

毛利率稳步提升，进军具身智能机器人市场

投资要点

- **事件：**公司发布 2024 年年度报告，2024 年实现营业收入 558.64 亿元，同比增长 0.24%；归母净利润 9.60 亿元，同比下降 11.33%；扣非归母净利润 12.82 亿元，同比增长 27.74%。其中，2024Q4 实现营业收入 147.29 亿元，同环比分别+2.15%/+4.79%；归母净利润 0.19 亿元，同环比分别-93.77%/-93.77%；扣非归母净利润 3.41 亿元，同环比分别+2.47%/+12.46%。
- **毛利率稳步提升，主营业务盈利能力持续增强。**2024 年公司营业收入同比增长 0.24%；归母净利润同比下降，主要系公司为优化海外地区成本结构，在欧美地区进行重组及人员优化而产生一次性重组整合费用；扣非归母净利润同比增长 27.74%，毛利率 16.22%，同比提升 1.13pp，其中汽车安全业务毛利率 14.81%，同比+2.27pp，汽车电子业务毛利率 19.71%，同比+0.63pp，主营业务盈利能力持续增强。
- **汽车安全+汽车电子业务持续拓展，进军具身智能机器人市场。**2024 年公司新获定点项目的全生命周期订单金额约 839 亿元，同比提升 13.8%，其中汽车安全业务约 574 亿元，汽车电子业务约 265 亿元。汽车安全业务新订单全生命周期金额拓展超目标完成，汽车电子业务在新兴业务布局上持续取得定点突破。公司在 2024 年进行机器人业务布局，2025 年年初确立了汽车+机器人 T1 的战略定位，将自身在汽车核心零部件的研发与高端制造能力拓展至具身智能机器人产业链上下游，向机器人相关公司提供软硬件及解决方案。公司为人形机器人打造的核心零部件已经向知名人形机器人公司送样。
- **控股香山股份强化协同效应，启动香港上市计划推进海外战略布局。**2024 年，公司完成了对香山股份的控股，进一步强化双方在智能座舱部件与新能源充电领域方面的战略协同效应，丰富公司智能汽车产品矩阵。公司启动香港上市计划并已递交上市申请，积极推进“国际业务+国际资本”的战略布局，打造国际化资本运作平台，助力海外业务发展。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 14.28/17.24/19.96 亿元，CAGR 为 27.6%，EPS 分别为 1.01/1.22/1.42 元。公司汽车安全+汽车电子业务持续拓展，盈利能力呈提升趋势，业绩有望持续增长，给予公司 2025 年 22 倍 PE，对应目标价 22.22 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧、海外经营环境变化、新项目发展不及预期、香港上市进展不及预期等风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	558.64	596.02	625.10	653.84
增长率	0.24%	6.69%	4.88%	4.60%
归属母公司净利润（亿元）	9.60	14.28	17.24	19.96
增长率	-11.33%	48.72%	20.67%	15.82%
每股收益 EPS（元）	0.68	1.01	1.22	1.42
净资产收益率 ROE	6.68%	8.05%	9.04%	9.69%
PE	27	18	15	13
PB	1.91	1.69	1.57	1.44

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

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

分析师：张雪晴
执业证号：S1250524100002
电话：010-57758528
邮箱：zxqyf@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)	13.49-20.52
总市值(亿元)	259.06
总资产(亿元)	641.66
每股净资产(元)	9.62

相关研究

- 均胜电子（600699）：降本增效成效显著，汽车安全盈利强劲增长（2024-11-01）
- 均胜电子（600699）：安全业务业绩修复明显，深度布局汽车智能化（2024-08-23）
- 均胜电子（600699）：盈利水平持续提升，新业务订单保持强劲增长（2024-07-31）
- 均胜电子（600699）：整体净利率持续提升，新订单同比大幅增长（2024-04-26）

盈利预测与估值

关键假设：

1)汽车安全业务：2017-2024 年，安全业务新增订单金额分别为 155/ 550/ 442/ 375/ 218/ 481/434/574 亿元；预计 2025-2027 年，安全业务新增订单金额均同比增长 5%；根据相关业务订单金额的大小，按照不同的生命周期（5-10 年），测算年度收入。公司汽车安全业务持续优化，毛利率逐年提升，预计 2025-2027 年毛利率分别提升 0.1pp。

