

均胜电子 (600699.SH)

汽车安全盈利修复，汽车电子加速布局

买入

核心观点

汽车安全业务全球龙头，预计盈利逐步修复。均胜电子主营汽车安全和汽车电子业务。2021 年安全业务收入 323 亿元，占总营收 71%，约占全球被动安全市场份额 25%，为全球龙二。因并购重组整合叠加外部环境影响，安全业务盈利能力受损，2021 年毛利率下滑至 8.5%。公司通过完善组织架构、减员增效、整合工厂等方式以提升生产管理效率；加大中国区投入、新建均胜安全合肥产业基地、上海研发中心以提高中国区市场份额；转移生产基地至低成本地区以降低成本等措施整合。整合成效显现，公司发布业绩预告，预计 2022 年 Q3 实现营业收入约 128 亿元，同比增长 22%，实现归母净利润约 2.20-2.35 亿元（2021 年同期为-2.51 亿元），季度间盈利改善。

合作华为、英伟达，发力智能座舱与智能驾驶。公司的汽车电子业务包括智能座舱、智能驾驶、新能源管理三大项，2021 年收入 127 亿，占总营收 28%。座舱域控业务已量产欧系客户，同时合作华为共同推进基于华为芯片和鸿蒙操作系统的座舱域控研发，已有定点落地，预计 2022Q4 量产。自动驾驶获自主品牌联合开发合作，提供英伟达双 Orin 方案，实现高算力域控制器 0-1 突破，预计于 2024 年量产。2021 年战略投资激光雷达供应商图达通，公司负责其激光雷达产品的生产、测试、交付环节。公司目前实现域控制器+激光雷达+车载通信终端+软件算法的综合布局，发力智能驾驶。

汽车电子业务客户优质，盈利稳健，订单充沛，将逐步成增长主力。均胜电子的汽车电子业务客户优质，长期合作大众、奔驰、宝马、奥迪、福特、通用、特斯拉等车企，并积极开拓国内自主品牌和新势力车企，提升自主品牌占比；盈利能力稳健，得益于优质客户的规模效应，2021 年整体毛利率提升至 19.0%（20 年为 17.4%）；在手订单充沛，截至 2022 年 2 月累计在手订单（全生命周期）超 750 亿元，保障公司增长确定性。

盈利预测与估值：我们预测公司 2022-2024 年归属母公司净利润 4.54/10.11/13.38 亿元，同比分别扭亏/122.9%/32.3%，每股收益分别为 0.33/0.74/0.98 元。随着公司安全业务整合结束，业绩逐步改善，以及汽车电子业务放量，我们判断公司未来的成长性和确定性增强，我们给予一年期目标估值 19-21 元（对应 2023 年 26-28 倍 PE），当前股价距目标估值有 18%-30%的提升空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：商誉减值风险、高资产负债率风险、技术风险、内控风险、估值风险、政策风险、客户拓展风险、毛利率下滑风险、汇率风险等。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	47,890	45,670	50,028	55,345	61,618
(+/-%)	-22.4%	-4.6%	9.5%	10.6%	11.3%
净利润(百万元)	616	-3753	454	1011	1338
(+/-%)	-34.5%	-709.1%	扭亏	122.9%	32.3%
每股收益(元)	0.45	-2.74	0.33	0.74	0.98
EBIT Margin	-0.1%	-2.4%	2.4%	4.4%	5.1%
净资产收益率 (ROE)	4.1%	-33.0%	4.2%	9.4%	12.2%
市盈率 (PE)	35.7	-5.9	48.6	21.8	16.5
EV/EBITDA	20.2	35.1	20.2	14.3	12.5
市净率 (PB)	1.45	1.94	2.02	2.06	2.01

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

汽车·汽车零部件

证券分析师：唐旭霞

联系人：王少南

0755-81981814

tangxx@guosen.com.cn

wangshaonan@guosen.com.cn

S0980519080002

基础数据

投资评级	买入(首次覆盖)
合理估值	19.00 - 21.00 元
收盘价	15.97 元
总市值/流通市值	21847/21847 百万元
52 周最高价/最低价	24.57/9.69 元
近 3 个月日均成交额	733.08 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

均胜电子：主营汽车安全与汽车电子两大业务	5
公司历史沿革与业务框架	5
公司经营概况，汽车电子业务高增长，安全业务盈利改善	8
汽车安全业务全球龙头，整合修复盈利能力	11
公司是全球领先的汽车被动安全系统生产商	11
安全业务持续整合，盈利能力预计步入正轨	15
汽车电子业务稳步推进，成增长主力	18
软硬结合，智能座舱业务稳步推进	18
布局自动驾驶，合作英伟达，高算力域控制器 0-1 突破	25
公司智能化赛道优势	26
财务分析	29
盈利预测	31
假设前提	31
未来 3 年业绩预测	32
估值与投资建议	34
绝对估值：18-21 元	34
相对估值：19-21 元	35
投资建议	36
风险提示	37
附表：财务预测与估值	39
免责声明	40

图表目录

图 1: 公司发展历程	6
图 2: 公司业务架构	6
图 3: 公司分业务营业收入 (亿元)	7
图 4: 公司营业结构 (2021 年, %)	7
图 5: 均胜电子股权结构 (截至 2022Q2)	7
图 6: 公司营业收入及增速	9
图 7: 公司单季度营业收入及增速	9
图 8: 公司净利润及增速	9
图 9: 公司单季度净利润及增速	9
图 10: 公司毛利率及净利率	9
图 11: 公司季度毛利率及净利率	9
图 12: 公司分业务毛利率	10
图 13: 安全带总成	12
图 14: 安全气囊系统工作原理	12
图 15: 被动安全系统构成	13
图 16: 被动安全配置与人均 GDP 正相关	13
图 17: 安全类产品升级	13
图 18: 被动安全单车价值 (分区域)	14
图 19: 被动安全市占率	14
图 20: 均胜安全业务盈利能力与奥托立夫对比	15
图 21: 重组费用	15
图 22: 安全气囊布成本构成	16
图 23: 锦纶丝 (POY) 价格走势	16
图 24: 公司员工总人数 (人)、人均创收 (万元)	17
图 25: 普瑞产品	18
图 26: 普瑞营收表现	19
图 27: 普瑞收入构成 (2021)	19
图 28: 普瑞所获奖项	19
图 29: TS 道恩汽车信息业务板块	20
图 30: TS 道恩汽车信息业务板块相关技术能力	20
图 31: 均联智行营业表现	20
图 32: 汽车电子业务板块发展历程	21
图 33: 智能座舱典型系统	23
图 34: 座舱内交互升级应用场景	23
图 35: 高通第三代智能座舱平台整合 ECU 方案	23
图 36: 伟世通座舱域控方案	23
图 37: 华为智能座舱解决方案	24

图 38: 英伟达车规级芯片发展	26
图 39: 英伟达的全球合作伙伴	26
图 40: 公司智能座舱业务布局	27
表 1: 2021 年员工持股计划	10
表 2: 员工持股计划参加对象及持有份额	10
表 3: 部分车型安全气囊配置情况	13
表 4: 被动安全市场价值量 (亿元)	14
表 5: 主要整合措施	16
表 6: 部分车型座舱产品配置情况	21
表 7: 车载信息娱乐系统、液晶仪表独立市场规模测算	22
表 8: 智能座舱域控市场规模测算	24
表 9: 可比上市公司域控制器业务进展	25
表 10: 汽车安全和汽车电子产业链上市公司	29
表 11: 均胜存货周转率高于可比公司	29
表 12: 均胜应收账款周转率高于可比公司	29
表 13: 均胜商誉高于可比公司	30
表 14: 均胜商誉占比高于可比公司	30
表 15: 均胜资产负债率高于可比公司	30
表 16: 公司营收及毛利率拆分 (亿元, %)	32
表 17: 未来三年盈利预测表 (百万元)	32
表 18: EPS 随市场份额和三项费用率变化的敏感性分析 (元)	33
表 19: 公司盈利预测假设条件	34
表 20: 资本成本假设	34
表 21: FCFF 估值表	35
表 22: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	35
表 23: 同类公司估值比较	36

均胜电子：主营汽车安全与汽车电子两大业务

公司历史沿革与业务框架

均胜电子目前业务框架分为汽车安全系统和汽车电子系统，覆盖汽车安全、智能座舱、智能驾驶、新能源管理系统等四大块业务。

汽车安全：汽车安全系统运营主体为均胜安全，安全业务分别通过 2016 年并购德国 KSS（含被动安全和主动安全业务）、2018 年并购日本高田资产（硝酸铵气体发生器业务除外）整合而成。安全业务产品包括安全气囊、安全带、智能方向盘、气体发生器等（整个被动安全系统国内单车价值量约 1400 元，全球约 1600 元）。公司主动安全业务体量较小。通过并购，均胜安全实现全球化运营，运营 25 个国家，拥有 4.3 万名员工，分为中国、德国、日本、美国四个区域运营总部，且实现收入体量的大幅提升，2021 年收入 323.1 亿元，被动安全业务全球排名第二。2021 年公司新设立安徽均胜安全，并引入战略投资者，包括先进制造产业投资基金（有限合伙）、先进制造产业投资基金二期（有限合伙）、合肥建恒新能源汽车投资基金合伙企业（有限合伙）和肥西产业投资控股有限公司等，公司持股 70%。

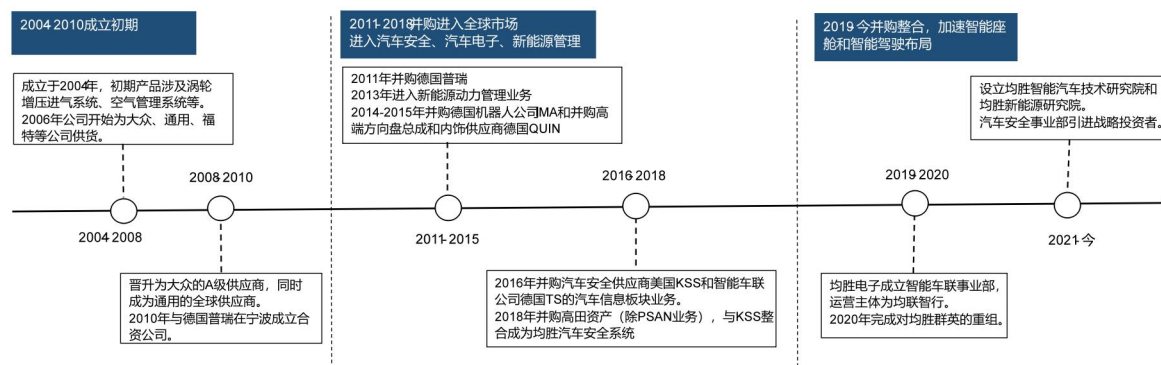
均胜收购高田资产而非股份，因此公司实际不用负担高田面临的负债，有较好的风险隔离作用：高田因安全气囊安全问题（使用硝酸铵推进剂）而导致安全事故纠纷，终面临破产，公司收购高田除风险业务硝酸铵气体发生器业务外其他资产。

智能座舱：公司智能座舱业务的运营主体为普瑞和均联智行。公司 2011 年并购德国普瑞、2016 年均胜电子及普瑞控股收购 TS 汽车信息板块业务，并成立普瑞智能车联，同时均胜普瑞智能车联实体在宁波成立，2020 年智能车联业务重组，以 TS 汽车信息板块业务为基础成立独立事业部，运营主体为均联智行。普瑞目前产品涵盖驾驶员控制系统和中控面板、空调控制器、方向盘按键、仪表盘等，均联智行主要产品涵盖智能座舱域控制器、车载导航信息娱乐系统、车载通信终端等产品。同时，域控制器 2021 年合作华为，合作产品依托于华为的智能座舱核心模组、鸿蒙车机操作系统、鸿蒙生态，均联智行提供从域控制器、操作系统至应用层的软硬件解决方案。2021 年智能座舱/网联系统收入 106.1 亿元。

新能源管理：主要通过普瑞以及 2021 年成立的新能源技术研究院运营，技术方面涵盖 BMS、车载功率电子等，产品包括充电升压模块、多功能 DC/DC 电压转换器和车载充电机（OBC）等车载功率产品。其中充电升压模块可解决 800V 车型在 400V 充电桩充电的问题，多功能 DC/DC 电压转换器可实现 12V、48V、400V 的电压转换，满足车内不同电子产品充电需求。新能源产品陆续应用于宝马、奔驰、大众、保时捷、沃尔沃、吉利、广汽等车企，目前新能源管理业务规模尚小，2021 年营收 21 亿元。

