均胜电子（600699.SH）

从并购到整合，志在全球的电子与安全龙头

外延并购整合全球资源，布局四大业务实现快速成长。公司自上市以来，先后并购普瑞、Quin、KSS、TS、高田等海外优质资产，从传统的汽车功能件本土供应商转型安全+电子全球综合供应商，实现了业务规模与客户种类的跨越式发展。目前公司旗下共四大事业部：1）汽车安全事业部，主体为均胜安全（JSS），由 KSS 与高田组成；2）汽车电子信息事业部，包括 HMI、E-moblity 业务，由德国普瑞组成；3）汽车功能件事业部，主体为均胜群英，由德国 Quin、均胜汽车等组成；4）智能车联事业部，为公司 2019 年 12 月新设立的事业部，由 JPCC 构成。

汽车电子&智能网联业务：公司抢占黄金赛道，先发优势明显。1）行业层面，以 IVI（车载信息娱乐系统）为核心，各主机厂的新一代座舱平台自 2019 年起陆续进入量产期，单车价值量可达 3500-6000 元，预计 2025 年市场空间接近千亿。此外，由于域控制器带来的配置整合，未来行业的订单集中度将大幅提升，具备总成实力的优质供应商将相对受益；2）公司目前产品涵盖 HMI、智能车联、E-mobility，谱系完整，软/硬件实力均衡，**已成为大众 CNS 3.0 座舱平台、大众 MEB 平台 BMS 的核心供应商**。未来受益于大众、特斯拉等明星客户订单的逐渐量产，公司电子&智能网联业务有望实现快速发展。

汽车安全：整合完成+新旧订单切换，对标奥托立夫，盈利能力有望显著提升。目前汽车全球安全系统的单车价值量约 225 美元，预计 2025 年全球市场规模约 400 亿美元，复合增速约 3%-4%，同时格局稳定，行业 CR4 超 80%。公司目前全球市占率 27%，已成为仅次于奥托立夫（40%）的全球第二大供应商，截至 2020 年 6 月，合计在手订单金额达 2107 亿元人民币。此外，2020 公司对 KSS 与高田的整合工作将逐步进入尾声，企业整合费用有望大幅降低（2018-2019 年分别为 7.94、5.98 亿元），并且叠加为新/旧订单的逐步切换，届时安全业务的盈利能力有望显著提升。

盈利预测与估值。公司深度绑定优质合资客户，旗下汽车安全、座舱电子、BMS、V2X 等业务优势明显。未来一方面受益于安全业务的经营效率改善，盈利能力有望起底回升，另一方面，受益于大众等核心客户在智能座舱、电动化领域的车型升级，公司电子与智能网联业务有望实现快速发展，带动业绩与估值中枢的双重提升。预计 2020-2022 公司归母净利润为 7.73、13.04、17.49 亿元，对应 EPS 0.62、1.05、1.41， PE 36.7、21.7、16.2 倍，给予公司 2021 年目标市值 456 亿元，对应目标价 36.88 元和 35x PE。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：全球汽车行业景气度不及预期风险；汽车安全业务整合不及预期带来的业绩下滑与商誉风险；客户拓展与订单获取不及预期风险。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	56,181	61,699	54,808	61,809	66,972
增长率 yoy（%）	111.2	9.8	-11.2	12.8	8.4
归母净利润（百万元）	1,318	940	773	1,304	1,749
增长率 yoy（%）	232.9	-28.7	-17.8	68.7	34.1
EPS 最新摊薄（元/股）	1.07	0.76	0.62	1.05	1.41
净资产收益率（%）	11.7	8.5	6.8	10.6	12.2
P/E（倍）	21.5	30.2	36.7	21.7	16.2
P/B（倍）	2.3	2.3	2.1	2.0	1.8

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（首次）

股票信息

行业	汽车零部件
最新收盘价	23.05
总市值(百万元)	28,518.91
总股本(百万股)	1,237.26
其中自由流通股(%)	100.00
30 日日均成交量(百万股)	18.48

股价走势

作者

分析师 孟兴亚
执业证书编号：S0680518030005
邮箱：mengxingya@gszq.com

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	29197	25788	23809	29741	27736
现金	7817	6580	7985	8142	8934
应收票据及应收账款	10923	8816	8719	11056	10371
其他应收款	621	841	458	1006	580
预付账款	713	375	591	498	682
存货	7566	7287	5913	8858	6943
其他流动资产	1557	1889	145	181	226
非流动资产	30123	31137	28590	29836	29845
长期投资	75	873	1670	2468	3266
固定资产	12824	12956	10004	10431	10102
无形资产	4612	4878	4827	4765	4388
其他非流动资产	12611	12430	12090	12172	12089
资产总计	59320	56925	52400	59577	57580
流动负债	22845	21993	20319	27945	26242
短期借款	5166	6486	6645	7822	11450
应付票据及应付账款	9794	9847	6215	12504	7114
其他流动负债	7885	5660	7459	7619	7679
非流动负债	18291	17825	13810	11319	8296
长期借款	12263	13250	9235	6744	3721
其他非流动负债	6028	4575	4575	4575	4575
负债合计	41136	39818	34129	39264	34539
少数股东权益	5746	4529	5007	5860	6921
股本	949	1237	1237	1237	1237
资本公积	9873	7450	7450	7450	7450
留存收益	3174	4085	5100	6977	9499
归属母公司股东权益	12438	12578	13264	14454	16121
负债和股东权益	59320	56925	52400	59577	57580

现金流量表（百万元）

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2974	3919	3155	5396	3360
净利润	2127	1452	1250	2157	2810
折旧摊销	2500	3111	2492	2773	3125
财务费用	1072	1016	639	489	603
投资损失	-55	-726	-721	-721	-722
营运资金变动	-2834	-759	-527	671	-2488
其他经营现金流	163	-176	22	28	33
投资活动现金流	-9333	-3696	1188	-3362	-2489
资本支出	3446	4481	-3344	449	-790
长期投资	-222	308	-797	-799	-799
其他投资现金流	-6109	1093	-2954	-3712	-4078
筹资活动现金流	9432	-1803	-4614	-2718	-3530
短期借款	568	1320	-1518	336	177
长期借款	5598	987	-4015	-2491	-3023
普通股增加	0	288	0	0	0
资本公积增加	-124	-2423	0	0	0
其他筹资现金流	3390	-1974	919	-563	-684
现金净增加额	3450	-1500	-271	-684	-2659

利润表（百万元）

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	56181	61699	54808	61809	66972
营业成本	46631	51827	46057	51536	55130
营业税金及附加	102	152	135	152	165
营业费用	1433	1498	1364	1520	1657
管理费用	3103	3626	3179	3214	3483
研发费用	2927	2610	2631	2967	3215
财务费用	1072	1016	639	489	603
资产减值损失	211	-200	0	0	0
其他收益	129	149	139	144	141
公允价值变动收益	-25	23	-1	-1	-1
投资净收益	55	726	721	721	722
资产处置收益	-5	-73	-22	-27	-32
营业利润	856	1539	1642	2768	3551
营业外收入	1991	11	0	0	0
营业外支出	86	38	38	38	38
利润总额	2761	1511	1603	2730	3512
所得税	634	59	353	573	702
净利润	2127	1452	1250	2157	2810
少数股东损益	809	512	478	853	1061
归属母公司净利润	1318	940	773	1304	1749
EBITDA	6249	5818	4773	6104	7325
EPS（元/股）	1.07	0.76	0.62	1.05	1.41

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入（%）	111.2	9.8	-11.2	12.8	8.4
营业利润（%）	-18.3	79.9	6.7	68.6	28.3
归属母公司净利润（%）	232.9	-28.7	-17.8	68.7	34.1
获利能力					
毛利率（%）	17.0	16.0	16.0	16.6	17.7
净利率（%）	2.3	1.5	1.4	2.1	2.6
ROE（%）	11.7	8.5	6.8	10.6	12.2
ROIC（%）	8.7	7.3	5.3	7.8	9.3
偿债能力					
资产负债率（%）	69.3	69.9	65.1	65.9	60.0
净负债比率（%）	71.4	95.0	69.2	55.2	47.8
流动比率	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1
速动比率	0.8	0.8	0.9	0.7	0.8
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.1	1.0	1.1	1.1
应收账款周转率	7.1	6.3	6.3	6.3	6.3
应付账款周转率	6.2	5.3	5.7	5.5	5.6
每股指标（元）					
每股收益（最新摊薄）	1.07	0.76	0.62	1.05	1.41
每股经营现金流（最新摊薄）	2.40	3.17	2.55	4.36	2.72
每股净资产（最新摊薄）	10.05	10.17	10.72	11.68	13.03
估值比率					
P/E	21.5	30.2	36.7	21.7	16.2
P/B	2.3	2.3	2.1	2.0	1.8
EV/EBITDA	7.5	8.3	9.6	7.4	6.3

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

内容目录

一、外延并购整合全球资源，布局四大业务实现快速成长 5
1.1 均胜电子：汽车电子&安全领域的全球龙头 5
1.2 并购助力，布局四大业务，拓展全球一流车企 6
1.3 依靠外延实现业绩快速增长，近五年归母净利润 CAGR 21.85% 8
二、汽车电子&智能网联业务：黄金赛道，先发优势明显 10
2.1 座舱行业：空间大、迭代快，集中度持续提升 10
2.1.1 汽车座舱产品丰富，新一代座舱平台于 2019-2020 年开始量产 10
2.1.2 行业空间：预计 2025 年新一代座舱市场 933 亿元，CAGR 15% 12
2.1.3 域控制器时代，订单集中度提升，总成供应商有望相对受益 14
2.2 公司产品谱系完整，研发、客户优势明显，未来竞争实力强 15
2.3 公司订单充沛，重点客户拓展顺利，未来有望加速发展 17
2.4 增资均联智行并引入先进基金战投，V2X&控制器产品有望实现量产 18
三、安全业务：整合 KSS 与高田，打造全球巨头 21
3.1 汽车安全行业：市场广阔、格局稳定 21
3.2 整合持续推进，2020 年有望全面完成 22
3.3 对标奥托立夫，未来整合完成+订单切换，盈利能力有望显著提升 24
四、功能件业务：聚焦豪华车型，为公司的现金流业务 25
五、盈利预测与估值 27
六、风险提示 28

图表目录

图表 1：均胜电子发展历程 5
图表 2：均胜电子股权结构（前十大股东） 5
图表 3：公司并购梳理 6
图表 4：均胜电子目前四大事业部业务架构 7
图表 5：均胜电子通过收购获得的 OEM 客户 7
图表 6：均胜电子与较多优质客户绑定供应关系 8
图表 7：公司收入及同比增速（亿元） 8
图表 8：公司归母净利润及同比增速（亿元） 8
图表 9：公司毛利率与净利率 8
图表 10：公司期间费用率 8
图表 11：公司分业务收入（亿元） 9
图表 12：公司分业务毛利率 9
图表 13：汽车座舱产品构成 10
图表 14：车载信息娱乐系统升级历程 11
图表 15：除座舱外，其余电子配置渗透率曲线 11
图表 16：座舱电子配置渗透率曲线 11
图表 17：年轻一代对车内娱乐的付费意愿更强 12
图表 18：各主机厂智能座舱平台布局 12
图表 19：智能座舱单车价值量 13
图表 20：触控式液晶屏分燃料形式渗透率（以车型数量计） 13
图表 21：触控式液晶屏分价位渗透率（以车型数量计） 13
图表 22：HUD 分燃料形式渗透率（以车型数量计） 13

