

# 国内领先的汽车科技平台化供应商，全面启动“汽车+机器人 Tier1”双轨战略

买入|维持

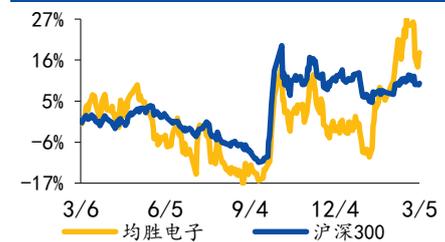
## ——均胜电子(600699)深度报告

当前价： 19.08 元

### 基本数据

52周最高/最低价(元):	20.52 / 13.49
A股流通股(百万股):	1368.08
A股总股本(百万股):	1408.70
流通市值(百万元):	26103.05
总市值(百万元):	26878.03

### 过去一年股价走势



资料来源: Wind

### 相关研究报告

《国元证券公司研究-均胜电子(600699.SH)公司点评: 国际化企业盈利提升, 智能化大厂持续向前》  
2024.07.31

### 报告作者

分析师 刘乐  
执业证书编号 S0020524070001  
电话 021-51097188  
邮箱 liule@gyzq.com.cn

分析师 陈烨尧  
执业证书编号 S0020524080001  
电话 021-51097188  
邮箱 cheneyeyao@gyzq.com.cn

### 报告要点:

● 公司是中国第二大汽车零部件厂商，已成功打造完备的汽车科技平台在汽车主营业务领域，公司经过 20 多年的持续深耕，成功打造了一个高度全球化的汽车科技平台，实现了产品和解决方案在多元领域的互补布局，覆盖了座舱域、智驾域、网联域、动力域和车身域等汽车核心板块。截至 2023 年，公司已成为中国第二大独立汽车零部件供应商，中国第二大和全球第四大智能座舱域控系统提供商，以及中国和全球第二大汽车被动安全产品提供商。下游客户方面，公司已实现全球领先客户广泛覆盖。截至 2024 年 9 月 30 日，据弗若斯特沙利文数据，整车厂客户覆盖超 100 个全球汽车品牌，合计市场份额超 90%，涵盖中国和全球十大整车厂，广泛深度覆盖全球电动车领先品牌。

### ● 公司于 2025 年全面启动“汽车+机器人 Tier1”双轨战略

公司于 2025 年年初积极响应董事长战略指引，全面启动人形机器人全产业链布局。公司依托在智能座舱、自动驾驶等领域的全栈技术积累，率先构建“汽车+机器人 Tier1”双轨战略。目前，公司已在机器人领域取得多项进展，在智能传感器领域，公司自主研发的嗅觉传感器于 2025 年 2 月 14 日正式发布，标志着公司在机器人感知层核心部件的创新实力；在核心关节方面，公司旗下孙公司 NESINEXT 已联合黑芝麻智能及傅利叶共同推出通用人形机器人“灵巧手”产品；在重点客户开拓方面，公司通过将车规级传感器融合算法、精密执行器工程能力等核心技术迁移至具身智能领域，已实现核心零部件的送样验证。

### ● 投资建议与盈利预测

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 565.04/639.26/689.58 亿元，归母净利润分别为 12.97\16.25\19.56 亿元，对应 PE 20.72x\16.54x\13.74x。考虑到公司作为汽车安全与汽车智能化领域领先企业，其汽车相关业务有望持续受益于全球汽车电气化与智能化发展趋势，同时公司在具身智能等领域的布局有望逐步落地兑现，看好公司中长期成长空间，维持“买入”评级。

### ● 风险提示

全球汽车销量不及预期风险、公司降本增效不及预期风险、具身智能落地不及预期风险、公司具身智能等技术创新不及预期风险、商誉减值风险、汇率风险。

### 附表：盈利预测

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	49793.35	55728.48	56503.54	63925.97	68958.07
收入同比(%)	9.03	11.92	1.39	13.14	7.87
归母净利润(百万元)	394.18	1083.19	1297.16	1624.61	1955.83
归母净利润同比(%)	110.50	174.79	19.75	25.24	20.39
ROE(%)	3.22	7.98	8.93	10.12	11.04
每股收益(元)	0.28	0.77	0.92	1.15	1.39
市盈率(P/E)	68.19	24.81	20.72	16.54	13.74

资料来源: Wind, 国元证券研究所

## 目 录

1. 人形机器人第二曲线崛起，协同发展快速推进.....	4
1.1 均胜集团开启人形机器人第二曲线，分工协同布局清晰.....	4
1.2 工业化量产能力赋能关键零部件，多场景下游协同整机落地.....	8
1.3 合作国内外领先整机厂，机器人 TIER1 蓄势待发.....	11
2. 公司汽车主营业务布局完善，充分受益智能化浪潮.....	13
2.1 公司通过围绕汽车电子与汽车安全，构建覆盖智能汽车全域的技术矩阵.....	13
2.2 产能与研发双网络覆盖，本土化响应能力构筑护城河.....	15
3. 资本管理强信心，战略协同促升维.....	18
3.1 战略举措强化信心，资本优化夯实长期价值.....	18
3.2 实现控股香山股份，协同推进智能电动产业链全球化布局.....	19
4. 投资建议.....	20
5. 风险提示.....	22

## 图表目录

图 1:公司历史产品矩阵布局及战略聚焦梳理.....	4
图 2:公司经营成果梳理.....	4
图 3:公司汽车各业务板块与人形机器人业务深度契合.....	5
图 4:公司自主研发的嗅觉传感器展示图.....	6
图 5:公司旗下孙公司 NESINEXT 联合黑芝麻智能及傅利叶共同研发的“灵巧手”产品.....	6
图 6:均胜电子与均普智能股权关系图(截至 2025 年 3 月 1 日).....	7
图 7:均普智能“贾维斯 1.0”展示图.....	8
图 8:均普智能“贾维斯 2.0”展示图.....	8
图 9:公司在汽车智能化领域主要硬件产品.....	10
图 10:公司在汽车电气化领域主要硬件产品.....	10
图 11:公司集成安全解决方案示意图.....	13
图 12:公司产品与解决方案矩阵.....	14
图 13:2022 年至 2024 年前三季度公司各业务板块收入情况(单位:百万元).....	15
图 14:2022 年至 2024 年前三季度公司各业务板块收入占比情况.....	15
图 15:香山股份 2021 年至 2024 年上半年主营业务营业收入情况(单位:亿元).....	19
图 16:香山股份 2021 年至 2024 年上半年主营业务营业收入毛利率情况.....	19
图 17:香山股份汽车业务下游客户情况.....	20
表 1:人形机器人与自动驾驶技术对比.....	9
表 2:整车制造商布局人形机器人赛道核心驱动力梳理.....	11
表 3:公司下游客户目前布局人形机器人产业最新情况梳理.....	12
表 4:公司全球各地研发中心布局梳理.....	16

---

表 5:公司全球各地工厂布局梳理.....	17
表 6:公司股份回购安排 .....	18
表 7:公司港股 IPO 资金主要用途梳理.....	18
表 8:公司收入拆分及预测 (百万元) .....	21
表 9:公司盈利预测.....	21
表 10:可比公司估值 (单位:百万元) .....	22

## 1. 人形机器人第二曲线崛起，协同发展快速推进

### 1.1 均胜集团开启人形机器人第二曲线，分工协同布局清晰

在汽车主营业务端，公司通过聚焦汽车电子与汽车安全双赛道，已构建完备的智能汽车全域的技术矩阵。在汽车主营业务领域，公司经过 20 多年的持续深耕，成功打造了一个高度全球化的汽车科技平台，实现了产品和解决方案在多元领域的互补布局，覆盖了座舱域、智驾域、网联域、动力域和车身域等汽车核心板块。截至 2023 年，公司已成为中国第二大独立汽车零部件供应商，中国第二大和全球第四大智能座舱域控系统提供商，以及中国和全球第二大汽车被动安全产品提供商。下游客户方面，公司已实现全球领先客户广泛覆盖。截至 2024 年 9 月 30 日，据弗若斯特沙利文数据，整车厂客户覆盖超 100 个全球汽车品牌，合计市场份额超 90%，涵盖中国和全球十大整车厂，广泛深度覆盖全球电动车领先品牌。