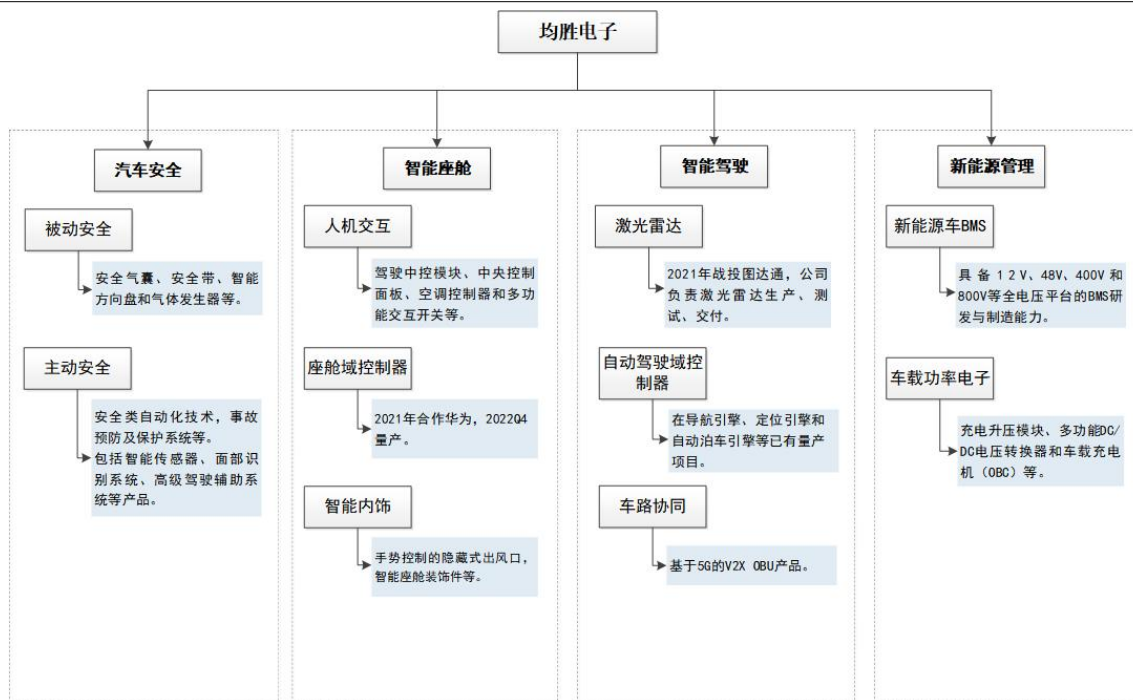
智能驾驶：自动驾驶的运营主体为 2021 年成立的均胜智能汽车技术研究院，已于今年获得国内整车厂自动驾驶高算力域控制平台的联合开发项目（单车价值量预计 10000 元以上），采用双 Orin 方案，实现了高算力域控制平台 0-1 突破，目前具备提供 L0 至 L4 等多场景的智能驾驶域控制器解决方案能力。感知层方面，2021 年与激光雷达厂商图达通合作，公司负责激光雷达产品的生产、测试、交付环节。

图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：公司业务架构



资料来源：公司官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

通过并购整合，公司实现了多元化布局，2021年主营业务收入456.7亿元，其中汽车安全业务323.1亿元（占比71%），汽车电子业务收入127.1亿元（占比28%），汽车电子中智能座舱/网联系统业务106.1亿元，新能源管理系统21亿元，内外饰功能件业务2020年已出售。

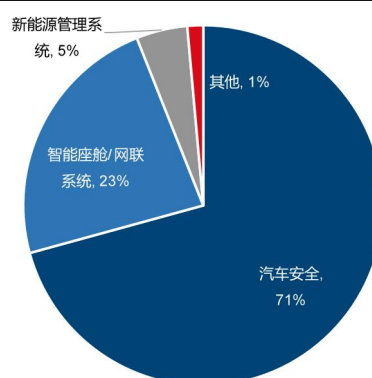
通过并购整合，公司实现了全球化布局，在30个国家拥有超过4万名员工，并设有3个核心研发中心和配套工厂。2021年海外收入341.7亿元，占比达76%。

图3: 公司分业务营业收入 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司营业结构 (2021 年, %)

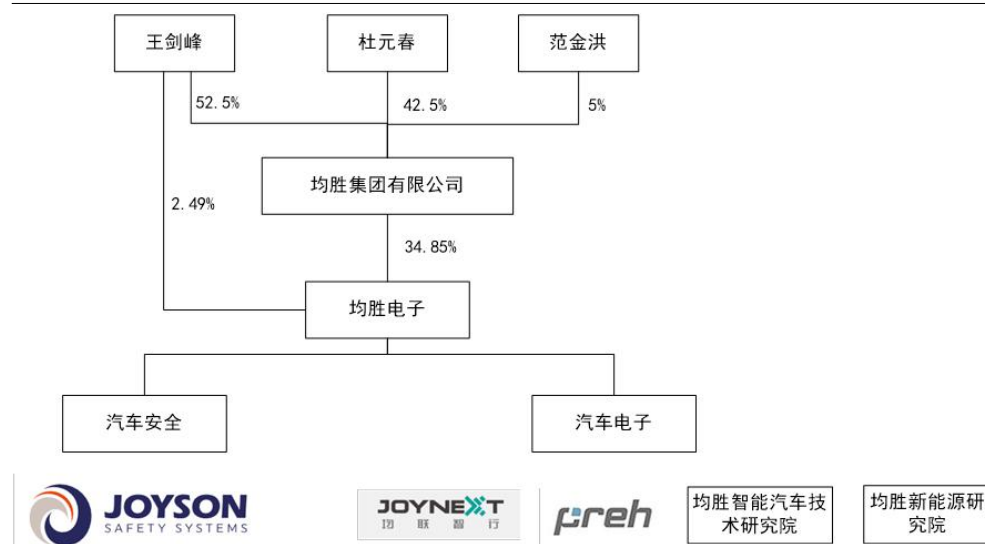


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司控股股东为均胜集团有限公司, 实际控制人王剑峰, 现任宁波均胜电子股份有限公司董事长、总裁, 以及均胜集团有限公司董事长, 曾任天合(宁波)电子元件紧固装置有限公司总经理、天合汽车中国区战略发展部总经理(天合汽车同样是汽车安全供应商), 宁波甬兴车辆配件有限责任公司总经理等职务。

主要子公司方面, 均胜安全和德国普瑞控股为公司境外经营实体, 均胜电子均胜安全 61.28% 股权, 持有普瑞控股 100% 股权。公司直接持有均联智行 54.29% 股权, 通过普瑞控股间接持有 28.75% 股权。公司分别持有均胜智能汽车技术研究院、均胜新能源研究院 100% 股权。

图5: 均胜电子股权结构 (截至 2022Q2)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司经营概况，汽车电子业务高增长，安全业务盈利改善

并购重组整合叠加外部环境影响，加大营收波动：营收 2020、2021 年分别为 478.9 亿元、456.7 亿元，同比-22.4%、-4.6%。从季度表现看，因公司规模较大，整体表现受行业贝塔影响，疫情期间包括 2020 上半年，以及缺芯较为严重的 2021 年下半年公司受到的影响均较大。同时，2022 年上半年，因停工停产而导致营收仍然受到压制。

归母净利润方面，公司 2020、2021 年分别为 6.2 亿元、-37.5 亿元，公司利润面临行业下滑、原材料涨价、以及整合等多重压力，较正常年份大幅下滑，并且 2021 年公司对安全业务计提商誉减值损失约 20.2 亿元。

商誉减值：主要来源于并购 KSS 对应的商誉减值，公司 2016 年 6 月完成对 KSS 及其子公司收购，购买价格与可辨认净资产公允价值份额之间的差异形成商誉 103,694 万美元（折合人民币约 63 亿元），分配至汽车安全资产组。而 2021 年三、四季度因为疫情、原材料价格、运输成本上涨、芯片短缺等外部环境影响，安全业务出现亏损，全年计提减值准备约 20.2 亿元。

公司安全业务拖累整体盈利水平：公司汽车电子业务营收较为稳健，2021 年营收 127.1 亿元，同比增长 24%。2022 年上半年公司营业收入 229.2 亿元，同比下降 3.1%，其中安全业务上半年收入 162 亿元，同比下降 6%，汽车电子系统业务收入 66 亿元，同比增长 9%。若剔除欧元贬值影响，整体汽车电子上半年同比增长 20%，为公司业务主要增量。

盈利能力方面，2021 年汽车安全业务、汽车电子业务毛利率分别为 8.49%、18.99%，分别环比下降 2.75%、增长 1.63%。2022 年上半年汽车安全毛利率约为 8%（21 年底 8.5%，21 年中报同期 11.4%），主要系上半年国内疫情、原材料上涨等外部因素影响，2022 年上半年汽车电子毛利率 17.9%，较为稳定（21 年底 19.0%，21 年中报同期 18.0%），

公司因并购重组产生较多费用，包括裁员导致的安置职工支出，以及整合费用，其中安置职工支出主要系收购高田后公司对人员做了整合，并购重组费用包括关闭和合并经营场所，产线搬迁转移过程中涉及的运输费、安装费、测试费等费用。2018-2022H1 重组费用分别约为 7.9、6.0、4.4、2.3、2.0 亿元。

随着整合逐步结束，管理费用率季度间有所改善，2022Q2 销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 1.5%、4.6%、4.5%、0.0%，同比 0.2pct、0pct、-0.2pct、-1.2pct，环比 0.1pct、-1.5pct、-0.2pct、-1.3pct。

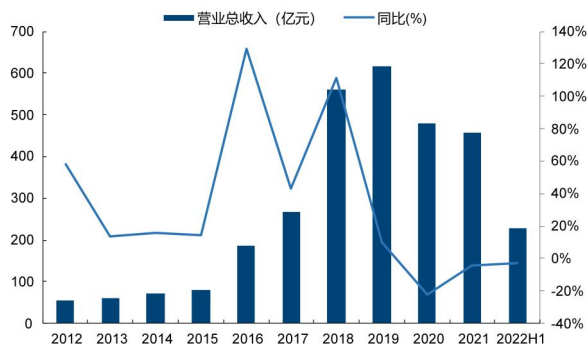
预计公司三季度为盈利拐点，整体改善：公司发布前三季度业绩预增公告，预计 2022 年 Q3 实现营业收入约 128 亿元，同比增长 22%，实现归母净利润约 2.20-2.35 亿元（2021 年同期为-2.51 亿元），对应 2022Q3 单季度净利率 1.7%-1.8%。公司 2022 年前三季度实现营业收入 357 亿元，实现归母净利润 1.15-1.30 亿元，2021 年前三季度为 0.18 亿元，对应同比增长 534%-617%。

分业务看，汽车电子业务保持高增长，预计 2022Q3 实现营业收入 41 亿元，同比增长 31%，汽车安全业务实现营业收入 87 亿元，同比增长 18%，并且实现扭亏为盈。公司盈利能力改善体现了在降本增效上成效显著，以及安全业务整合接近完成，新业务订单占比已超过 50%，预计未来新能源汽车领域营收占比超 50%，预计公司盈利能力将逐步改善。

公司 2021 年 10 月实施员工持股计划，本次员工持股计划分三期解锁，解锁考核年度为 2022-2024 年三个会计年度，每个会计年度考核一次，考核目标为

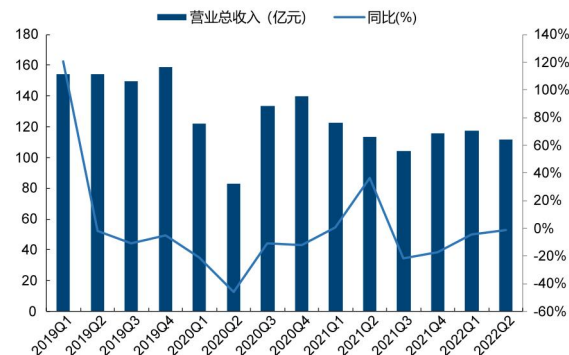
2022-2024 年公司净资产收益率为 5%、7%、9%，或 2022-2024 年公司净利润率为 2.5%、3.5%、4.5%。

图6：公司营业收入及增速



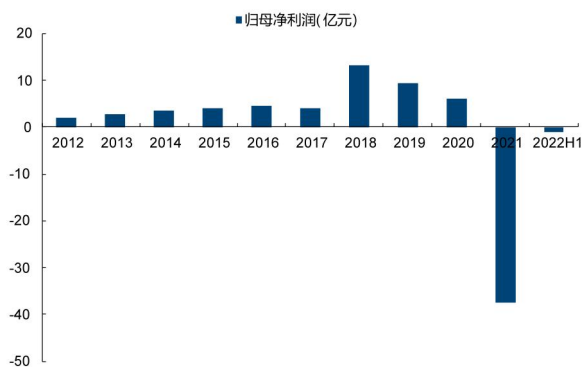
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图7：公司单季度营业收入及增速



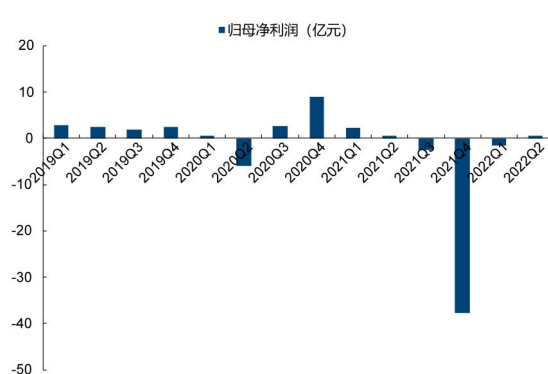
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8：公司净利润及增速



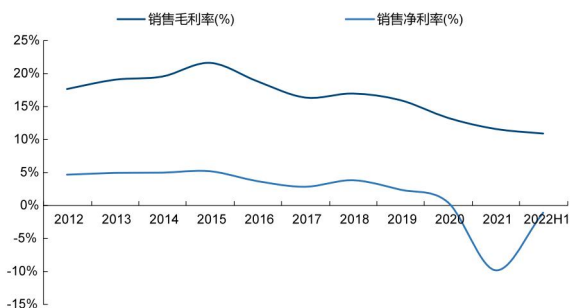
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图9：公司单季度净利润及增速