图表 23: HUD 分价位渗透率（以车型数量计）.....13
图表 24: 液晶屏+HUD 市场空间测算.....14
图表 25: 座舱域控制器对算力的提升.....15
图表 26: 特斯拉对座舱&ADAS 功能的整合趋势.....15
图表 27: 公司汽车电子业务产品与主要竞争对手.....16
图表 28: 均胜普瑞主要产品.....16
图表 29: JPCC（原 TS）主要产品.....16
图表 30: 公司为大众供应的 CNS 3.0 硬件系统.....16
图表 31: 搭载均胜车联 CNS 3.0 车机的新迈腾.....17
图表 32: 平台化的新能源汽车充电配放电解决方案.....18
图表 33: 国内主要自动驾驶相关政策.....19
图表 34: 智能化+网联化合作发展趋势.....20
图表 35: 公司完整的智能网联座舱解决方案.....20
图表 36: 公司与外部公司合作梳理.....20
图表 37: 2019 年 12 月，公司调整组织架构，新设立智能车联事业部.....21
图表 38: 汽车安全系统产品类别.....21
图表 39: 汽车安全系统单车价值量（美元）.....22
图表 40: 公司与外部公司合作梳理.....22
图表 41: 全球安全气囊市场格局.....22
图表 42: 均胜安全的四大区域总部.....23
图表 43: 均胜安全新的组织架构.....23
图表 44: 公司汽车安全业务现有的产能布局.....23
图表 45: 奥托立夫分客户收入结构.....24
图表 46: 奥托立夫分地区收入结构.....24
图表 47: 均胜安全与奥托立夫 2019 年财务数据对比（亿元）.....24
图表 48: 公司未来毛利率较高的新订单占比有望逐渐提升.....25
图表 49: 均胜群英全球业务布局.....25
图表 50: 均胜群英产品类型.....26
图表 51: 公司收入预测（亿元）.....27
图表 52: 公司主营业务毛利率预测（%）.....27
图表 53: 可比公司估值对比.....28

一、外延并购整合全球资源，布局四大业务实现快速成长

1.1 均胜电子：汽车电子&安全领域的全球龙头

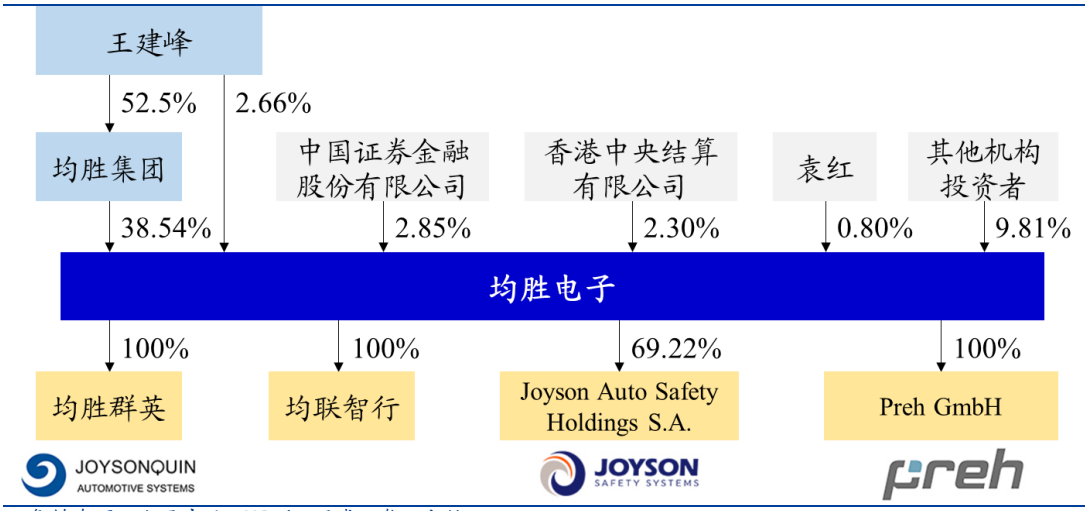
公司是全球化布局的汽车安全与智能驾驶供应商。宁波均胜电子是一家全球化的汽车零部件供应商，主要致力于智能驾驶系统、汽车安全系统、车联网技术、新能源汽车动力管理系统以及高端汽车功能件总成等的研发与制造。通过企业创新升级和多次国际并购，公司先后成为宝马、奔驰、奥迪、大众、通用、福特、本田和丰田等全球汽车制造商的长期合作伙伴，并屡获保时捷、大众、通用等汽车制造商优秀供应商奖。

图表 1：均胜电子发展历程

资料来源：公司官网，Wind，国盛证券研究所

股权结构清晰，实际控制人持股 22.89%。截至 2020 年一季度，公司前十大股东持股合计 56.96%，股权结构集中。其中，王剑锋先生直接持有公司 2.66%股权，并通过均胜集团间接持有公司 20.23%股权，合计持股 22.89%，为公司实际控制人。

图表 2：均胜电子股权结构（前十大股东）



资料来源：公司官网，Wind，国盛证券研究所

1.2 并购助力，布局四大业务，拓展全球一流车企

公司自上市以来，依靠数次海外并购，实现业务规模与产品种类的跨越式发展：1）2012 年，并购普瑞控股，由传统功能件转型汽车电子业务，开启全球化布局。2）2014 年，并购德国 Quin，实现功能件业务在海外高端市场的开拓。3）2016 年，收购美国 KSS，切入汽车主被动安全市场。4）2016 年，公司并购美国 TS 道恩公司汽车信息板块，布局智能车联。5）2017 年，公司收购高田资产（除 PSAN 业务），跻身全球第二大安全供应商。

图表 3：公司并购梳理

时间	并购标的	收购价格	主营业务	2019 年收入（亿元）	2019 年净利润（亿元）	备注
2012	德国普瑞	2.43 亿欧元	内饰和汽车电子	99.13	33.22	*2010 年母公司收购普瑞控股 74.9%+普瑞 5.1%股权，2012 年上市公司收购全部股权*
2013	Innoventis	56 万欧元	汽车及相关行业电子系统测试、软件模块及电子网络系统领域工程服务	-	-	-
2014	IMA	1430 欧元	高端制造、智能机器人	-	-	于 2017 年剥离至母公司均胜集团旗下
2014	Quin Gmbh	10412 万欧元	高端方向盘与内饰功能件	37.69	13.30	*2014 年 7231 万欧元收购 75%股权，2018 年 3181 万欧元收购剩余 25%股权*
2016	TS(汽车信息板块)	1.8 亿欧元	车载信息系统供应商	未披露	未披露	改名为 PCC
2016	KSS	9.2 亿欧元	主被动安全系统供应商	471.38	140.97	2018 年与高田整合为子公司均胜安全（JSS）
2018	高田（除 SPAN 外资产）	15.88 亿美元	主被动安全系统供应商			2018 年与 KSS 整合为子公司均胜安全（JSS）
2016	EVANA	1950 万欧元	工业机器人与自动化系统	-	-	于 2017 年剥离至母公司均胜集团旗下
2017	e-power	-	电力电子系统研发生产	-	-	-

资料来源：Wind，国盛证券研究所

公司自 2017 年剥离自动机器人相关业务后，目前主业聚焦于汽车安全与汽车电子两方面，旗下共有四大事业部：

- **汽车安全事业部，主体为均胜安全（JSS），由 KSS 与高田组成。**均胜汽车安全事业部由并购的 KSS 与高田组成，业务覆盖主动安全（智能驾驶、事故预防等）与被动安全(安全气囊、安全带、方向盘等)，2019 年全球被动安全市场占有率约 30%，为全球第二大被动安全提供商。
- **汽车电子信息事业部，包括 HMI、E-moblity 业务，由德国普瑞组成。**其中，HMI 业务包括驾驶员控制系统、空调控制系统、传感器系统、电子控制单元（ECU）等；E-moblity 业务包括 BMS、OBC 和 DCDC 转换器等。
- **汽车功能件事业部，主体为均胜群英，由德国 Quin、均胜汽车等公司组成。**产品包括高端内饰总成、空气管理系统、洗涤系统与方向盘总成等。
- **智能车联事业部，为公司 2019 年 12 月新设立的均联智行，由 JPCC 构成。**产品包括车载娱乐系统、车载导航系统、车联网等，主体为 JPCC（国内业务）与 PCC（JPCC 子公司，负责海外业务）。

图表 4：均胜电子目前四大事业部业务架构

资料来源：公司官网，Wind，国盛证券研究所

除了产品种类的持续拓展，公司依靠并购，先后进入德系、美系、日系主流 OEM 的核心供应体系。与产品种类的拓展相对应，公司在过去十年间，依靠并购海外的优质资产，先后进入主流 OEM 的核心供应体系。其中，OEM 客户包括德系（大众、宝马、戴姆勒、奥迪），美系（通用、福特），日系（丰田、本田、日产、马自达），自主（上汽、长安、广汽、北汽、吉利等）；TIER-1 客户涵盖博世、大陆、采埃孚等全球巨头。

图表 5：均胜电子通过收购获得的 OEM 客户

资料来源：公司官网，Wind，国盛证券研究所

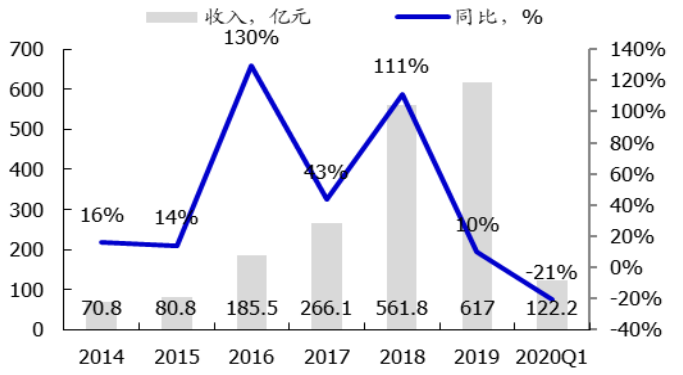
图表 6：均胜电子与较多优质客户绑定供应关系

资料来源：公司官网，Wind，国盛证券研究所

1.3 依靠外延实现业绩快速增长，近五年归母净利润 CAGR 21.85%

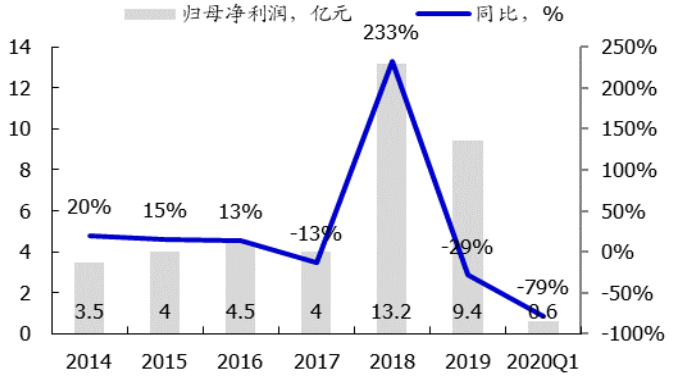
公司 2015-2019 年收入 CAGR 54.19%，归母净利润 CAGR 21.85%。受益于对优质资产的不断并购，公司收入/归母净利润分别由 2015 年的 80.8/4.0 亿元，增长至 2019 年的 617/9.4 亿元，CAGR 分别为 54.19%/21.85%。2019 年公司收入/归母净利润分别同比+9.8%/-28.7%，其中，收入增长一方面受益于全球化布局带来的海外收入增长（同比+12.5%），另一方面则受益于高田并表带来的业绩增厚；利润增速下滑则主要受行业整车销量下滑与 2018 年收购高田确认部分非经损益导致的基数较高所致。

图表 7：公司收入及同比增速（亿元）



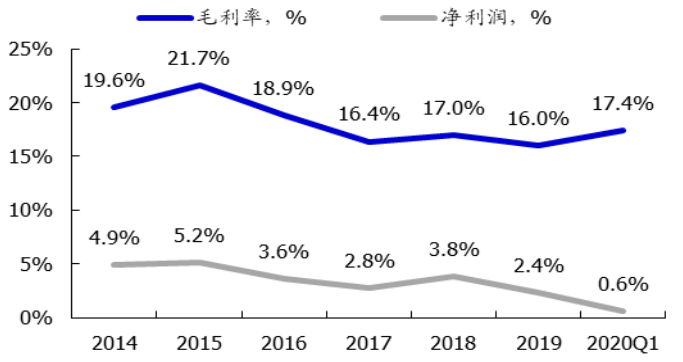
资料来源：WIND，国盛证券研究所

图表 8：公司归母净利润及同比增速（亿元）



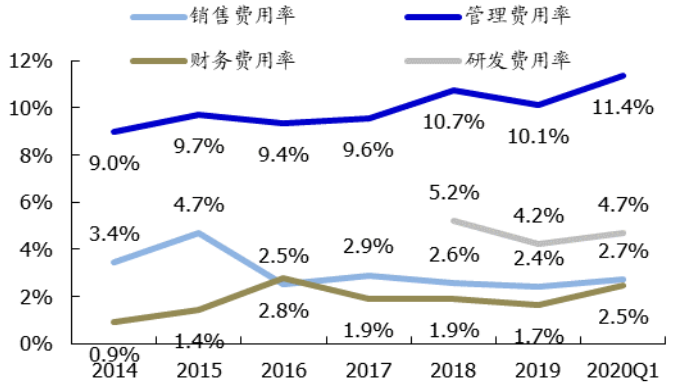
资料来源：WIND，国盛证券研究所

图表 9：公司毛利率与净利率



资料来源：WIND，国盛证券研究所

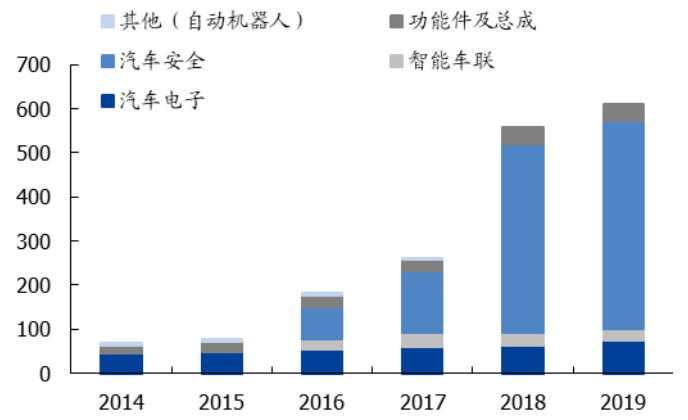
图表 10：公司期间费用率



资料来源：WIND，国盛证券研究所

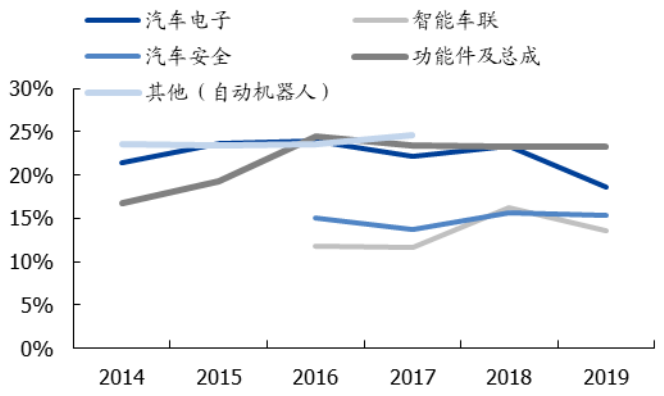
分业务看，随着 2016、2018 年公司对 KSS、高田收购的分别完成，汽车安全成为了公司近 5 年增速最快的业务板块，并贡献了收入的主要增量。**1）汽车安全：**2019 收入 471 亿元，同比+10%，毛利率 15.3%，同比-0.4pct，毛利率下滑主要受行业销量以及匈牙利新工厂的搬迁费用影响所致；**2）汽车电子：**2019 收入 75 亿元，同比+19%，毛利率 18.7%，同比-5.5pct，毛利率降幅较大，主要受上游半导体涨价以及新项目产能爬坡影响所致；**3）智能车联：**2019 年收入 26.8 亿元，同比-8.6%，毛利率 13.6%，同比-0.9pct；**4）功能件及总成业务：**2019 年收入 38.4 亿元，同比+7%，毛利率 23.3%，同比+0.03pct。

图表 11：公司分业务收入（亿元）



资料来源：WIND，国盛证券研究所

图表 12：公司分业务毛利率



资料来源：WIND，国盛证券研究所

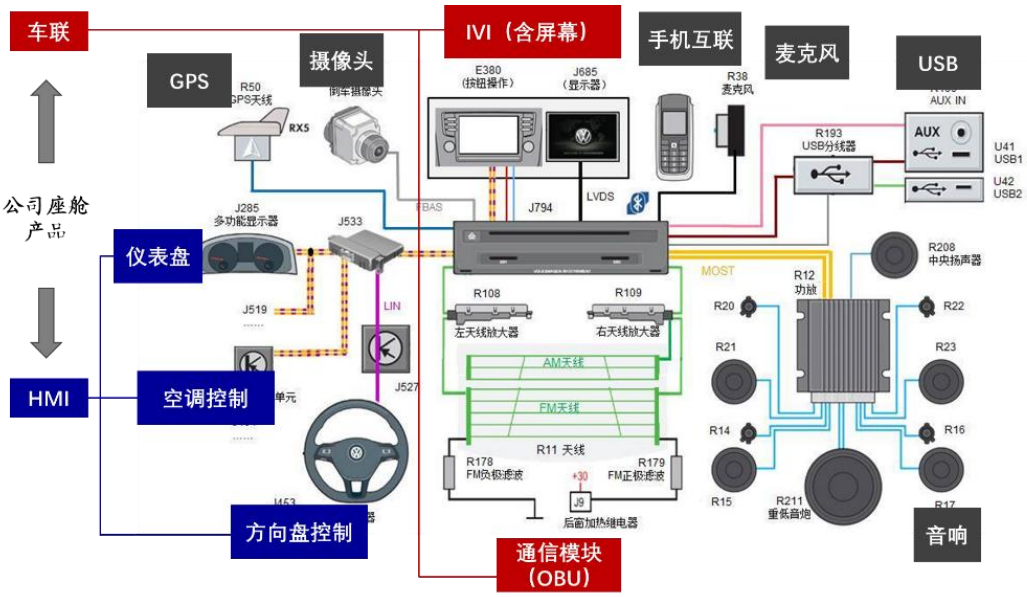
二、汽车电子&智能网联业务：黄金赛道，先发优势明显

2.1 座舱行业：空间大、迭代快，集中度持续提升

2.1.1 汽车座舱产品丰富，新一代座舱平台于 2019-2020 年开始量产

汽车座舱以 IVI（车载信息娱乐系统）为核心，包括中控、仪表、HUD、后座娱乐等。从汽车座舱电子的构成上来看，座舱电子主要指中控平台、全液晶仪表、抬头显示系统、后座娱乐系统、智能音响、车联网模块、流媒体后视镜以及远程信息处理系统等组成的一整套系统。其中，中控平台、液晶仪表、抬头显示系统、后座娱乐是座舱电子的核心组成，也是现阶段的发展重心。中控平台在座舱电子的发展中处于核心地位，现阶段座舱电子发展以中控平台为基础，逐渐延伸到液晶仪表、抬头显示及后座娱乐系统。

图表 13：汽车座舱产品构成



资料来源：搜狐汽车，盖世汽车，国盛证券研究所

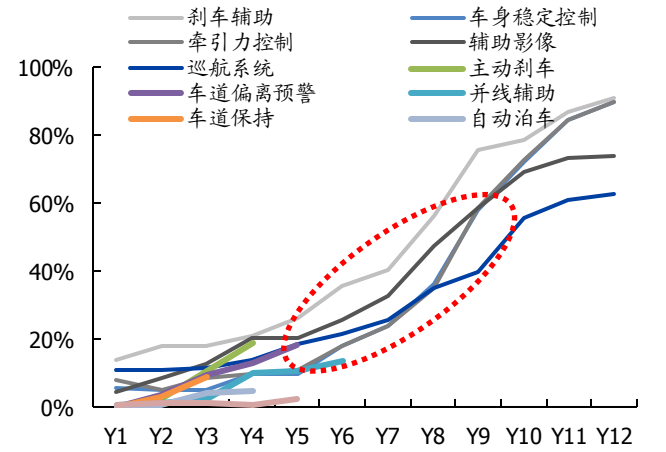
以大众集团为例，经历原始黑白屏、MIB1.0-2.0 系统后，2019 年起正向第四代产品（MIB 3.0）升级。作为汽车座舱的核心，IVI 系统经历四代升级，其中：1）第一代车机主要应用于 2002 年以前，功能以音频类为主；2）第二代产品以中央显示屏为代表，代表产品为 2001 年宝马引入了中央显示屏，液晶屏入驻汽车座舱；3）第三代产品以车载导航的大范围应用为代表，基于触屏显示的导航功能成为推动座舱电子化的强劲动力；4）第四代产品为综合性的车载信息娱乐系统，以大众 CNS 3.0 为例，首次搭载于 2019 年的迈腾，支持视频、DVD、导航、3D 地图、WIFI 等功能。

图表 14: 车载信息娱乐系统升级历程

资料来源：搜狐汽车，盖世汽车，国盛证券研究所

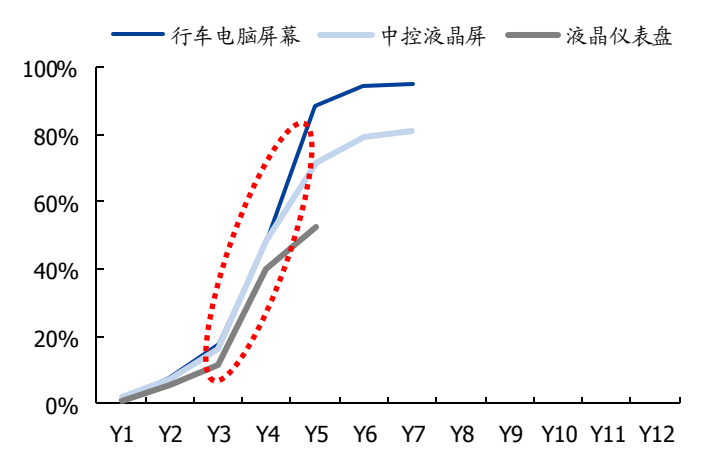
由于座舱配置能够带来最直观的驾驶体验的改善，其新配置的渗透一般在5年以内完成，远快于其余电子功能。对于国内市场，我们按照将各项配置内容，细分为自动驾驶类与液晶屏两类。其中，1）自动驾驶类配置在 S 曲线的起步阶段的持续时间大约为 4-5 年，并且在渗透率接近 20%左右出现拐点，而在迅速提升阶段，渗透率由 20%提升至 60%以上，对应时间为 5-9 年，随后便进入成熟期，渗透率趋于稳态；2）而对于液晶屏类配置，行业的渗透速度更快，起步阶段在 1-3 年，拐点渗透率在 10%左右，迅速提升阶段在第 3-6 年，渗透率迅速提升至 70%以上。