2)汽车电子业务：2017-2024 年，电子业务新增订单金额分别为 225/ 170/ 305/ 140/ 308/ 282/ 303/265 亿元；预计 2025-2027 年，电子业务新增订单金额分别同比增长 10%/10%/5%；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。预计 2025-2027 年毛利率分别提升 0.1pp。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2024A	2025E	2026E	2027E
汽车安全业务	收入	386.17	399.58	396.71	416.39
	增速	0.23%	3.47%	-0.72%	4.96%
	毛利率	14.81%	14.90%	15.00%	15.10%
汽车电子业务	收入	165.99	189.81	222.19	230.93
	增速	-1.13%	14.35%	17.06%	3.93%
	毛利率	19.71%	19.81%	19.91%	20.01%
其他主营业务	收入	2.08	2.15	2.21	2.28
	增速	-	3.00%	3.00%	3.00%
	毛利率	26.56%	26.56%	26.56%	26.56%
其他业务	收入	4.39	4.49	3.99	4.25
	增速	6.68%	2.26%	-11.12%	6.42%
	毛利率	3.76%	6.00%	6.00%	6.00%
合计	收入	558.64	596.02	625.10	653.84
	增速	0.24%	6.69%	4.88%	4.60%
	毛利率	16.12%	16.34%	16.63%	16.72%

数据来源：公司公告，西南证券

公司两大业务板块分别为汽车安全业务和汽车电子业务，选取松原安全、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。2025 年五家公司平均 PE 分别为 24 倍。综合考虑公司安全板块盈利能力持续提升，受益于汽车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。

预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 14.28/17.24/19.96 亿元，CAGR 为 27.6%，EPS 分别为 1.01/1.22/1.42 元。公司汽车安全+汽车电子业务持续拓展，盈利能力呈提升趋势，业绩有望持续增长，给予公司 2025 年 22 倍 PE，对应目标价 22.22 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值（PE 估值法，截至 2025.3.28）

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				24A/E	25E	26E	27E	24A/E	25E	26E	27E
002920.SZ	德赛西威	627.55	113.08	3.61	4.85	6.15	7.68	30.48	23.33	18.38	14.73
002906.SZ	华阳集团	182.71	34.81	1.26	1.69	2.17	/	27.53	20.59	16.06	/
603786.SH	科博达	249.73	61.83	2.09	2.72	3.4	/	29.61	22.70	18.20	/
300893.SZ	松原安全	78.88	34.85	1.28	1.75	2.33	/	27.18	19.92	14.95	/
603306.SH	华懋科技	69.88	21.43	0.91	1.04	1.24	/	39.38	34.54	29.02	/
平均值								30.84	24.22	19.32	14.73
600699.SH	均胜电子	259.06	18.39	0.68	1.01	1.22	1.42	26.97	18.14	15.03	12.98