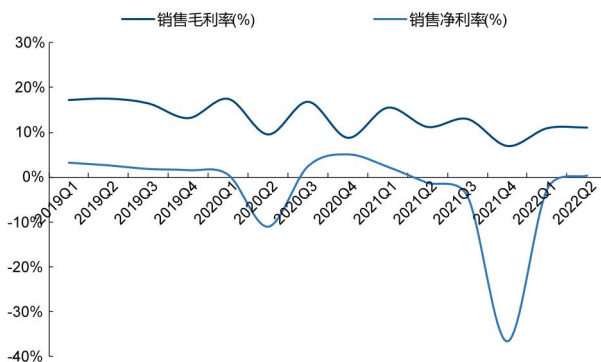
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：公司毛利率及净利率

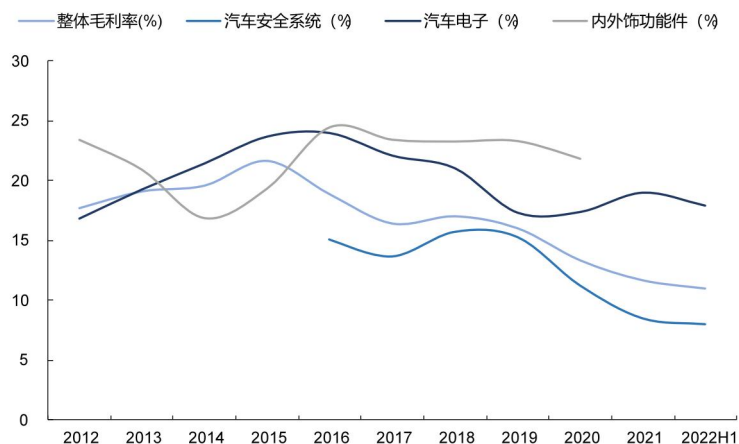


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图11：公司季度毛利率及净利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图12: 公司分业务毛利率


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表1: 2021 年员工持股计划

解锁安排	业绩考核目标
第一批次解锁	2022 年公司净资产收益率为 5%或 2022 年公司净利润率为 2.5%
第二批次解锁	2023 年公司净资产收益率为 7%或 2023 年公司净利润率为 3.5%
第三批次解锁	2024 年公司净资产收益率为 9%或 2024 年公司净利润率为 4.5%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表2: 员工持股计划参加对象及持有份额

姓名	职务	认购股数上限 (股)	占本次计划总股数的比例	占公司总股本的比例
陈伟	董事、副总裁	600000	6.67%	0.04%
李俊斌	董事、财务总监	600000	6.67%	0.04%
喻凯	董事、董事会秘书	300000	3.33%	0.02%
其他员工 (不超过 24 人)		7500000	83.33%	0.55%
合计不超过 27 人		9000000	100.00%	0.66%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

汽车安全业务全球龙头，整合修复盈利能力

公司安全业务主要为被动安全，包括安全气囊、气体发生器、安全带、智能方向盘等产品。主动安全业务根据 2018 年公司披露数据，主动安全业务当年收入约 2.98 亿元，占总营收比例为 0.7%，体量尚小，主要系环视、前视、内视三大摄像头类 ADAS 产品以及驾乘者监视系统等，其中驾乘者监视系统于 2018 年获得汽车供应商杰出贡献奖（PACE 奖）。

公司是全球领先的汽车被动安全系统生产商

安全业务分别通过并购德国 KSS、日本高田资产（硝酸铵气体发生器业务除外）整合而成。KSS 和高田均为全球化公司，收购前 KSS 在全球 14 个国家有 5 个研发中心（美国、德国、中国、韩国、日本）、32 处基地，区域收入占比为亚洲 48%、美洲 34%、欧洲 18%。高田在全球拥有 70 个基地，2017 年高田区域收入占比为美洲 37%、亚洲（不含日本）23%、欧洲 22%、日本 28%。客户方面 KSS 主要客户为宝马、大众、福特、通用、标志、现代、雷诺等，高田主要客户为本田、尼桑、通用、丰田、大众等。

因安全气囊在局部空间发挥作用，且需要瞬间做出反应，因此对于控制精度、稳定性、可靠性要求较高：安全气囊发生作用的过程所需要的精度以及时间根据不同车型、不同法规而不同，因此每款车型都需要进行碰撞测试，以及数据测算。根据 C-NCAP2021 年版管理规则，汽车安全性能测试从三个部分进行，其中被动安全测试包括：1、乘员保护测试，包括碰撞测试、儿童保护静态评价、低速后碰撞颈部保护试验；2、行人保护包括头部试验、腿部试验等。

安全气囊系统一般由安全气囊袋、传感器、气囊盖、气体发生器等组成，工作方式传感器采集汽车碰撞的加速度值，将碰撞信号传递至控制器，控制器控制点火信号触发充气系统，后者燃烧产生大量气体为安全气囊充气及时保护人体，再通过气囊上的小孔消散，气囊收缩，以缓冲乘员受到的冲击力。

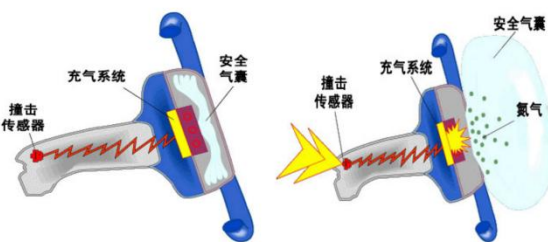
汽车安全带配合安全气囊，可以有效增强行车安全。安全带总成主要由卷收器、锁扣组件、高度调节器、织带和其他部件组成。卷收器提供包括紧急锁止、预张紧、限力三大保护功能：锁止功能可在车辆发生紧急情况时，将乘员固定在座椅上；限力功能则是通过将人体束缚的肩带力瞬间控制在一定范围内，缓解乘员在车辆发生碰撞时安全带对胸腔、肩部的压力；预张紧功能通过 ECU 监测车辆发生不正常加速度变化后，引爆气体发生器提前拉紧安全带，保证乘员安全的同时防止安全气囊瞬间冲出时伤人。因对安全标准的提高，汽车安全带总成逐渐从“紧急锁止式-预紧限力式-电机式安全带”演变升级。据华懋科技公告，安全气囊单独使用可以减少 18% 的死亡率，而与安全带配合使用则可以减少 47% 的死亡率，可有效增强行车安全。

图 13: 安全带总成



资料来源：松原股份公告，国信证券经济研究所整理

图 14: 安全气囊系统工作原理



资料来源：华懋科技公告，国信证券经济研究所整理

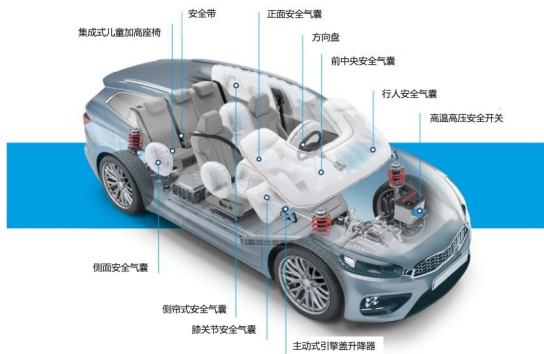
被动安全系统单车价值量将逐步提升。安全气囊根据气囊数量可分为单气囊系统（驾驶员侧），双安全气囊系统（正副驾各有一个），多安全气囊系统（前排、后排、侧面等），而根据保护位置与大小不同，可分为头部、膝部、安全带气囊、正面大型气囊、外侧行人安全气囊等。

统计国内车型安全气囊配置情况，低端车如吉利帝豪、长安欧尚 X5 仅有 2-4 个安全气囊，广汽传祺 GS4 根据配置不同，其安全气囊配置也对应 2-6 个，即标配前排正面主驾气囊、前排正面副驾气囊。新势力方面，虽然价格带分布有所差异，但普遍采用 6 大安全气囊，除主副驾气囊外，还包括前排侧气囊、前后排头部气囊。而后排侧气囊和膝部气囊仅在少量车型中配置，被动行人保护同样配置较少，安全气囊整体配置情况仍有较大提升空间。根据华懋科技 2021 年年报披露，2020 年特斯拉及国内的新势力品牌主流车型安全气囊配置数量约为 6 个，而销量前 100 名传统能源车系约为 4.8 个，销量前 30 名新能源车系约为 4.3 个（主要是小车型拉低了数据）。

单车价值量方面，根据均胜电子、松原股份、华懋科技等主要供应商的公司公告，被动安全业务中安全气囊总成单个价值量 100-200 元左右（包括安全气袋、气体发生器、气囊盖等），一般配备 4-6 个安全气囊，多则如比亚迪汉、理想 L9 可达数十个安全气囊，单车价值量 400-1000 元。安全带总成（包括卷收器、锁扣组件、高度调节器等部件）根据功能差异单个价值 50-150 元，对应单车价值量约 200-500 元左右，方向盘单车价值量 100-200 元左右。结合公司与奥托立夫年报，预计 2021 年被动安全行业（包括安全带总成、安全气囊总成、方向盘、行人安全等）中国市场单车价值约为 220 美元，全球单车价值约为 250 美元，即单车价值量约为 1400-1600 元。

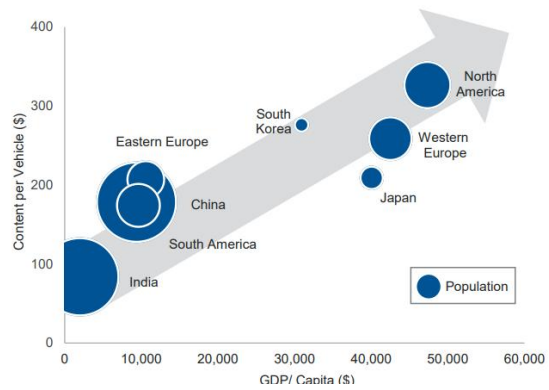
据奥托立夫统计，被动安全系统单车价值量与人均 GDP 正相关，人均 GDP 更高的国家与地区对于汽车被动安全系统配置要求越高，目前我国被动安全系统单车价值量尚低，预计随着智能驾驶时代对安全性、智能化要求的提高，安全产品升级，被动系统单车价值量随之提升。

图15: 被动安全系统构成



资料来源: Autoliv 公告, 国信证券经济研究所整理

图16: 被动安全配置与人均 GDP 正相关



资料来源: Autoliv 公告, 国信证券经济研究所整理

图17: 安全类产品升级



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表3: 部分车型安全气囊配置情况

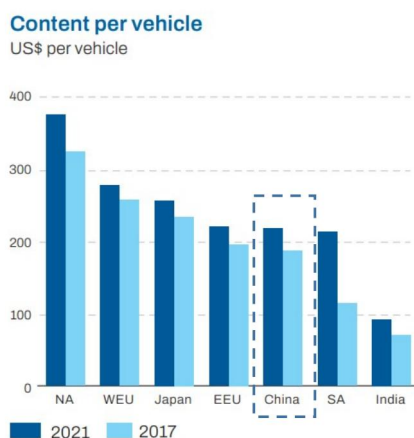
车型	年代款	价格区间	前排正面主驾气囊	前排正面副驾气囊	前排侧气囊	后排侧气囊	前排头部气囊	后排头部气囊	膝部气囊	合计	被动行人保护	安全带未系提醒
吉利帝豪	2022	6.99-12.98	√	√						2		主驾驶位
长安欧尚 X5	2021	10.09-10.99	√	√						2		主驾驶位
长安欧尚 X5	2022	10.09-10.99	√	√	√					4		主驾驶位
广汽传祺 GS4	2022	8.98	√	√						2		主驾驶位
广汽传祺 GS4	2022	10.38-11.98	√	√	√					4		前排
广汽传祺 GS4	2022	12.68-13.18	√	√	√		√	√		6		全车
吉利星越 L	2022	17.17-18.37	√	√	√		√	√		6		全车
比亚迪汉	2022	21.58-32.98	√	√	√	√	√	√	√	10	√	全车
小鹏 P7	2022	23.99-42.99	√	√	√		√	√		6		全车
沃尔沃 XC40	2022	26.48-35.48	√	√	√		√	√	√	9		前排
宝马 3	2022	29.39-40.99	√	√	√		√	√		6	√	前排
Model Y	2022	31.69-41.79	√	√	√		√	√		6		全车
奔驰 C	2022	32.52-37.04	√	√	√		√	√		6	√	全车
奥迪 A4L	2022	32.18-39.68	√	√	√	选配 (1600)	√	√		6		前排
理想 ONE	2021	34.98	√	√	√		√	√	√	7		前排、第二排

理想 L9	2022	45.98	✓	✓	✓	✓	✓	✓	12(侧边各有3个)	全车
蔚来 ET7	2022	45.80-53.60	✓	✓	✓		✓	✓	6	全车

资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理

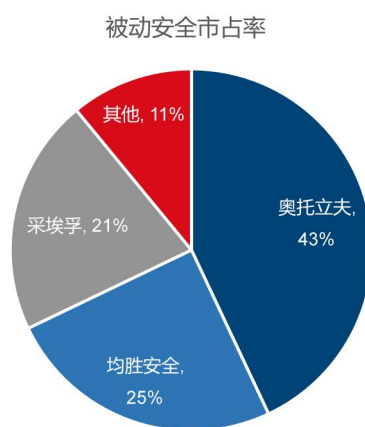
被动安全全球千亿市场，公司市场份额全球第二。结合前述奥托立夫披露的被动安全系统单车价值量，全球轻型车被动安全市场规模约为 1298 亿元，全球市场单车价值量增长较为缓慢，预计保持 2% 左右增长，中国地区被动安全单车价值量尚低，增速较快，2021 年单车价值相较于 2020 年增长 10%，我们预计国内被动安全市场增速快于全球。奥托立夫 2021 年被动安全业务收入 82.3 亿美元，约占全球 43%，为全球龙头，均胜电子 2021 年安全业务营收 323 亿元，约占全球 25% 份额，采埃孚 2021 年被动安全业务收入 38 亿欧元，约占全球 21% 份额。