图表 15: 除座舱外，其余电子配置渗透率曲线



资料来源：汽车之家，国盛证券研究所

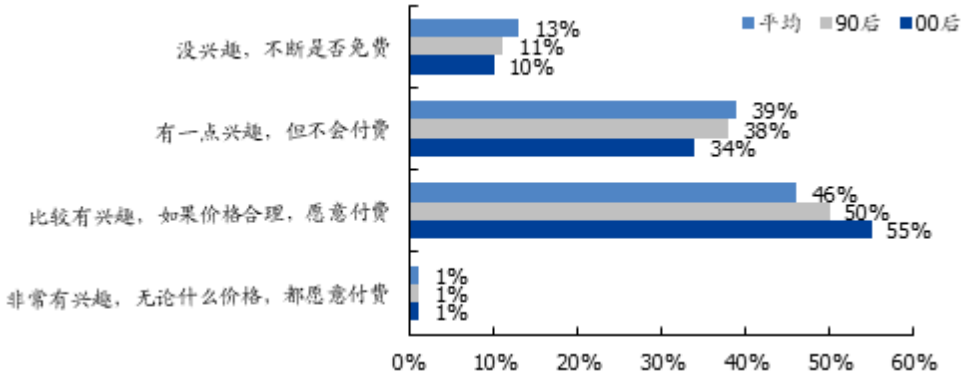
图表 16: 座舱电子配置渗透率曲线



资料来源：汽车之家，国盛证券研究所

根据 2019 年 J.D.POWER 发布的《中国消费者共享汽车使用情况调查》，年轻一代对于车内娱乐的付费意愿更强，90 后/00 后对于合理价格的付费意愿分别为 50%/55%，高于全部统计样本的平均水平 4/9 个百分点。

图表 17：年轻一代对车内娱乐的付费意愿更强



资料来源：J.D.POWER，国盛证券研究所

随着新一代电子架构的逐步兴起，各主机厂最新一代的座舱平台也于 2019-2020 年开始量产。随着芯片、软件等技术的不断提高，一芯多屏多系统的一体化座舱平台成为下一代座舱的主流趋势。一方面可以实现系统整合、降低成本；另一方面实现了传统座舱不能满足的多屏互联、智能交互、智能驾驶等场景化功能需求。目前，多家车厂已开始布局智能座舱系统，有些车厂已实现搭载于部分量产车型，如 2018 年上市的奔驰 A 级搭载的 MBUX 系统；2019 年上市的红旗 HS7、EXCEED 星途 LX 等车型搭载由东软和英特尔等联合开发的域控制器座舱平台 C4-Alfus2.0 和 C4-Pro 等。

图表 18：各主机厂智能座舱平台布局

主机厂	座舱平台	量产计划	备注
奥迪	Aptiv ICC	2020	A8 首次搭载 Apitv 自动驾驶平台
戴姆勒	MBUX-SmartCore	已量产	-
东风	伟世通 SmartCore	已量产	-
法拉利	Dual Cockpit-Aptiv ICC	已量产	-
吉利	伟世通 SmartCore	2020	-
广汽集团	伟世通 SmartCore	2020	首款车型为 2020 年上市的 Aion LX
长城汽车	东软中央计算平台 VCP	2020	应用于哈弗和 WEY
上汽集团	AICS	2020	基于 NXP 芯片、Alios、斑马智行系统
丰田	电装 Harmony Core	已量产	搭载于丰田 2020 款的斯巴鲁、Legacy 和 Outback
大众	ICAS3	2020	搭载于大众 ID3，MEB 平台
沃尔沃	Aptiv ICC	2020	-
红旗汽车	C4-ALFUS	已量产	HS7、E-HS3 和 HS5 东软座舱平台
奇瑞汽车	C4-PRO	已量产	Exceed 星途、英特尔的 Apollo Lake 处理器和 ACRN 虚拟化解决方案、按照 9.0
电咖汽车	德赛西威域控制器	已量产	采用高通 S820A 芯片

资料来源：佐思汽研，国盛证券研究所

2.1.2 行业空间：预计 2025 年新一代座舱市场 933 亿元，CAGR 15%

新一代的汽车座舱的典型配置包括 IVI（含中控液晶屏）、仪表盘与 HUD，单车价值量在 3500-6000 元之间。相较而言，传统的座舱产品主要包括机械式仪表盘、带导航、音乐播放、车体控制等基础功能的车载信息娱乐中控系统，整体价格基本上控制在 2000 元以内。而智能座舱产品更为多元化，除了提供丰富的车载信息和娱乐功能之外，融入多项人机交互功能，以其典型的配套产品为例，整体价格提升至 3500-6000 元。

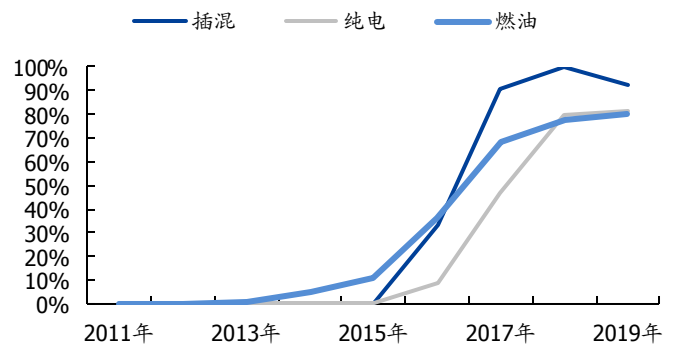
图表 19: 智能座舱单车价值量

配置		单车价值量（元）
IVI（含中控液晶屏）		1500-2500
仪表盘	机械仪表盘	500 以内
	液晶仪表盘	500-1000
HUD		1500-2500
总计		**3500-6000**

资料来源：高工智能汽车，国盛证券研究所

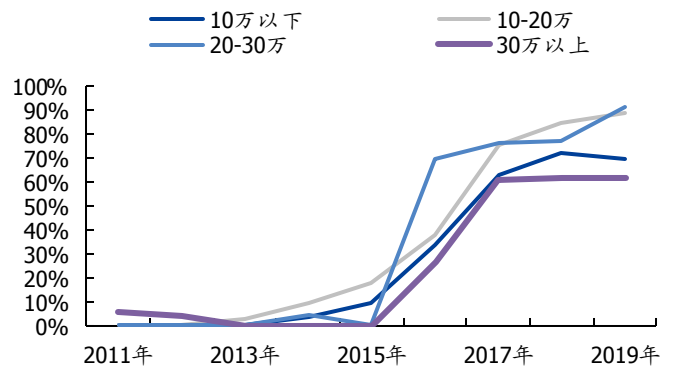
截止 2019 年，触控屏渗透率 68%，且 10 寸以上大屏正加速渗透。燃油/纯电/插混 2019 年上市车型渗透率分别为 80%/82%/92%，较 2018 年上市车型渗透率分别提升 2.5/2.3/-7.8 PCT。分价格区间，10 万以下/10-20 万/20-30 万/30 万以上价格区间 2019 年上市车型渗透率分别为 69%/88%/91%/62%，较 2018 年上市车型渗透率分别提升 -2.7/3.6/14.1/0.1 PCT。

图表 20: 触控式液晶屏分燃料形式渗透率（以车型数量计）



资料来源：汽车之家，国盛证券研究所

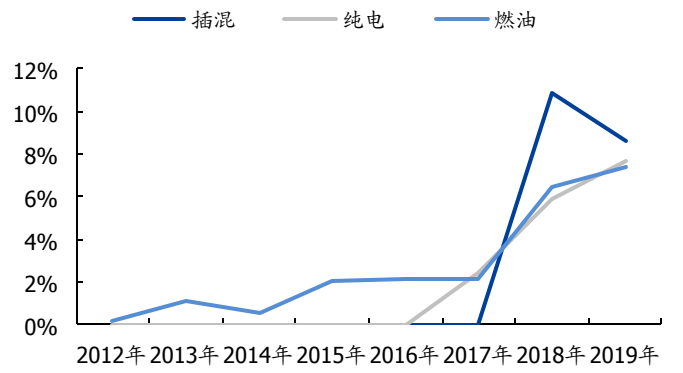
图表 21: 触控式液晶屏分价位渗透率（以车型数量计）



资料来源：汽车之家，国盛证券研究所

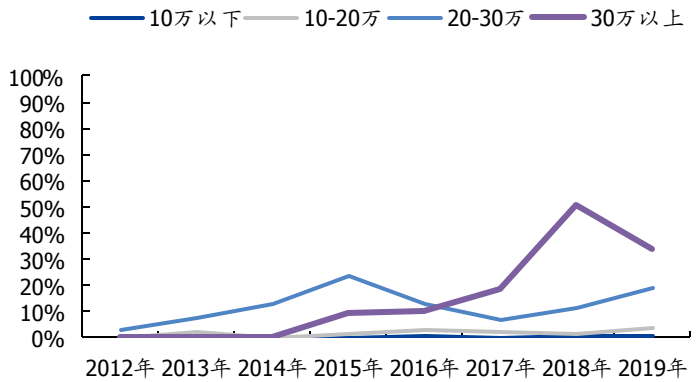
2019 年 HUD 渗透率约 10%，主要应用于指导价 20 万元以上的中高端车型。燃油/纯电/插混 2019 年上市车型渗透率分别为 7%/8%/9%，较 2018 年上市车型渗透率分别提升 1/1.8/-2.3 PCT。分价格区间，10 万以下/10-20 万/20-30 万/30 万以上价格区间 2019 年上市车型渗透率分别为 0%/3%/19%/34%，较 2018 年上市车型渗透率分别提升 0.1/2.2/8/-16.8 PCT。

图表 22: HUD 分燃料形式渗透率（以车型数量计）



资料来源：汽车之家，国盛证券研究所

图表 23: HUD 分价位渗透率（以车型数量计）



资料来源：汽车之家，国盛证券研究所

行业空间：预计 2025 年 933 亿元，CAGR 15%。无论合资还是自主车企，目前都在不遗余力的加码座舱配置。未来行业升级趋势不变的趋势下，预计至 2025 年行业空间约 933 亿元，对应 CAGR 15%。其中，主要计算假设分别为：1）国内乘用车销量按照 2020 年下滑 15%，其余年份同比+3%估算；2）液晶屏价格按照 2020 年每英寸 100 元，年降幅度 3%进行估算。

图表 24：液晶屏+HUD 市场空间测算

		2020E	2022E	2025E
国内乘用车销量（万辆）		2170	2320	2565
		配置渗透率		
IVI（含中控液晶屏）	4-7 寸	*2%*	*0%*	*0%*
	7-10 寸	*46%*	*50%*	*20%*
	10 寸以上	*32%*	*50%*	*80%*
液晶仪表盘	1-4 寸	*13%*	*10%*	*0%*
	4-7 寸	*9%*	*20%*	*20%*
	7-10 寸	*15%*	*20%*	*40%*
	10 寸以上	*15%*	*20%*	*40%*
HUD		*2%*	*10%*	*25%*
		单车价值量（元）		
IVI（含中控液晶屏）	4-7 寸	1500	1455	1411
	7-10 寸	2000	1940	1882
	10 寸以上	2500	2425	2352
液晶仪表盘	1-4 寸	300	291	282
	4-7 寸	600	582	565
	7-10 寸	800	776	753
	10 寸以上	1000	970	941
HUD		2500	2425	2352
		市场空间（亿元）		
IVI（含中控液晶屏）	4-7 寸	7	0	0
	7-10 寸	200	225	97
	10 寸以上	174	281	483
液晶仪表盘	1-4 寸	8	7	0
	4-7 寸	12	27	29
	7-10 寸	26	36	77
	10 寸以上	33	45	97
HUD		11	56	151
合计		**469**	**677**	**933**