数据来源：Wind 一致预期，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	558.64	596.02	625.10	653.84	净利润	13.26	17.67	21.32	24.70
营业成本	468.00	498.62	521.12	544.50	折旧与摊销	28.63	16.56	19.58	21.76
营业税金及附加	2.32	1.83	1.95	2.03	财务费用	8.28	8.45	9.36	10.79
销售费用	5.84	6.23	6.54	6.54	资产减值损失	-2.48	-2.48	-2.48	-2.48
管理费用	30.76	60.20	60.01	58.85	经营营运资本变动	3.15	-15.35	-1.75	-3.89
财务费用	8.28	8.45	9.36	10.79	其他	-4.83	-0.19	-1.19	-1.20
资产减值损失	-2.48	-2.48	-2.48	-2.48	经营活动现金流净额	46.02	24.67	44.84	49.67
投资收益	2.51	2.63	2.74	2.87	资本支出	-56.51	-25.17	-27.69	-30.46
公允价值变动损益	0.37	0.88	0.82	0.77	其他	36.63	1.33	4.22	3.92
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-19.88	-23.84	-23.47	-26.54
营业利润	20.04	26.67	32.17	37.25	短期借款	7.20	-57.56	-0.40	-0.42
其他非经营损益	-0.09	-0.09	-0.09	-0.09	长期借款	32.25	33.87	35.56	37.34
利润总额	19.96	26.59	32.09	37.16	股权融资	0.41	0.00	0.00	0.00
所得税	6.69	8.92	10.76	12.47	支付股利	-3.66	-3.24	-4.82	-5.82
净利润	13.26	17.67	21.32	24.70	其他	-44.93	-1.89	-10.31	-10.18
少数股东损益	3.66	3.39	4.09	4.73	筹资活动现金流净额	-8.72	-28.82	20.03	20.93
归属母公司股东净利润	9.60	14.28	17.24	19.96	现金流量净额	17.26	-27.99	41.40	44.06
资产负债表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	72.63	44.64	86.04	130.09	成长能力				
应收和预付款项	98.42	103.87	108.97	114.14	销售收入增长率	0.24%	6.69%	4.88%	4.60%
存货	105.38	112.72	118.11	123.72	营业利润增长率	13.18%	33.09%	20.61%	15.78%
其他流动资产	24.45	19.63	20.02	20.05	净利润增长率	6.95%	33.23%	20.67%	15.82%
长期股权投资	1.68	1.68	1.68	1.68	EBITDA 增长率	27.07%	-9.25%	18.22%	14.22%
投资性房地产	0.21	0.21	0.21	0.21	获利能力				
固定资产和在建工程	159.63	172.92	185.70	199.08	毛利率	16.22%	16.34%	16.63%	16.72%
无形资产和开发支出	132.87	128.29	123.71	119.13	三费率	8.03%	12.56%	12.14%	11.65%
其他非流动资产	46.39	46.29	46.19	46.09	净利率	2.37%	2.96%	3.41%	3.78%
资产总计	641.66	630.25	690.63	754.19	ROE	6.68%	8.05%	9.04%	9.69%
短期借款	49.64	-7.92	-8.32	-8.73	ROA	2.07%	2.80%	3.09%	3.27%
应付和预收款项	134.58	135.05	142.80	149.95	ROIC	5.88%	6.54%	7.36%	8.23%
长期借款	151.85	185.72	221.28	258.62	EBITDA/销售收入	10.20%	8.67%	9.77%	10.67%
其他负债	107.13	98.02	99.00	99.60	营运能力				
负债合计	443.20	410.87	454.76	499.44	总资产周转率	0.92	0.94	0.95	0.91
股本	14.09	14.09	14.09	14.09	固定资产周转率	4.62	3.91	3.49	3.40
资本公积	106.24	106.24	106.24	106.24	应收账款周转率	6.62	6.71	6.71	6.69
留存收益	25.93	36.97	49.39	63.54	存货周转率	4.46	4.30	4.26	4.26
归属母公司股东权益	135.58	153.11	165.53	179.67	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.64%	—	—	—
少数股东权益	62.87	66.26	70.35	75.08	资本结构				
股东权益合计	198.46	219.37	235.87	254.75	资产负债率	69.07%	65.19%	65.85%	66.22%
负债和股东权益合计	641.66	630.25	690.63	754.19	带息债务/总负债	45.46%	43.27%	46.83%	50.03%
					流动比率	1.17	1.47	1.67	1.88
					速动比率	0.76	0.88	1.08	1.28
					股利支付率	38.06%	22.69%	27.97%	29.14%
					每股指标				
					每股收益	0.68	1.01	1.22	1.42
					每股净资产	9.62	10.87	11.75	12.75
					每股经营现金	3.27	1.75	3.18	3.53
					每股股利	0.26	0.23	0.34	0.41
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	56.95	51.69	61.10	69.79					
PE	26.97	18.14	15.03	12.98					
PB	1.91	1.69	1.57	1.44					
PS	0.46	0.43	0.41	0.40					
EV/EBITDA	6.65	7.36	6.12	5.27					
股息率	1.41%	1.25%	1.86%	2.25%					

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。

公司评级	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
	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
行业评级	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
	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。

西南证券研究院

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	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	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	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn