

均胜电子-H (699 HK, 买入, 目标价: HK\$24.90)

买入

持有

卖出

目标价: HK\$24.90 当前股价: HK\$18.18

股价上行/下行空间 +37%

52 周最高/最低价 (HK\$) 21.50/14.28

市值 (US\$mn) 9,373

当前发行数量(百万股) 1,409

三个月平均日交易额 (US\$mn) 13

流通盘占比 (%) 90

主要股东 (%)

均胜集团 37

香港中央结算公司 5

王剑锋 3

按 2026 年 1 月 13 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	买入	N/A	N/A
目标价 (HK\$)	24.90	N/A	N/A
2025E EPS (RMB)	1.14	N/A	N/A
2026E EPS (RMB)	1.52	N/A	N/A
2027E EPS (RMB)	2.47	N/A	N/A

股价表现



资料来源: FactSet

华兴对比市场预测 (差幅%)

	2025E	2026E
营收 (RMBmn)	63,360 (+1%)	67,762 (+0%)
EPS (RMB)	1.00 (+14%)	1.23 (+24%)

注: 所示市场预测来源于 Wind。正差幅 = 华兴预测高于市场预测; 负差幅 = 华兴预测低于市场预测。

研究团队

王一鸣, 分析师

证书编号: S1680521050001

电话: +86 21 6015 6850

电邮地址: ymwang@huaxingsec.com

受益于汽车智能化趋势, 积极拓展具身产业链, 首次覆盖给予“买入”评级

- 进入具身产业链并快速发展, 实施“机器人+汽车”战略;
- 预计传统汽车安全和汽车电子业务稳健增长;
- 首次覆盖给予“买入”评级, 目标价 24.90 港元。

积极布局具身产业链: 均胜电子在 25 年初进入具身机器人领域后快速发展, 推出了机器人传感器, 电池管理和补能产品以及机甲在内的多项产品, 并与智元和银河通用等本体制造商达成合作。根据均胜招股书, 全球智能机器人市场已由 2020 年的 320 亿美元增长至 2024 年的 602 亿美元, 复合年增长率达 17.1%, 预计 2029 年将突破 1,239 亿美元, 未来增长潜力巨大。具身机器人和汽车在部分零部件上的高度类似性, 我们认为均胜电子在汽车同源技术迁移、自有工业场景与数据、成熟的供应链与制造体系、客户基础与合作生态迁移等方面相比其他竞争者更具有优势。因此, 具身产业链有望成为均胜除汽车外的第二增长驱动力。

夯实汽车安全份额: 作为全球第二大汽车安全产品供应商, 均胜电子汽车安全业务在 2025 年前三季度获取订单 396 亿元。根据招股书披露, 均胜电子在 2024 年汽车安全产品全球和中国市占率分别为 22.9%和 26.1%, 均仅次于奥托立夫 (46.2%和 40.7%)。全球汽车安全市场规模预计在 2029 年增长至 2,136 亿元, 未来 5 年复合增长率为 6.4%, 我们认为均胜将充分受益于汽车安全市场的稳步增长并夯实在该板块的市场份额, 并预测 2025~27 年安全板块收入为 405.9 亿元/426.2 亿元/447.5 亿元。

智能化趋势带动汽车电子: 汽车智能化带动智能座舱和智能驾驶相关的电子零部件需求快速增长。根据招股书披露, 汽车电子行业规模未来 5 年在全球和中国的复合增长率分别为 5.8%/9.4%, 2029 年的市场规模将分别达到 3.2 万亿元/1.7 万亿元, 其中智驾解决方案将是增长最快的细分板块。我们预计均胜有望凭借其参与开发的 CCU 产品在舱驾一体的趋势中取得竞争优势, 并预测 2025~27 年电子板块收入为 175.1 亿元/185.6 亿元/204.1 亿元。

目标价 24.90 港元, 首次覆盖给予“买入”: 我们预计均胜电子海外工厂的不断精简优化以及 BOM2.0 战略不断提升其毛利率水平, 预计 2025/26/27 年的毛利率达到 18.4%/18.8%/20.4%。我们预期公司将维持 12%~13%之间稳定的三费率, 并预计同期归母净利润为 15.9 亿元/21.4 亿元/35.1 亿元。估值: 考虑到均胜电子-H 与可比公司相比估值处于低位, 我们采用 15 倍 2026 年 P/E 的方法对均胜进行估值并得到目标价为 24.90 港元, 以 26 年 1 月 13 日收盘价测算 H 股相比 A 股的折价为 45%。

风险提示: 全球汽车销量缩减; 机器人产品发展不及; 汽车电子行业竞争加剧。

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (RMBmn)	55,728	55,864	64,098	67,778	72,425
息税前利润 (RMBmn)	2,652	2,824	3,752	4,329	5,906
归母净利润 (RMBmn)	1,240	1,326	1,886	2,502	4,100
每股收益 (RMB)	0.88	0.95	1.14	1.52	2.47
市盈率 (x)	N/A	N/A	13.6	10.8	6.6

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。资料来源: 公司公告, 华兴证券预测

目录

构建“机器人+汽车 Tier1”战略	3
稳固汽车安全的龙头地位	4
智能化趋势推动汽车电子产品需求不断增长	5
积极布局具身机器人产业链	7
盈利预测	11
估值	14
风险提示	15

构建“机器人+汽车 Tier1”战略

均胜的主营业务是提供汽车电子解决方案、汽车安全解决方案和其他汽车部件。1) 汽车电子解决方案主要包括汽车智能解决方案、新能源管理系统解决方案和人机交互产品；2) 汽车安全解决方案则主要提供安全气囊、安全带、智能方向盘和集成式安全解决方案；3) 其他汽车部件主要包括座舱部件和电动车充电系统。截至 2025 年 4 月 30 日，均胜的客户覆盖超过 100 个全球汽车品牌，包括中国和全球的十大整车厂。自 2024 年以来，均胜电子将战略聚焦在智能科技赋能，全球化发展和探索“汽车+”应用领域，尤其在 2025 年 2 月成立均胜智能机器人子公司以后正式进入具身机器人领域，不断开拓业务边界。

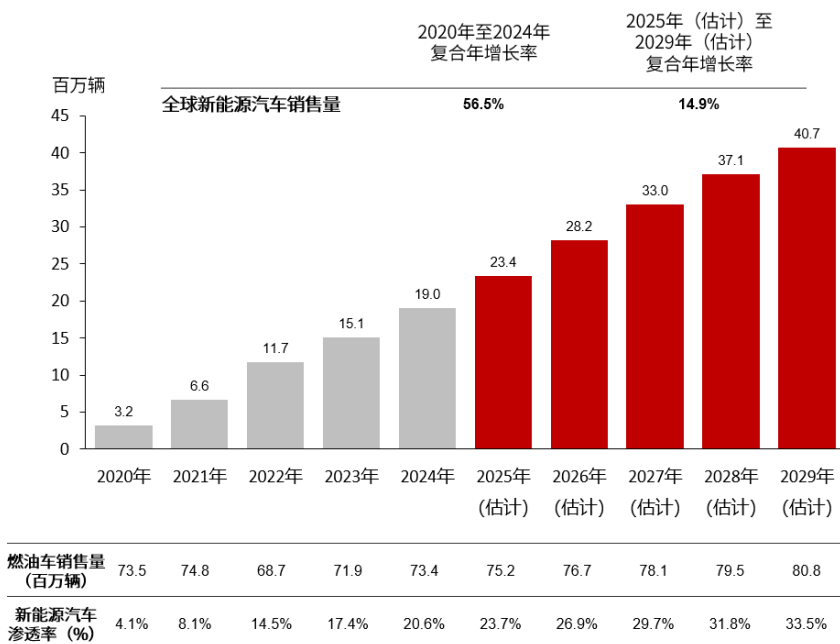
图表 1：均胜电子战略发展图



资料来源：均胜电子招股书，华兴证券整理

随着汽车智能化和电动化的趋势不断加快，相应新能源汽车的零部件需求也不断增加，我们预计将充分利好均胜电子的汽车安全和电子产品需求提升。根据弗若斯特沙利文（Frost & Sullivan）的资料，新能源汽车的全球销售量由 2020 年的 320 万辆快速上升至 2024 年的 1,900 万辆，并预期将由 2025 年的 2,340 万辆进一步增加至 2029 年的 4,070 万辆，复合年增长率为 14.9%。