资料来源：汽车之家，国盛证券研究所

2.1.3 域控制器时代，订单集中度提升，总成供应商有望相对受益

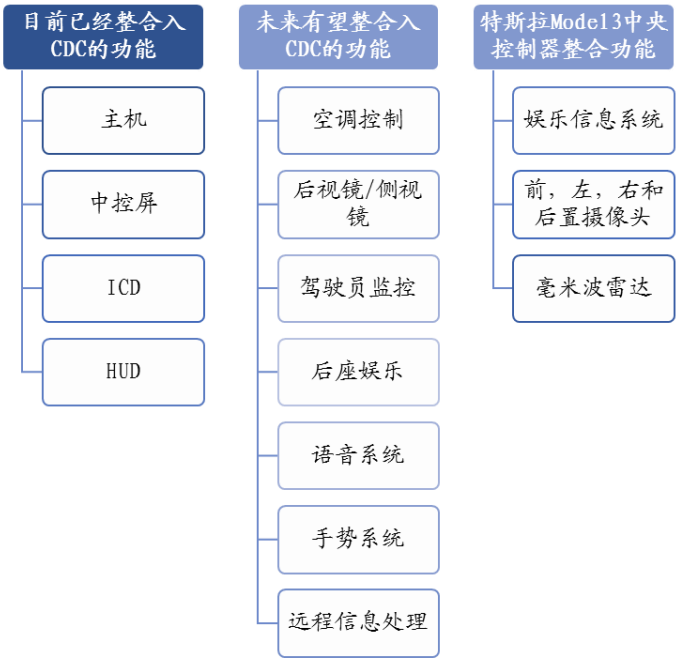
未来域控制架构下，处理器能力大幅提升，为功能整合提供条件。近年来，车内显示屏数量和尺寸大大增加，屏幕一般从 2 个（一个中控一个仪表）扩展到 4-6 个（包括副驾驶、后座、电子后视镜、倒车镜、HUD、天窗或车窗投影），尺寸从 6 英寸扩展到 15 英寸乃至 17 英寸。而座舱与控制器将众多功能集成在一起，包括电话（手机）、听音乐（MP3）、看电影（DVD）、拍照（相机）、导航等功能，算力需求将不断提升。例如大众座舱信息娱乐平台 MIB1.0 和 MIB2.0 的算力需求分别为 950/2500 MIPS，而对于最新一代的座舱域控制器，以德州仪器 DRA7xx 为例，其算力已达到 10600-12700 DMPS。

图表 25: 座舱域控制器对算力的提升

资料来源：盖世汽车，国盛证券研究所

未来随着座舱电子功能的不断整合，将带来订单集中度的提升，软/硬件实力均衡、产品谱系完整的总成供应商将相对受益，提升市场份额。未来随着座舱域控制器功能的不断整合，对于主机厂或是 Tier1 而言，域控制器的开发可能会带来原本各分散的部门之间的组织架构的重新整合。以特斯拉为例，目前已经整合的包括信息娱乐系统的音响、中控显示和 HMI 控件。此外，仪表、HUD、后排娱乐、HVAC、显示镜、远程信息处理和连接模块的集成也将迅速进行整合。

图表 26: 特斯拉对座舱&ADAS 功能的整合趋势



资料来源：Astroys，国盛证券研究所

2.2 公司产品谱系完整，研发、客户优势明显，未来竞争实力强

公司座舱电子产品覆盖 HMI、智能车联、E-mobility，谱系完整。公司汽车电子业务包括三大类产品，分别为人机交互（HMI）、新能源汽车动力控制（E-mobility）、与智能车联。其中，HMI 与 E-mobility 由普瑞运营，智能车联业务由子公司 JPCC 运营。其中，JPCC 由公司 2016 年收购的 JCC（原名为德国 TS，负责海外业务）与国内子公司构成。

图表 27: 公司汽车电子业务产品与主要竞争对手

子公司	业务部门	产品	2018 年主要客户	主要竞争对手
JPCC	智能车联	车载娱乐系统、车载导航、操作系统、V2X 模块、ADAS 等	国大众集团旗下的大众、奥迪和斯柯达品牌与部分国内自主品牌	韩国 LG、哈曼 Harman、德尔福 Delphi 和德国大陆 Continental 等
均胜普瑞	车载 HMI	空调控制系统	宝马、大众/奥迪、福特、通用和戴姆勒等	电装 Denso、法雷奥 Valeo、德国大陆 Continental 和贝尔海拉 BHTC 等
		驾驶员控制系统（中央控制系统、中控面板、开关系统等）	为大众/奥迪、宝马、福特、通用和戴姆勒	日本阿尔卑斯 Alps、科世达 Kostal、马夸特 Marquardt 和德尔福 Delphi 等
	新能源汽车动力控制	BMS、48V 电池管理系统、车载充电器（OBC）等	宝马全球 BMS、奔驰全球 48V 系统电池管理系统、大众中国 MEB 平台 BMS、北京奔驰 MFA2 平台 BMS 独供、特斯拉 BMS 中传感器等；OBC 为沃尔沃商用车、法拉利等	德国博世 Bosch、德国大陆 Continental 和马夸特 Marquardt 等

资料来源：Wind，国盛证券研究所

从产品类型看，JPCC 产品侧重于软件、ADAS 与通信，是对普瑞原有 HMI 业务，在电子化领域的外延与补强，两者相互互补。其中，**TS 道恩于 1986 年成立，是欧洲车联网组织的联席主席单位，拥有多项车用信息和数据安全等领域的专利储备，是业内少有的软件总成供应商。**核心产品包括车载操作系统开发、地图导航和 V2X 系列产品。

图表 28: 均胜普瑞主要产品

资料来源：WIND，国盛证券研究所

图表 29: JPCC（原 TS）主要产品

资料来源：WIND，国盛证券研究所

受益于完整的产品布局与软/硬件研发实力，公司是大众 CNS 3.0 总成供应商。通过与大众的同步研发，公司为南北大众 MQB 平台配套的 CNS 3.0 系统采用了 Linux+Android 的双操作系统形态，保证了车机系统的安全性和开放性，是国内唯一能够为合资车企提供总包的车机供应商。

图表 30: 公司为大众供应的 CNS 3.0 硬件系统

资料来源：公司官网，Wind，国盛证券研究所

凭借核心客户优势，公司未来纵向/横向扩张的认证壁垒低，具有对高质量订单的充分选择权。一般而言，合资客户对于供应商的认证要求较高，而付款、年降的条件较好，与之对应，自主客户，往往意味着更长的汇款周期、更频繁的年降谈判与更高的相应速度要求。而公司凭借核心客户优势，未来纵向（自主）、横向（合资）扩张潜力充足，并且能够主动选择高质量的供货订单。

2.3 公司订单充沛，重点客户拓展顺利，未来有望加速发展

公司 2019 年座舱电子新增订单 150 亿元，其中 HMI 业务 137 亿元，智能车联业务 13 亿元，受益于下游客户新平台的逐渐量产，未来有望加速发展。公司 2018 年中标上汽大众与一汽大众 MQB 平台及 MEB 平台的车载信息系统订单，于 2019 年下半年已进入量产阶段。此外，公司在欧洲市场为大众和奥迪提供的基于谷歌 Android Auto 的车载信息系统，也计划于 2020 年进入量产阶段。此外，公司对于明星客户的拓展顺利:

- 特斯拉：目前座舱电子订单 15 亿元，均胜安全订单 60 亿元，2020 年起有望开始供货。2020 年 2 月 7 日，公司公告，子公司上海临港均胜汽车安全于近日收到特斯拉中国的定点意向函，正式确定临港均胜安全为特斯拉中国 Model 3 和 ModelY 车型的供应商。据特斯拉中国预测，国产 Model3 和 ModelY 的年总产量约为 30 万辆，目前按照上述年产量核算，该项目新增订单总金额约 15 亿元人民币，临港均胜安全将于 2020 年开始逐步为其供货，订单生命周期约为 3 至 5 年。目前，公司汽车安全事业部获得的特斯拉订单总金额约 60 亿元，汽车电子事业部获得的特斯拉订单总金额约 15 亿。
- 此外，2019 年公司还开始为新一代宝马 X5、X6、X7，新一代奥迪 A7、A8、Q7、Q8 和新一代保时捷卡宴等高端品牌供应下一代座舱电子类产品（idrive 系统、电子排挡、多媒体交互触控屏、触控空调系统等），发展潜力充足。
-

图表 31：搭载均胜车联 CNS3.0 车机的新迈腾

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

公司新能源产品以纯电 BMS 与 48V 轻混 BMS 为主。2018-2019 年期间，获得大众 MEB 平台中国区 BMS 的独供订单，随着 2020 底大众 MEB 平台车型的逐步量产，公司新能源业务收入亦有望快速增长。公司早于 2014 年便设立国家级博士后科研工作站，建站以来主要围绕新能源汽车电池管理系统进行设计和研究。作为国家认定的高新技术企业，公司同时拥有省级认定的技术中心。公司开发的电池管理系统、 48V 电池管理系统、电池整包 PACK、车载充电器（ OBC）、 DCDC 转换器、无线充电和高压快充模块等产品或系统已成为行业标杆性产品。截止 2019 年，公司为宝马、奔驰、吉利等重要客户持续提供强大的新能源管理产品。此外，公司为保时捷全新电动跑车 Taycan 研发

的高压充电加速和直流到直流转换器也已于 2019 年投产。中国市场方面，公司加快新能源领域的产品布局，为大众 MEB 平台，奔驰 MFA2 平台等提供电池管理系统解决方案。另外，公司为日产、福特、上汽通用五菱等部分车型提供的纯电动汽车，混合动力汽车或 48V 轻混动力汽车的电池管理系统或相关产品也已于 2019 年陆续进入量产阶段。

图表 32: 平台化的新能源汽车充电配放电解决方案

资料来源：公司官网，Wind，国盛证券研究所

2.4 增资均联智行并引入先进基金战投，V2X&控制器产品有望实现量产

与主机厂升级趋势相对应，智能驾驶行业正以“车-路-云”协同为终极目标，向单车智能与车联网两个方面不断推进。从政策端来看，2020 以来国内政策重新提速，单车智能与 V2X 齐头并进。

- **单车智能：2025 年规划智能网联汽车新车销量占比 30%。**智能汽车以 2015 年发布的《中国制造 2025》为开端， 2018-2019 年期间，由于车市整体下滑，智能汽车推进也有所放缓，2019 下半年起，由于 5G 应用的推广，智能驾驶整车开始重新提速。2019 年 12 月的《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》（征求意见稿）中，提出到 2025 年智能网联汽车新车销量占比达到 30%。
- **5G-V2X：2025 年在部分城市、高速公路逐步开展应用。**2020 年 2 月 11 部委联合印发的《智能汽车创新发展战略》，则明确提出了未来智能驾驶商业化落地的顶层框架：到 2025 年实现有条件自动驾驶的智能汽车达到规模化生产，实现高度自动驾驶的智能汽车在特定环境下市场化应用。智能交通系统和智慧城市相关设施建设取得积极进展，车用无线通信网络（LTE-V2X 等）实现区域覆盖，新一代车用无线通信网络（5G-V2X）在部分城市、高速公路逐步开展应用，高精度时空基准服务网络实现全覆盖。

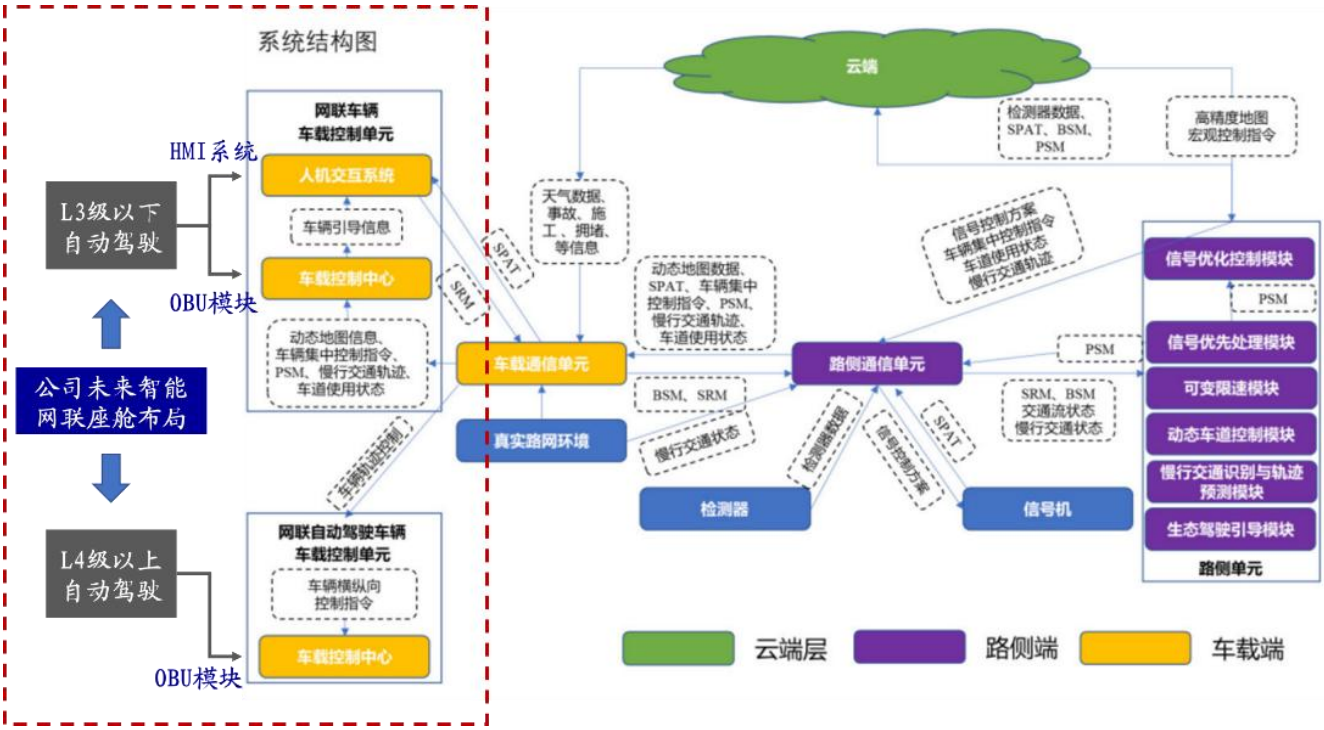
图表 33: 国内主要自动驾驶相关政策

时间	文件	主要内容
2016.4	《装备制造业标准化和质量提升规划》	明确提出开展智能网联汽车标准化工作
2017.4	《汽车产业中长期发展规划》	加大技术研发支持，协调制定相关标准法规，推动宽带网络基础设施建设和多产业共建智能网联汽车大数据交互平台，加快网络信息安全和车辆行驶安全保障体系建设
2017.6	《国家车联网产业标准体系建设指南（智能网联汽车）》	确立我国发展智能网联汽车将“以汽车为重点和以智能化为主、兼顾网联化”的总体思 路，建立智能网联汽车标准体系，并逐步形成统一、协调的体系架构
2017.7	《新一代人工智能发展规划》	构建开放协同的人工智能科技创新体系，培育高端高效的智能经济，建设安全便捷的智能社会，明确提出发展自动驾驶汽车等智能运载工具
2017.12	《北京市关于加快推进自动驾驶车辆道路测试有关工作的指导意见(试行)》	国内首个自动驾驶车辆路测法规
2018.1	《智能汽车创新发展战略（征求意见稿）》	到 2020 年，智能汽车新车占比达 50%，2025 年，标准、法规、产品监管、信息安全体系全面建立，新车基本实现智能化。
2018.9	《中共中央 国务院关于完善促进消费体制机制 进一步激发居民消费潜力的若干意见》	促进信息消费，智能汽车为重点发展的消费升级抓手。
2018.12	《车联网（智能网联汽车）产业发展行动计划》	到 2020 年能够支撑有条件自动驾驶（L3 级）及以上的智能网联汽车技术体系，新车驾驶辅助系统（L2）搭载率达到 30%以上，联网车载信息服务终端的新车装配率达到 60%以上。
2019.12	《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》（征求意见稿）	到 2025 年，智能网联汽车新车销量占比达到 30%。
2020.2	《智能汽车创新发展战略》	到 2025 年实现有条件自动驾驶的智能汽车达到规模化生产，实现高度自动驾驶的智能汽车在特定环境下市场化应用。智能交通系统和智慧城市相关设施建设取得积极进展，车用无线通信网络（LTE-V2X 等）实现区域覆盖，新一代车用无线通信网络（5G-V2X）在部分城市、高速公路逐步开展应用，高精度时空基准服务网络实现全覆盖。

资料来源：国务院，发改委，工信部，国盛证券研究所

车路协同的趋势下，未来对于 L3 级以下自动驾驶对应的 V2X 市场，公司业务将包括 HMI 系统与 OBU 模块两方面。根据中国通信院报告，未来 C-V2X 业务涉及云端、路侧端和车载端三个领域。其中云端与第三方业务应用的信息中心，为路侧端和车载端发送全局的业务控制、业务共享信息，并存储全局设施、环境、用户、业务信息；路侧端与路侧信号控制器或者边缘服务器相连，收集驾驶、交通环境状态信息，进行路侧决策并发送路侧业务控制到车载端；车载端收集路侧控制信息、全局信息、周边环境信息进行动态感知及实时决策。而对于 L3 级以下自动驾驶市场，车载端 IVI 市场主要包括 HMI 系统与 OBU 模块两方面。

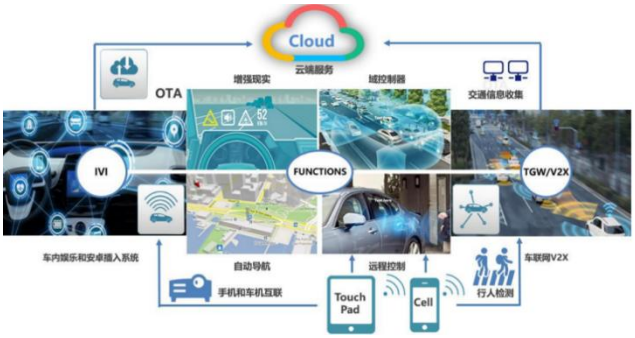
图表 34: 智能化+网联化合作发展趋势



资料来源：中国通信院，国盛证券研究所

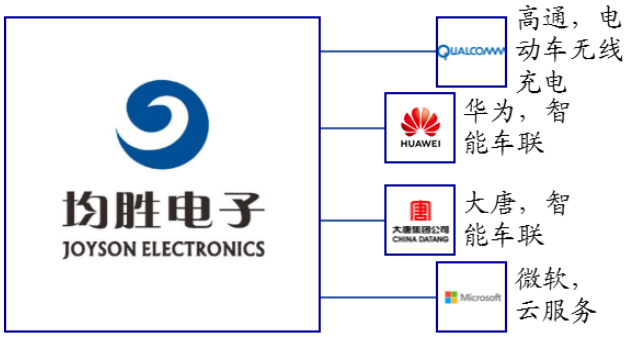
目前公司积极联合高通、华为和大唐，5G-OBU 新产品有望在 2021 年量产。作为全球汽车电子领域核心供应商之一，公司积极参与到基于 5G 技术的 V2X 行业标准的制定及下一代应用场景的定义，成为工信部下属 C-V2X 标准制定组织重要成员，参与编制多项行业标准。在全球，公司与大众、奥迪、福特等就智能车联进行深入探讨和合作，为未来的智慧交通提供解决方案，典型应用场景如自动驾驶状态下的车辆编队行驶、远程遥控驾驶、车辆、行人和基础交通设施的状态交互等；在中国，公司也与主要整车企业、运营商和服务商共同打造战略生态联盟，致力于 5G 的 V2X 技术的落地和应用。除与应用端企业的合作，公司还紧密跟踪半导体领域的发展，与高通、华为和大唐等相互配合和支持，推出最新解决方案。

图表 35: 公司完整的智能网联座舱解决方案



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

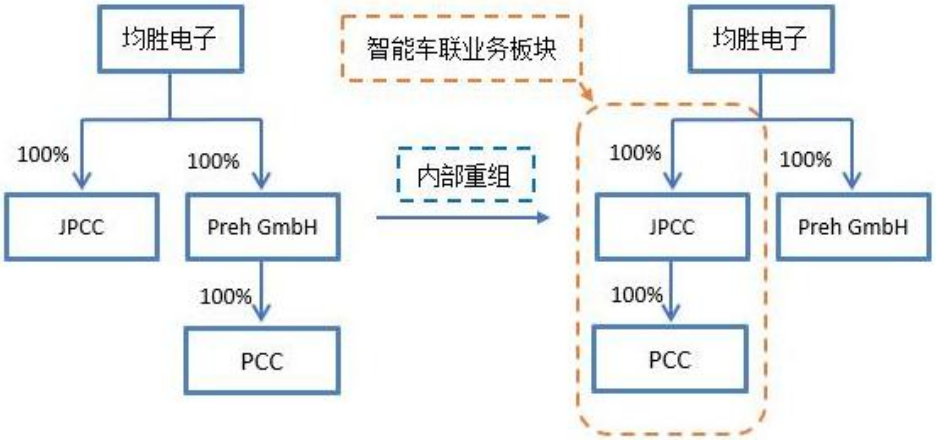
图表 36: 公司与外部公司合作梳理



资料来源：WIND，国盛证券研究所

2019 年 12 月，公司调整组织架构，设立智能车联业务板块，由子公司均联智行承接，2020 年 7 月公告，公司拟对均联智行增资 1.92 亿欧元，并引入战投先进基金二期。均联智行目前产品包括座舱域控制器、5G V2X 产品、软件和增值服务等方向，在黄金赛道中抢占先机。

