

均胜电子 (600699)

汽零行业稀缺全球资产，周期向上行稳致远

买入 (维持)

2024年10月13日

证券分析师 黄细里

执业证书: S0600520010001

021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

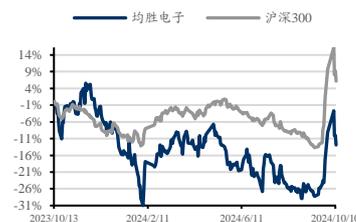
研究助理 孙仁昊

执业证书: S0600123090002

sunrh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	49793	55728	60416	64307	70396
同比 (%)	9.03	11.92	8.41	6.44	9.47
归母净利润 (百万元)	394.18	1,083.19	1,513.35	2,040.09	2,737.88
同比 (%)	—	174.79	39.71	34.81	34.20
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.28	0.77	1.07	1.45	1.94
P/E (现价&最新摊薄)	59.04	21.48	15.38	11.41	8.50

股价走势



投资要点

- 当前时点应该充分重视稀缺全球化零部件资产的投资价值。** 1) 海外零部件或迎来贝塔反转。复盘来看疫情后海外零部件盈利均处于历史低点，主要原因在于上游涨价及通胀难以传导。我们预期 2023 年后海外零部件或通过下游订单涨价的方式传导供应链压力，海外零部件盈利中枢或迎来修复预期。2) 自主车企出海正在进行时，我们认为具备全球资产布局的国产 Tier1 将迎来历史级别的市占率提升机遇，即跟随自主车企出海步伐实现更多客户订单的突破。
- 复盘：从营业收入维度，均胜十余年时间成长为全球五百亿收入体量的公司，做对了什么？** 1) 踩准 2010 年前后全球资产收购红利，先后收购普瑞 (2012 年)、群英 (2015 年)、KSS/TS (2016 年)、高田 (2018 年)，都为全球性的优质资产且公司采取先收购再整合、因地制宜的方式管理全球范围内的公司，资产收购前后基本都保持了收入体量的稳定性。从收入节奏来说，公司收购 KSS 为收购高田提供便利性，收购高田后公司方才成为真正的全球化龙头零部件公司 (判定方式为在某一细分领域做到全球龙头)。2) 通过收购来突破制造业企业的局限性。通过收购普瑞、KSS、TS 逐一突破汽车电子、汽车安全、车联网这三个均具备较高进入壁垒的赛道，先后收购的普瑞和 KSS 突破汽零供应的地域壁垒，公司通过全球化的布局成功进入了欧美汽车零部件主流市场。
- 如何展望均胜电子的成长价值？** 1) 资产整合阵痛期已过，过去几年公司安全业务资产整合逐渐迈入尾声，且风险商誉计提较为充分，风险已经充分暴露，盈利进入兑现期。2) 被动安全业务具备量利齐升空间。空间方面，被动安全行业格局较好 (奥托立夫/均胜安全双寡头且采埃孚式弱)，具备扩容空间 (乐观预期远期仍具备 40% 扩容空间)。盈利方面，对标海外被动安全奥托立夫，公司安全业务净利率有望远期超过 5%，且公司已经实现了 2022 年以来安全业务逐季度的盈利中枢提升。3) 汽车电子业务有望把握全球智能化红利。对比海外零部件公司，公司智能化研发布局国内相对领先，对比国内零部件公司，公司产能全球布局具备良好海外客户基础。海外汽车智能化处于起步阶段，海外龙头 tier1 公司还少有高阶智能化方案落地，公司背靠国内智能化的先发优势有望把握这一轮的海外汽车智能化趋势。
- 盈利预测与投资评级：** 我们维持 2024-2026 年营收预测为 604/643/704 亿元，同比分别+8%/+6%/+9%；维持 2024-2026 年归母净利润为 15.1/20.4/27.4 亿元，同比分别+40%/+35%/+34%，对应 PE 分别为 15/11/9 倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：** 内部整合进展不及预期，全球汽车销量不及预期。

市场数据

收盘价(元)	16.52
一年最低/最高价	12.64/20.53
市净率(倍)	1.72
流通 A 股市值(百万元)	22,600.76
总市值(百万元)	23,271.75

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.59
资产负债率(% ,LF)	65.60
总股本(百万股)	1,408.70
流通 A 股(百万股)	1,368.08