图 1:公司历史产品矩阵布局及战略聚焦梳理



资料来源:公司公告, 国元证券研究所绘制

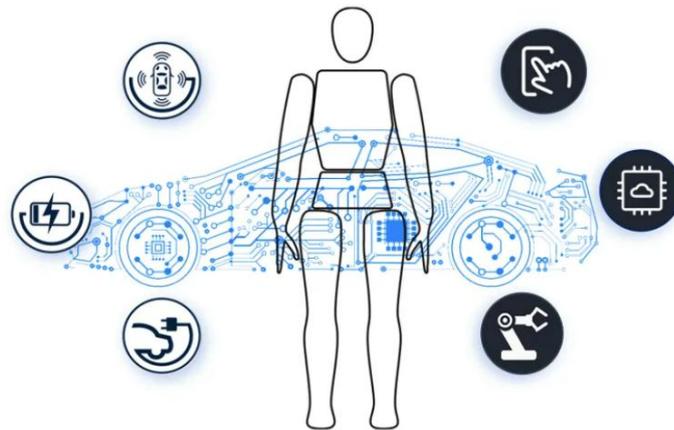
图 2:公司经营成果梳理



资料来源:公司公告, 国元证券研究所绘制

步入 2025 年，董事长发布全新战略指引，公司全面启动人形机器人布局。公司于 2025 年年初积极响应董事长王剑峰“再创业，创新前行”的战略指引，全面启动人形机器人全产业链布局。作为全球头部汽车科技供应商，公司依托在智能座舱、自动驾驶等领域的全栈技术积累，率先构建“汽车+机器人 Tier1”双轨战略，通过将车规级传感器融合算法、精密执行器工程能力等核心技术迁移至具身智能领域，已实现核心零部件的送样验证。

图 3: 公司汽车各业务板块与人形机器人业务深度契合



资料来源:均胜电子官方公众号, 国元证券研究所

在人形机器人传感器环节，公司通过自主研发已实现技术突破。公司近日已在具身智能领域实现技术突破，其自主研发的嗅觉传感器于 2025 年 2 月 14 日正式发布，标志着公司在机器人感知层核心部件的创新实力。该传感器采用 4mm 微型化芯片架构，集成 10,000 个垂直排列纳米管阵列，在 240 毫瓦超低功耗下可实现 20-60 秒快速响应，其检测精度达十亿分之一浓度级 (ppb)，对 8 种单一气体识别准确率突破 99% 行业阈值，并具备复杂混合气体的多维度解析能力。产品创新性地融合环境监测与安全预警功能，在燃气泄漏场景下，0.1 秒的极速告警性能远超传统传感器，而在食物氧化检测环节，更实现了 3 秒级的高效判定，为智能机器人构建多维感知体系提供关键技术支持。依托车规级零部件的大规模量产经验，公司已将该传感器送样头部机器人厂商，其工程化能力有望加速产品在环境监测、医疗诊断等领域的商业化落地，进一步巩固“汽车+机器人 Tier1”的产业定位。

图 4:公司自主研发的嗅觉传感器展示图



资料来源:芯传感, 国元证券研究所

除传感器业务外,公司在核心关节灵巧手领域亦取得关键性研究成果。均胜电子旗下孙公司 NESINEXT 联合黑芝麻智能及傅利叶共同研发的通用的人形机器人“灵巧手”产品,在 CES2025 会展上成功亮相。在该产品中, NESINEXT 凭借在汽车领域积累的算法与软件工具链能力,为“灵巧手”提供了强大的软件支持,确保系统的稳定性和高效运行。目前, NESINEXT 已与黑芝麻智能及傅利叶智能针对具身智能应用达成深度合作伙伴关系。展望未来,三方将继续携手,共同探寻智能硬件在未来发展的更多可能性。

图 5:公司旗下孙公司 NESINEXT 联合黑芝麻智能及傅利叶共同研发的“灵巧手”产品



资料来源:均联智行 JOYNEXT 公众号, 国元证券研究所

协同兄弟企业均普智能,加速实现关键零部件环节落地。除均胜电子体系内零部件发展进度较为迅猛外,其兄弟公司均普智能已在具身智能整机的研发与生产制造方

面积累了全栈技术布局。目前，均普智能自主研发的贾维斯人形机器人已迭代至 2.0 版本：

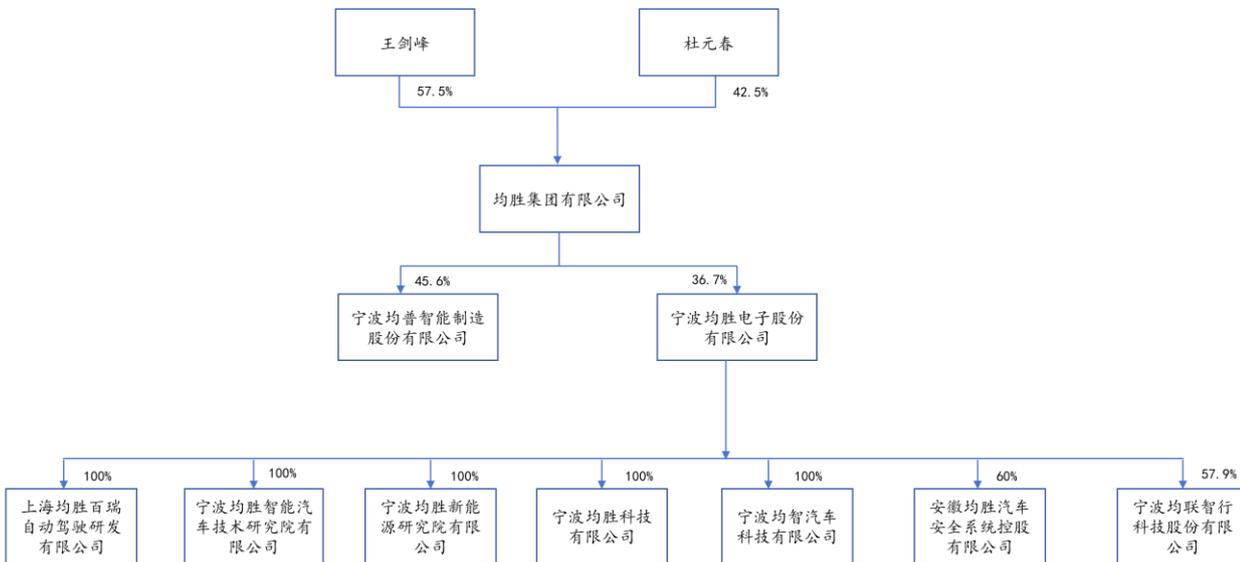
**在核心参数方面：**“贾维斯 2.0”采用了均普智能自主研发的新一代智能骨架技术，通过轻量化设计显著提升操作灵活性。此外，新版本人形机器人的关节自由度高达 40 个，灵巧手的自由度达 11 个，能够精准模拟人类手部运动，动作流畅性与协调性大幅提升，进而可完成精细化操作，适应更复杂多样的工作环境。

**在智能化方面：**“贾维斯 2.0”配备了集成激光雷达、双目摄像头、六维力传感器、嗅觉传感器等在内的全方位感知系统，能够实时获取环境信息并做出准确判断与响应。同时，“贾维斯 2.0”接入语言大模型系统，可通过语音指令完成任务，并实现自然语言交流。

目前，均普智能不仅构建了涵盖整机研发、高精度六维力传感器、纯固态激光雷达等核心部件的技术矩阵，还依托智能工厂场景与三家头部人形机器人企业建立深度合作，并联合宁波均普人工智能研究院开展具身智能关键技术攻关。

我们认为，均普智能与头部人形机器人企业的深度合作以及整机研发经验，为均胜电子提供了精准的零部件验证平台。通过实际应用场景数据的反哺，均胜电子的智能控制器、高精度执行器等核心模块得以快速迭代优化。这种协同模式有效解决了机器人领域“零部件研发与整机需求脱节”的行业痛点，使均胜电子在传感器融合、实时控制系统等关键领域形成车规级技术迁移优势。

图 6: 均胜电子与均普智能股权关系图 (截至 2025 年 3 月 1 日)



资料来源: 天眼查, 国元证券研究所

图 7:均普智能“贾维斯 1.0”展示图



资料来源:宁波高新区发布, 国元证券研究所

图 8:均普智能“贾维斯 2.0”展示图



资料来源:维科网机器人, 国元证券研究所

## 1.2 工业化量产能力赋能关键零部件，多场景下游协同整机落地

从技术架构的角度剖析，人形机器人与整车在智能化方面呈现出较高的相似性：

**在感知层：**自动驾驶与人形机器人都依赖多模态传感器融合来实现对环境的精准理解。在自动驾驶领域，通过摄像头、毫米波雷达、激光雷达等多种传感器的协同配合，构建起三维环境模型。例如，特斯拉的 HW4.0 系统配备了 7 个摄像头以及毫米波雷达，以此实现对道路环境的全方位感知。而人形机器人则需要融合视觉、力觉和惯性测量单元（IMU）等多种传感器。以 Optimus 为例，其头部配备双目相机用于视觉感知，同时借助关节扭矩传感器实现力觉感知，再配合 IMU 以维持动态平衡。