图表 2：全球新能源汽车销量预测



资料来源：均胜电子招股书，Frost & Sullivan，华兴证券整理

稳固汽车安全的龙头地位

均胜作为全球第二大汽车安全产品的供应商，已经实现根据招股书披露，均胜从 2021 年至 2024 年连续四年是中国和全球第二大汽车被动安全产品提供商，2024 年市场份额分别为 26.1% 和 22.9%。同时，均胜也是全球最大的方向盘、安全带和安全气囊供货商之一，2024 年市场份额分别为 35.9%、22.1% 和 19.0%。除传统安全产品外（安全带，安全气囊等），均胜提供集成式安全解决方案。为驾驶员和乘员提供预警和支持，尽可能避免碰撞，这为智能汽车安全系统不可或缺的一环。均胜的集成式安全解决方案涵盖 DMS、OMS、行人安全解决方案和电池保护系统。2024 年全球和中国市占率分别为 22.9% 和 26.1%，均仅次于奥托立夫。从下表中可以看出，汽车被动安全行业高度集中，前三大供应商在全球占比超 90%，行业格局稳定，对新进入者有较高的行业壁垒。

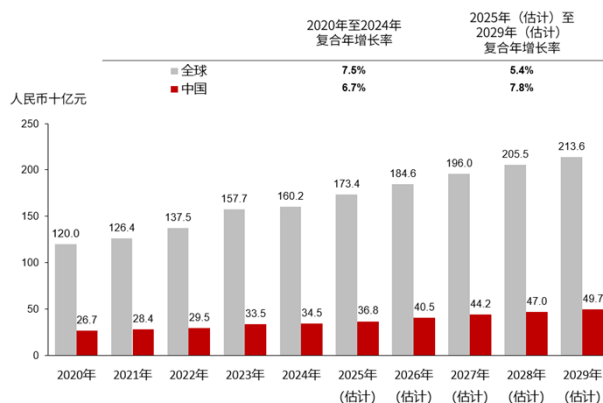
图表 3：2024 年汽车被动安全行业按收入划分的前三大供应商（全球和中国）

排名	公司	全球收入（人民币十亿元）	全球市场份额	中国收入（人民币十亿元）	中国市场份额
1	奥托立夫	74.0	46.2%	14.1	40.7%
2	均胜电子	36.7	22.9%	9.0	26.1%
3	采埃孚	36.4	22.8%	6.1	17.6%
前 3 大公司占比		147.2	91.9%	29.2	84.5%
总计		160.2		34.5	

资料来源：均胜电子招股书，华兴证券整理

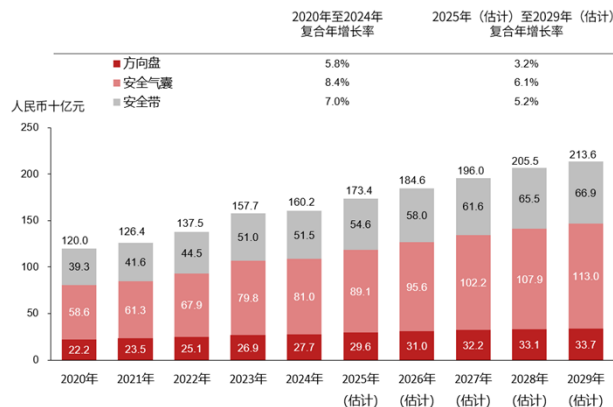
根据招股书披露，2025 年全球汽车被动安全市场规模（方向盘，安全气囊和安全带）将达到 1,734 亿元，2029 年将增长至 2,136 亿元，5 年复合增长率为 6.4%；而今年中国市场规模将达到 368 亿元，2029 年将增长至 497 亿元，5 年复合增长率为 7.8%。同时，招股书披露 2025 年中国汽车被动安全市场中方向盘，安全气囊和安全带的规模分别为 128 亿元/167 亿元/730 亿元，未来 5 年的复合增长率为 4.7%/10.5%/5.8%。根据弗若斯特沙利文资料，均胜是全球最大的方向盘、安全带和安全气囊供货商之一，2024 年市场份额分别为 35.9%、22.1% 和 19.0%。我们认为虽然全球汽车销量增长仍处于低位，但随着高级辅助驾驶的发展和新能源车的快速渗透，对汽车安全的要求也不断提高，因此我们认为均胜仍有望持续受益于汽车安全市场规模的不断扩大。

图表 4：汽车被动安全行业市场规模



资料来源：均胜电子招股书，Frost & Sulliva，华兴证券整理

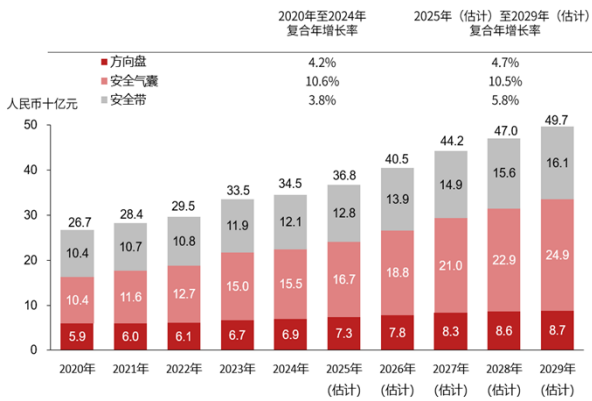
图表 5：汽车安全系统行业分产品市场规模（全球）



资料来源：均胜电子招股书，Frost & Sulliva，华兴证券整理

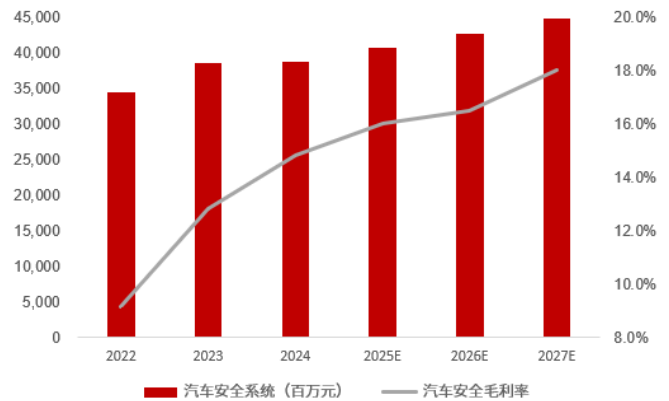
均胜汽车安全解决方案的收入从 2022 年的人民币 344.2 亿元增长至 2024 年的 386.6 亿元，我们预计 2025/26/27 年收入为 405.9 亿元/426.2 亿元/447.5 亿元。汽车安全毛利率也从 2022 年的 9.2% 稳步提升至 2024 年的 14.8%，我们预计 2025/26/27 的板块毛利率水平将进一步增长至 16.0%/16.5%/18.0%。