图表 37: 2019 年 12 月，公司调整组织架构，新设立智能车联事业部



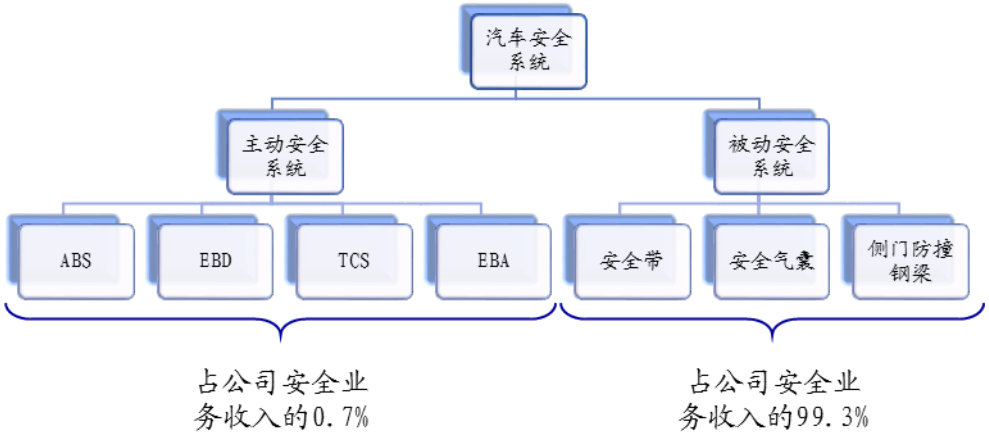
资料来源：公司官网，Wind，国盛证券研究所

三、安全业务：整合 KSS 与高田，打造全球巨头

3.1 汽车安全行业：市场广阔、格局稳定

汽车安全系统产品包括主动安全与被动安全两类，公司安全业务收入主要来自被动安全。汽车安全系统主要包括主动安全系统与被动安全系统。其中，主动安全系统指能够预先侦测附近车辆运行状态，判断风险并及时做出反应；被动安全系统指在事故发生后对车内乘客或行人进行保护。具体而言，主动安全产品包括 ABS、EBD、TCS、EBA 等；被动安全产品包括安全带、安全气囊与侧门防撞钢梁等。

图表 38: 汽车安全系统产品类别



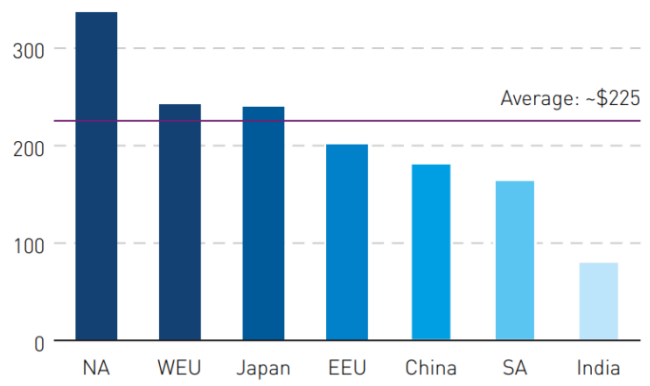
资料来源：盖世汽车研究院，国盛证券研究所

目前汽车全球安全系统的单车价值量约 225 美元，中国市场不足 200 美元，我们预计未来仍有 10%左右的提升空间。根据 autolive 数据，全球平均单车价值量约 225 美元，其中中国市场单车价值量仍然偏低，不足 200 美元，而西欧、日本市场单车价值量在 240 美元左右，北美市场更是在 300 美元以上，行业仍有提升空间。

受益于单车价值量的提升，预计 2025 年全球汽车安全的市场规模约 400 亿美元，复合增速约 3%-4%。根据 autolive 预测，随着全球各国与汽车消费者对汽车安全的日益重视，全球汽车安全系统的市场增速（3%-4%）将跑赢整车销量增速（1%-2%），预计

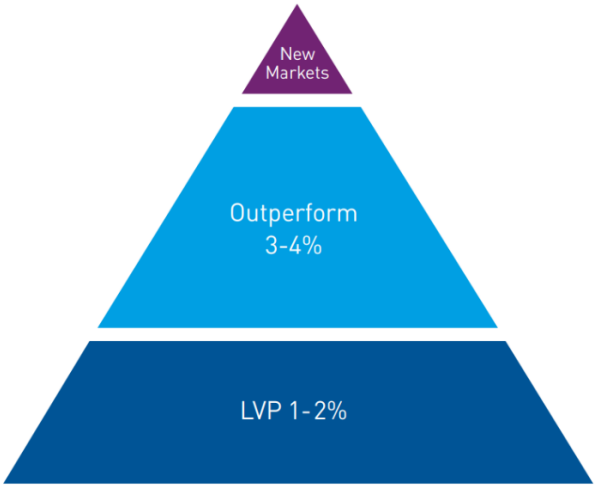
到 2025 年全球市场规模将达到 400 亿美元。

图表 39: 汽车安全系统单车价值量（美元）



资料来源：autoliv 2019 年报，国盛证券研究所

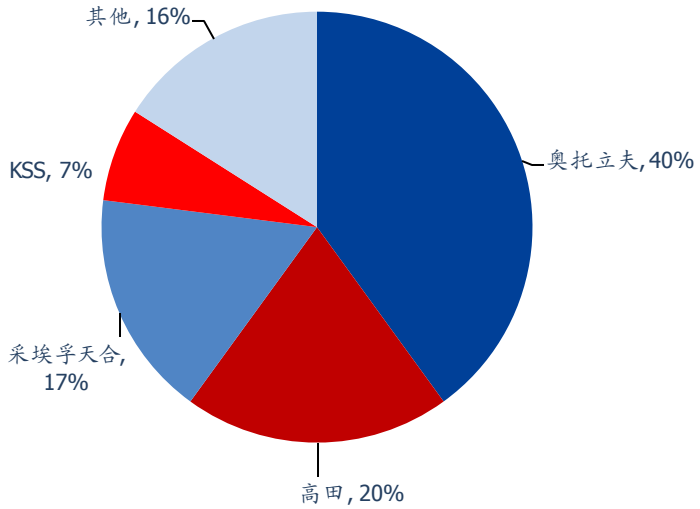
图表 40: 公司与外部公司合作梳理



资料来源：WIND，国盛证券研究所

高安全等级带来高资质壁垒，行业 CR4 超 80%，格局稳定。由于汽车安全系统性质特殊，一旦发生质量瑕疵，将引发大规模召回，因此行业资质壁垒较高，头部四家供应商市占率超 80%，且格局稳定。以安全气囊为例，全球市场份额前四名分别为奥托立夫、高田、采埃孚天合、KSS，其中奥托立夫全球市占率为 40%，均胜安全（高田+KSS）合计 27%紧随其后。

图表 41: 全球安全气囊市场格局



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

3.2 整合持续推进，2020 年有望全面完成

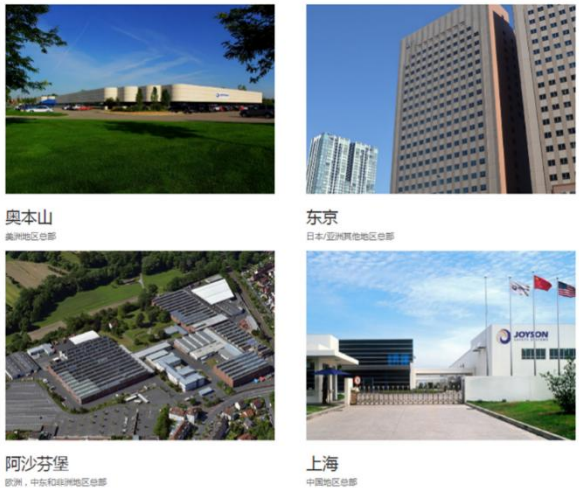
2018 年，随着公司对高田的成功并表，公司开始对汽车安全业务进行全面整合：其中，收购高田之前，公司对 KSS 的整合措施以产能优化为主：1）均胜电子向 KSS 投入资金，帮助其进行全球产能扩张。KSS 马其顿的新工厂和印度的技术中心正式运营投产，中国的主动安全研发中心在大力扩张，新厂区也在建设中。优化了在墨西哥厂区的产能，提高质量的稳定性和生产效率，为未来的产能和效率提升做准备；2）完成了对供应商

IMAGENEXT 的并购和整合；3）对其原有的营运也进行了整合和调整，如对 KSS 在主动安全特别是在智能驾驶领域的资源进行了优化，形中国、 韩国和美国三大研发中心，按内部、 前部和环视的类产品进行分工协作。

收购高田后，随着均胜安全业务部门的设立，公司开始从人事、生产等各方面进行全面整合：

- **重新搭建管理体系：**均胜安全系统全球行政总部位于美国，并着手组建新的管理团队，同时建立全球总部和四大区域总部（中国，亚洲除中国以外地区，美洲，欧洲、中东及非洲）的两级管理体系。

图表 42: 均胜安全的四大区域总部



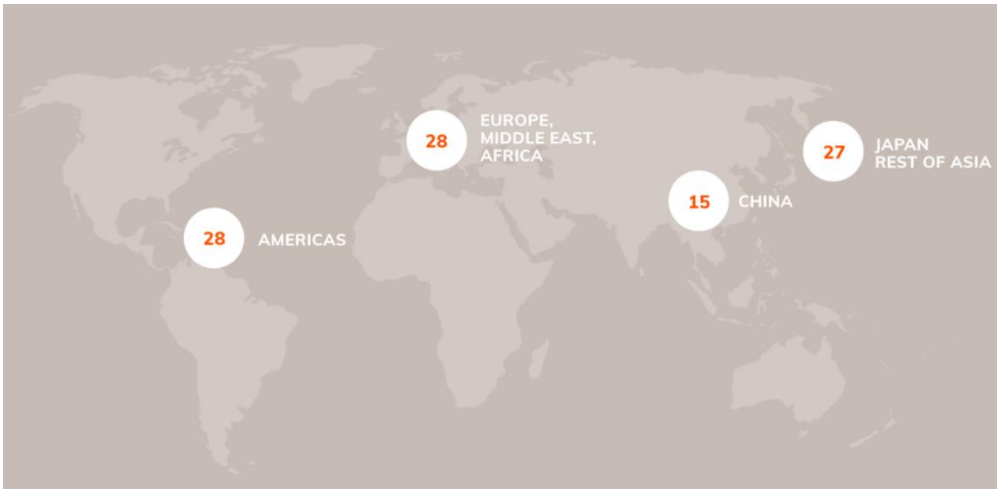
资料来源：autoliv 2019 年报，国盛证券研究所

图表 43: 均胜安全新的组织架构

资料来源：WIND，国盛证券研究所

- **产能精简，全球工厂由 105 个精简至约 60 个，并对部分老产能进行升级合并。**除了关闭部分工厂外，2019 年也对部分老产能进行升级合并，如升级和扩容匈牙利的米什科尔茨汽车安全气囊超级工厂，筹建和完成均胜安全上海临港工厂。
- **人员精简：**公司目前四大业务区域，除中国区之外，亚太区预计由原有的 10000 人精简至 7000 人，北美区预计由原有的 24000 人精简至 20000 人，欧洲区预计由原有的 20000 人精简至 12000-14000 之间。

图表 44: 公司汽车安全业务现有的产能布局

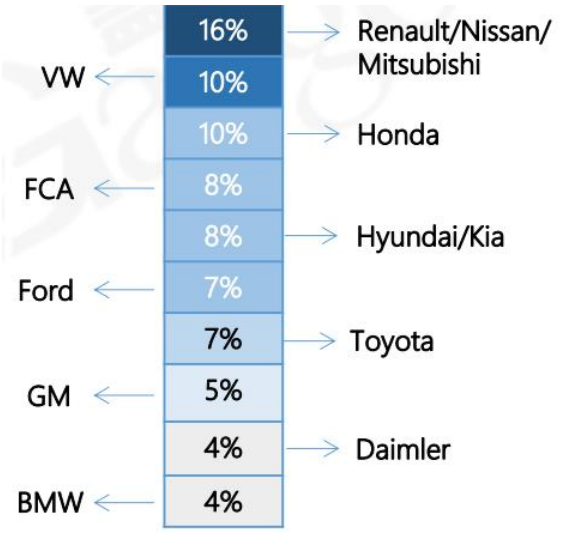


资料来源：公司官网，国盛证券研究所

3.3 对标奥托立夫，未来整合完成+订单切换，盈利能力有望显著提升

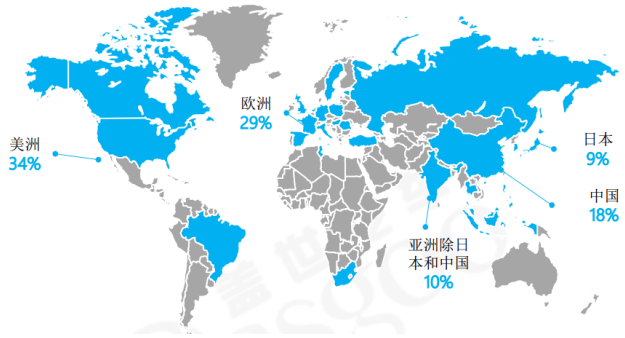
奥托立夫是全世界最大的被动安全生产商，全球市场占有率达 40%。主要生产安全气囊、安全带和方向盘。在世界上 27 个国家有 63 家生产性工厂，及 14 个全球技术及碰撞试验中心。其股票同时在美国和瑞典上市，为美国财富五百强之一。