图 18：被动安全单车价值（分区域）



资料来源：Autoliv 公告，国信证券经济研究所整理

图 19：被动安全市占率



资料来源：各公司官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

表 4：被动安全市场价值量（亿元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
全球轻型车销量（万辆）	9027	7766	8144	8388	8556	8727	8901
yoy		-14%	5%	3%	2%	2%	2%
中国乘用车销量（万辆）	2144	2018	2148	2433	2360	2431	2504
yoy		-6%	6%	13%	-3%	3%	3%
全球单车价值量（元）		1563	1594	1626	1658	1691	1725
中国单车价值量（元）		1275	1403	1515	1591	1670	1754
全球市场规模（亿元）		1214	1298	1364	1419	1476	1536
中国市场规模（亿元）		257	301	369	375	406	439

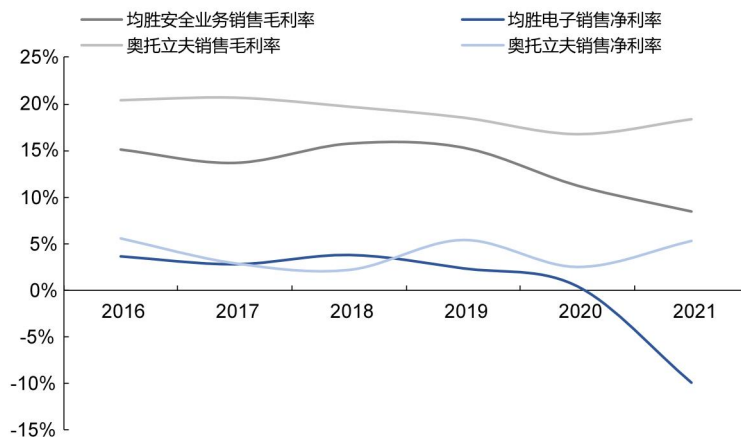
资料来源：LMC，中汽协，国信证券经济研究所整理和预测

客户结构优质，在手订单充沛。公司客户包括本田、日产、丰田、大众、奔驰、宝马、沃尔沃、通用等外资厂商，以及吉利、长城、广汽、长安、蔚来、理想、小鹏等自主品牌及新势力品牌的供应链。公司临港工厂于 2020 年 2 月正式获得特斯拉中国的定点函，为国产 Model 3、Model Y 供应安全气囊、安全带、方向盘等产品。截至 2022 年 2 月，公司安全业务全球累计在手订单金额（全生命周期）约 2200 亿元。

安全业务持续整合，盈利能力预计步入正轨

安全业务收入对标奥托立夫，但盈利能力较差。全球龙头奥托立夫主营同样为安全气囊、安全带等被动安全产品，其整体盈利能力较为稳定，2021 年净利率提升至 5.3%，公司相较于奥托立夫整体盈利能力差距较大。

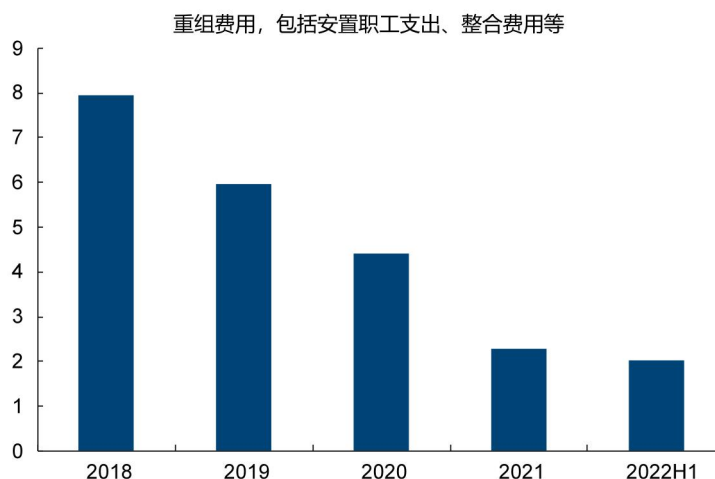
图 20：均胜安全业务盈利能力与奥托立夫对比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

从自身经营角度，公司于 2018-2022H1 重组费用分别约为 7.9、6.0、4.4、2.3、2.0 亿元，对利润影响较大。高田安全气囊事故导致其行业地位下滑，为了维持企业运作，其在后续订单获取上做出了价格让步，整体订单盈利能力下降，客户提供的订单总量约为 210 亿美元，预计这部分订单在业务中占比将逐步下降，有利于安全业务盈利能力提升。

图 21：重组费用

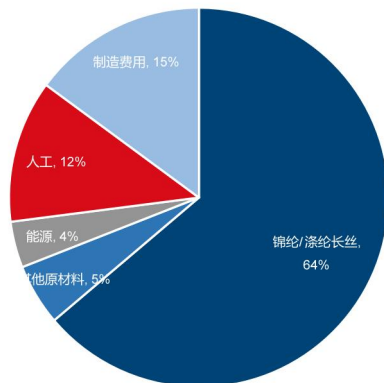


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

安全业务盈利能力受成本扰动大。安全气囊的原材料主要为安全气囊布和气体发生器，对应的基础原材料主要锦纶/涤纶长丝，因锦纶织成丝物后能量吸收性和耐冲击性好，市场中大部分气囊丝为高强度锦纶 66 复丝，安全气囊中涤纶/锦纶约占安全气囊布成本 60%以上。锦纶长丝价格在今年 7 月开始有所下滑，有利于公

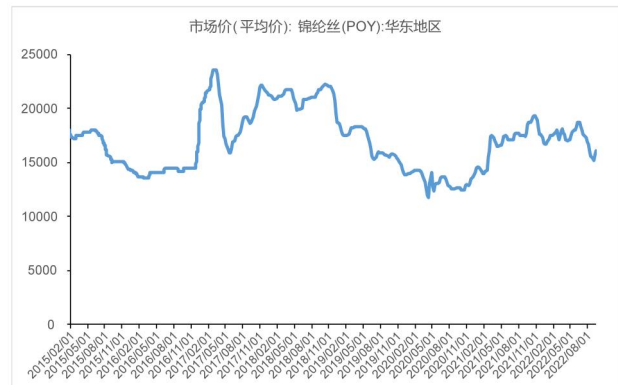
司 Q3 盈利能力回升。

图 22: 安全气囊布成本构成



资料来源：华懋科技公告，国信证券经济研究所整理

图 23: 锦纶丝 (POY) 价格走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公司从人员架构、生产结构等方面对安全事业部做整合。

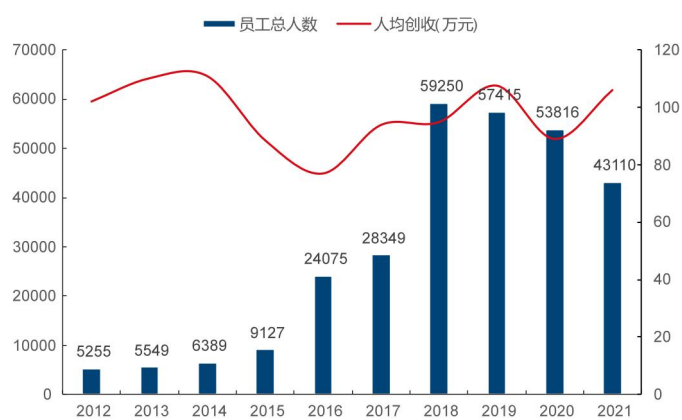
- 1、完善汽车安全事业部组织架构与管理结构，重新任命了管理人员，2022 年 1 月新任 CEO 柳涛，具有多家汽车企业管理经验，则任耐世特总裁兼全球首席运营官，负责所有部门的增长、价值链管理和损益绩效工作。
- 2、整合全球生产、研发、销售基地和中心，在收购高田资产和 KSS 后，均胜安全合计拥有 108 个基地和服务中心，公司清算了部分工厂，对区域重合度高、生产效益低的工厂进行整合，提升工厂效益。
- 3、通过重组减员（主要是总部层面人员），下沉资源至各业务区域，加大自动化投入、生产线平衡等措施，提升整体人均产出，2021 年公司员工总数减少 10706 人，但公司人均创收从 89 万提升至 106 万元。
- 4、发挥中国区管理优势，将中国区升级为亚太区，管理中国区及其他亚洲区域。扩大中国区份额，公司于 2022 年设立上海全球研发中心，建设均胜安全合肥新产业基地，预计一期于 2023 年投产，将新增乘用车方向盘系统 400 万件/年，安全气囊系统 1000 万件/年产能。
- 5、将生产从德国、美国、意大利、日本等低成本国家和地区转移至低成本国家地区包括罗马尼亚、匈牙利、墨西哥、东南亚等，以降低成本。

表 5: 主要整合措施

年度	主要整合		
	中国区	欧洲区	美洲区
2018 年	关闭 KSS 苏州，并将 KSS 和高田在天津、上海等地的工厂进行整合。	将 KSS 德国 Rauheim 研发中心并与高田德国 Aschaffenburg 研发中心合并。	关闭 KSS 巴西和部分墨西哥工厂，将产能与高田合并，并将 KSS 与高田北美总部进行合并。
2019 年	处置延锋百利得安全气囊有限公司	将德国、罗马尼亚等工厂关闭并进行产线转移。	继续进行美国和墨西哥部分产线转移与合并和工厂关闭。
2020 年	无	将德国和罗马尼亚部分安全气囊生产线转移至匈牙利。	美国和墨西哥部分产线转移和工厂关闭。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

图 24: 公司员工总人数（人）、人均创收（万元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

汽车电子业务稳步推进，成增长主力

软硬结合，智能座舱业务稳步推进

➤ 公司汽车电子业务的构建

汽车电子业务 2021 年汽车电子业务收入 127 亿，占总营收 28%。汽车电子业务主要运营实体为均联智行和普瑞（2021 年营收分别为 37.4 亿元、约 96.4 亿元），以及 2021 年设立的智能汽车技术研究院、新能源研究院。

德国普瑞前身为 1919 年成立的普瑞工厂，至今已有百年历史，普瑞目前产品涵盖驾驶员控制系统和中控面板（公司分别搭载于宝马和奥迪的 iDrive/MMI 系统）、空调控制器、方向盘按键控制器、仪表总成等产品。

早期的产品交互方式偏机械式旋钮，单价较低：根据均胜电子以及德赛西威披露的数据，均胜电子的驾驶控制系统和中控面板单价约 500 元，空调控制器单价约 90 元，德赛西威招股书中披露的仪表盘单价约为 200 元，空调控制器单价约为 200 元。

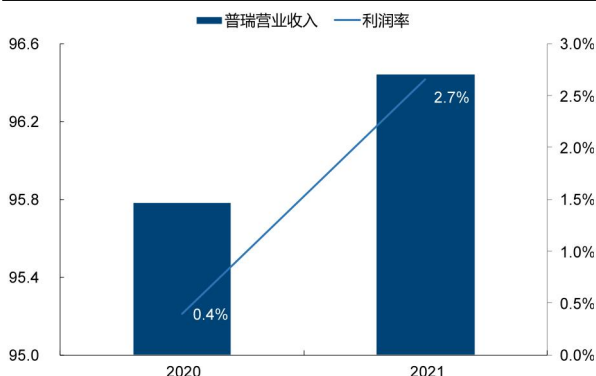
图 25：普瑞产品



资料来源：普瑞官网，国信证券经济研究所整理

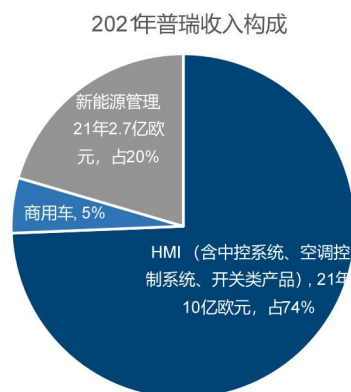
普瑞 2020、2021 年收入分别为 11.94 亿欧元（约 95.8 亿元）、13.4 亿欧元（约 96.4 亿元），净利润分别为 4.7 百万欧元（约 0.38 亿元）、35.6 亿欧元（约 2.56 亿元），对应净利润率分别为 0.4%、2.7%。2021 年收入结构中，汽车 HMI 业务占比 74%，约为 71.7 亿元，商用车业务约为 5 亿元，新能源管理业务约为 20 亿元。注：汇率参考 2020、2021 年底，分别为 8.023、7.195。