相关研究

- 《均胜电子(600699): 2024 年中报点评: 安全业务盈利修复, 业绩如期兑现》
2024-08-23
- 《均胜电子(600699): 2024H1 业绩快报点评: 安全业务盈利修复兑现, 业绩符合预期》
2024-07-30

内容目录

1. 内外共振向上，全球稀缺资产的重新认知	6
1.1. 后疫情时代，海外零部件有望迎来周期反转	6
1.1.1. 上游：疫后通胀/原材料价格上涨，供应链利润承压	6
1.1.2. 下游：海外车企盈利修复，供应链较难直接受益	7
1.1.3. 中游：海外供应链盈利处于历时低位，欧美系尤其明显	9
1.1.4. 海外供应链盈利有望迎来板块性修复	10
1.1.5. 客户补偿/订单涨价有望持续落地	11
1.2. 自主车企出海正在进行时，国产零部件出海充分受益	11
2. 复盘：十年磨一剑，全球汽零龙头苦尽甘来	12
2.1. 收购历史复盘：均胜如何成为全球性企业？	12
2.1.1. 普瑞：德国老牌汽车电子公司，均胜走向国际化的开端	14
2.1.2. KSS：被动安全业务领先企业，均胜产品矩阵拓入汽车安全	15
2.1.3. 高田：乘势而上，一举成为全球汽车安全龙头	16
2.1.4. 历次收购回顾：作价合理，顺应趋势收购全球优质资产	17
2.2. 财务复盘：外部扰动消退，业绩拐点已现	17
2.2.1. 利润表：盈利拐点已现，步入量利齐升通道	18
2.2.2. 现金流量表：经营性逐年转好，投融资精准把控	20
2.2.3. 资产负债表：资产整合步入下半局，资产收益率回暖	21
2.2.4. 轻装上阵，风险资产商誉减值基本计提完毕	24
2.3. 产品&研发复盘：全球产研布局，单车 ASP 提升	25
2.3.1. 产品矩阵丰富，合计单车价值突破 15000 元	25
2.3.2. 整合阵痛期，被迫人员优化/关闭经营场所导致丢单	25
2.3.3. 产能优化步入尾声，全球产能布局形成协同	26
2.3.4. 全球研发布局，国内外产研协同	27
3. 安全+电子业务共振，享受全球智能化行业红利	27
3.1. 安全业务走过低点，享受量价利多重共振	27
3.1.1. 汽车安全行业仍有 40%的扩容空间	27
3.1.2. 被动安全格局稳定，CR3 超过 90%	28
3.1.3. 奥托立夫：专注主业的全球汽车安全龙头	28
3.1.4. 采埃孚：意图剥离安全业务的综合性零部件公司	32
3.1.5. 安全业务市占率突破：抓住供应格局转变&自主客户周期向上机遇	34
3.1.6. 远期展望：乐观假设，公司安全业务体量仍有翻倍空间	36
3.2. 电子业务优质资产，把握全球智能化红利	37
3.2.1. 比较海内外 Tier1，公司具备客户、体量的稀缺性	37
3.2.2. 享受国内红利把握海外客户，全球智能化稀缺资产	37
3.2.3. 发力智驾为时不晚，海外零部件处于同一起跑线	38
3.2.4. 远期展望：汽车电子新产品即将迎来量产周期	39
4. 盈利预测与投资评级	40
5. 风险提示	41

图表目录

图 1: 中美欧核心 CPI 同比变化 (%，截至 2024 年 8 月)	6
图 2: 美国核心 CPI 同比变化 (%) 及美国亚特兰大薪资增长 3 个月移动平均 (截至 2024 年 8 月)	6
图 3: 北美洲铝合金价格	7
图 4: 北美洲钢材价格指数	7
图 5: 丰田净利润及净利率	8
图 6: 丰田单车 ASP/万日元	8
图 7: 通用净利润及净利率	8
图 8: 通用单车 ASP/万美元	8
图 9: 大众净利润及净利率	8
图 10: 大众单车 ASP/万欧元	8
图 11: 日本电装净利润及净利率	9
图 12: 日本电装分区域收入/十亿日元	9
图 13: 法雷奥净利润及净利率	9
图 14: 法雷奥分区域收入/亿欧元	9
图 15: 麦格纳净利润及净利率	10
图 16: 麦格纳分区域收入/亿欧元	10
图 17: 日系整车及供应链代表性公司净利率	10
图 18: 欧美系整车及供应链代表性公司净利率	10
图 19: 海外零部件公司财务情况及年报披露的目标 (标*特指公司的汽车业务)	11
图 20: 中国乘用车出口量/万辆	12
图 21: 公司发展历程 (营业收入单位: 亿元)	13
图 22: 公司业务发展脉络	13
图 23: 普瑞产品矩阵	14
图 24: 普瑞净利润及净利率/亿元	14
图 25: 公司收购前后归母净利润及归母净利率变化/亿元	14
图 26: KSS 营业收入及增速/亿元	15
图 27: KSS 净利润及净利率/亿元	15
图 28: KSS 归母净利润 (亿元) 及公司安全业务毛利率	16
图 29: 均胜收购前后归母净利润及归母净利率变化/亿元	16
图 30: 收购前高田的业绩情况/亿日元	16
图 31: 2021 年全球安全气囊市场份额	17
图 32: 公司安全业务收入及毛利率/亿元	17
图 33: 收购各资产作价横向比较	17
图 34: 收购各资产作价横向比较	17
图 35: 公司营业收入及增速/亿元	18
图 36: 公司分业务收入/亿元	18
图 37: 公司归母净利润及同比增速/亿元	18
图 38: 公司分业务收入/亿元	18
图 39: 公司各项费用率	19
图 40: 公司期间费用率	19
图 41: 公司经营性利润及经营性利润率	19

图 42:	均胜安全业务新获订单/亿	20
图 43:	均胜安全毛利率	20
图 44:	均胜电子业务新获订单/亿元	20
图 45:	均胜汽车电子毛利率	20
图 46:	公司年度现金流量及融资梳理/亿元	21
图 47:	公司总资产/亿元	22
图 48:	公司固定资产/亿元	22
图 49:	公司当期折旧摊销及其占收入比重/亿元	22
图 50:	公司资本开支/亿元	22
图 51:	公司在建工程/亿元	23
图 52:	公司在手现金及负债情况/亿元	23
图 53:	公司净资产收益率 (%)	23
图 54:	公司资产负债率 (%)	23
图 55:	公司商誉情况/亿元	24
图 56:	KSS 收购前的资产负债率 (总资产单位: 亿元)	24
图 57:	公司安全业务商誉按地区分布/亿元	24
图 58:	单车产品及价值	25
图 59:	均胜安全业务经营场所数量/个	26
图 60:	均胜人员情况/人	26
图 61:	均胜安置员工费用	26
图 62:	均胜安全业务人均产值/万元	26
图 63:	2023 年各企业分区域人均产值/万元	27
图 64:	分区域整合情况	27
图 65:	均胜研发中心布局	27
图 66:	汽车安全单车价值分地区 (奥托立夫测算)	28
图 67:	汽车安全市场规模/亿元	28
图 68:	全球被动安全分企业市占率	28
图 69:	2023 年被动安全市场格局	28
图 70:	奥托立夫营业收入及 YOY (亿美元, %)	29
图 71:	奥托立夫归母净利及 YOY (亿美元, %)	29
图 72:	奥托立夫毛利率及归母净利率 (%)	30
图 73:	奥托立夫销售及管理费用率和研发费用率 (%)	30
图 74:	奥托立夫资本性支出及 YOY (百万美元, %)	30
图 75:	奥托立夫经营现金流净额及 YOY (百万美元, %)	30
图 76:	奥托立夫分区域营收 (百万美元)	31
图 77:	全球汽车产量 (万辆)	31
图 78:	奥托立夫亚洲 (除中国) 收入/百万美元	31
图 79:	奥托立夫中国收入/百万美元	31
图 80:	奥托立夫美洲收入/百万美元	31
图 81:	奥托立夫欧洲收入/百万美元	31
图 82:	2018-2023 奥托立夫前八大客户份额提升情况 (使用“分客户的收入年化增长率-客户的产量年化增长率”这一数值作为参考)	32
图 83:	奥托立夫分客户营收 (百万美元)	32
图 84:	对应主机厂的全球汽车产量 (万辆)	32

