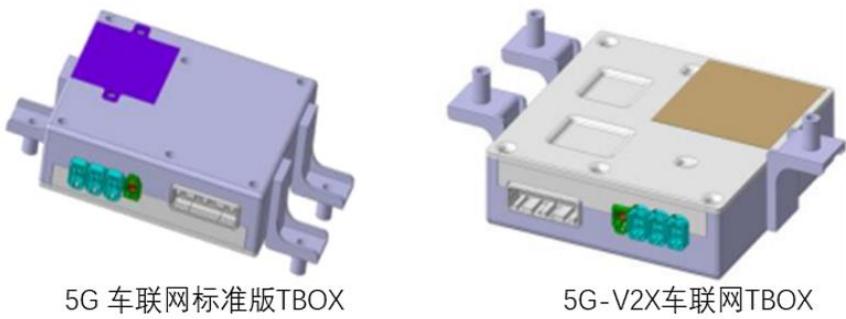
图表48：典型车路协同系统架构示意图



来源：《5G 车路协同自动驾驶应用研究》，国金证券研究所

布局车路协同，首家量产 5G-V2X 产品。均联智行已成为全球首家可量产 5G-V2X 产品的科技型供应商，并已获得蔚来汽车、华人运通（高合品牌）等多个头部新兴汽车制造企业量产项目订单。2022 年，随着国内造车新势力客户 5G-V2X 订单开始进入放量生产阶段，公司智能网联系统的收入实现了快速增长，目前收入规模已超亿元，同时公司新业务订单实现了快速增长，新获订单客户包括法系、德系的多个全球知名品牌及国内自主品牌。目前公司从 5G+C-V2X 拓展至了数字智能天线产品，新订单预计将会在近 1~2 年内开始进入量产阶段，未来随着这些在手订单的逐步放量，预计会给公司的智能网联业务带来业绩增长。

图表49：公司可量产 5G-V2X 产品



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

5、盈利预测与投资建议

1) 智能汽车电子-汽车安全系统业务：汽车安全是公司的传统核心业务，受益于下游客户销量的不断增长和安全业务整合的完成。因此我们预计 2023-2025 年智能汽车电子-汽车安全系统业务营收分别为 361、376、385 亿元。公司的智能汽车电子-汽车安全系统业务已是成熟业务，且公司与客户合作关系稳固，同时业务逐步整合的完成。因此我们预计 2023-2025 年公司业务毛利率分别为 10.3%、11.0%、11.3%，对应毛利为 37、41、44 亿元。

2) 汽车电子业务：公司汽车电子业务包括新能源管理、智能座舱、智能驾驶等模块，随着电动化和智能化不断渗透，受益于下游客户销量的增长。因此我们预计 2023-2025 年汽车电子业务营收分别为 182、230、292 亿元。汽车电子业务规模不断扩大，且采取一系列降本增效措施，有望降低成本，因此我们预计 2023-2025 年公司汽车电子业务毛利

率分别为 19.5%、20.0%、20.5%，对应毛利为 36、46、60 亿元。

费用假设：假设 23-25 年，随公司业务规模扩张，销售费用率/管理费用率逐年小幅上升，分别为 1.8%/1.9%/2.0%、4.9%/5.0%/5.1%。此外，由于公司逐步加大对汽车电子业务的投入，研发费用率逐步上升，假设 23-25 年研发费用率分别为 4.4%/4.5%/4.6%。

图表50：盈利预测

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	616.99	478.9	456.7	497.93	546.373	608.628	680.913
yoy		-22.38%	-4.64%	9.03%	9.73%	11.39%	11.88%
营业成本	518.27	415.16	403.59	438.38	473.45	521.16	577.26
毛利	98.72	63.74	53.11	59.55	72.92	87.47	103.65
毛利率	16%	13.31%	11.63%	11.96%	13.35%	14.37%	15.22%
1、智能汽车电子-汽车安全系统业务							
营业收入	470.71	331.32	323.06	344.00	361.2	375.65	385.04
yoy		-29.61%	-2.49%	6.48%	5.0%	4.0%	2.5%
毛利	71.92	37.24	27.43	31.44	37.20	41.32	43.51
毛利率	15.28%	11.24%	8.49%	9.14%	10.30%	11.00%	11.3%
2、汽车电子							
营业收入	101.64	102.5	127.15	150.96	182.05	229.55	292.10
yoy		0.85%	24.05%	18.73%	20.60%	26.09%	27.25%
毛利	18.97	16.96	24.15	27.96	35.50	45.91	59.88
毛利率	18.66%	16.55%	18.99%	18.52%	19.50%	20.00%	20.50%
3、内外饰功能件							
营业收入	38.36	36.71					
yoy	6.94%	-4.30%					
毛利	8.93	8.00					
毛利率	23.29%	21.80%					

来源：国金证券研究所

备注：内外饰功能件业务之前为公司子公司均胜群英旗下业务，21 年公司将均胜群英的 51%股份出售给香山股份

我们采用 PE 估值法对公司进行估值。我们选取 4 家可比公司对公司进行估值，分别为德赛西威、经纬恒润、科博达、松原股份。2023-2025 年，4 家可比公司的平均 PE 分别 42/31/23 倍。

我们认为，公司作为国内汽车安全方面的龙头企业，随着业务整合的完成，智能汽车电子-汽车安全系统业务业绩有望持续提升，在汽车安全赛道处于领先地位的同时，在汽车电子领域也享受电动化和智能化加速渗透带来的行业空间增长。我们预计公司 23/24/25 年归母净利润分别为 10/14/19 亿元，给予公司 24 年 PE 30 倍，目标市值 423 亿元，目标价 30.02 元/股，给予“增持”评级。

图表51：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价(元)	EPS					PE				
			2021	2022	2023E	2024E	2025E	2021	2022	2023E	2024E	2025E
002920.SZ	德赛西威	125.00	1.50	2.13	2.76	3.85	5.07	94.34	49.41	45.28	32.49	24.66
688326.SH	经纬恒润	119.44	1.62	1.96	1.33	2.60	4.06	—	76.37	84.12	44.44	29.40
603786.SH	科博达	69.85	0.97	1.11	1.59	2.12	2.70	82.61	59.08	44.07	33.21	26.09
300893.SZ	松原股份	29.12	0.74	0.53	0.82	1.10	1.67	51.70	51.27	35.69	26.55	17.43
平均值								76.22	59.03	52.29	34.17	24.40
600699.SH	均胜电子	19.18	-2.74	0.29	0.72	1.00	1.36	-8.01	48.76	26.57	19.16	14.11