**在决策层：**自动驾驶与人形机器人的核心算法均需应对实时路径规划与避障的挑战。特斯拉的 FSD Beta 系统采用 Occupancy Network（占据网络），而人形机器人运动控制则常运用 QP（二次规划）算法。两者都需要在毫秒级的响应时间内，权衡能耗、稳定性等多目标约束，以实现最优的决策效果。

**在执行层：**自动驾驶与人形机器人都对执行机构提出了高精度与快速响应的要求。在自动驾驶领域，线控转向和制动系统（如 EHB 方案）的响应时间已低于 150 毫秒；而人形机器人基于大模型的控制周期目标，则是向工业机器人 3 至 10 毫秒的响应速度趋同。

**表 1: 人形机器人与自动驾驶技术对比**

	感知层			决策层			执行层		
	用途	构成	主流解决方案	用途	构成	主流解决方案	用途	构成	主流解决方案
人形机器人	用于感知外部环境变化、获取相关信息	激光雷达、单目摄像头、深度摄像头、里程计	(1) SLAM 视觉导航, 通过车载视觉摄像头采集信息; (2) SLAM 激光导航, 目前逐渐由 2D 向 3D 过渡	根据感知信息来进行判断决策, 确定适当的工作模型, 并制定相应的控制策略	芯片、算法 (全局路径规划与局部路径规划)	宽度优先搜索算法、概率地图算法、深度优先搜索算法、快速拓展随机树算法、人工势场算法、模糊逻辑算法、遗传算法、神经网络算法	通过驱动、制动及转向控制系统的相互配合, 使汽车或机器人能够稳定行驶	(1) 底层控制: 以机械部分、驱动器、传感器等为核心的本体控制;	集合控制硬件、软件与人工智能的智能控制系统, 具备学习、抽象、推理、决策能力; 适应环境变化; 自动完成任务
自动驾驶		单目摄像头、深度摄像头、激光雷达、毫米波雷达、超声波雷达、高精地图	(1) 由摄像头主导、配合毫米波雷达等组成纯视觉算法; (2) 由激光雷达主导, 配合摄像头、毫米波雷达等组成的 3D 激光雷达算法					操作系统、芯片、算法、高精度地图以及云平台, 核心是自动驾驶 AI 芯片	
相似点	智能导航的硬件 (激光雷达、摄像头等) 与软件 (感知导航算法) 趋同			均需用云端进行数据处理和模型训练, 依赖算法模型做路径规划			均采用智能控制系统实现汽车或机器人的运动		

资料来源: 一坤机器人, 地理信息技术集成、ofweek、高工移动机器人、高工智能汽车、禹合资产、艾瑞咨询, 国元证券研究所

**人形机器人与智能汽车在软硬件层面存在高度相似性, 这为公司带来了重要契机, 得以将关键的汽车软硬件制造业务, 向外延伸拓展至人形机器人领域:**

**在汽车智能化零部件的延伸路径方面:** 通过强化不同级别自动驾驶软件平台与能力, 公司已在智能汽车领域积累起“感知-决策-执行”全栈能力。从行业视角来看, 我们认为这套能力体系, 有望成为均胜电子进军人形机器人零部件业务的一大独特优势。

以汽车安全与传感器算法为例, 均胜电子的乘员监测系统 (OMS) 融合了视觉、压力和红外等多种传感技术, 能够精确识别驾乘人员的姿态, 误差可控制在毫米级。该系统的核心算法在机器人关节受力监测和环境交互感知模块中同样适用, 能够使机器人对外界环境和自身关节状态有更敏锐的感知。

此外, 均胜电子的全电动安全带 (DMR) 也极具代表性。该安全带能够依据实时数据, 精确调节安全带状态, 这种动态调节机制与机器人在运动时保持平衡的需求较为相似。因此, 公司积累的多传感器同步采样、数据融合算法等底层能力, 有望为开发下

一代软硬件深度融合的高精度机器人传感器筑牢根基。我们认为上述能力有望成为公司外延拓展人形机器人零部件业务的独特技术护城河。

图 9:公司在汽车智能化领域主要硬件产品



资料来源:公司公告, 国元证券研究所

**在汽车电气化零部件的延伸路径方面:**与新能源汽车类似,高安全性、高能量密度、轻量化的电池组同样是人形机器人能够持续稳定运行的基石。同时,人形机器人在复杂任务执行中需要高效的能源分配与监控,以确保各关节和模块的稳定运行,因此持续升级迭代的电池管理系统(BMS)对于人形机器人尤为重要。公司在新能源汽车电池管理系统的研发经验已超过10年,也是行业内首先实现量产800V高压平台的供应商,并已实现12V、48V、400V和800V等全电压平台的BMS研发与制造能力。公司已量产的BMS产品具备高精度参数监测、关键状态估计和单体均衡等功能,使其在不同工况下都能保持电池系统良好的安全性。目前公司的BMS产品已成为宝马、奔驰、大众等车企的BMS供应商。我们认为,凭借在新能源汽车BMS领域的深厚技术积累和行业领先地位,公司将BMS业务外延开拓至人形机器人领域。

图 10:公司在汽车电气化领域主要硬件产品



资料来源:公司官网, 国元证券研究所

### 1.3 合作国内外领先整机厂，机器人 TIER1 蓄势待发

截至目前，全球已有超过 20 家汽车主机厂加速切入人形机器人赛道。目前，包括国际整车制造巨头（特斯拉/宝马/福特/丰田等），以及国内自主整车领先企业（比亚迪/长安/广汽/吉利等），或是新势力品牌（小鹏/小米/赛力斯/理想等）均通过自建研发团队或是战略投资的形式快速切入人形机器人赛道，我们认为，除上文论述的两者在技术层面具有技术同源性以外，其战略动因可归结为几大维度：供应链协同、制造能力复用、战略升级、场景渗透、人力替代等。

**例如，在供应链协同方面：**汽车产业链的成熟度为人形机器人提供核心制造支撑。车企凭借现有供应商体系，可直接调用车规级零部件开发标准（如耐久性、一致性），实现机器人核心部件的高性能定制化生产。此外，现阶段，成本是具身机器人普及最大障碍之一，规模化生产具备高稳定性的零部件非常重要。汽车零部件企业拥有供应链、工程能力及大规模生产优势，可以支持具身机器人低成本大规模量产。

**在主机厂制造能力复用方面：**主机厂在电动车领域锤炼的工程能力正成为机器人量产的破局关键。降本层面，电动车电驱系统、线控底盘等部件的成本压缩经验（如规模化采购、工艺优化）可直接复用于机器人关节、传感器生产；效率层面，车企将车型开发周期从 36 个月压缩至 18 个月的敏捷开发体系，同样适用于机器人快速迭代，大幅缩短产品化周期。

**在场景落地便捷程度方面：**车企对生产场景的深度理解为人形机器人落地提供独特优势。汽车工厂可作为天然试验场，机器人能在真实流水线中实时收集装配、检测等场景数据，通过持续训练优化操作精度。例如在总装环节，机器人可通过海量螺栓拧紧力度数据迭代控制算法，逐步逼近人类技工熟练度，这一过程高度贴近实际生产需求。

表 2: 整车制造商布局人形机器人赛道核心驱动力梳理

核心驱动因素	详细信息
技术同源:三层架构复用与双向反哺	汽车与人形机器人共享“感知-决策-执行”技术框架。以特斯拉为例，其人形机器人沿用自动驾驶技术体系：感知层复用多摄像头融合方案，决策层迁移 FSD 算法实现路径规划，执行层则基于车载电机控制经验优化关节驱动。车企智能驾驶算法可直接用于机器人导航，机器人动态感知技术亦可反哺汽车制造工艺。新能源车三电系统的高精度要求（如减速器加工）为机器人执行机构奠定工艺基础。
成本效率:降本能力+敏捷开发双轮驱动	主机厂降本能力可复用于机器人制造。自主车企在电动车领域已验证极致的供应链成本控制能力（如电驱系统降本），同等方法论可移植至机器人关节、传感器等部件生产。车型开发周期从 36 个月压缩至 18 个月的敏捷体系，同样适用于机器人快速迭代。
战略升维:开拓增量市场与估值重构	人形机器人作为新型智能终端，既为车企开辟第二增长曲线（对冲汽车行业增速压力），亦通过注入科技元素提升品牌估值溢价。多元化布局可增强资本市场信心与抗风险能力。
场景渗透:制造端与服务端双重价值	人形机器人可深度嵌入汽车全产业链:在生产端提升总装、质检环节效率（如零部件装配精度优化），在销售端通过门店服务、用户交互增强体验，形成“制造-服务”闭环竞争力。
人力替代:经济性拐点加速应用落地	基础劳动力成本上升与招工难问题持续发酵，人形机器人单台成本下探至 2 万美元临界点（对比制造业人力三年综合成本），性价比优势驱动规模化替代。
产业链协同:超 60%供应链重叠催化产业化	汽车与机器人供应链在硬件（芯片、执行器、铸件件）、软件（算法、数据训练）、渠道（研发、销售）环节高度重叠，头部车企凭借成熟供应链资源可快速实现机器人量产方案落地。