图26: 普瑞营收表现



资料来源: 普瑞官网, 国信证券经济研究所整理

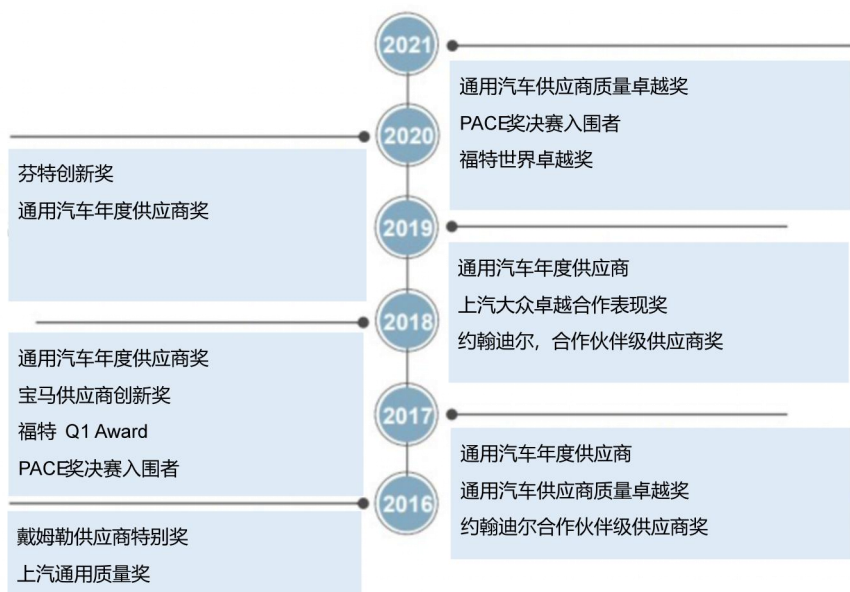
图27: 普瑞收入构成 (2021)



资料来源: 普瑞官网, 国信证券经济研究所整理

普瑞客户以欧系、美系中高端车企为主, 和保时捷、宝马、奔驰、奥迪、福特、通用等欧美中高端车企保持长期合作, 并多次获得车企奖项, 2021 年均获得通用供应商质量卓越奖、福特世界卓越奖, 2020 年第八次获得通用年度供应商奖等奖项。

图28: 普瑞所获奖项



资料来源: 普瑞官网, 国信证券经济研究所整理

TS 汽车信息板块业务早期的产品为汽车收音机、导航系统, 并在大众汽车量产, TS 道恩在车载信息板块具有软硬件技术积累, 相关技术包括: 软件无线电和无线联结技术、触摸等多样化交互控制技术、导航和辅助驾驶集成平台与技术、车联总线支持和集成技术、在线服务开发与集成等软件与系统集成技术。TS 汽车信息板块业务于 2016 年由均胜通过德国子公司普瑞收购, 并成立均胜普瑞智能车联, 2019-2020 年内部重组成立均联智行。

通过并购普瑞和 TS 汽车信息板块业务, 公司实现对中控、仪表、空调控制、方向盘控制开关等软硬件产品的覆盖。技术上, 普瑞更重于硬件和部分底层软件, 能

够与 TS 的软件开发能力有效互补。2020 年公司发行募集资金，进一步增加对汽车电子业务的投入，实现新增 1070 万件/年空调控制系统（软硬一体，含面板、内部结构件、软件算法）产能，以及 350 万件/年驾驶控制系统和中控面板产能，提升交付能力。

图 29：TS 道恩汽车信息业务板块



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 30：TS 道恩汽车信息业务板块相关技术能力



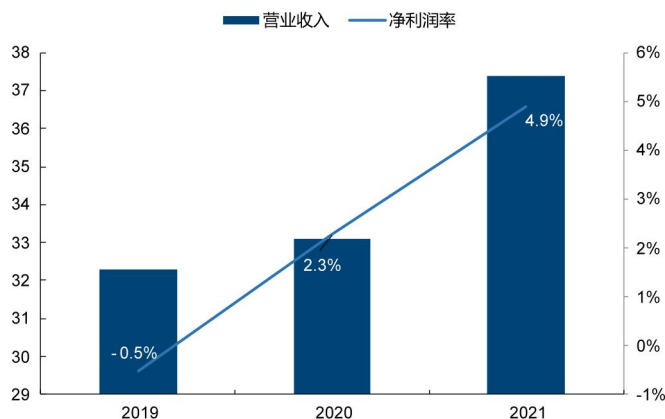
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

均联智行前身即为 TS 汽车信息板块业务部门，目前均联智行智能座舱主要产品为域控制器和车载导航信息娱乐系统，2017 年均联智行首次获得上汽大众及一汽大众百亿级平台化车载导航信息娱乐系统订单，提供支持 Linux+Android 或 Linux + Ali OS 两种双系统并行方案。

公司车载导航信息娱乐系统 2021 年全球供货超百万台，涵盖大众、斯柯达、西雅特、奥迪、福特等车企。并且持续获得多个自主车企订单。均联智行定位导航模块 NavCore 融合了多种传感器数据，包括 ESP、ABS、方向盘转角传感器，陀螺仪、气压高度传感器，摄像头，激光雷达等，系统可多模交互、可拓展，提供高精度定位、车道级导航指引、高精度指引提示等功能。同时均联智行具备实时交通、天气、导航、实时定位等基础服务以及在线更新（OTA）技术，支持车辆间的通信协作，车道级定位等功能。

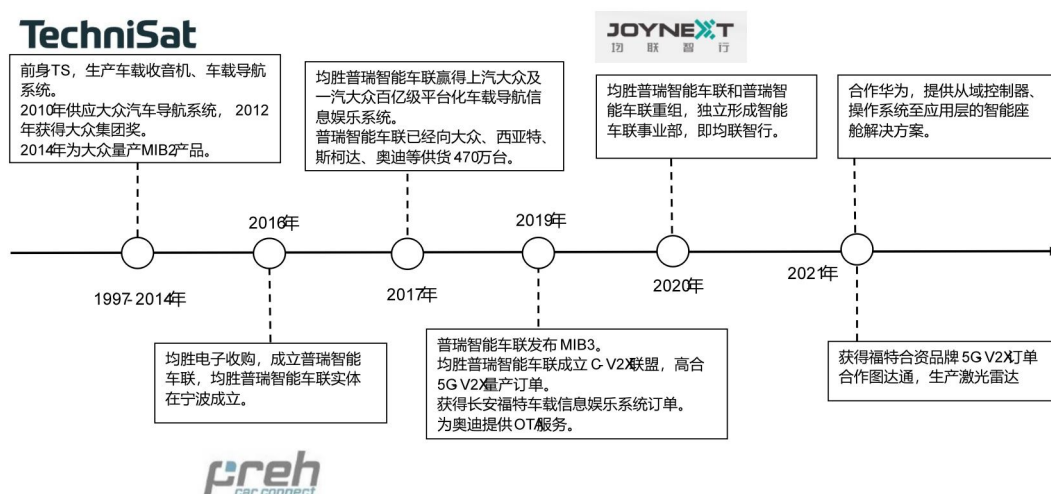
均联智行 2019-2021 年三年营收分别为 32.3 亿、33.1 亿、37.4 亿元，净利润分别为-0.17 亿元、0.75 亿元、1.83 亿元，对应净利润率分别为-0.5%、2.3%、4.9%。

图 31：均联智行营业表现



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图32：汽车电子业务板块发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

从座舱产品演变角度，中控系统、空调控制系统的HMI设计逐步从按钮、旋钮式等机械式按键转变为触屏式等多模式交互方式。机械仪表也逐步由全液晶仪表盘替代，相较于机械仪表盘，液晶仪表盘显示内容更加丰富与精准，除显示油耗、转速、车速等常规信息外，还可以集成车辆的操作提示、路况、导航、多媒体信息等，且便于与车内其他电子化产品连接。

因屏幕尺寸差异，以及所涵盖的功能差异，车载信息娱乐系统不同车型配置差异较大，我们参考德赛西威招股书披露的数据，车载信息系统单位售价约为1500-1600元，车载娱乐系统单位售价约为400-700元，合并测算车载信息娱乐系统约为2000元，而驾驶信息显示系统我们预计随着对屏幕要求的升级，全液晶仪表盘可以集成更多的功能，预计单价为1500元左右。2020年车载信息娱乐系统、液晶仪表的渗透率预计为80%、25%，随着对屏幕要求的升级，更多功能的集成，以及渗透率的提升，预计车载信息娱乐系统、液晶仪表在2021年全球市场空间分别为925亿、254亿，至2025年增长至1120亿、467亿。

表6：部分车型座舱产品配置情况

车型	价格	中控屏（英寸）	后排娱乐屏	液晶仪表（英寸）	HUD	触控	语音控制	人脸识别	手势控制
宝马3	29.39-40.99	10.25		12.3	部分标配 选配（10000）	✓	✓		选配
奔驰C	32.52-37.04	11.9		12.3	选配	✓	✓		
奥迪A4L	32.18-39.68	10.1		12.3	选配（17900）	✓	✓		
大众ID.6 X	25.33-33.89	12		5.3	部分标配 选配（5000）	✓	✓		
Model3	29.10-36.79	15.0		/	/	✓	✓		
比亚迪汉	21.48-32.98	15.6		12.3	部分标配	✓	✓		
长安SL03	16.89-21.59	14.6		10.2	纯电版标配	✓	✓	✓	✓
广汽埃安LX	28.66-46.96	15.6		12.3	/	✓	✓	✓	
极氪001	29.90-38.60	15.4		8.8	✓	✓	✓	✓	
理想L9	45.98	15.7+15.7	15.7	/	✓	✓	✓		✓
蔚来ET5	32.80-38.60	12.8		10.2	/	✓	✓		
小鹏P7	23.99-42.99	14.96		10.3	/	✓	✓		

问界 M5 25.98-33.18 15.6 10.25 选配 (6000) ✓ ✓ ✓

资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理

表7：车载信息娱乐系统、液晶仪表独立市场规模测算

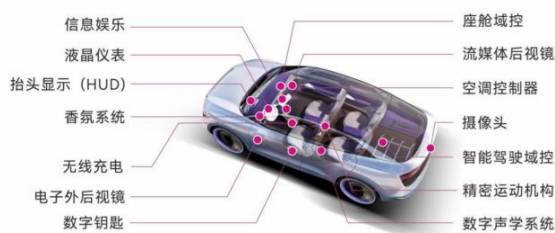
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
全球乘用车销量（万辆）	5392	5640	5865	5983	6102	6224
yoy		5%	4%	2%	2%	2%
国内乘用车销量（万辆）	2018	2148	2427	2355	2425	2498
yoy		6%	13%	-3%	3%	3%
1) 车载信息娱乐系统（IVI）市场空间						
单价（元）	2000	2000	2000	2000	2000	2000
渗透率	80%	82%	84%	86%	88%	90%
车载信息娱乐系统全球市场规模（亿元）	863	925	985	1029	1074	1120
yoy		7%	7%	4%	4%	4%
国内市场规模（亿元）	323	352	408	405	427	450
yoy		18%	15%	6%	4%	4%
2) 液晶仪表盘市场空间						
液晶仪表单价（元）	1500	1500	1500	1500	1500	1500
液晶仪表渗透率	25%	30%	35%	40%	45%	50%
液晶仪表全球市场规模（亿元）	202	254	308	359	412	467
yoy		26%	21%	17%	15%	13%
液晶仪表国内市场规模（亿元）	76	97	127	141	164	187
yoy		28%	32%	11%	16%	14%
车载信息娱乐系统+液晶仪表						
全球市场规模（亿元）	1065	1179	1293	1388	1486	1587
yoy		11%	10%	7%	7%	7%
国内市场规模（亿元）	399	449	535	546	591	637
yoy		13%	19%	2%	8%	8%

资料来源：汽车之家，LMC，中汽协，国信证券经济研究所整理与预测

➤ 智能驾驶座舱底层是电子电气架构的变化，核心是域控制器以及一芯多屏

智能座舱的目的是打造车内人机交互平台，实现多模交互、可视化、个性化的驾舱体验。从功能特征上，智能座舱系统因强调打造第三生活空间，在传统的车载信息和娱乐系统基础上，发展了更多的功能与服务，包括流媒体后视镜、抬头显示系统、后座娱乐系统、视觉感知系统、语音交互系统、其他部件或软件等，实现车内交互的多样化与整体座舱功能的丰富性，一方面车具有感知人的能力，车内通过传感器感知数据，另一方面，车内交互方式从物理按键升级为多模态交互方式，在传统旋钮按键等交互方式的基础上，增加了图形感知、人脸识别、语音交互、手势识别等方式。

图 33：智能座舱典型系统



资料来源：华阳集团公司公告，国信证券经济研究所整理

图 34：座舱内交互升级应用场景



资料来源：高通中国，国信证券经济研究所整理

智能座舱本质是底层电子电气架构的升级，从分布式向集中式架构发展，域控制器为集中式功能域核心。传统座舱系统中控、仪表相互独立，而汽车智能化发展中显著特征是随着功能的提升，1、独立子系统在原有架构的频繁叠加，会带来 ECU 芯片数量的大幅提升，系统软硬件成本也随之提升；2、随着功能增加，整个系统的复杂度提升，加大了开发、诊断的难度；3、各自功能独立的 ECU 算力无法协同，造成了资源的浪费；4、分布式软硬件耦合下，难以做到软件持续升级。

集中式功能域方案打通了原有硬件分布式架构的限制，基于车身内部功能区分大域，1、将分散的 ECU 集中到对应的域控制器中，实现了硬件间信息互联与资源互通，ECU 数量大幅下降，降低了系统的复杂度与开发难度，同时降低了线束成本；2、软硬件解耦，便于 OTA 持续升级，适应智能化时代车企迭代速度加快的需求，软件可以独立开发，一套软件可以应用于不同车型的硬件，分摊了开发成本。

典型的座舱域控最早于 2018 年由伟世通搭载于奔驰 A 级车上，其架构是以单一 SOC 作为主控芯片，通过虚拟机运行多个操作系统（因车内安全要求的差异，当前一般选择 QNX 负责仪表，安卓负责信息娱乐系统），保证软硬件资源可以高效的在不同 Guest OS 中分配，实现一芯多屏。发展至今，座舱域控集成功能更多，以高通第三代座舱平台为例，其可以将仪表盘显示屏、流媒体后视镜显示屏、后座显示屏、中控及抬头显示 HUD 等 ECU 功能集合在一个芯片。