图表 6: 汽车安全系统行业分产品市场规模 (中国)



资料来源: 均胜电子招股书, Frost & Sulliva, 华兴证券整理

图表 7: 均胜汽车安全系统收入和毛利率

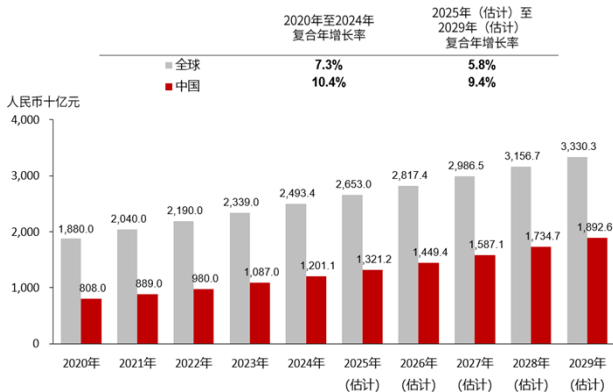


资料来源: 均胜电子招股书, 华兴证券整理

智能化趋势推动汽车电子产品需求不断增长

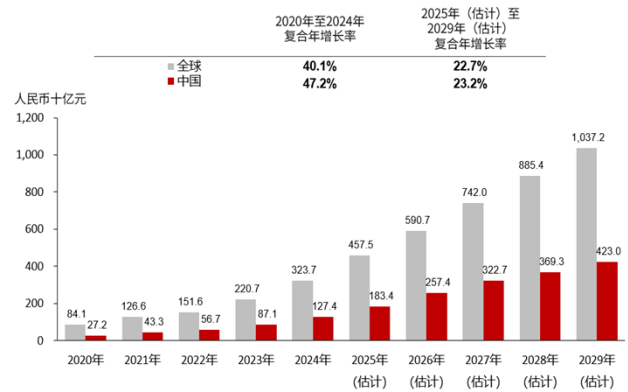
随着汽车智能化的迅速发展, 智能座舱和智能驾驶相关的电子零部件需求快速增长。根据招股书披露, 汽车电子行业规模未来 5 年在全球和中国的复合增长率分别为 5.8%/9.4%, 2029 年的市场规模将分别达到 3.2 万亿元/1.7 万亿元。均胜汽车是汽车电子行业的主要零部件供应商, 其汽车电子产品分为三类: **汽车智能驾驶解决方案, 新能源管理系统和人机交互产品**, 2024 年对应收入分别为 66.7 亿元/21.9 亿元/81.4 亿元, 同比+16.8%/-10.4%/-9.6%。**智能驾驶解决方案**主要包括 ADAS 域控制器和前置一体机。另外, 随着舱驾一体化的趋势, 智能座舱域与智能驾驶域逐渐整合为一个统一平台, 为用户提供更一体化的沉浸式车内体验。均胜也已经与国内领先的智能汽车芯片公司成功地共同开发出基于其智能汽车跨域 SoC 的 CCU (Communication Control Unit) 产品 (涵盖智能驾驶、智能座舱和网联的全方位功能的舱驾融合域控制器和中央计算单元)。未来, 对高性能 CCU 的不断研发预期将加快多域融合, 并促进各个汽车域之间的无缝交互。根据招股书披露, 目前 CCU 逐渐成为智能驾驶解决方案行业的核心技术, 其将控制功能集中到高性能计算平台上的能力备受关注。其集成智能驾驶、智能座舱和车身控制等多个域的数据, 增强系统协调性和响应能力。CCU 通过处理实时传感器数据, 确保车辆在不同环境下安全高效地运行, 同时提供智能驾驶和快速决策所需的计算能力。此外, CCU 通过软件更新实现系统优化和功能扩展, 可简化传统分布式 ECU 系统和提高车辆智能化水平。跨域的 CCU 能够促进导航、娱乐和驾驶辅助系统之间更顺畅的交互。随着由软件定义汽车的不断发展, 高度集成的 CCU 在提高计算效率、可扩展性和支持 OTA 升级方面的作用可能会变得越来越重要。当前新能源车的快速渗透和 L2+高级辅助驾驶的不断普及, 我们认为公司智能驾驶解决方案将持续维持快速增长。其中智能驾驶解决方案将成为增长最迅速的细分板块之一, 全球和中国市场规模将在 2029 年达到 1.04 万亿元和 0.42 万亿元。

图表 8: 汽车电子行业市场规模



资料来源: 均胜电子招股书, Frost & Sulliva, 华兴证券整理

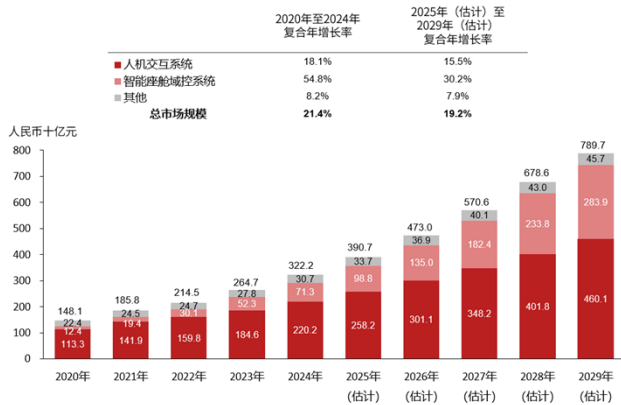
图表 9: 智能驾驶解决方案分产品市场规模 (全球)



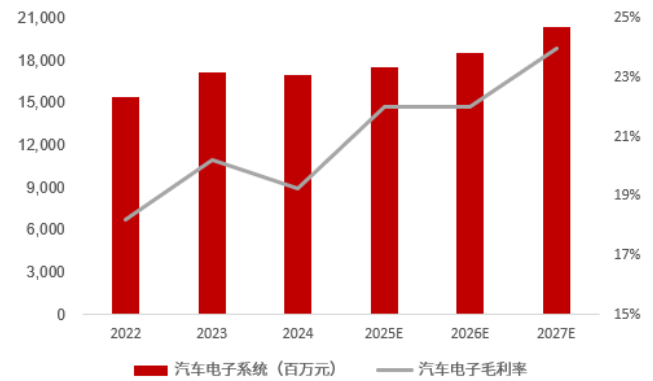
资料来源: 均胜电子招股书, Frost & Sulliva, 华兴证券整理

均胜人机交互产品主要包括中央和驾驶模式控制器、中控面板、多功能方向盘开关和空调控制器。2024 年人机交互系统的全球市场规模为 2,202 亿元, 过去 5 年的复合增长率为 18.1%, 预计 2029

年将达到 4,601 亿元。公司 2024 年人机交互产品销售额下降，原因是部分项目已进入生产阶段末期及其他项目的投产时间延迟。均胜将继续发展人机交互技术，以紧贴行业趋势，并协助整车厂客户开发更加智能化、更方便客户使用的座舱解决方案。