资料来源:上海汽车报, 广东省机器人协会, 21 世纪经济报道, 国元证券研究所

公司作为领先的国际化汽车Tier1供应商,已与众多主机厂搭建起涵盖多业务维度、具备长期稳定性的深度合作关系。在全球汽车产业电动化与智能化转型浪潮中,均胜电子作为国际化Tier1供应商,依托“技术并购+自主研发”双轮驱动,已构建汽车安全与汽车电子双支柱业务体系。公司通过收购整合德国PREH、美国KSS、日本高田等全球顶尖技术资产,形成覆盖超100个全球汽车品牌、19个研发中心、50个生产基地的全球化布局,搭建起具备车规级制造能力的超级工厂网络。据AutomotiveNews2023年全球零部件百强榜显示,公司位列第40位,其中汽车安全业务市占率位居全球第二。

此外,公司的客户结构主要呈现多元化特征,既深度绑定德系(大众/奔驰/宝马)、美系(通用/福特)、日韩系(丰田/本田/现代)等传统巨头,又斩获特斯拉全系车型安全系统订单,同时在国内市场实现造车新势力全覆盖(蔚来/理想/小鹏/比亚迪等)。目前公司的多数核心客户群体已通过自主研发或者外延并购的方式积极投身人形机器人领域的布局。展望未来,我们预期公司将凭借与下游合作伙伴所构筑的坚实合作基础,在人形机器人产业链中获取更多协同研发与合作契机,进而实现相关业务的快速拓展。

表 3: 公司下游客户目前布局人形机器人产业最新情况梳理

区域	汽车主机厂	布局模式			备注说明
		产品研发	战略投资	产品应用测试	
海外	Tesla	OptimusGen2		OptimusGen2	
	BMW			Figure02	
	福特		AgilityRobotics	Digit	
	通用	Robonaut2 (合作开发)			与 NASA 合作开发
	现代		BostonDynamics	Atlas	
	奔驰			Apollo	与 Aptronik 合作
	丰田	Atlas (合作开发)			与 BostonDynamics 合作研发
国内	比亚迪	自研 (未透露)	智元机器人	远征 A2 WalkerS1	智元机器人应用测试 优必选应用测试
	小鹏	Iron		Iron	
	蔚来	自研 (未透露)	安徽省人形机器人产业 创新中心	WalkerS1	联合成立安徽省人形机器人产 业创新中心
	长安	自研 (未透露)			
	广汽	GoMate		GoMate	
	理想	未来一定做			
	吉利	WalkerSLite (合作开发)		WalkerSLite	与优必选科技、天奇股份合作 开发和应用

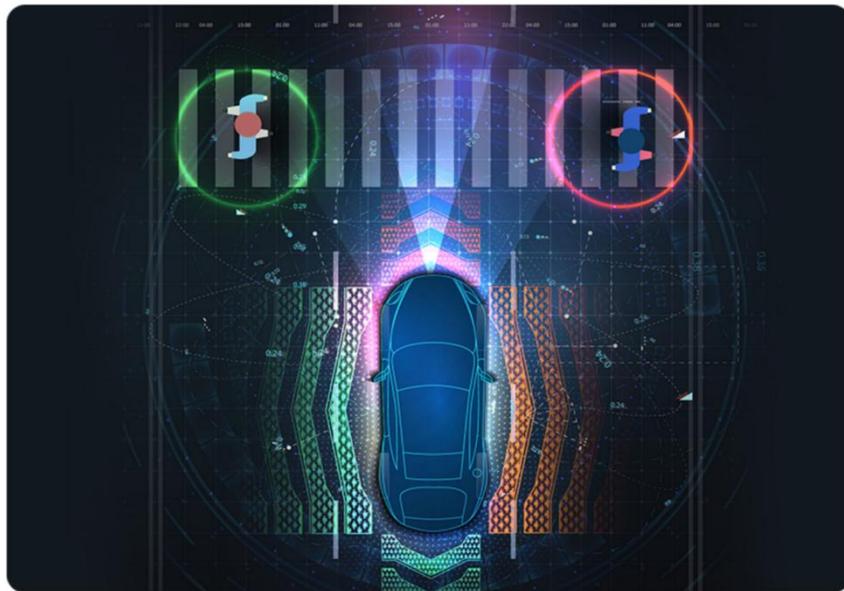
资料来源:广东省机器人协会, 国元证券研究所

## 2. 公司汽车主营业务布局完善，充分受益智能化浪潮

### 2.1 公司通过围绕汽车电子与汽车安全，构建覆盖智能汽车全域的技术矩阵

在汽车安全业务方面，公司已构建覆盖主被动安全全场景的产品矩阵。公司汽车安全业务涵盖安全气囊、安全带、智能方向盘及集成式安全系统等多条产品线。根据弗若斯特沙利文数据，2023年公司全球市场份额达23.1%，稳居全球第二。此外，公司已成为全球最大的方向盘、安全带和安全气囊供应商之一，市场份额分别为35.4%、22.8%和19.1%。截至2024年9月30日，公司汽车安全产品和解决方案已广泛应用于全球超70个汽车品牌的数百款车型。在安全业务智能化拓展方面，公司不仅实现了安全系统间的集成，还与智能驾驶、智能座舱等产品进行了深度融合。其智能化产品包括视觉与雷达系统、高级传感器、机电一体化产品、事故预防及保护系统、个人安全保护系统和主动转向系统等。

图 11: 公司集成安全解决方案示意图



资料来源: 公司官网, 国元证券研究所

均胜电子汽车电子业务聚焦人机交互、新能源管理、汽车智能解决方案三大核心赛道，2024年前三季度营收占比达30.9%，成为第二增长极：

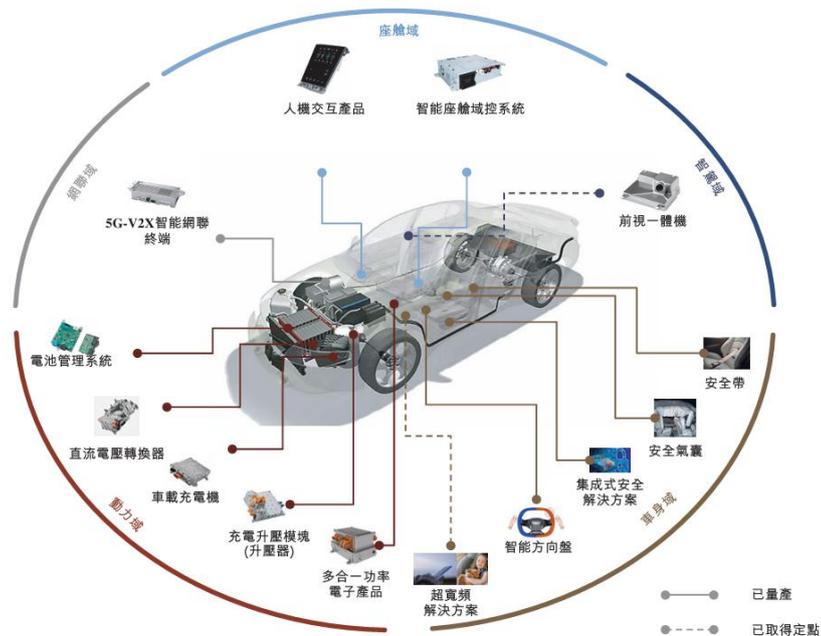
**人机交互产品方面:**公司人机交互产品涵盖中央和驾驶模式控制器、中控面板、多功能方向盘开关及空调控制器。在开发周期上，人机交互产品的开发时间已从2022年的18至24个月大幅缩短至12至18个月。在技术研发上，公司将继续投入人机交互技术，紧跟行业趋势，助力整车厂客户打造更智能、更便捷的座舱解决方案；