图 35：高通第三代智能座舱平台整合 ECU 方案



资料来源：高通中国，国信证券经济研究所整理

图 36：伟世通座舱域控方案



资料来源：伟世通，国信证券经济研究所整理

根据 ICVTank 的数据，2020 年全球座舱域控制器出货量约为 80 万套，即渗透率预计为 1.5%。我们预计到 2025 年 L2 及以上搭载率超过 50%，当前单车价值量 2000-3000 元左右，预计座舱域控市场随着高级别辅助驾驶渗透率提升而大幅提升，且价格趋势预计随着大规模放量有所降低。预计 2021 年乘用车座舱域控市场规模全球 56 亿，2025 年 718 亿，年化增长 89%，增长空间巨大。

表8：智能座舱域控市场规模测算

座舱域控（不带屏）市场规模	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
全球乘用车销量（万辆）	5392	5640	5753	5868	5985	6105
yoy		5%	2%	2%	2%	2%
国内乘用车销量（万辆）	2018	2148	2433	2360	2431	2504
yoy		6%	13%	-3%	3%	3%
座舱域控渗透率	1.5%	4%	10%	20%	35%	50%
座舱域控单价	2500	2500	2500	2450	2401	2353
座舱域控制器全球市场规模（亿元）	20	56	144	288	503	718
座舱域控制器国内市场规模（亿元）	8	21	61	116	204	295

资料来源：ICVTank, LMC, 中汽协, 国信证券经济研究所整理与预测

从座舱域控制器和自动驾驶域控制器发展阶段看，域融合、中央计算平台成为电子电气架构下一代发展方向，相较于分域式方案，能够进一步对系统性能进行整合，提供更加高性能的运算能力和更加高速的内部通信能力。同时，目前主流公司座舱域控制器产品新一代产品均包含有部分 ADAS 功能、主动安全（驾驶员监控系统 DMS）、泊车功能等，做到了部分域融合。

公司已为大众、奥迪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，新一代智能座舱域控制器可支持高通第三代座舱芯片。同时 2021 年 8 月均联智行与华为签订战略合作协议，合作搭载华为智能座舱核心模组、鸿蒙车机操作系统、HMS-A 核心能力平台和鸿蒙应用生产。华为当前发布的智能座舱解决方案提供软件平台（鸿蒙车机）、显示平台（车载智慧屏、AR-HUD），并通过开放的 API 提供华为原生应用、仪表应用、华为应用商城、OEM 应用等服务。均胜电子基于华为的平台能力，提供从域控制器、操作系统至应用层的软硬件座舱解决方案，充分发挥公司在软硬件架构设计能力与系统集成能力，开发完整的智能座舱解决方案，目前已经与国内自主品牌签订订单，预计 2022Q4 开始量产。

图 37：华为智能座舱解决方案



资料来源：华为官网，国信证券经济研究所整理

表9：可比上市公司域控制器业务进展

公司	产品类别	细分产品	核心芯片	算力	主要应用	量产时间
德赛西威	自动驾驶域控制器	IPU02	TI TDA4	8-36 TOPS	多家自主品牌车企	2021
		IPU03	英伟达 Xavier	30 TOPS	小鹏 P5、P7	2020
		IPU04	英伟达 Orin	254-1016 TOPS	多家自主品牌车企	2022
	智能座舱域控制器	第二代	瑞萨 R-CAR M3	76 GFLOPS	规模化量产	2020
		第三代	高通 8155	1142 GFLOPS	长城、广汽埃安、奇瑞、理想等	2023
		第四代	高通 8295	3000 GFLOPS	前期研发阶段	-
华阳集团	自动驾驶域控制器	驾驶域控制器	地平线 J5	128 TOPS	前期研发阶段	-
		座舱域控制器	瑞萨 R-CAR H3	288 GFLOPS	长安、长城、北汽等自主品牌车企	2022
	智能座舱域控制器	座舱域控制器	高通 8155	1142 GFLOPS		2023
		座舱域控制器	芯驰 X9	300 GFLOPS	商用车项目	2023
经纬恒润	自动驾驶域控制器	ADCU	mobileye eyeQ4	24 TOPS	一汽红旗	2020
均胜电子	自动驾驶域控制器	驾驶域控制器	英伟达双 Orin	508 TOPS	自主品牌车企	2024
	智能座舱域控制器	座舱域控制器	高通 8155 等	-	欧系客户	2021
		座舱域控制器	华为芯片	-	自主品牌车企	2022

资料来源：各公司官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

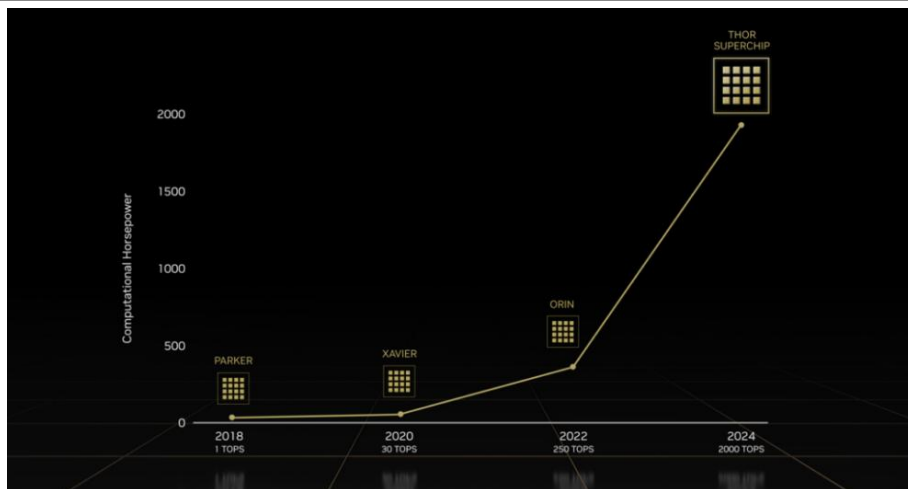
布局自动驾驶，合作英伟达，高算力域控制器 0-1 突破

自动驾驶运营主体为均胜智能汽车技术研究院。2022 年 7 月公司获得国内整车厂自动驾驶高算力域控制器项目联合开发，提供双 orin 域控制器，可以实现 L2++ 高速公路及城市场景 NOA 功能、AVP 代客泊车功能，预计 2024 年量产（单车价值量预计 10000 元以上），实现了高算力域控制器 0-1 突破。目前，公司已经与 Ambarella、地平线、NXP、英伟达等公司合作，具备提供从 L0 至 L4 等多场景的智能驾驶域控制器及功能模块的解决方案能力，提供从智能驾驶域控制器、智能传感器、中间件到应用层算法的全栈解决方案。

英伟达具有良好的开放式平台，目前高算力首选平台。2022 年英伟达推出了新一代车规级系统级芯片 Thor，算力达到了 2000TOPS，是原 Altan 的 2 倍，上一代 Orin 的 8 倍，代表了目前最高的自动驾驶算力。DRIVE Thor 是新一代集中式车载计算平台，可在单个系统上运行高级驾驶员辅助应用和车载信息娱乐应用，集成了仪表、车载娱乐系统、泊车、辅助驾驶等分布式功能，做到行泊一体以及智能座舱功能的融合。Thor 算力可以在自动驾驶和车载信息娱乐划分任务，这种多计算域隔离使并发的时间关键型进程可以不间断地运行，在一台计算机上，车辆可以同时运行 Linux、QNX 和 Android。

同时，英伟达自动驾驶平台是面向全球软件开发人员的开放式开发平台，其软件插件允许合作伙伴将他们的技术与 DRIVE AGX 系统集成，目前其合作伙伴涵盖主机厂、自动驾驶企业、Tier1、模拟、软件、高精地图、传感器企业等众多合作伙伴。其开放式平台符合当前主机厂全栈自研的需求，以新势力蔚小理为例，在新一代车型均采用了英伟达芯片。

图 38：英伟达车规级芯片发展



资料来源：英伟达官网，国信证券经济研究所整理

图 39：英伟达的全球合作伙伴



资料来源：英伟达官网，国信证券经济研究所整理

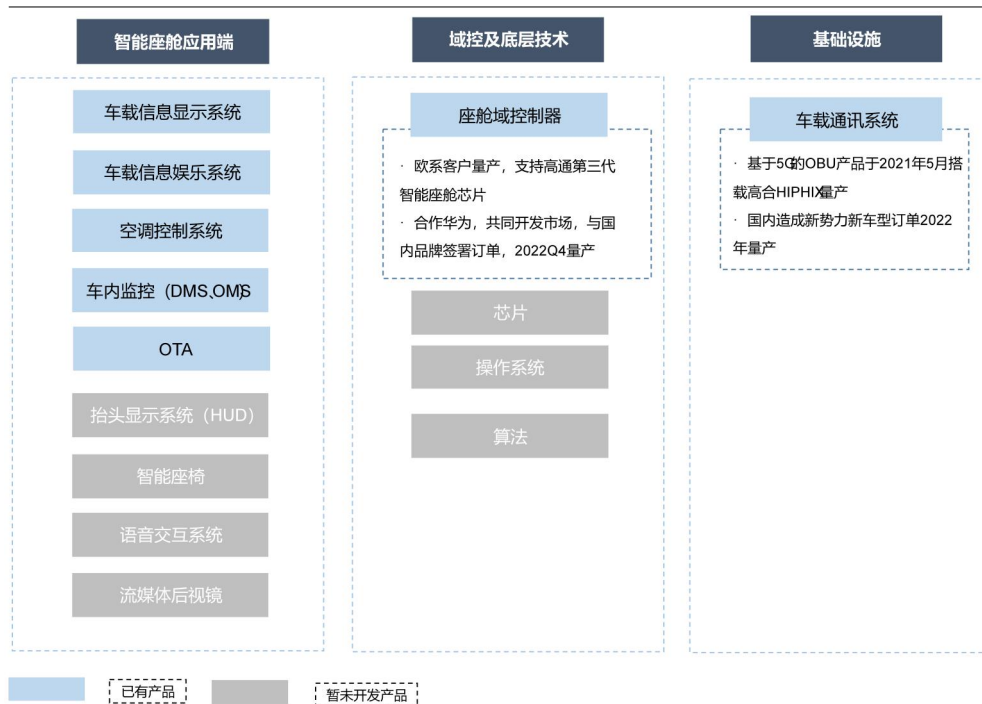
公司智能化赛道优势

从智能化赛道研究的角度，公司目前具备了对感知层（战投激光雷达）、决策层（域控制器）、车载导航信息娱乐系统、基于 5G 的 V2X OBU 的量产能力，以及提供导航引擎、定位引擎、自动泊车引擎等软件技术与服务，实现域控制器+激光雷达+车载通信终端+软件服务的解决方案布局。

➤ 具有软硬件系统能力

座舱域控的优势在于对于分布式架构的集成，难度同样在于如何通过单颗 SOC 跑通所有的架构，本质需要对底层车载信息系统的集成能力以及更高的软件算法要求。公司具有优秀的软硬件系统能力：1、公司具有车机、仪表、导航信息娱乐等产品量产技术与能力；2、公司在宁波总部、上海、大连、德国、波兰均设有研发中心，以确保智能座舱域控制器软件的搭载；3、具有驾驶员监控系统、支持 V2X 的车载终端量产能力。

图 40: 公司智能座舱业务布局



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

➤ 激光雷达合作图达通

感知层方面, 公司于 2021 年初战略投资传感器厂商图达通, 公司负责其激光雷达产品的生产、测试与交付, 2021 年建成全工业化的激光雷达生产线, 年产能达 10 万台, 图达通激光雷达已于 2022 年 Q1 量产蔚来 ET7 全线标配。

激光雷达在无人驾驶、高级别辅助驾驶等场景具有应用优势。在车载传感器性能方面, 激光雷达兼具测距远、角度分辨率优、全天候工作、受环境光照等影响小等特点, 相对应的, 超声波雷达、毫米波雷达、摄像头等传感器在高级别自动驾驶场景下各有其劣势, 车载超声波雷达有效测距短, 难以满足中远距离方向测量, 毫米波雷达虽然具有长距离测距和测速的能力, 但单颗毫米波雷达角度分辨能力较弱, 摄像头受环境光照、天气状况影响较大, 并且依赖于深度算法学习, 在高级别自动驾驶的长尾场景, 一些未训练的数据库应用上有劣势。

无人驾驶和高级别辅助驾驶将是激光雷达应用最广的领域。根据 yole 发布的数据, 2021 年, 全球用于无人驾驶出租车和 ADAS 的激光雷达数量分别为 1.9 万台、6.8 万台, 整体规模尚小。降本目前是激光雷达前装的主要驱动力, 根据国信证券发布的激光雷达深度报告, 激光雷达价格预计从 2021 年的 1500 美元下降至 2025 年的 400 美元, 而全球乘用车市场激光雷达需求量将由 2021 年的 22 万颗快速提升至 2025 年的 2134 万颗, 渗透率由 2021 年的 0.2% 增至 2025 年的 14%, 市场规模将由 2021 年的 21 亿元增至 2025 年的 541 亿元, CAGR 为 126%, 成长空间广阔。

➤ 车联网领先布局, 已有量产落地

车联网方面, 根据工信部发布的《智能网联汽车技术路线 2.0》, 2025 年智能网联汽车渗透率达 50%, 到 2030 年智能网联汽车渗透率超过 70%, 推动单车智能、网联赋能的进展。