图表 45: 奥托立夫分客户收入结构



资料来源：盖世汽车，国盛证券研究所

图表 46: 奥托立夫分地区收入结构



资料来源：盖世汽车，国盛证券研究所

对比均胜安全与奥托立夫 2019 年的财务数据，目前均胜安全的毛利率与净利率均显著低于奥托立夫，未来整合工作完成后，盈利能力有望向其看齐。其中：1）毛利率低主要由于公司在收购高田时，与高田原有客户签订协议，客户集团将延续原来与高田的订单、 根据特定条款和条件向公司购买，根据与客户集团签订的协议，客户提供的订单总量约为 210 亿美元，其中 2018 年预计订单超过 50 亿美元，这其中部分订单价格较低，拖累毛利率的整体表现；2）净利率表现较低，则主要由整合与人员费用所导致（2019 年公司企业整合费用为 5.98 亿元）。

图表 47: 均胜安全与奥托立夫 2019 年财务数据对比（亿元）

	奥托立夫	均胜安全
营业收入	596.3	471.4
毛利率	*18.54%*	*15.28%*
净利润	32.2	10.57
净利率	*5.41%*	*2.24%*

资料来源：Wind，国盛证券研究所

除整合完成外，根据公司 2020 年 8 月 6 日披露公告，公司未来汽车安全业务订单切换，毛利率有望逐步回升。根据公司公告，公司现有订单大部分为高田原有订单，毛利水平较低，未来随着原有订单的陆续交付，至 2023 年之后，公司安全业务将大部分来自并购后新承接的项目，。根据均胜安全所组建的 PRG 委员会制定 的项目获取的最低门槛，对应的毛利水平需要达到 15%左右，加之并购后均胜安 全以并厂减员业务整合为主要内容的重组活动至 2020 年基本完成，未来毛利率水平有望逐步回升。

图表 48: 公司未来毛利率较高的新订单占比有望逐渐提升

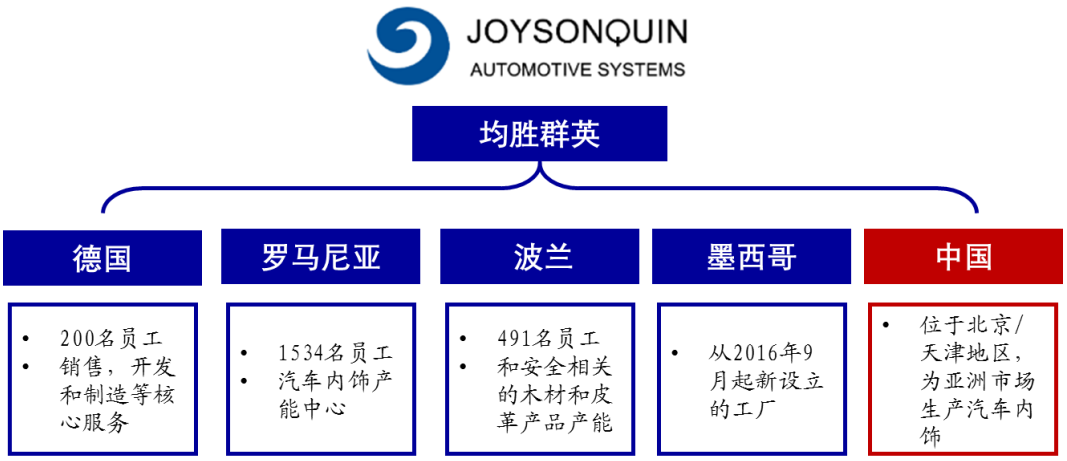
类型		2020E	2021 E	2022 E	2023 E	2024 E
中国区	原有订单	96.13%	86.77%	66.76%	50.59%	43.67%
	新订单-原有客户	1.53%	5.98%	17.84%	22.97%	25.48%
	新订单-新客户或新产品	0.39%	5.79%	15.41%	26.44%	30.85%
	其他	1.95%	1.47%	0.00%	0.00%	0.00%
其他亚洲区	原有订单	84.62%	75.16%	56.78%	43.71%	34.80%
	新订单-原有客户	0.00%	3.20%	13.28%	18.77%	21.62%
	新订单-新客户或新产品	0.00%	7.58%	18.99%	28.86%	37.44%
	其他	15.38%	14.06%	10.95%	8.67%	6.13%
欧洲区	原有订单	90.98%	86.47%	76.20%	66.20%	55.48%
	新订单-原有客户	0.34%	3.51%	9.39%	13.77%	15.00%
	新订单-新客户或新产品	2.48%	4.64%	11.79%	19.10%	29.06%
	其他	6.21%	5.38%	2.62%	0.93%	0.46%
美洲区	原有订单	91.75%	88.98%	73.52%	62.16%	50.39%
	新订单-原有客户	0.54%	3.39%	9.96%	14.33%	19.65%
	新订单-新客户或新产品	1.06%	7.04%	16.41%	23.44%	29.89%
	其他	6.65%	0.59%	0.11%	0.07%	0.07%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

四、功能件业务：聚焦豪华车型，为公司的现金流业务

公司通过并购 Quin，与国内业务合并，设立均胜群英。公司早期以内外饰功能件为主业，2014 年通过收购德国 Quin 丰富了自身产品系，并与国内业务合并，成立均胜群英，由国内本土供应商，转型为在德国，波兰，罗马尼亚，中国和墨西哥布局的全球龙头。

图表 49: 均胜群英全球业务布局



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

对于产品结构，均胜群英主要面向高端豪华车型。Quin 在内饰功能件领域积累深厚，空气管理系统、洗涤系统处于中国市场份额第一，内饰总成具有全球领先的表面技术，为高端及豪华车专属产品；方向盘总成为全球唯一集控制器、安全气囊、框架及传感器为一体的公司，在高端及豪华车市场优势明显。

图表 50：均胜群英产品类型

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

公司功能件订单拓展较为稳定，主要作为公司的现金流业务，预计未来维持稳定。公司目前在海外为奔驰、宾利、劳斯莱斯等豪华品牌提供高端智能内饰件，同时和普瑞协同开发了手势控制的出风系统、光电化内饰（实木触控风道）等电子化内外饰件，未来，公司将推动欧洲市场和中国市场的联动，将以前主要在中国市场销售的智能出风口产品系加速销售至欧洲和北美自由贸易区协定地区；将德国高品质的智能内饰件解决方案在中国市场斩获更高的市占率。

五、盈利预测与估值

公司目前核心客户包括智能座舱、汽车安全、新能源以及功能件业务四部分，为了预测公司未来的收入与毛利率：

图表 51：公司收入预测（亿元）

	2019	2020E	2021E	2022E
汽车电子	**75**	**70**	**86**	**106**
yoy	*21.2%*	*-6.0%*	*22.3%*	*23.5%*
1）HMI	65.03	58.84	69.76	83.71
yoy	*14.7%*	*-9.5%*	*18.5%*	*20.0%*
2）E-Mobility	9.81	11.52	16.28	22.54
yoy	*94.1%*	*17.5%*	*41.3%*	*38.5%*
智能车联	**26.8**	**28.1**	**36.0**	**43.2**
yoy	*-12.2%*	*5.0%*	*27.9%*	*20.0%*
汽车安全	**470.7**	**405.6**	**450.2**	**473**
yoy	*9.8%*	*-13.8%*	*11.0%*	*5.0%*
功能件及总成	**38.4**	**38.4**	**39.5**	**40.7**
yoy	*7.0%*	*0%*	*3%*	*3%*
其他业务	**6.28**	**5.58**	**6.30**	**6.82**
收入合计	**616.99**	**548.08**	**618.09**	**669.72**
yoy	*10.8%*	*-11.2%*	*12.8%*	*8.4%*

资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 52：公司主营业务毛利率预测（%）

	2019	2020E	2021E	2022E
汽车电子	*18.34%*	*18.18%*	*18.53%*	*19.58%*
智能车联	*13.56%*	*13.56%*	*18.00%*	*20.00%*
汽车安全	*15.28%*	*15.00%*	*15.50%*	*16.50%*
功能件及总成	*23.29%*	*23.29%*	*23.29%*	*23.29%*
其他业务	*4.26%*	*4.26%*	*4.26%*	*4.26%*
总计	*16.13%*	*15.97%*	*16.62%*	*17.68%*

资料来源：Wind，国盛证券研究所

公司作为大众核心供应商，对合资客户的拓展优势明显，未来一方面受益于安全业务的经营效率改善所带来的盈利能力提升，另一方面，受益于汽车电子行业的快速发展与大众汽车等核心客户在智能座舱、电动化领域的产品换代，公司电子与智能网联业务有望实现快速发展，带动业绩与估值的双重提升。

基于上述假设，我们预计 2020-2022 公司归母净利润为 7.73、13.04、17.49 亿元，对应 EPS 0.62、1.05、1.41，PE 36.7、21.7、16.2 倍，显著低于可比公司平均估值（2020-2022 年 76.6、50.8、36.8 倍），给予公司 2021 年目标市值 456 亿元，对应目标价 36.88 元和 35x PE。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 53: 可比公司估值对比

			EPS			PE		
代码	简称	收盘价	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
600699.SH	均胜电子	22.94	0.62	1.05	1.41	36.68	21.74	16.21
002920.SZ	德赛西威	69.59	0.74	1.04	1.42	94.28	66.77	48.89
002906.SZ	华阳集团	22.80	0.21	0.35	0.52	110.57	65.71	43.55
603197.SH	保隆科技	29.96	1.19	1.50	1.66	25.11	19.91	18.03
可比公司平均估值						**76.65**	**50.80**	**36.82**

资料来源：Wind，国盛证券研究所

六、风险提示

（1）全球汽车行业景气度不及预期风险。如果行业需求出现不振，致使整车销量大幅下滑，将显著影响公司产品需求与盈利能力;
（2）公司汽车安全业务整合不及预期带来的业绩下滑与商誉风险。如果公司汽车安全业务整合进度与效果不及预期，将显著影响公司安区业务的盈利能力，从而有可能带来商誉减值的风险;
（3）公司新产品客户拓展与订单获取不及预期风险。公司未来汽车安全、座舱电子、新能源、V2X 等业务发展，需要在客户中实现进一步拓展，如果未来新产品客户拓展与订单落地进度不及预期，将影响的公司未来的成长性产生影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称"本公司"）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议,本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归"国盛证券有限责任公司"所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为"国盛证券研究所"，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层
邮编：100032
传真：010-57671718
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层
邮编：200120
电话：021-38934111
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com