**新能源管理领域方面:**公司新能源管理系统主要由电池管理系统与车载功率电子组成。目前，公司已在该领域具备丰富的产品线和多元化的技术能力。同时，公司作为全球最早实现800V高压平台产品量产的供应商之一，也是业内率先开展电池管理系

统业务的供应商之一，拥有超十年经验。其产品已成功应用于全球首款搭载 800V 高压快充平台的量产车型。目前，公司 800V 高压快充平台已进入定点快速收获期，其中 2023 年期间相关产品新获定点全生命周期项目价值超过 130 亿元。此外，公司还开发了全球首款高压升压器和直流电压转换器；

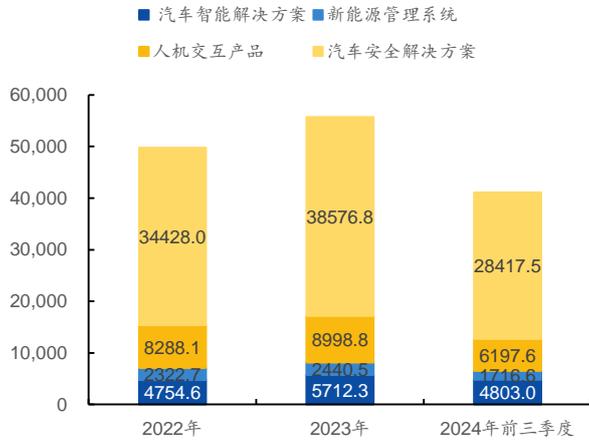
**汽车智能解决方案方面：**公司主要为全球知名整车厂提供智能座舱域控系统、智能网联及智能驾驶解决方案。**截至目前**，公司以中央控制器与中控面板为核心，积极构建多模态交互入口，凭借深厚的技术积累与卓越的市场拓展能力，已成功跻身全球座舱域控领先供应商行列。截至 2023 年，公司已稳居中国第二大、全球第四大智能座舱域控系统供应商，中央控制器累计销量突破 1000 万件。未来，公司计划持续加大相关投入，开发更先进的智能座舱及智能驾驶解决方案，对域控制器核心技术进行升级，并着手开发 CCU 等新一代融合域控制器，致力于打造融合智能驾驶、智能交互与多场景体验的一站式解决方案。

图 12: 公司产品与解决方案矩阵



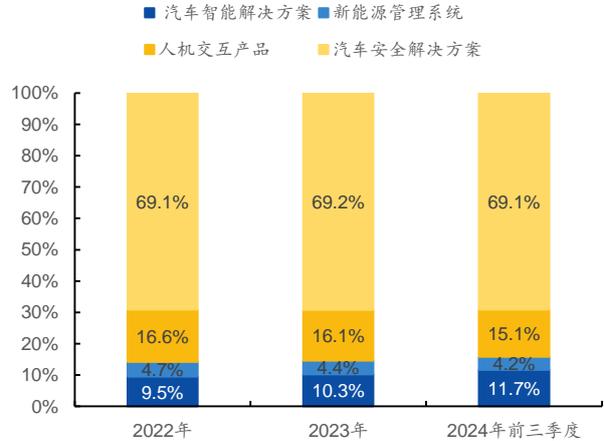
资料来源:公司公告, 国元证券研究所

图 13:2022 年至 2024 年前三季度公司各业务板块收入情况 (单位:百万元)



资料来源:公司公告, 国元证券研究所

图 14:2022 年至 2024 年前三季度公司各业务板块收入占比情况



资料来源:公司公告, 国元证券研究所

## 2.2 产能与研发双网络覆盖，本土化响应能力构筑护城河

公司坚持全球化研发布局，以“国际视野、全球研发”为导向，构建硬核创新力。公司通过在欧、美、亚三大汽车产业核心区设立多家研发中心，形成覆盖全球的技术网络，提升服务响应效率，保障供应链稳定，规避地缘政治风险。目前，公司已在全球建成 19 个研发基地，至 2023 年研发投入连续五年超 30 亿元。

其中，欧洲研发集群实现技术反哺，主导开发座舱人机交互、5G 智能网联、800V 高压系统等前沿技术，相关产品获国际车企批量订单。北美研发体系完成能级跃升，开发的驾驶员监测系统已在凯迪拉克量产，被动安全技术斩获美国新兴车企大单。亚洲研发网络增长迅猛，上海、宁波双核研发中心实现自动驾驶软硬件全流程开发，带动国内新订单占比提升至 40%。2023 年全球订单 737 亿元中，本土达贡献 295 亿元。

面向未来，公司将深化“三洲联动”研发架构，强化智能座舱域控制器、新能源管理系统、主动安全技术的跨区域协同创新。通过罗马尼亚、波兰等制造基地，形成“欧洲研发+东欧智造”闭环；借助墨西哥蒙特雷研发中心，构建北美市场快速响应机制；以宁波全球研发总部为枢纽，加速智能电动技术向全球输出。

**表 4:公司全球各地研发中心布局梳理**

位置	城市	业务板块	介绍/主要生产研发产品
欧洲	德国巴特诺伊施塔特	汽车电子	宝马 iDrive、奔驰方向盘开关和保时捷中控台等车企的智能座舱交互产品
	德国阿莎芬堡	汽车安全	研发领域包括安全气囊、安全带、智能方向盘和集成安全系统技术方案
	德国柏林	汽车安全	1992 年设立了汽车安全研发中心，员工超 300 名。负责研究、预开发和相关项目
	德国德累斯顿	汽车电子	有约 600 名员工，提供包括智能座舱、智能网联、智能驾驶和软件解决方案与软件工程服务等
	德国汉堡	汽车电子	2023 年底成立，该研发中心将在智能座舱/网联，自动驾驶和软件等前沿领域持续开发解决方案
	罗马尼亚布拉索夫/雅西	汽车电子	2009 年投用，在布拉索夫和雅西设有开发中心，约有 280 名工程师专注于智能座舱人机交互和新能源管理领域的工作
北美	美国奥本山	汽车安全	开发汽车安全气囊、安全带、方向盘和集成安全产品
	美国硅谷	综合型	2019 年设立独资子公司，专注于自动驾驶、新能源汽车技术和创新型汽车安全技术的研发与探索
	墨西哥蒙特雷	汽车安全	设有工程研发中心，研发安全带、智能方向盘等。生产方向盘产品，安全带、锁扣等
	墨西哥尤卡坦	汽车电子	建有汽车电子研发基地，专注于 AI 和汽车电子产品设计与开发
亚洲	浙江宁波	汽车电子	研发中心聚焦智能座舱域控制器、人机交互，智能驾驶，智能网联，软件解决方案和软件工程服务，以及新能源管理类产品的前瞻研发
	上海闵行	综合型	设综合型研发中心，覆盖汽车安全、汽车电子所有在营业务，专注智能座舱、智能网联、智能驾驶、新能源管理及汽车安全技术的研发
	上海青浦	汽车安全	设立技术中心及生产基地，可进行气囊、安全带、方向盘和集成安全系统等全系产品的研发，能够形成全流程的技术闭环
	安徽合肥	汽车安全	于 2023 年启动研发并投产，产品包括安全气囊模块、智能方向盘及安全系统集成等，客户主要为中国自主品牌、合资品牌等车企品牌
	上海/宁波（联合）	汽车电子	基于宁波与上海研发中心，着力平台级“芯片+算法+软件”智能驾驶全栈技术链创新研发，覆盖自动驾驶算法、系统开发与集成等。同时基于两地研发力量，成立研发团队，开展车载功率电子多合一、基本模拟前端芯片等方向的研究，涵盖车载功率电子、电池管理系统等
	日本爱知川	汽车安全	设汽车安全研发中心，员工超五百人，开发各类汽车安全系统产品，客户有铃木、五十铃、斯巴鲁、丰田、本田、大发等日系品牌

资料来源:公司官方公众号，国元证券研究所

**公司依托“三洲六地”智能制造网络，构建全球柔性生产体系。**公司在欧、美、亚三大洲布局超 50 个生产基地，形成三大产业链集群，实现“区域研发+属地制造”协同：

**欧洲制造集群形成闭环生态：**其中，德国、匈牙利等 5 大工厂构建智能制造体系，构建了业内领先的智能制造体系，能满足全球车企在欧洲地区的汽车智能化、新能源化升级需求，尤其可赋能中国车企进军欧洲市场，现营业务覆盖智能座舱/网联、智能驾驶、新能源管理和汽车安全系统。