来源：iFind，国金证券研究所测算

注：股价截止于 2023 年 11 月 3 日。

6、风险提示

- 全球汽车产销不及预期。公司海外业务占比较大，如果全球汽车产销不及预期，从而拖累公司订单落地，导致公司盈利不达预期。

- 安全业务整合效果不及预期。当前公司安全业务整合接近尾声，若整合效果不及预期，公司业绩难以达到市场预期水平。
- 汽车电子业务开拓不及预期。若新能源管理、智能座舱、智能驾驶等业务市场及客户开拓不及预期，可能导致公司整体营收和盈利水平不及预期。
- 大股东股权质押风险。截至 2023 年 10 月 24 日，大股东均胜集团累计质押股份比例为 64.6%，大股东大比例股权质押可能带来一定的股价波动、公司治理风险。
- 汇率波动风险。2023H1 公司海外营收占比接近 80%，汇率波动较大将会对公司业绩造成影响。
- 地缘政治风险。公司汽车安全业务欧洲区营收规模较大，若俄乌冲突持续，可能会对公司的业务经营和业绩造成较大影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	47,890	45,670	49,793	54,637	60,863	68,091	货币资金	8,650	6,247	5,405	4,933	5,188	5,468
增长率	-4.6%	9.0%	9.7%	11.4%	11.9%		应收账款	8,622	8,996	9,220	9,718	10,825	12,111
主营业务成本	-41,517	-40,360	-43,839	-47,345	-52,116	-57,726	存货	6,330	7,031	8,512	8,691	9,138	9,489
%销售收入	86.7%	88.4%	88.0%	86.7%	85.6%	84.8%	其他流动资产	2,577	1,979	1,839	1,837	1,906	1,978
毛利	6,373	5,310	5,954	7,292	8,747	10,365	流动资产	26,179	24,252	24,976	25,179	27,057	29,047
%销售收入	13.3%	11.6%	12.0%	13.3%	14.4%	15.2%	%总资产	46.5%	47.3%	46.2%	45.9%	47.2%	48.5%
营业税金及附加	-134	-122	-141	-153	-170	-191	长期投资	2,575	2,755	3,158	3,158	3,158	3,158
%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	13,517	12,756	13,295	13,586	13,883	14,225
销售费用	-901	-1,185	-845	-983	-1,156	-1,362	%总资产	24.0%	24.9%	24.6%	24.8%	24.2%	23.7%
%销售收入	1.9%	2.6%	1.7%	1.8%	1.9%	2.0%	无形资产	11,771	9,239	9,811	9,889	10,001	10,108
管理费用	-3,068	-2,765	-2,382	-2,650	-3,013	-3,439	非流动资产	30,086	27,074	29,136	29,695	30,266	30,878
%销售收入	6.4%	6.1%	4.8%	4.9%	5.0%	5.1%	%总资产	53.5%	52.7%	53.8%	54.1%	52.8%	51.5%
研发费用	-2,301	-2,347	-2,139	-2,377	-2,739	-3,132	资产总计	56,265	51,327	54,112	54,874	57,323	59,925
%销售收入	4.8%	5.1%	4.3%	4.4%	4.5%	4.6%	短期借款	8,331	4,883	7,137	7,569	7,765	7,547
息税前利润 (EBIT)	-32	-1,109	447	1,129	1,669	2,242	应付款项	8,314	8,178	9,606	9,538	10,504	11,639
%销售收入	n. a	n. a	0.9%	2.1%	2.7%	3.3%	其他流动负债	3,878	4,147	4,131	3,302	3,681	4,099
财务费用	-1,073	-972	-478	-527	-555	-568	流动负债	20,524	17,209	20,875	20,410	21,950	23,285
%销售收入	2.2%	2.1%	1.0%	1.0%	0.9%	0.8%	长期贷款	11,866	13,499	12,468	12,885	12,885	12,885
资产减值损失	-236	-2,130	-33	0	0	0	其他长期负债	4,407	3,765	3,065	2,760	2,823	2,931
公允价值变动收益	-3	63	102	0	0	0	负债总计	36,797	34,472	36,408	36,055	37,658	39,101
投资收益	1,798	161	124	170	180	190	普通股股东权益	15,169	11,373	12,253	13,449	14,295	15,443
%税前利润	364.2%	-4.2%	25.9%	15.4%	10.9%	8.4%	其中：股本	1,368	1,368	1,368	1,409	1,409	1,409
营业利润	487	-3,878	292	912	1,449	2,034	未分配利润	4,480	523	901	1,511	2,357	3,506
营业利润率	1.0%	n. a	0.6%	1.7%	2.4%	3.0%	少数股东权益	4,300	5,481	5,451	5,371	5,371	5,381
营业外收支	7	-11	188	190	210	230	负债股东权益合计	56,265	51,327	54,112	54,874	57,323	59,925
税前利润	494	-3,889	480	1,102	1,659	2,264							
利润率	1.0%	n. a	1.0%	2.0%	2.7%	3.3%							
所得税	-290	-646	-247	-165	-249	-340							
所得税率	58.7%	n. a	51.4%	15.0%	15.0%	15.0%							
净利润	204	-4,535	233	937	1,410	1,925							
净利润	204	-4,535	233	937	1,410	1,925							
少数股东损益	-412	-782	-161	-80	0	10							
经营活动现金净流	2,988	5,066	2,921	1,786	1,837	1,896							
资本开支	-718	961	661	551	625	558							
投资活动现金净流	412	329	-1,646	-1,439	-117	16							
筹资活动现金净流	2,885	1,821	2,170	1,836	3,754	4,395							
净利润率	1.3%	n. a	0.8%	1.9%	2.3%	2.8%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	204	-4,535	233	937	1,410	1,925	每股指标						
非现金支出	2,988	5,066	2,921	1,786	1,837	1,896	每股收益	0.450	-2.743	0.288	0.722	1.001	1.359
经营活动收益	-718	961	661	551	625	558	每股净资产	11,088	8,313	8,956	9,547	10,147	10,963
营运资金变动	412	329	-1,646	-1,439	-117	16	每股经营现金流	2.109	1.331	1.586	1.303	2.665	3.120
经营活动现金净流	2,885	1,821	2,170	1,836	3,754	4,395	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.289	0.400	0.544
投资活动现金净流	-2,696	-2,394	-2,675	-1,712	-1,902	-1,968	回报率						
股权投资	3,290	1,694	892	586	0	0	净资产收益率	4.06%	-33.00%	3.22%	7.56%	9.86%	12.40%
债权投资	89	-235	45	518	206	-208	总资产收益率	1.10%	-7.31%	0.73%	1.85%	2.46%	3.19%
其他	-2,460	-3,444	-1,168	-1,521	-1,674	-1,844	投入资本收益率	-0.03%	-3.58%	0.58%	2.42%	3.49%	4.58%
筹资活动现金净流	918	-1,985	-231	-417	-1,468	-2,052	增长率						
现金净流量	1,082	-2,576	-704	-294	384	374	主营业务收入增长率	-22.38%	-4.64%	9.03%	9.73%	11.39%	11.88%
							EBIT增长率	N/A	3391.56%	-140.36%	152.39%	47.79%	34.36%
							净利润增长率	-34.45%	-709.13%	-110.50%	157.98%	38.66%	35.78%
							总资产增长率	-1.16%	-8.78%	5.43%	1.41%	4.46%	4.54%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	57.6	54.7	53.0	53.0	53.0	53.0
							存货周转天数	59.9	60.4	64.7	67.0	64.0	60.0
							应付账款周转天数	78.0	68.5	66.5	67.0	67.0	67.0
							固定资产周转天数	87.4	87.3	81.7	67.7	54.8	43.8
							偿债能力						
							净负债/股东权益	55.27%	69.62%	77.12%	79.56%	75.84%	69.23%
							EBIT利息保障倍数	0.0	-1.1	0.9	2.1	3.0	3.9
							资产负债率	65.40%	67.16%	67.28%	65.70%	65.69%	65.25%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1. 00 =买入； 1. 01~2. 0=增持； 2. 01~3. 0=中性

3. 01~4. 0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路1088号
紫竹国际大厦5楼

北京

电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街26号
新闻大厦8层南侧

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
18楼1806