图表 10：智能座舱解决方案分产品市场规模（全球）


资料来源：均胜电子招股书，Frost & Sulliva，华兴证券整理

图表 11：均胜汽车电子系统收入和毛利率


资料来源：公司公告，华兴证券整理

新能源管理系统主要包括(i) 电池管理系统；及(ii) 功率电子产品。均胜为包括 12V、48V、400V 和 800V 等多个电压平台提供电池管理系统解决方案。功率电子产品主要包括升压器、车载充电机和直流电压转换器。均胜已实现向多家国际车厂供货。均胜正在进行 800V 架构充放电管理和无线充电系统等创新技术的研发和工业革新。800V 架构充放电管理系统旨在通过嵌入交流阻抗在线监测功能，提升 800V 平台电池管理的安全性和可靠性，并开发基于交流阻抗信息反馈的自适应快速充电方法，最终创建一个高电压快速充电全面解决方案。2024 年新能源管理系统解决方案销售额下降主要由于：1) 欧洲若干国家新能源汽车的补贴减少，导致整体新能源汽车市场及终端客户需求受到影响和 2) 某主要欧洲客户正进行生产迭代，导致产品交付计划出现变动。整体而言，均胜的汽车电子系统收入在 2022-24 年维持较为稳定的水平，我们预计公司 2025-27 该板块收入将达到 175.1 亿元/185.6 亿元/204.1 亿元，同比增长 3.0%/6.0%/10.0%。

综合而言，均胜凭借在汽车安全和汽车电子板块中多年积累的技术经验和行业地位能够为整车厂客户提供横跨座舱域、智驾域、网联域、动力域和车身的产品解决方案，整合在汽车安全、汽车智能、新能源管理系统解决方案和人机交互产品等领域的底层技术能力，促进汽车电子业务与汽车安全业务的协同发展。

积极布局具身机器人产业链

具身智能机器人行业发展加速，汽车、芯片等行业企业纷纷跨界入局产业链，持续推动这一新兴产业升级。根据招股书披露，全球智能机器人市场已由 2020 年的 320 亿美元增长至 2024 年的 602 亿美元，复合年增长率达 17.1%，预计 2029 年将突破 1,239 亿美元。人形机器人市场增长尤为显著，其规模预计将由 2025 年的 23 亿美元飙升至 2029 年的 129 亿美元，复合年增长率达 54.4%。由于技术同源与生态协同，均胜电子 2025 年起积极拓展机器人部件业务，依托在汽车零部件领域的深厚积累，持续推进机器人核心部件及行业场景应用的落地。均胜于 2025 年 4 月正式成立全资子公司宁波均胜具身智能机器人有限责任公司。该公司为国内外客户提供包括大小脑控制器、能源管理模块、高性能机身机甲材料等关键零部件以及机器人头部、胸腔总成等软硬件一体化解决方案。我们认为均胜能够凭借在汽车零部件领域丰富的跨领域经验得以系统化地将其多模态感知技术、可靠能源管理能力和创新轻量化材料应用于机器人产业。这使公司可以提供机器人传感器、电池管理和补能产品以及各种机器人机甲。

图表 12：均胜电子机器人

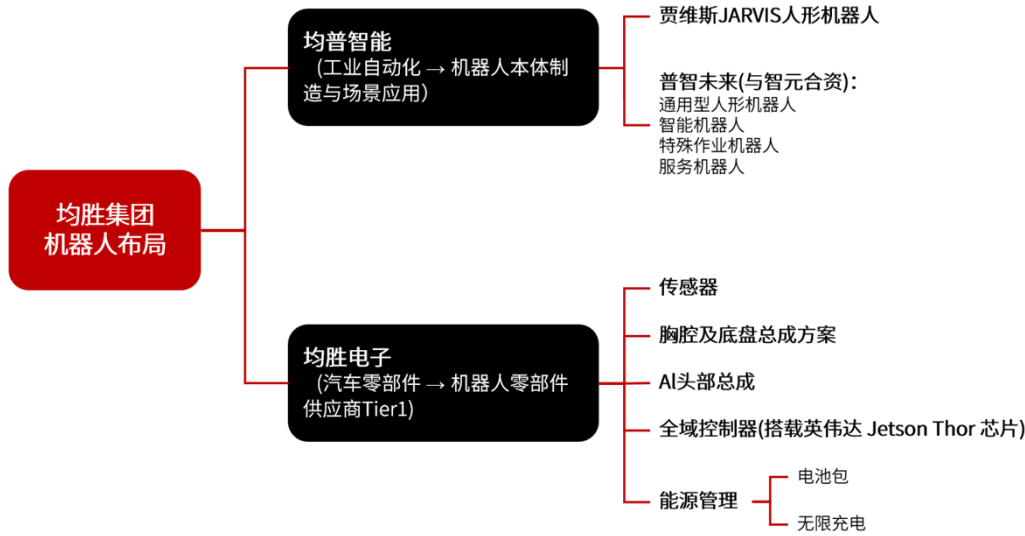


资料来源：均胜电子公众号，华兴证券整理

- 机器人传感器：**均胜将构建覆盖力觉、视觉、嗅觉、触觉、空间感知的多维环境交互体系，产品包括六维力传感器、惯性测量单元、嗅觉传感器、双目深度相机、电子皮肤和全固态激光雷达。
- 电池管理和补能产品：**基于新能源汽车高压充电的自适应能源管理经验，均胜开发了专为处理复杂工况而设的机器人能源中枢，实现从高效充放电到动态负载优化的全电池管理。目前，均胜已推出机器人无线充电模块和机器人动力电池智能管理系统。。
- 机器人机甲：**依托汽车轻量化材料的研发积累，均胜打造了兼具强度与灵活性的新型复合结构。其轻量化、高耐用度机器人机甲能够为机器人运动性能突破提供底层支撑。

从集团层面来看，均胜集团早在 2022 年时已经通过其旗下另一家子公司均普智能（688306 CH）进入了机器人行业。均普智能最初是均胜集团为了整合收购来的海外自动化资产而成立的，整合对象包括德国普瑞、德国 IMA、美国 Evana、奥地利 M&R 等工业自动化公司；2019 年，均普智能正式改制为宁波均普智能制造股份有限公司。因此，均普智能原本就拥有 AMR 移动工业机器人、机器视觉、人机交互等产品和技術。2024 年 1 月，均胜集团首次展示了名为“贾维斯 JARVIS”（Joyson A Robot Vibrant Intelligent System，即均胜机器人动态智能系统）的人形机器人，并发布了它在均普智能工厂工作的视频。因此，我们预计均胜电子在今年 2 月官宣进入人形机器人赛道后将与均普智能在机器人本体制造领域和关键传感器套件方面的经验技术形成协同效应。另外，虽然两家公司都入局具身智能赛道，但各自的发展历程和侧重点仍有不同。均普智能起步较早（2023 年），从战略规划到研究院设立，再到产品展示和合作，路径清晰，侧重于机器人本体制造与场景应用；而均胜电子利用其汽车电子优势，定位为机器人核心零部件供应商（Tier 1）。

图表 13：均胜电子和均普智能的路线布局



资料来源：具身智能行家，华兴证券整理

根据均胜电子官方披露，2 月以来公司在人形机器人赛道快速发展，取得多项进展。首先，均胜在 2 月发布了专为人形机器人传感器--嗅觉传感器：该传感器采用 4mm 芯片，集成了 10,000 个垂直纳米管，功耗仅为 240 毫瓦，响应时间在 20 至 60 秒之间。它能够精确检测到 ppb 级别的气体浓度，对 8 种单一气体的识别准确率高达 99%，甚至可以分辨复杂的混合气味。在燃气泄漏预警方面，它能在 0.秒 1 内发出警报，而在检测食物氧化时，仅需 3 秒即可完成。人形机器人嗅觉传感器市场正经历快速发展，随着人形机器人技术的日益成熟，其对嗅觉传感器的需求显著增长。当前，嗅觉传感器主要应用于环境监测、安全预警、食品检测等领域，例如均胜电子新推出的传感器能识别花香、检测食物氧化及预警燃气泄漏。