**美洲智造体系实现能级突破：**目前，公司在墨西哥蒙特雷工业走廊布局了 3 座工厂，其中赫莫索谷基地采用模块化产线，满足特斯拉和 Rivian 的生产需求。目前，美洲整体区域收入增长较快，尤其是在墨西哥，均胜电子拥有多个智能工厂，同样具备平台化设计和精益化生产等优势，产能“智造力”强劲，能够满足全球车企在美国乃至

整个美洲市场的市场需求。

**亚洲生产基地凸显链主优势:**公司在中国宁波、上海、合肥及日本、印度、印度尼西亚等亚洲地区打造了诸多智能工厂。基于公司在中国、日本等地重点打造的智能工厂与研发机构,公司可快速满足中国自主品牌、造车新势力品牌,以及欧系、美系和日韩系车企在亚洲地区的市场需求,这些智能工厂的运营管理能力和经验以及供应链优势明显,区域整体收入增长较快,盈利能力表现突出。尤其是在中国市场的智能电动化、产业链整合、车型多样化、研发制造等方面,公司已获得技术、市场和成本等多重竞争优势。

表 5:公司全球各地工厂布局梳理

位置	城市	业务板块	介绍/主要生产产品及下游客户
欧洲	匈牙利米什科尔茨	汽车安全	2014 年运营,是全球规模大、自动化程度高的汽车安全气囊工厂之一
	罗马尼亚布拉索夫	汽车电子	成立于 2009 年,生产奥迪、奔驰、保时捷等客户的驾驶控制面板等
	罗马尼亚阿拉德	汽车安全	拥有方向盘、安全带两大厂区,于 2002 年和 2004 年投产。客户包括宝马、大众、丰田等
	波兰奥博尼基	汽车电子	为欧洲领先车企生产座舱车载信息娱乐系统、座舱嵌入式安卓操作系统以及智能网联系统等
美洲	墨西哥蒙特雷	汽车电子、汽车安全	汽车电子工厂成立于 2005 年,员工超千名,主营汽车智能座舱中央控制台、显示单元等产品。安全业务含两家工厂,1 号工厂 1997 年运营,主营方向盘产品,客户为宝马、奥迪、福特等;2 号工厂 1998 年投产,为福特、本田和丰田等客户生产安全带、锁扣及高度调节器
	墨西哥赫莫索谷	汽车安全	1990 年运营,为福特、沃尔沃、通用汽车等提供智能方向盘、安全带、传感器技术和高级内饰等产品,年产能达千万级量级
	巴西容迪亚伊	汽车安全	投产于 1973 年,主营安全气囊、智能方向盘、安全带和集成安全系统,客户包括丰田、本田、通用、大众、雷诺、日产等
亚洲	浙江宁波	汽车电子、汽车安全	电子工厂 2010 年投产,主营汽车智能座舱人机交互类、新能源管理类等产品,客户含全球知名合资品牌、中国自主品牌及造车新势力品牌。 安全工厂 2020 年投产,生产安全带、引擎盖顶升器等产品,客户为欧系、美系、中国自主品牌及造车新势力品牌
	上海临港	汽车安全	2019 年成立,产品包括安全气囊模块、安全带及安全系统集成等
	安徽合肥	汽车安全	产品包括安全气囊模块、方向盘以及汽车安全系统集成,为主机厂提供移动安全解决方案
	日本越川	汽车安全	1988 年投产,客户主要有铃木、五十铃、斯巴鲁、丰田、本田、马自达和三菱汽车
	日本彦根	汽车安全	1960 年投产,主营汽车安全带及其配件等产品,客户结构与越川工厂基本一致
	印度钦奈	汽车安全	2009 年投产,主营汽车安全产品,客户包括丰田、起亚、上汽大众、日产、铃木、戴姆勒、塔塔汽车、沃尔沃和现代等
	印度尼西亚勿加泗	汽车安全	成立于 2005 年,主营汽车智能座舱中央控制台、显示单元、空调控制器、座椅调节开关等产品,辐射北美市场多个知名车企

资料来源:公司官方公众号,国元证券研究所

### 3. 资本管理强信心，战略协同促升维

#### 3.1 战略举措强化信心，资本优化夯实长期价值

**实控人增持叠加股份回购，公司通过主动资本管理传递强基本面信号。**公司于2024年11月启动股份回购计划，拟以集中竞价交易方式回购1.5亿至3亿元股份，价格上限24元/股，资金来源于专项贷款及自有资金，实施期限为2024年12月至2025年12月。截至2025年1月末，公司已回购144.4万股（占总股本0.1025%）。此次回购股份将全部注销，直接呼应国家“股票回购增持再贷款”政策导向，亦与实控人王剑峰2024年6月以15.26元/股增持98万股形成协同效应，管理层以“真金白银”强化市场对公司价值底部的共识。从财务效能看，回购注销将增厚每股收益及净资产，优化ROE等核心指标。作为全球汽车安全系统龙头，均胜电子以主动资本管理传递强基本面信号，在智能电动化浪潮中，“产业升级+股东回报”的双重逻辑清晰，长期价值锚点明确。

表 6: 公司股份回购安排

股份类别	本次回购前		回购后（按回购下限计算）		回购后（按回购上限计算）	
	股份数量（股）	比例（%）	股份数量（股）	比例（%）	股份数量（股）	比例（%）
有限售条件流通股	40,616,919	2.88	40,616,919	2.9	40,616,919	2.91
无限售条件流通股	1,368,084,624	97.12	1,361,834,624	97.1	1,355,584,624	97.09
<b>股份总数</b>	<b>1,408,701,543</b>	<b>100</b>	<b>1,402,451,543</b>	<b>100</b>	<b>1,396,201,543</b>	<b>100</b>

资料来源:公司公告, 国元证券研究所

**公司于2024年12月启动港股IPO，通过进入国际化资本撬动全球战略升维。**公司拟从港股市场募资50亿至80亿港元，实现构建“A+H”双融资平台，强化智能汽车赛道领跑优势。根据公司招股书，本次募集资金将重点投向智能驾驶、新能源技术研发及海外产能扩张，同步储备战略并购资源。通过此次IPO，公司有望依托其稳健的经营性现金流与港股低成本融资优势，有效降低经营杠杆，并为高强度研发（2023年公司研发投入超36亿元，占比营收6.55%）提供持续动能，更通过引入国际资本，完善“技术-产能-市场”国际闭环。双上市平台更推动估值对标国际Tier1巨头，实现从“中国供应商”向“全球规则制定者”的升维，为中国汽车零部件行业打通“技术输出-资本反哺”的国际化范式树立标杆。

表 7: 公司港股 IPO 资金主要用途梳理

IPO 资金主要预期用途	
国内产能提升	用于在中国建设一个专门从事开发和生产汽车电子和安全解决方案的 <b>全面创新工业基地</b> 。 在中国 <b>建造安全气囊气体发生器制造工厂</b> ，从而用于扩大公司安全气囊的生产能力，增强公司对主要零部件的管控，并提高成本效益。
加速海外布局	在 <b>东南亚建设一个生产基地</b> ，以利用地理及供应链优势； 用于 <b>扩大公司的海外业务市场占有率</b> ，并与整车厂客户合作实现海外扩展。 用于改善公司的供应链能力。公司计划（i）采用 <b>基于云技术的全球供应链协作系统</b> ；（ii） <b>帮助世界各地的供应商建设生产场地与设备</b> 以配合公司的扩展，从而加强中国本土优势与全球供应链资源的整合，培养海外本土供应商

	通过优化公司的全球业务和办公网络及投资于投身海外市场的员工，加强对公司中国整车厂客户的海外业务的售后支援和客户服务。
加速汽车智能化与电动化产业布局	提升全球品牌知名度、加强汽车智能解决方案在海外市场的推广和销售。 用于具有与公司业务技术专长、业务营运和品牌概况方面互补标的的潜在投资和并购，以巩固公司在汽车行业电动化和智能化趋势中的领先地位。公司将在自动驾驶技术、先进的传感器、前沿的新能源管理技术、「汽车+功能」、Robotaxi、车路云一体化系统和电动垂直起降飞行器领域寻求机会。

资料来源:公司公告, 国元证券研究所

### 3.2 实现控股香山股份，协同推进智能电动产业链全球化布局

公司已实现对香山股份控制，双方将协同推进新能源车产业链高质量发展。公司自2023年7月以来，通过协议转让、集中竞价、大宗交易方式已累计增持香山股份31,787,000股，占其总股本比例为24.0673%，累计投资金额约9.80亿元人民币，为香山股份第一大股东，并形成对于香山股份的控制权。此次收购的核心价值在于深度整合双方在智能座舱部件与新能源充配电领域的协同优势：

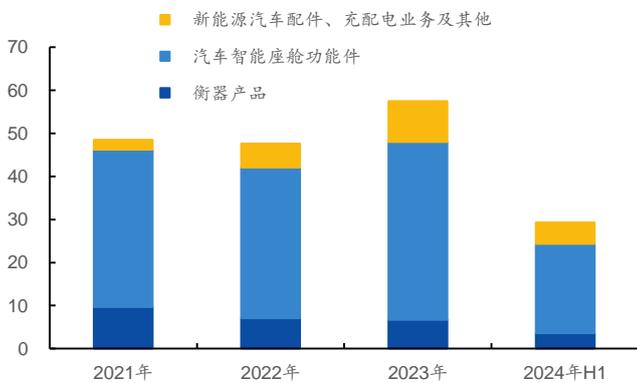
**从业务协同角度：**标的公司香山股份汽车零部件业务发展迅猛，以智能座舱和新能源充配电产品为主线，紧跟电动化、智能化发展趋势，产品竞争力日渐提升，单车价值量稳步上涨，同时公司与香山股份在奔驰、奥迪等豪华车客户资源上高度重叠，合并后实现智能座舱产品线单车价值量的显著提升。

**从全球化布局角度：**香山股份业务分布于全球多个国家，全球范围内拥有中国、德国、北美三大研发中心，12处生产基地，积累了全球化运营的丰富经验。因此双方能够在全球化布局优化和国际业务管理效率提升方面实现优势互补，携手拓展国际市场。

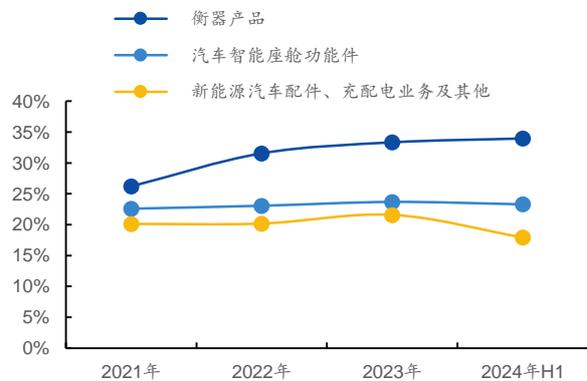
**从业绩增厚角度：**香山股份的营业收入和盈利水平得以持续提升。2024年前三季度香山股份营业收入达44.02亿元，同比上升6.08%；净利润达1.92亿元，在完成并表以及随着股权结构的持续优化，公司在业绩端有望得到持续增厚。

图 15:香山股份 2021 年至 2024 年上半年主营业务营业收入情况 (单位:亿元)

图 16:香山股份 2021 年至 2024 年上半年主营业务营业收入毛利率情况



资料来源:香山股份公司公告, 国元证券研究所



资料来源:香山股份公司公告, 国元证券研究所

图 17:香山股份汽车业务下游客户情况



资料来源:香山股份官网, 国元证券研究所

#### 4. 投资建议

结合公司安全业务稳步向前, 电子业务新订单持续落地, 国内订单持续增大, 海外业务效率不断提升, 叠加机器人业务协同全集团资源快速向前的发展趋势, 预计 2024-2026 年收入分别为: 565.04\639.26\689.58 亿元, 同比增长 1.39%\13.14%\7.87%。其中:

(1) **汽车电子领域**, 公司作为覆盖人机交互、新能源管理、汽车智能解决方案等多领域的汽车电子广域供应商, 技术研发持续推进, 长期供应全球客户, 不断开拓国内市场, 同时与包括华为、小米等科技企业以及国内外领先新势力车企保持合作关系, 与英伟达、高通、地平线、黑芝麻等芯片厂商合作开发, 推动汽车电子向前。叠加香山股份新能源相关业务并表增厚, 预计 2024-2026 年公司汽车电子业务收入分别达到 168.72\187.87\210.83 亿元, 同比增长 0.5%\11.35%\12.22%。

(2) **汽车安全系统领域**, 公司作为全球汽车安全领先公司, 全球各业务单元持续发力, 并积极推进安全业务智能化拓展。汽车安全产品和解决方案已广泛应用于全球超 70 个汽车品牌的数百款车型, 智能驾驶、智能座舱相关安全产品覆盖视觉与雷达系统、高级传感器、机电一体化产品、事故预防及保护系统、个人安全保护系统和主动转向系统等。在多业务推动下预计 2024-2026 年公司汽车安全系统领域业务收入分别达到 387.21\391.08\410.63 亿元, 同比增长 0.5%\1%\5%。

(3) **其他业务领域**, 由于香山股份的合并报表, 公司将在 2024 年末起新增内外饰业务和衡器业务。假定分类层面内外饰业务单列计算, 衡器业务并入其他业务, 同时其他业务中包含公司机器人等新兴业务的落地。预计 2024-2026 年公司内外饰业务收

入分别达到 3.59\47.79\53.25 亿元，其他业务收入分别达到 5.51\12.52\14.86 亿元。

**表 8:公司收入拆分及预测 (百万元)**

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入 (百万元)</b>	45670.03	49793.35	55728.48	56503.54	63925.97	68958.07
<b>增速 (%)</b>	-4.64%	9.03%	11.92%	1.39%	13.14%	7.87%
<b>毛利率 (%)</b>	11.63%	11.96%	15.09%	15.54%	16.45%	16.64%
<b>汽车安全系统</b>						
<b>营业收入 (百万元)</b>	32306.35	34400.25	38528.17	38720.81	39108.02	41063.42
<b>增速 (%)</b>	-2.49%	6.48%	12.00%	0.50%	1.00%	5%
<b>毛利率 (%)</b>	8.49%	9.14%	12.77%	13.90%	14.00%	14.10%
<b>汽车电子业务</b>						
<b>营业收入 (百万元)</b>	12714.65	15096.39	16788.55	16872.49	18786.86	21083.27
<b>增速 (%)</b>	24.04%	18.73%	13.50%	0.50%	11.35%	12.22%
<b>毛利率 (%)</b>	18.99%	18.52%	20.65%	19.35%	19.40%	19.45%
<b>内外饰业务</b>						
<b>营业收入 (百万元)</b>				358.94	4779.06	5325.34
<b>增速 (%)</b>				-	-	11.43%
<b>毛利率 (%)</b>				23.89%	24.09%	24.29%
<b>其他业务</b>						
<b>营业收入 (百万元)</b>	649.03	296.71	411.76	551.30	1252.03	1486.05
<b>增速 (%)</b>	-22.40%	-54.28%	38.78%	33.89%	127.10%	18.69%
<b>毛利率 (%)</b>	23.44%	4.74%	5.36%	8.48%	19.37%	19.37%

资料来源: iFinD, 国元证券研究所整理

预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 12.97\16.25\19.56 亿元，同比增长 19.75%\25.24%\20.39%，对应 PE 20.72x\16.54x\13.74x。

**表 9:公司盈利预测**

<b>财务数据和估值</b>	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	49793.35	55728.48	56503.54	63925.97	68958.07
收入同比 (%)	9.03	11.92	1.39	13.14	7.87
归母净利润(百万元)	394.18	1083.19	1297.16	1624.61	1955.83
归母净利润同比 (%)	110.50	174.79	19.75	25.24	20.39
ROE (%)	3.22	7.98	8.93	10.12	11.04
每股收益(元)	0.28	0.77	0.92	1.15	1.39
市盈率 (P/E)	68.19	24.81	20.72	16.54	13.74

资料来源: iFinD, 国元证券研究所

公司为汽车安全与汽车智能化领域全球领先企业，并在具身智能等领域崭露头角。结合公司特征，选取汽车安全业务上市公司松原安全、智能座舱领先公司华阳集团、智能驾驶上市公司德赛西威以及汽车+机器人零部件上市公司拓普集团作为可比公司。以四家公司 2025 年平均 PE 为 22.87 倍作为均胜电子 2025 年合理 PE 水平，对应目

标市值 371.54 亿元，给与“买入”评级。

表 10:可比公司估值 (单位:百万元)

代码	名称	市值	归母净利润				PE			
			2023	2024E	2025E	2024E	2023	2024E	2025E	2026E
300893.SZ	松原安全	7362.56	197.78	292.17	395.51	528.03	33.34	25.20	18.62	13.94
002906.SZ	华阳集团	17835.78	464.82	663.56	880.34	1128.38	39.75	26.88	20.26	15.81
002920.SZ	德赛西威	68204.51	1546.74	2115.36	2730.52	3424.77	46.47	32.24	24.98	19.92
601689.SH	拓普集团	104971.96	2150.64	2975.66	3799.97	4696.71	37.66	35.28	27.62	22.35
	平均值		-	-	-	-	39.31	29.90	22.87	18.00

资料来源: IFIND, CHOICE, 国元证券研究所, 股价为 2025 年 3 月 5 日收盘价

## 5. 风险提示

### 全球汽车销量不及预期风险

公司作为全球化汽车零部件商,近年来积极开拓国内订单。但海外销售仍占有较大份额,且呈现客户多元广覆盖的特征。因此全球市场销量对公司业务影响明显。虽然我们对主要业务已经调低了相关预期,但仍不排除海外经济和需求低于预期的可能性。

### 公司降本增效不及预期风险

公司积极推动主要业务降本增效,不断提升利润率,带动过去两年多的时间里利润率不断提升,展现公司管理效率。尽管与龙头公司相比,公司利润率仍有持续上行空间,且公司持续优化各类成本费用,但仍不排除未来降本增效利润率提升有波动的风险。

### 具身智能落地不及预期风险

具身智能发展前景趋势明朗,政策、技术、市场持续推进。但场景落地仍存不确定性,公司相关业务的发展与行业落地节奏关系密切。若行业落地节奏不及预期,则公司相关估值的提升也将面临压力。

### 公司具身智能等技术创新不及预期风险

公司从集团层面统筹战略,多个兄弟公司共同发展具身智能业务,并拥有集团体系内自研人形机器人贾维斯等技术储备,同时通过自研与合作在多个具身智能零部件领域展现成果。但具身智能及相关核心零部件技术仍在进化之中,若公司相关技术与市场需求不符,存在相关业务不达预期可能性。

### 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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	24975.89	26362.38	28443.48	32929.09	36448.52
现金	5404.95	5176.31	6767.38	8835.74	10808.74
应收账款	7600.89	8032.06	8367.26	9428.43	10146.82
其他应收款	941.62	1225.91	1155.07	1356.52	1436.48
预付账款	177.92	221.92	223.82	250.50	269.60
存货	8511.66	9246.18	9295.93	10420.45	11206.33
其他流动资产	2338.85	2460.00	2634.03	2637.44	2580.55
<b>非流动资产</b>	29136.21	30524.46	28683.06	27818.69	27677.78
长期投资	2087.30	2295.31	2200.00	2400.00	2600.00
固定资产	11146.16	10995.05	10983.85	10820.29	10538.45
无形资产	3238.41	3588.42	3413.60	3369.12	3418.99
其他非流动资产	12664.34	13645.68	12085.61	11229.29	11120.33
<b>资产总计</b>	54112.09	56886.85	57126.54	60747.78	64126.30
<b>流动负债</b>	20875.21	22630.61	20661.13	21718.80	22164.86
短期借款	3007.59	4243.70	3000.00	2000.00	2000.00
应付账款	8846.70	9563.22	9514.15	11030.50	11781.18
其他流动负债	9020.93	8823.69	8146.98	8688.30	8383.68
<b>非流动负债</b>	15533.20	15129.87	16043.41	16428.79	16917.84
长期借款	12467.74	11960.01	12960.01	13460.01	13960.01
其他非流动负债	3065.46	3169.86	3083.41	2968.79	2957.84
<b>负债合计</b>	36408.42	37760.48	36704.54	38147.60	39082.71
少数股东权益	5450.78	5547.34	5901.11	6550.96	7333.29
股本	1368.08	1408.70	1408.70	1408.70	1408.70
资本公积	10264.45	10583.03	10583.03	10583.03	10583.03
留存收益	1051.88	1998.26	2929.16	4257.50	5718.58
归属母公司股东权益	12252.90	13579.03	14520.89	16049.23	17710.31
<b>负债和股东权益</b>	54112.09	56886.85	57126.54	60747.78	64126.30

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	2169.82	3929.02	4099.84	3117.24	3835.09
净利润	233.26	1240.09	1650.94	2274.46	2738.16
折旧摊销	2715.47	1821.60	1453.72	1419.35	1415.10
财务费用	477.53	889.77	853.21	813.71	786.15
投资损失	-124.47	-204.95	-164.71	-184.83	-174.77
营运资金变动	-1645.51	-1047.09	-491.66	-1001.72	-867.66
其他经营现金流	513.54	1229.59	798.34	-203.73	-61.89
<b>投资活动现金流</b>	-2674.85	-2828.17	-551.35	-163.45	-1099.65
资本支出	3303.93	3770.43	371.60	328.84	329.72
长期投资	117.02	4.00	206.96	48.86	275.57
其他投资现金流	746.10	946.26	27.21	214.25	-494.36
<b>筹资活动现金流</b>	-230.94	-726.05	-1957.43	-885.41	-762.45
短期借款	-388.69	1236.12	-1243.70	-1000.00	0.00
长期借款	-1030.81	-507.73	1000.00	500.00	500.00
普通股增加	0.00	40.62	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-169.80	318.58	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	1358.35	-1813.63	-1713.72	-385.41	-1262.45
<b>现金净增加额</b>	-703.73	407.99	1591.07	2068.37	1972.99

资料来源: wind, 国元证券研究所

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	49793.35	55728.48	56503.54	63925.97	68958.07
营业成本	43838.96	47319.21	47724.02	53412.40	57486.06
营业税金及附加	141.06	160.25	163.86	185.39	199.98
营业费用	845.17	789.47	565.04	767.11	827.50
管理费用	2381.93	2636.66	2486.16	3068.45	3103.11
研发费用	2138.85	2541.50	2563.51	2712.17	2940.59
财务费用	477.53	889.77	853.21	813.71	786.15
资产减值损失	-49.26	-125.06	-100.00	-80.00	-40.00
公允价值变动收益	101.78	157.13	20.00	30.00	15.00
投资净收益	124.47	204.95	164.71	184.83	174.77
<b>营业利润</b>	291.56	1770.94	2329.05	3208.33	3863.93
营业外收入	200.46	9.28	48.43	56.01	63.40
营业外支出	12.20	17.94	19.00	15.11	15.68
<b>利润总额</b>	479.82	1762.28	2358.48	3249.23	3911.65
所得税	246.56	522.19	707.54	974.77	1173.50
<b>净利润</b>	233.26	1240.09	1650.94	2274.46	2738.16
少数股东损益	-160.92	156.90	353.77	649.85	782.33
<b>归属母公司净利润</b>	394.18	1083.19	1297.16	1624.61	1955.83
EBITDA	3484.55	4482.32	4635.98	5441.39	6065.19
EPS (元)	0.29	0.77	0.92	1.15	1.39

主要财务比率					
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	9.03	11.92	1.39	13.14	7.87
营业利润(%)	107.52	507.41	31.51	37.75	20.43
归属母公司净利润(%)	110.50	174.79	19.75	25.24	20.39
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	11.96	15.09	15.54	16.45	16.64
净利率(%)	0.79	1.94	2.30	2.54	2.84
ROE(%)	3.22	7.98	8.93	10.12	11.04
ROIC(%)	1.32	6.31	7.52	9.57	10.96
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	67.28	66.38	64.25	62.80	60.95
净负债比率(%)	53.85	52.35	51.82	49.93	49.55
流动比率	1.20	1.16	1.38	1.52	1.64
速动比率	0.77	0.73	0.90	1.01	1.11
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.94	1.00	0.99	1.08	1.10
应收账款周转率	6.75	7.00	6.76	7.05	6.92
应付账款周转率	5.49	5.14	5.00	5.20	5.04
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.28	0.77	0.92	1.15	1.39
每股经营现金流(最新摊薄)	1.45	1.50	2.91	2.21	2.72
每股净资产(最新摊薄)	8.70	9.64	10.31	11.39	12.57
<b>估值比率</b>					
P/E	68.19	24.81	20.72	16.54	13.74
P/B	2.19	1.98	1.85	1.67	1.52
EV/EBITDA	12.09	9.40	9.09	7.74	6.95

## 投资评级说明

### (1) 公司评级定义

买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上

### (2) 行业评级定义

推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中 A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数。

### 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，本报告清晰准确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，特此声明。

### 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。

### 法律声明

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（台湾、香港、澳门地区除外）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，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

### 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并获得许可。

网址：[www.gyzq.com.cn](http://www.gyzq.com.cn)

## 国元证券研究所

### 合肥

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  
 邮编：230000

### 上海

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：200135

### 北京

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 21 层国元证券  
 邮编：100027