目前公司基于 5G 的 V2X OBU 已经获得蔚来、华人运通等车企的项目订单，2021 年 5 月搭载于高合 HIPHIX 量产。公司车载 OBU 具备五项功能：1、对接车联运行系统获取车辆的运行状态信息，获取位置、车速等信息，2、与其他网联车辆交互运行状态信息；3、与路侧系统进行交互，获取路侧广播信息等，4、提供车路系统辅助驾驶或自动驾驶应用，5、与中心平台通信等。

智能天线方面，公司的数字智能天线可以整合远距离通信服务、数字收音机、V2X 通讯等网联功能，先后开发鲨鱼鳍一体式、平板一体式产品，智能天线产品已经获得某欧系车企全球订单，进入量产阶段。

➤ 合作全球主流客户，在手订单充沛

公司汽车电子业务同全球主要整车厂展开合作：大众、宝马、奔驰、奥迪、通用、福特、沃尔沃、斯特兰蒂斯、特斯拉、蔚来、小鹏、理想、比亚迪、广汽、吉利、小米等。目前在手订单充沛，截至 2022 年 2 月汽车电子业务累计在手订单（全生命周期）超 750 亿元，保证长期高增长。

财务分析

均胜电子主要从事汽车安全及汽车电子业务，我们选取了以下公司进行财务对比，分析长期并购给公司经营带来的影响与潜在风险。虽然并购为公司带来业务体量与行业地位的提升，但也需要注意对应的高资产负债率以及高商誉占比的风险。

表10：汽车安全和汽车电子产业链上市公司

	公司主营
德赛西威	车载信息娱乐系统、驾驶信息显示系统、车载空调控制器、座舱域控制器、自动驾驶域控制器、智能网联终端等
华阳集团	汽车电子业务（HUD、中控、仪表）、精密压铸业务
科博达	照明控制系统、电机控制系统、车载电器与电子
松原股份	安全带总成零部件、安全气囊、方向盘等
华懋科技	安全气囊、安全带等

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

均胜经营效率高于可比公司。公司是安全气囊全球龙头，客户优质，整体存货周转率、营收账款周转率均高于可比公司。

表11：均胜存货周转率高于可比公司

存货周转率（次）	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
均胜电子	6.19	7.22	6.55	8.21	6.98	6.10	6.04
德赛西威	3.47	3.80	4.22	5.14	5.22	5.21	4.60
华阳集团	6.70	6.79	6.61	5.29	4.64	4.20	4.40
科博达	2.69	2.87	3.29	2.93	2.87	2.80	2.19
松原股份		4.65	4.28	3.57	3.40	3.74	4.07
华懋科技	6.54	6.04	5.99	5.24	5.39	4.96	5.17

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表12：均胜应收账款周转率高于可比公司

应收账款周转率（次）	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
均胜电子	7.58	6.73	6.07	7.78	6.72	6.34	6.68
德赛西威	5.57	5.91	5.06	4.42	3.84	3.98	4.24
华阳集团	4.47	3.72	3.33	3.09	3.05	2.83	3.16
科博达	3.90	3.94	4.22	4.52	4.22	3.69	3.74
松原股份		3.56	3.63	3.20	3.02	2.73	2.93
华懋科技	3.73	3.44	3.19	3.46	3.33	2.83	3.65

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

商誉主要来源于并购 KSS 和 TS 汽车信息业务：公司 2016 年 6 月完成对 KSS 及其子公司收购，购买价格与可辨认净资产公允价值份额之间的差异形成商誉 103,694 万美元（折合人民币约 63 亿元）以及并购 TS 汽车信息业务产生约 8 亿元商誉（2016 年全年商誉减值约 75 亿元）。相较于同比公司，公司商誉体量较大，2021 年公司对汽车安全事业部相关资产计提商誉减值 20.2 亿元后降低至 50

亿元，占净资产比重 30%。

2021 年对商誉减值是公司结合行业情况以及未来 5 年盈利预测后,明确减值迹象,根据前述分析,原材料价格、芯片短缺等外部环境影响有所缓解,且公司 2022Q2、Q3 已经出现改善性拐点,公司整合结束后新接订单的盈利能力预计好于老订单,我们预计未来三年出现大幅商誉减值的风险减小。但是,由于公司是全球性龙头企业,受行业增速以及外部环境的影响大,仍然要警惕潜在的减值风险。

表 13: 均胜商誉高于可比公司

商誉 (亿元)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
均胜电子	3.04	74.68	78.29	81.82	78.86	72.63	50.09
德赛西威	0.00	0.00	0.00	0.00	0.42	0.42	0.20
华阳集团	0.11	0.12	0.11	0.11	0.12	0.11	0.47
科博达	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
松原股份	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
华懋科技	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 14: 均胜商誉占比高于可比公司

商誉/净资产	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
均胜电子	7.7%	53.9%	57.1%	45.0%	46.1%	37.3%	29.7%
德赛西威	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	0.9%	0.4%
华阳集团	0.5%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	1.2%
科博达	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
松原股份		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
华懋科技	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

多次收购同样带来公司资产负债率较高,警惕高负债运营导致相应的财务风险问题,可能出现无法及时偿债、现金流断裂等问题。

表 15: 均胜资产负债率高于可比公司

资产负债率	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
均胜电子	65.15	62.82	61.24	69.35	69.95	65.40	67.16
德赛西威	71.98	71.53	40.29	30.02	33.55	38.50	46.64
华阳集团	40.67	42.08	26.56	25.15	26.78	28.24	35.57
科博达	33.26	52.03	34.15	28.31	14.62	16.04	13.27
松原股份	0.00	45.35	41.41	35.28	34.03	19.63	28.91
华懋科技	15.44	17.30	10.98	10.32	10.12	10.67	11.57

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

收入和毛利率方面：

汽车安全系统业务：公司安全业务 2020、2021 年面临业务整合以及疫情停工停产的双重压力，安全业务有所下滑，今年上半年因受到疫情以及国际局势动荡影响，公司上半年营收约 229 亿元，同比减少 3%，市占率有所下滑。目前公司在手订单充裕，截至 2022 年 2 月累计安全业务订单 2200 亿元，2022H1 新获安全业务订单 400 亿元，超去年全年，以及三季度安全业务有所恢复，单季度营收达 87 亿元，同比增长 18%，预计市占率逐步恢复，预计 2022-2024 年公司全球市占率分别为 24.9%/25.5%/26.1%，对应收入为 339.6/361.8/385.3 亿元，增长率为 5.1%/6.5%/6.5%，略高于行业增速。

公司安全业务毛利率因原材料上涨以及运输成本攀升，2021 年下降至 8.5%，公司在新接订单方面对毛利率有更高的要求，预计随着外部环境的缓解，以及订单结构的改善，安全业务毛利率将回升，预计 2022-2024 年毛利率分别为 9.5%/11.5%/12.0%，逐步恢复至正常水平。

汽车电子业务：公司汽车电子主业客户以欧美系为主，长期合作大众、奔驰、宝马、福特、通用等传统中高端车企，同时加大国内自主品牌、新势力车企的开发，设立上海研发中心、合肥生产基地，域控业务因合作华为开拓国内市场，目前已有自主品牌定点，2022 年上半年受外部环境影响，汽车电子业务营收增长 9%，公司第三季度汽车电子业务恢复至高增长，营收 41 亿元，同比增长约 31%，同时 2024 年自动驾驶域控业务将成为新的收入增长点，预计公司 2022-2024 年汽车电子业务收入分别为 153.6/184.4/223.5 亿元，同比增长 20.8%/20.1%/21.2%。

公司汽车电子业务毛利率 2019-2021 年分别为 17.3%、17.4%、19.0%，随着新业务量产落地，规模效应显现，盈利能力逐步向好，预计公司 2022-2024 年汽车电子业务毛利率分别为 20%/21%/21%。

费用率方面：

公司管理费用率随着整合有所下降，2019-2022H1 以及 2022Q2 分别为 5.9%、6.4%、6.1%、5.4%、4.6%，对应管理费用分别为 36.3 亿、30.7 亿、27.6 亿、12.4 亿、5.2 亿元，其中 2019-2022H1 重组费用分别为 6.0、4.4、2.3、2.0 亿元，下降的管理费主要是重组费用减少，以及加强了各项费用控制，进一步降低了差旅费用、办公费用、第三方服务费用等。我们预计从 Q3 开始重组费用减少为 0，2022 年全年管理费用预计 22.5 亿元左右，对应管理费用率下降到 4.5%。

汽车电子新业务开展，研发费用维持高位，2019-2022H1 分别为 4.2%、4.8%、5.1%、4.6%，对应研发费用为 26.1 亿、23.0 亿、23.5 亿、10.6 亿元（20、21 年同期为 11.0 亿、10.8 亿元），因为公司汽车电子业务新产品较多，预计 2022 年研发费用在 23 亿元左右，对应研发费用率为 4.6%左右。

公司为行业龙头，在手订单充沛，销售费用率保持低位，2019-2022H1 分别为 2.4%、1.9%、2.6%、1.4%，对应销售费用率为 15.0 亿、9.0 亿、11.8 亿、3.3 亿元（20、21 年同期为 6.6 亿、3.5 亿），整体销售费用降幅明显，2021 年销售费用增加 2.8 亿主要是计提了特定客户和项目质保金所致（对应 21Q4 销售费用率 5.9 亿元），

我们预计销售费用为 7 亿元，对应销售费用率 1.4%。

整体费用率预计随着公司整合结束以及规模效应显现下进一步下降。

表 16: 公司营收及毛利率拆分 (亿元, %)

亿元		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
整体	营业总收入	478.9	456.7	500.3	553.5	616.2	716.0
	yoy	-22%	-5%	9.5%	10.6%	11.3%	16.2%
	营业成本	415.2	403.6	434.9	471.4	521.5	602.4
	毛利率 (%)	13.3%	11.6%	13.1%	14.8%	15.4%	15.9%
汽车安全系统	营业收入	331.3	323.1	339.6	361.8	385.3	407.7
	yoy	-29.6%	-2.5%	5.1%	6.5%	6.5%	5.8%
	营业成本	294.1	295.6	307.3	320.2	339.0	358.8
	毛利率 (%)	11.2%	8.5%	9.5%	11.5%	12.0%	12.0%
汽车电子	营业收入	102.5	127.1	153.6	184.4	223.5	300.7
	yoy	0.9%	24.0%	20.8%	20.1%	21.2%	34.5%
	营业成本	84.7	103.0	122.1	145.7	176.5	237.5
	毛利率 (%)	17.4%	19.0%	20.5%	21.0%	21.0%	21.0%
其他业务	营业收入	8.4	6.5	7.1	7.3	7.4	7.6
	yoy	33.1%	-22.4%	10.0%	2.0%	2.0%	2.0%
	营业成本	7.7	5.0	5.5	5.6	5.9	6.1
	毛利率 (%)	8%	23%	23%	23%	20%	20%
内外饰功能件 (已出售)	营业收入	36.7					
	yoy	-4%					
	营业成本	28.7					
	毛利率 (%)	22%					

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

未来 3 年业绩预测

盈利预计：基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年营业总收入分别为 500.3/553.5/616.2 亿元，同比增长 9.5%/10.6%/11.3%，毛利率为 13.1%/14.8%/15.4%。

我们预测公司 2022-2024 年归属母公司净利润 4.54/10.11/13.31 亿元，同比分别扭亏/122.9%/31.6%。每股收益 22-24 年分别为 0.33/0.74/0.97 元。

表 17: 未来三年盈利预测表 (百万元)

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	47890	45670	50028	55345	61618
营业成本	41517	40360	43487	47142	52153
营业税金及附加	134	122	134	148	165
销售费用	901	1185	700	742	813
管理费用	3068	2765	2247	2432	2656
研发费用	2301	2347	2281	2468	2693
营业利润	487	-3878	770	1717	2260
归属于母公司净利润	616	-3753	454	1011	1331
每股收益	0.45	-2.74	0.33	0.74	0.97
ROE	4%	-33%	4%	9%	12%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

盈利预测的敏感性分析

我们对公司盈利能力的分析中，主营汽车安全业务基于对公司市占率的判断，而盈利能力改善基于毛利率的恢复以及三费的降低，我们考察公司 2023 年 EPS 随着安全业务市占率和三费的变化敏感性分析。

表 18: EPS 随市场份额和三项费用率变化的敏感性分析（元）

EPS		安全业务市场占比变化				
		23.5%	24.5%	25.5%	26.5%	27.5%
三项费用率变化	11.4%	0.52	0.52	0.53	0.53	0.53
	11.1%	0.59	0.59	0.60	0.60	0.61
	10.8%	0.65	0.66	0.67	0.68	0.68
	10.5%	0.72	0.73	0.74	0.75	0.76
	10.2%	0.79	0.80	0.81	0.82	0.83
	9.9%	0.86	0.87	0.88	0.89	0.91
	9.6%	0.92	0.92	0.95	0.97	0.98

资料来源：国信证券经济研究所分析

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：18-21 元

未来 10 年估值假设条件见下表。营业收入、毛利率已经讨论。

公司所得税变动较大：公司业务结构多元，且全球化布局，子公司所适用税率存在差异，可通过合理规划全球运营与税务架构调整税收。公司主要经营主体中，中国本公司适用于 25% 所得税税率，而公司作为高新技术企业，国内较多子公司享受 15% 的企业所得税税率征收，美国境内各子公司税率为 21%，德国境内各子公司税率为 15.825%，日本境内各子公司 23.2%。2019、2020 年公司综合所得税税率大幅偏离正常水平，2021 年因亏损不具备参考意义，我们预计 21% 的水平。