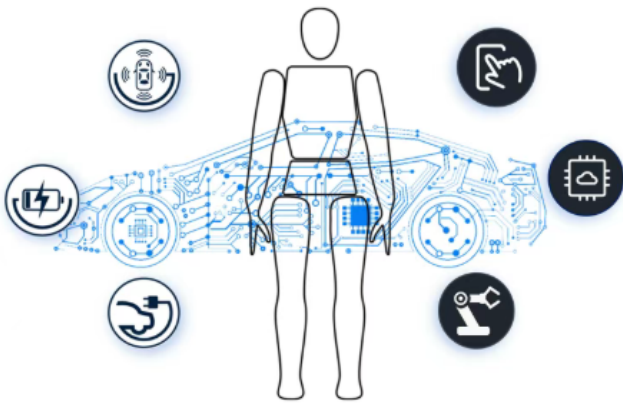
4 月，均胜电子与智元机器人签署战略合作协议，双方将围绕机器人“大脑”（智能交互决策系统）、“小脑”（智能运动控制系统）及关键零部件的核心技术，展开联合攻关、定制化开发、测试验证平台建设等方面的深度合作。

8 月，均胜电子与阿里云达成深度合作，借助通义千问大模型构建机器人智能体，重点突破工业制造、医疗康养、特殊作业等场景的落地难题。同月，还发布了“大小脑融合 + 供电散热”一体化集成的机器人“全域控制器”胸腔及底盘总成方案，分别应用于双足人形机器人和轮式人形机器人。

9 月，均胜电子举办了机器人部件发布会。会上发布了机器人 AI 头部总成和基于英伟达 Jetson Thor 芯片的全域控制器，以及新一代机器人能源管理产品。该款全域控制器，AI 算力高达 2070 TOPS，是上一代 Orin 的 7.5 倍，CPU 性能提升 3.1 倍，整体能效比提升 3.5 倍，支持机器人端侧百亿级参数大模型实时推理，让机器人大小脑能够高效运行。均胜电子机器人 AI 头部总成采用一体化结构设计，高度集成柔性显示屏、麦克风阵列、深度相机、转动控制等多种功能，基于 AI 大模型使其具备全域多模态交互体验，同时兼顾造型美观、轻便及稳固。机器人能源管理产品为嵌入式机器人高能量密度电池包与新一代无线充电解决方案。新产品电芯能量密度大于 280wh/kg，能够支持最大 36A 持续放电，而且将电池从电量 0 充至 80% 仅需 10 分钟，循环寿命超过 1000 次，多重防护让其具备在严酷环境下工作。新款电池包形态分为嵌入式与背包式，分别适用于机器狗、轮式人形机器人和双足人形机器人。此外，新一代无线充电系统能让机器人充电彻底摆脱人工干预，在多种环境下自动充电。今年以来，均胜的机器人能源管理项目已经开始向智元，银河通用等合作伙伴送样。

我们认为均胜在汽车同源技术迁移、自有工业场景与数据、成熟的供应链与制造体系、客户基础与合作生态迁移等方面具有相当大的优势。具体而言：1) **智能化技术同源**：具身机器人在移动智能、操作智能和交互智能发展所需的核心能力与汽车自动驾驶所需的能力和产业链高度适配，使均胜在零部件开发中具备更多优势；2) **自有落地场景**：均胜电子可以利用其全球工厂丰富场景为机器人提供真实工业场景训练，构建“部件-本体-场景-模型”的闭环迭代，推动机器人工业场景应用落地；3) **成本和供应链优势**：作为全球头部汽车 Tier 1，均胜电子拥有大规模、高质量、车规级的系统集成、电子制造、测试验证和供应链管理能力和能力，这对未来机器人部件的量产、成本控制至关重要。其已有的全球顶级车企客户关系，也可延伸至机器人领域。

图表 14：汽车零部件和机器人的技术协同



资料来源：均胜电子公众号，华兴证券整理

具身智能与自动驾驶在软硬件的技术协同

智能驾驶和机器人是人工智能的两大核心应用领域，在零部件，软件算法等核心技术上有着很多的共同点，但也存在显著差异，下面我们就这两大应用的技术特点进行分析：

硬件层面：

1. **传感器**：汽车智能驾驶的传感器主要依靠摄像头，毫米波/超声波雷达和激光雷达以获取车辆周围的图像信息，其中摄像头为核心。在具身机器人中，摄像头同样为主传感器用于目标识别、导航和操作等任务。应用于机器人的激光雷达与车用产品不同的是，机器人激光雷达更偏向定制化，根据机器人应用场景的不同适配不同线数或尺寸的激光雷达。此外，机器人除了视觉信息外，还有汽车当前不具备的传感器包括力传感器和惯性测量单元。力传感器用于测量机器人与外界物体之间的作用力和力矩，在机器人的精细操作和人机协作中非常重要。惯性测量单元（IMU）测量机器人的加速度和角速度，用于姿态估计和运动控制。IMU 通常与其他传感器数据融合，提高机器人的定位和导航精度。由于机器人的非标准化特征，目前已经有其他零部件厂商开始制造融合摄像头，激光雷达和惯性测量单元功能并适用于具身机器人的专用视觉传感器（例如速腾聚创的 Active Camera）。均胜电子目前已经发布其双目深度相机和惯性测量单元产品并对客户开始送样。综合而言，智驾的传感器已经标准化以满足车规要求和车辆的动力学特性，而机器人的传感器更加多样化，目前还没形成行业的统一标准或实现技术收敛。
2. **执行器**：智能驾驶的执行器即车辆的底盘系统，通常是线控底盘，包括转向系统、制动系统、动力系统等。汽车的动力系统主要为引擎和电机（或两者结合）。具身机器人中电机同样是主要执行器，但在人形机器人中一般有多个电机协同工作，实现机器人的行走、跑步、抓取等动作，而车辆的电机一般只提供加速动力，较为单一。
3. **计算平台**：智能驾驶的计算平台在现阶段主要指域控制器，核心是 SoC (System on Chip) 芯片。智能驾驶的 SoC 包含 ASIC、GPU、CPU 等不同类型的处理器，典型的产品包括英伟达的 Orin/Thor，地平线 J6 等。机器人的计算平台主要包含 FPGA、GPU 与 CPU，它们可能是集成的 SoC，也可能是分立的。一般而言会根据机器人的任务复杂度和实时性要求进行选择，如一些简单任务的机器人可使用低功耗的嵌入式处理器，而复杂任务的机器人则需高性能的计算平台。

软件层面：

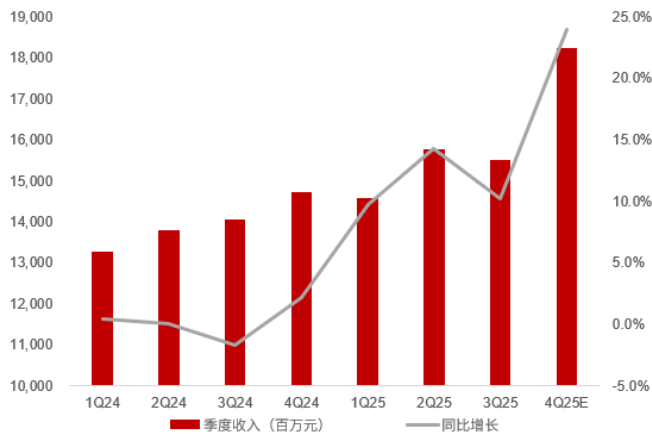
- 1. 核心应用算法：**传统而言，智能驾驶的应用层算法与模块对应，包括感知、定位、决策、规划等不同用途的算法。首先感知算法通过对传感器数据的处理和分析，实现对车辆周围环境的感知（从 2D 图像构建至 3D 环境），叠加地图与定位算法结合地图数据和传感器信息，实现车辆的精确定位。然后决策算法根据感知算法获取的环境信息和车辆自身的状态信息，做出决策，如是否加速、减速、转弯等。最后规划算法根据决策算法的结果，为车辆规划出一条安全、高效的行驶路径（常用算法包括 A* 算法、Dijkstra 算法、RRT 算法等）。而目前以特斯拉为代表的端到端神经网络模型已经整合了从感知到决策规划的路径。**以特斯拉为例**，FSD 的 Occupancy Network（占用网络）Occupancy Network 是感知层的核心，通过特斯拉车上 8 个摄像头捕捉到的多视图图像数据实现 2D 图像到 3D 环境的转换，并能够把摄像头的二维画面转化为路径规划算法能理解的三维空间占据模型，可以将世界划分为微小立方体（或体素），然后预测每个体素是空闲还是被占用。同时，特斯拉的端到端神经网络算法会深度耦合 Occupancy Network 的输出结果，并于与导航地图、车辆运动信息、音频信号等多模态数据一起输入端到端模型。模型在内部完成轨迹生成、评估与决策。最终输出转向、加速、制动等控制指令。对于机器人而言，其应用算法同样包括感知、决策、规划和人机交互算法等，但由于应用场景和任务目标差异，两者在感知侧重、运动控制、数据依赖等方面又存在显著区别。仍以特斯拉的 FSD 和 Optimus 为例，两者不同点在于：i) 感知需求和传感器：Optimus 感知需覆盖各类不规则物体、人类随机动作等，除视觉与 IMU 外，额外搭载力 / 触觉传感器和麦克风，需感知物体材质、重量及语音指令；ii) 数据依赖与迭代方式：Optimus 目前仅依赖少量原型机数据、仿真数据和人类演示数据，数据泛化性差。
- 2. 操作系统：**智能驾驶的操作系统以 RTOS（实时操作系统）为主，因为智能驾驶系统对实时性要求极高，RTOS 能够确保系统在规定的时间内响应和处理各种事件，保证智能驾驶的安全性和可靠性，另外智能驾驶也会同时使用 Linux 系统。机器人的操作系统，同样有 Linux 系统与 RTOS，取决于机器人的应用场景。由于开源、可定制性强等特点，Linux 在机器人领域得到广泛应用，许多机器人操作系统都是基于 Linux 开发的。对于一些对实时性要求较高的机器人应用，如工业机器人和医疗机器人，RTOS 可以确保系统在规定的时间内响应和处理各种事件，保证机器人的安全性和可靠性。另外，部分厂商会基于自研芯片或特殊需求，定制专用底层操作系统，例如特斯拉的 Optimus。

综合而言，智能驾驶和具身机器人在不论是硬件（传感器，执行器和计算平台）还是软件（算法和操作系统）方面都有很强的共性，但机器人由于其使用场景和用途的多样化因此比智能驾驶在运控和操作上复杂性更高。同时对均胜而言，具身机器人和汽车在部分零部件上的高度类似性（电机，机甲，电池管理系统等）使均胜相比竞争对手更具有成本和经验优势，而其工厂也天然成为机器人本体的实验和运行场地，能够为具身产品提供更多真实数据以训练模型。

盈利预测

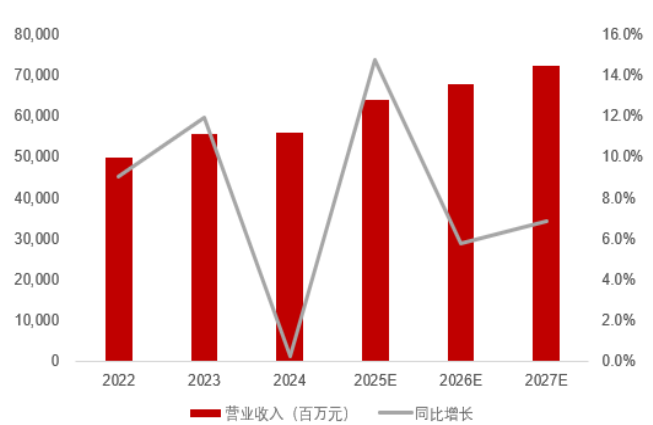
根据均胜电子三季报，公司前三季度累计获得订单 714 亿元，其中汽车安全业务新订单 396 亿元，汽车电子业务约 318 亿元。同时，均胜电子三季度以来在包含中央计算单元（集成智能驾驶、智能网联和智能座舱的中央计算单元）、智能座舱车载多联屏、能辅助驾驶域控制器等汽车智能电动化领域获得的全球化订单全生命周期金额就超过 200 亿元，2025 年汽车电子板块累计新订单超过 518 亿元。公司三季度收入为 155.0 亿元，（同比+10.3%），我们预计 4Q25 和 2025 年收入将达到 182.5 亿元和 641.0 亿元（同比+23.9%/+14.7%）。基于 2025 年新获得订单金额，我们预测均胜电子 2026/27 年的收入为 677.8 亿元/724.2 亿元（同比+5.7%/+6.9%）。

图表 15: 季度营业收入预测



资料来源：公司公告，华兴证券预测

图表 16: 年度营业收入预测



资料来源：公司公告，华兴证券预测

2022 年至 2024 年，均胜的汽车安全解决方案的产能利用率有所下降，主要原因为：1) 由于销售量减少及在亚洲其他地区 and 美洲地区某些早期安全气囊和安全带的大规模生产项目停产(EOP)，导致汽车安全解决方案的生产量略有下降；2) 为了满足新订单的生产要求，均胜在特定地区扩大产能，特别是在需求快速增长的中国。

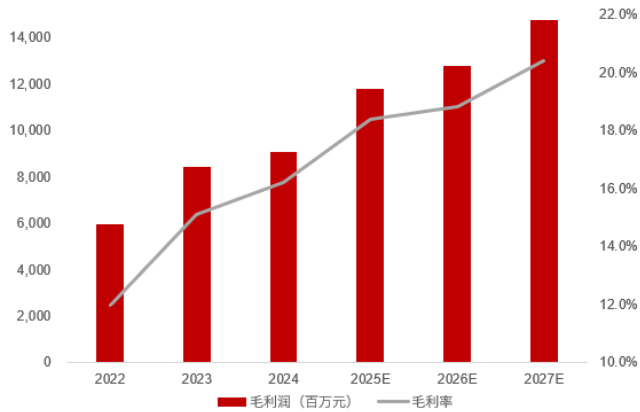
图表 17: 均胜电子各业务板块产能利用率

产能利用率	2022	2023	2024	4M2025
汽车安全系统	70.4%	63.3%	59.9%	53.9%
安全气囊和智能方向盘	69.1%	59.9%	53.8%	48.9%
安全带、集成式安全解决方案和其他	70.9%	64.6%	62.6%	55.9%
汽车电子系统	93.1%	86.7%	84.9%	87.9%
汽车智能解决方案	69.7%	92.4%	77.3%	85.6%
新能源管理系统	85.5%	80.7%	73.6%	78.6%
人机交互产品	95.6%	86.7%	86.2%	88.7%
其他	N/A	N/A	84.1%	84.4%
总计	73.1%	66.3%	63.1%	59.5%

资料来源：招股书，华兴证券整理

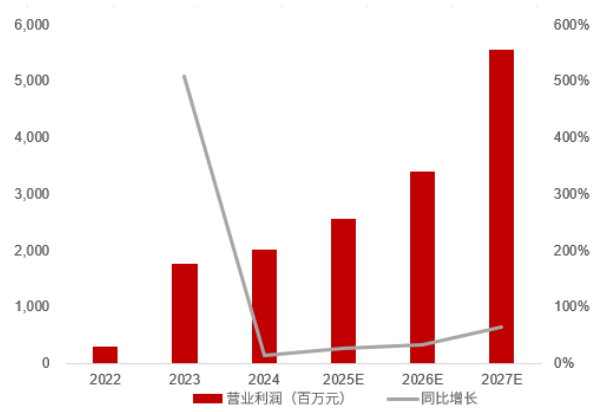
毛利率快速改善：均胜电子的综合毛利率在过去三年维持稳定增长，从 2022 年的 12.0% 增长至 2024 年的 16.2%，2025 年前三季度的综合毛利率为 18.3%，盈利能力持续改善。未来，均胜电子将 1) 持续产能整合以提高产能利用率，2) 实行 BOM2 产略以实现材料成本占收入比重的不断下降（公司预计 2027 年将下降至 55%）和 3) 国内外自建零部件工厂以降低成本。因此，我们预测均胜电子 2026/27 年的毛利率将进一步提升至 18.8%/20.4%。

图表 18: 毛利率预测



资料来源: 公司公告, 华兴证券预测

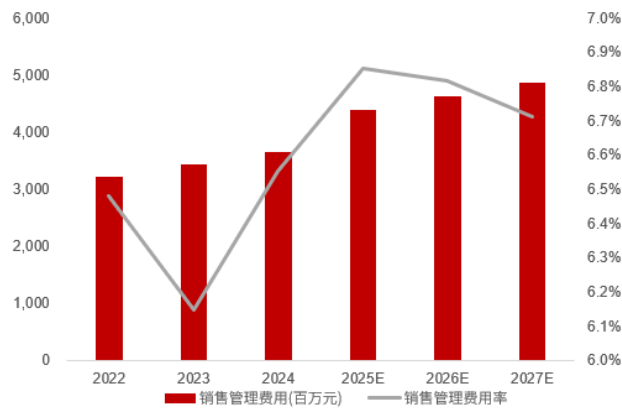
图表 19: 营业利润预测



资料来源: 公司公告, 华兴证券预测

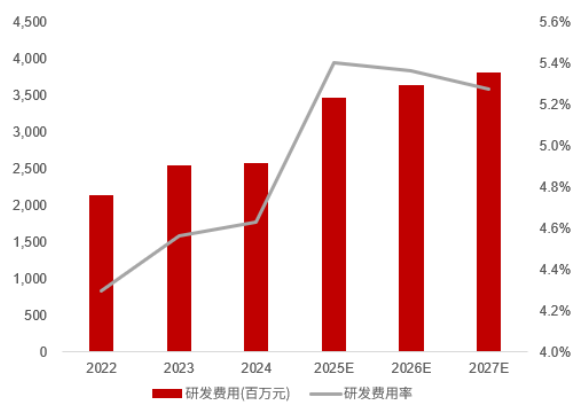
均胜电子过去几年始终维持着较稳定的经营费用支出, 公司前三季度销售和管理费用为 30.1 亿元 (同比+36%), 销管费用率为 6.6% (同比+1.2ppts), 我们预计 2025/26/27 年销售和管理费用为 43.9 亿元/46.2 亿元/48.6 亿元 (同比 +20%/+5.2%/+5.2%), 对应销管费用率为 6.9%/6.8%/6.7%。2025 年销管费用同比上升较快主要是由于公司持续推进海外组织结构优化产生的费用, 该费用预计在 2026 年快速下降。同时, 由于均胜电子在 25 年进入机器人行业并发布多项新产品, 因此当年研发费用增长较快。我们预计 2025/26/27 年研发费用为 34.6 亿元/36.4 亿元/38.2 亿元 (同比分别增长 34.0%/5%/5%), 对应研发费用率为 5.4%/5.4%/5.3%。

图表 20: 销售管理费用预测



资料来源: 公司公告, 华兴证券预测

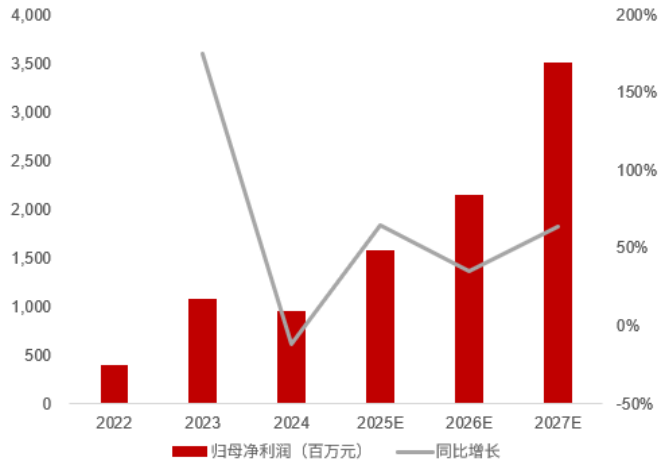
图表 21: 研发费用预测



资料来源: 公司公告, 华兴证券预测

净利率稳步提高: 均胜电子在近几年虽然收入规模较大, 但净利润率始终维持在较低的水平, 2021~2024 年的归母净利率分别为-8.2%/0.8%/1.9%/1.7%, 主要原因除了之前发生的商誉减值等一次性因素外, 核心还是 1) 主要产品毛利率水平较低和 2) 收购兼并海外公司后产生的费用过高。我们认为随着均胜海外工厂的不断精简优化以及 BOM2 战略等带来的毛利率提升, 均胜的净利率有望逐步改善。我们预测均胜电子 2025/26/27 年的归母净利率为 2.5%/3.2%/4.8%。均胜电子表示其 2027 年的经营业绩目标为毛利率达到 20%和净利率达到 5%。

图表 22：归母净利润预测



资料来源：公司公告，华兴证券预测

估值

我们采用 P/E 估值法对均胜电子-H 进行估值，除与均胜电子-A 相同的可比公司外，我们还选取了在港股上市的三家代表性汽车零部件公司（福耀玻璃，敏实集团，三花智控）进行对比。可以看到 A 股可比公司的 2026 年和 2027 年的预期 P/E 均值为 26 倍和 21 倍，H 股可比公司的对应 P/E 均值为 17 倍和 15 倍，均胜电子 A 股的相应倍数也达到 21 倍和 13 倍，而均胜电子 H 股的估值倍数仅为 12 倍和 8 倍，表明均胜电子目前显著低估的估值水平。因此我们选取 15 倍 2026 年 P/E（对应 A 股目标价估值倍数 38% 的折价和 H 股可比公司平均估值 17% 的折价水平）来对均胜电子 H 股进行估值并得到最新目标价为 24.90 港元。我们认为除了当期公司 A/H 股价存在明显折价和可比公司估值更高外，均胜正处于利润率不断改善和新业务快速拓展的阶段，其在汽车安全领域的全球龙头地位仍然稳固，因此我们首次覆盖均胜电子-H 股并给予“买入”评级。

图表 23: 可比公司市盈率估值表

股票代码	公司	现价 (当地货币)	市值 (亿元)	归母净利润预测 (百万元)			市盈率 (P/E)		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
000636 CH	风华高科	17.31	200	387	527	670	52	38	30
002920 CH	德赛西威	138.02	824	2,619	3,275	4,059	31	25	20
002906 CH	华阳集团	33.10	174	848	1,094	1,378	20	16	13
	A 股平均		399	1,284	1,632	2,036	35	26	21
3606 HK	福耀玻璃	65.30	1,582	9,483	10,796	12,294	17	15	13
0425 HK	敏实集团	30.92	329	2,770	3,261	3,867	12	10	8
2050 HK	三花智控	38.66	1,311	4,101	4,820	5,714	32	27	23
	H 股平均		1,074	5,451	6,292	7,291	20	17	15
600699 CH	均胜电子-A	30.16	446	158.6	214.2	351.0	28	21	13
0699 HK	均胜电子-H	18.18	264	1,586	2,142	3,510	17	12	8

注：基于 2026 年 1 月 13 日收盘价；均胜电子-A 和均胜电子-H 预测来华兴证券，其余公司预测来自 Wind。均胜电子-H，福耀玻璃，敏实集团和三花智控股价为港币，其余均为人民币。资料来源：Wind，华兴证券预测

风险提示

- **全球汽车销量不及预期：**受多重宏观不利因素影响，全球经济复苏仍然乏力，全球汽车销量可能受此影响而不及预期，进而拖累公司盈利表现。
- **机器人产品发展不及：**均胜电子自 2025 年起全面投入具身机器人行业并推出多种零部件产品。但由于目前具身机器人产业仍处于发展早期，未来的商业化落地前景仍不明朗，因此可能存在机器人业务发展低于预期进而对财务报表带来负面影响。
- **汽车电子行业竞争加剧：**目前全球汽车电子产业竞争持续加剧，新能源造车新势力的崛起可能会导致原有市场格局发生巨大变化，加剧行业竞争。

附：财务报表

年结：12月

利润表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
汽车安全	38,659	40,592	42,621	44,752
汽车电子	16,996	17,506	18,557	20,412
其他收入	208	6,000	6,600	7,260
营业收入	55,864	64,098	67,778	72,425
营业成本	(46,800)	(52,312)	(55,013)	(57,655)
毛利润	9,064	11,786	12,765	14,769
管理及销售费用	(6,246)	(7,857)	(8,257)	(8,680)
其中：研发支出	(2,585)	(3,464)	(3,637)	(3,819)
其中：市场营销支出	(584)	(856)	(941)	(1,035)
其中：管理支出	(3,076)	(3,538)	(3,679)	(3,826)
息税前利润	2,824	3,752	4,329	5,906
息税折旧及摊销前利润	5,687	6,691	7,516	9,364
利息收入	105	116	127	140
利息支出	(1,130)	(1,187)	(1,246)	(1,309)
税前利润	1,996	2,552	3,386	5,549
所得税	669	666	884	1,449
净利润	1,326	1,886	2,502	4,100
调整后息税折旧及摊销前利润	5,687	6,691	7,516	9,364
基本每股收益 (RMB)	0.95	1.14	1.52	2.47

资产负债表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	30,089	32,279	33,238	34,069
货币资金	7,263	6,953	6,863	6,543
应收账款	8,929	9,651	10,230	11,253
存货	10,538	11,620	11,968	12,687
其他流动资产	3,359	4,055	4,177	3,587
非流动资产	34,077	37,554	39,083	40,682
固定资产	13,208	13,642	14,051	14,473
无形资产	4,819	4,936	5,183	5,442
商誉	7,216	7,468	7,841	8,233
其他	7,267	9,647	10,044	10,463
资产	64,166	69,833	72,321	74,751
流动负债	25,740	30,786	31,525	32,874
短期借款	4,964	6,297	6,927	7,620
预收账款	0	0	0	0
应付账款	10,945	11,854	11,689	12,567
长期借款	15,185	13,667	15,034	15,936
非流动负债	2,728	3,040	3,649	3,758
负债	44,320	48,226	51,015	53,399
股份	1,409	1,396	1,410	1,424
资本公积	0	0	0	0
未分配利润	2,367	3,284	3,481	3,585
归属于母公司所有者权益	13,558	14,447	13,716	13,307
少数股东权益	6,287	7,160	7,589	8,045
负债及所有者权益	64,166	69,833	72,321	74,751

注：历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源：公司公告，华兴证券预测

现金流量表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,326	1,886	2,502	4,100
折旧摊销	2,863	2,938	3,187	3,458
利息（收入）/支出	1,130	1,200	943	357
其他非现金科目	221	152	162	185
其他	1,195	1,486	1,576	1,672
营运资本变动	(1,026)	(2,380)	(1,098)	(1,391)
经营活动产生的现金流量	4,602	4,156	6,079	7,116
资本支出	(3,213)	(3,221)	(3,543)	(3,898)
收购及投资	(106)	(220)	(250)	(400)
处置固定资产及投资	516	385	410	450
其他	815	(407)	(686)	(1,000)
投资活动产生的现金流量	(1,988)	(3,463)	(4,069)	(4,848)
股利支出	(1,532)	(454)	(750)	(1,012)
债务筹集（偿还）	1,468	1,185	(930)	(976)
发行（回购）股份	0	0	0	0
其他	(808)	(600)	(600)	(800)
筹资活动产生的现金流量	(872)	131	(2,279)	(2,788)
现金及现金等价物净增加额	1,726	974	(90)	(320)
自由现金流	1,389	935	2,536	3,219

关键假设

	2024A	2025E	2026E	2027E
中国乘用车销量 (万辆)	2,431.2	2,552.7	2,600.0	2,600.0

财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
YoY (%)				
营业收入	0.2	14.7	5.7	6.9
毛利润	7.8	30.0	8.3	15.7
息税折旧及摊销前利润	27.1	17.7	12.3	24.6
调整后息税折旧及摊销前利润	27.1	17.7	12.3	24.6
净利润	7.0	42.2	32.7	63.9
稀释每股调整收益	7.9	19.6	33.7	62.3
盈利率 (%)				
毛利率	16.2	18.4	18.8	20.4
息税折旧摊销前利润率	10.2	10.4	11.1	12.9
调整后息税折旧摊销前利润率	10.2	10.4	11.1	12.9
息税前利润率	5.1	5.9	6.4	8.2
净利率	2.4	2.9	3.7	5.7
净资产收益率	9.8	13.1	18.2	30.8
总资产收益率	2.1	2.7	3.5	5.5
流动资产比率 (x)				
流动比率	1.2	1.0	1.1	1.0
速动比率	0.8	0.7	0.7	0.7
估值比率 (x)				
市盈率	N/A	13.6	10.8	6.6
市净率	N/A	1.5	1.7	1.8
市销率	0.4	0.4	0.3	0.3

附录

【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

【法律声明】

一般声明

本报告由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，仅供投资者参考之用，在任何情况下，报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所在的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同的假设和标准、采取不同的分析方法而口头或书面发表于本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接受者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，华兴证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构和人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10% 以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于 -10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10% 以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于 -10%。