其他异常值说明：公司 2020 年投资收益大幅增长主要系处置均胜群英 51% 股权确认的投资收益人民币 18.17 亿元。

表 19：公司盈利预测假设条件

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入增长率	9.8%	-22.4%	-4.6%	9.5%	10.6%	11.3%	10.0%	10.0%
营业成本/营业收入	84.0%	86.7%	88.4%	86.9%	85.2%	84.6%	84.5%	84.4%
管理费用/营业收入	5.9%	6.4%	6.1%	4.5%	4.4%	4.3%	4.1%	4.1%
研发费用/营业收入	4.2%	4.8%	5.1%	4.6%	4.5%	4.4%	4.3%	4.3%
销售费用/销售收入	2.4%	1.9%	2.6%	1.4%	1.3%	1.3%	1.2%	1.2%
营业税及附加/营业收入	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
所得税税率	3.9%	58.7%	/	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

表 20：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.00	T	21%
无风险利率	2.8%	Ka	9.30%
股票风险溢价	6.5%	有杠杆 Beta	1.83
公司股价（元）	14.18	Ke	14.70%
发行在外股数（百万）	1368	E/(D+E)	48.72%
股票市值（E，百万元）	19399	D/(D+E)	51.28%
债务总额（D，百万元）	22734	WACC	8.99%
Kd	4.50%	永续增长率（10 年后）	1.5%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司价值区间为 18-21 元。

表21: FCFF 估值表

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	TV
EBIT	1179	2413	3150	3784	4271	4963	5562	6040	6455	6795	
所得税税率	0.21	0.21	0.21	0.21	0.21	0.21	0.21	0.21	0.21	0.21	
EBIT*(1-所得税税率)	931	1906	2488	2989	3374	3921	4394	4771	5099	5368	
折旧与摊销	1771	1966	2121	2284	2450	2617	2785	2952	3119	3285	
营运资金的净变动	(2066)	(753)	(995)	(969)	(1013)	(955)	(1003)	(416)	(439)	(453)	
资本性投资	(2500)	(2500)	(2500)	(2500)	(2500)	(2500)	(2500)	(2500)	(2500)	(2500)	
FCFF	(1864)	619	1115	1805	2312	3083	3676	4807	5279	5700	77216
PV(FCFF)	(1710)	521	861	1279	1503	1839	2012	2414	2432	2409	32640
核心企业价值	46,200.2										
减：净债务	19,593.1										
股票价值	26,607.0										
每股价值	19.45										

资料来源：国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表22: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		9.0%	9.1%	9.2%	9.3%	9.4%
永续增长率变化	2.2%	21.45	20.79	20.15	19.53	18.92
	2.1%	21.07	20.42	19.79	19.18	18.59
	2.0%	20.70	20.06	19.45	18.85	18.27
	1.9%	20.34	19.72	19.11	18.52	17.95
	1.8%	19.98	19.38	18.78	18.21	17.64

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：19-21 元

我们选取德赛西威、华阳集团、科博达、松原股份、华懋科技作为可比公司。

德赛西威：2021 年、2022H1 智能座舱业务实现营收 78.9 亿、52.4 亿元，智能驾驶业务收入 13.9 亿、8.6 亿元。公司产品覆盖智能座舱、智能驾驶、网联服务三大类。其中，第三代智能座舱域控制器、4K 高清屏等座舱产品产量正在爬坡，第四代智能座舱系统基于高通骁龙座舱平台，系统支持多屏联动、音效处理、AR 等技术，已获得客户订单。智能驾驶业务公司提供从智能传感器到智能驾驶域控制器及相关算法的全栈自研解决方案，环视及泊车系统产品年销量超过百万套，新一代高算力自动驾驶域控制器已率先在小鹏汽车的 P7、P5 车型上大规模量产供货，目前已获得传统自主品牌客户和新造车势力定点。

华阳集团：2021 年、2022H1 汽车电子业务实现营收 29.5 亿、16.0 亿元。公司 W-HUD 已经搭载多个车型上市，AR-HUD 实现规模化量产。同时，汽车电子新产品持续落地，开放平台 AAOP 2.0 发布，实现了车载信息娱乐系统开放平台向车载座舱域控制器开放平台升级，AAOP 3.0 支持 SOA 软件开放框架，正在研发。数字声学系统、

数字钥匙等产品获得多个定点项目，预计年内量产。

科博达：2021 年、2022H1 总营收分别为 28.1 亿、14.8 亿元。公司前期产品以各类系统末端的智能执行器为主，在此基础上积累了电子控制技术、AUTOSAR 软件开发能力。公司业务持续拓展，2022 年上半年，灯控、智能执行器、车内智能光源、车载电子、域控制器等产品共获得宝马、大众、一汽红旗、理想等客户新定点项目 60 个。

松原股份：2021 年、2022H1 安全带总成及零部件业务收入分别为 6.4 亿、2.9 亿元。公司主要供应汽车安全带总成、安全气囊、方向盘等被动安全系统产品及特殊座椅安全装置。

华懋科技：2021 年、2022H1 被动安全系统部件收入分别为 11.0 亿、6.0 亿元。公司产品主要包括汽车安全气囊布、安全气囊袋、安全带等被动安全系统部件。

截至 2022 年 10 月 17 日收盘价，公司对应当前市值，22-24 年分别为 49/22/16 倍，可比公司方面，安全业务公司对应 23 年平均 PE 为 29X，汽车电子公司对应 23 年平均 PE 为 36X，公司因过去三年盈利能力较弱，估值相对较低。随着公司安全业务整合结束，以及汽车电子业务放量，我们判断公司未来的成长性和确定性增强，给予一年期（2023 年）目标估值 19-21 元，对应 2023 年 PE 为 26-28 倍。

表 23：同类公司估值比较

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
002920.SZ	德赛西威	买入	128.50	714	1.50	2.39	3.29	86	54	39
002906.SZ	华阳集团	买入	40.52	193	0.63	0.91	1.26	64	45	32
603786.SH	科博达	买入	63.66	257	0.97	1.27	1.80	65	50	35
300893.SZ	松原股份	无评级	32.26	73	0.74	0.70	1.10	44	46	29
603306.SH	华懋科技	无评级	32.08	100	0.57	0.71	1.10	57	45	29
	平均				0.88	1.19	1.71	63	48	33
600699.SH	均胜电子	买入	16.10	220	-2.74	0.33	0.74	-6	49	22

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

投资建议

综合上述几个方面的估值，我们认为公司股票合理估值区间在 19-21 元之间，对应 2023 年 PE 为 26-28 倍，相对于公司目前股价有 18%-30%溢价空间。考虑公司龙头地位和较好的成长性，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

1、商誉减值的风险

公司商誉 52 亿元，占净资产比重 30%，若公司商誉减值过大，将对公司净利润造成较大冲击。

2、高资产负债率的风险

公司 2021 年资产负债率 67%，若经营不善，公司可能会出现资金链断裂无法偿还债务的风险。

3、技术风险

技术被赶超或替代的风险：公司所处行业属于技术密集型行业，在未来提升研发技术能力的竞争中，如果公司不能准确把握行业技术的发展趋势，在技术开发方向决策上发生失误；或研发项目未能顺利推进，未能及时将新技术运用于产品开发和升级，出现技术被赶超或替代的情况，公司将无法持续保持产品的竞争力，从而对公司的经营产生重大不利影响。

关键技术人才流失风险：关键技术人才的培养和管理是公司竞争优势的主要来源之一。随着行业竞争格局的变化，对行业技术人才的争夺将日趋激烈。若公司未来不能在薪酬、待遇等方面持续提供有效的奖励机制，将缺乏对技术人才的吸引力，可能导致现有核心技术人员流失，这将对公司的生产经营造成重大不利影响。

4、内控风险

实际控制人控制不当的风险。如果实际控制人利用其控制地位，通过行使表决权或其他方式对公司整体经营决策与投资计划、股利分配政策和人事任免等进行控制，将可能对其他股东利益造成不利影响。

大股东均胜集团有限公司质押占持有股本比例 61%，警惕质押风险。

5、估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 20-22 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，可能存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1.5%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的德赛西威、华阳集团、科博达、松原股份、华懋科技的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2022 年平均 PE 做为相对估值的参考，考虑到公司过去盈利能力波动大，且弱于以上企业，并

没有给公司估值溢价，但可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

6、盈利预测的风险

我们假设公司未来3年收入增长9.5%/10.6%/11.3%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来3年业绩的风险。

我们预计公司未来3年毛利分别为13.1%/14.8%/15.4%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来3年盈利预测值高于实际值的风险。

7、政策风险

公司所处新能源车行业一定程度上受到国家政策的影响，可能由于政策变化，使得公司出现销售收入/利润不及预期的风险。

公司产品主要用于出口，出口退税政策对公司经营影响较大，未来由于贸易摩擦、中国出口退税政策可能发生改变，进而导致公司经营存在不确定的风险。

8、客户拓展风险

公司未来高成长性依赖于公司汽车电子业务拓展，汽车电子业务份额较为分散，竞争格局尚不清晰，存在客户拓展不及预期的风险。

9、毛利率下滑风险

面临竞争格局恶化、产业链景气度下行，毛利率下滑的风险。

10、原材料涨价的风险

当前汽车供应链存在较高不确定性、原材料存在涨价风险。

11、汇率风险

公司主要收入来源于国外，2021年国外收入占比75%，由于公司全球化布局，汇率结算复杂，警惕汇率风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	8650	6247	6200	7000	8000	营业收入	47890	45670	50028	55345	61618
应收款项	8193	8713	8498	9401	10467	营业成本	41517	40360	43487	47142	52153
存货净额	6330	7031	6936	7257	8031	营业税金及附加	134	122	134	148	165
其他流动资产	1708	1361	1501	1660	1849	销售费用	901	1185	700	742	813
流动资产合计	26179	24252	23935	26119	29146	管理费用	3068	2765	2247	2432	2626
固定资产	13517	12756	15883	16850	17563	研发费用	2301	2347	2281	2468	2711
无形资产及其他	3867	3458	3112	2767	2421	财务费用	1073	972	769	896	978
投资性房地产	10839	8915	8915	8915	8915	投资收益	1798	161	160	100	100
长期股权投资	1862	1946	2026	2106	2186	资产减值及公允价值变动	124	2157	200	100	0
资产总计	56265	51327	53870	56755	60230	其他收入	(2632)	(6463)	(2281)	(2468)	(2711)
短期借款及交易性金融负债	8331	4883	7520	9159	10253	营业利润	487	(3878)	770	1717	2272
应付款项	8050	7251	7861	8508	9416	营业外净收支	7	(11)	0	0	0
其他流动负债	4142	5075	4480	4850	5364	利润总额	494	(3889)	770	1717	2272
流动负债合计	20524	17209	19861	22517	25033	所得税费用	290	646	162	361	477
长期借款及应付债券	12389	13999	14899	15799	16799	少数股东损益	(412)	(782)	155	345	457
其他长期负债	3883	3265	2865	2465	2065	归属于母公司净利润	616	(3753)	454	1011	1338
长期负债合计	16273	17263	17763	18263	18863	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	36797	34472	37624	40780	43896	净利润	616	(3753)	454	1011	1338
少数股东权益	4300	5481	5327	5257	5349	资产减值准备	(255)	2130	(1852)	13	12
股东权益	15169	11373	10920	10717	10985	折旧摊销	2939	2720	1771	1966	2121
负债和股东权益总计	56265	51327	53870	56755	60230	公允价值变动损失	(124)	(2157)	(200)	(100)	0
关键财务与估值指标						财务费用	1073	972	769	896	978
每股收益	0.45	(2.74)	0.33	0.74	0.98	营运资本变动	(288)	2694	(2066)	(753)	(995)
每股红利	0.87	0.91	0.66	0.89	0.78	其它	636	(3171)	1697	(82)	80
每股净资产	11.09	8.31	7.98	7.83	8.03	经营活动现金流	3525	(1537)	(197)	2055	2556
ROIC	-0.24%	-3.66%	2%	4%	5%	资本开支	(532)	(5264)	(2500)	(2500)	(2500)
ROE	4%	-33%	4%	9%	12%	其它投资现金流	(720)	398	100	0	0
毛利率	13%	12%	13%	15%	15%	投资活动现金流	(2241)	(4949)	(2480)	(2580)	(2580)
EBIT Margin	-0%	-2%	2%	4%	5%	权益性融资	(26)	1694	0	0	0
EBITDA Margin	6%	4%	6%	8%	9%	负债净变化	174	1633	900	900	1000
收入增长	-22%	-5%	10%	11%	11%	支付股利、利息	(1186)	(1242)	(907)	(1213)	(1070)
净利润增长率	-34%	-709%	扭亏	123%	32%	其它融资现金流	2836	1607	2637	1638	1095
资产负债率	73%	78%	80%	81%	82%	融资活动现金流	786	4083	2630	1325	1024
股息率	5.4%	5.6%	4.1%	5.5%	4.9%	现金净变动	2070	(2403)	(47)	800	1000
P/E	35.7	(5.9)	48.6	21.8	16.5	货币资金的期初余额	6580	8650	6247	6200	7000
P/B	1.5	1.9	2.0	2.1	2.0	货币资金的期末余额	8650	6247	6200	7000	8000
EV/EBITDA	20.2	35.1	20.2	14.3	12.5	企业自由现金流	2107	(1142)	(1864)	619	1115
						权益自由现金流	5117	2098	1066	2449	2437

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032