图 85:	采埃孚 2023 年收入结构.....	33
图 86:	采埃孚营业收入及被动安全收入/亿欧元	33
图 87:	采埃孚净利润/毛利率/净利率 (亿欧元)	33
图 88:	2023 年采埃孚分业务人均产值/万欧元	34
图 89:	采埃孚资产负债率.....	34
图 90:	ASIL 等级划分.....	34
图 91:	奥托立夫和福耀玻璃资本开支与收入的比例对比.....	35
图 92:	奥托立夫和福耀玻璃 ROE 对比.....	35
图 93:	福耀玻璃资本开支与营业收入/亿元	36
图 94:	奥托立夫资本开支与营业收入/亿元	36
图 95:	下游整车客户市占率 (全球产量口径)	36
图 96:	汽车安全业务主机厂和供应商配套关系 (部分)	36
图 97:	地平线 J6 芯片发布	38
图 98:	2023 年 9 月公司发布基于地平线芯片的智能驾驶域控.....	38
图 99:	海外 tier1 智能驾驶方面进展 (部分)	39
图 100:	公司的智能方向盘.....	40
图 101:	理想 L9 的方向盘结合液晶仪表.....	40
表 1:	公司安全业务情景假设.....	37
表 2:	全球汽车电子业务零部件公司对比.....	37
表 3:	均胜电子业绩拆分/亿元	40
表 4:	可比公司 PE 估值 (截至 2024 年 10 月 11 日)	41

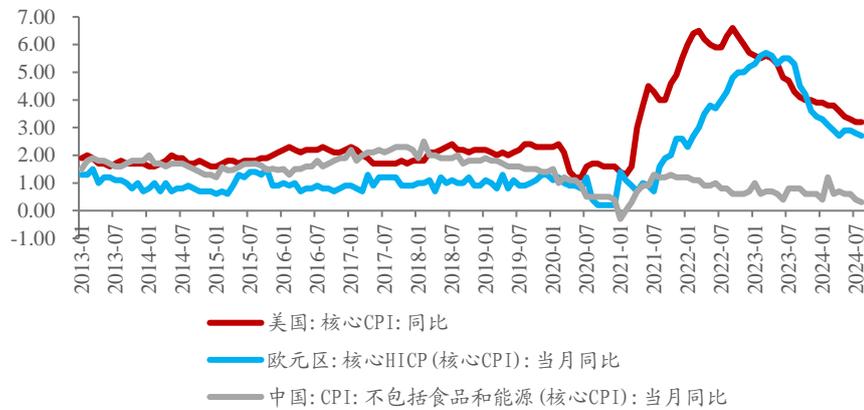
1. 内外共振向上，全球稀缺资产的重新认知

1.1. 后疫情时代，海外零部件有望迎来周期反转

1.1.1. 上游：疫后通胀/原材料价格上涨，供应链利润承压

疫后海外明显通胀，人力成本随之提升。疫后受全球主要经济体政策刺激影响，海外尤其是欧美发达国家进入一轮通胀周期，美国及欧元区核心 CPI 当月同比增长额自 2021 年上半年开始快速提升，虽然 2023 年后通胀数据有所回落但目前仍处于较高区间。核心 CPI 与工人薪资存在紧密相关性，根据美国亚特兰大薪资增长 3 个月移动平均数，随着美国快速通胀工人薪酬自 2021 年下半年以来快速上涨，目前仍处于较高水平。

图1：中美欧核心 CPI 同比变化（%，截至 2024 年 8 月）



数据来源：wind，东吴证券研究所

图2：美国核心 CPI 同比变化（%）及美国亚特兰大薪资增长 3 个月移动平均（截至 2024 年 8 月）



数据来源：wind，东吴证券研究所

疫后大宗商品价格飞涨，目前仍未回落至疫情前水平。疫情后大宗商品如铝、钢铁的价格快速上涨，2020 年中旬至 2021 年底北美洲铝合金/钢铁价格涨幅接近三倍，2021

年前后的汽车缺芯潮也使得大多数电子元器件价格飙升，汽车供应链面临着上游原材料成本飞升的利润挤压。2022 年以来大宗商品价格有所回落，但离疫情前价格仍有距离。

图3：北美洲铝合金价格



数据来源：钢联数据，东吴证券研究所

图4：北美洲钢材价格指数



数据来源：钢联数据，东吴证券研究所

1.1.2. 下游：海外车企盈利修复，供应链较难直接受益

海外车企疫后盈利修复显著，“提价”或为主要原因。海外整车企业在 2020 年受疫情影响盈利普遍受损后最新财年盈利普遍修复至疫情前水平，丰田更是盈利创十年以来新高，从单车 ASP 来看各车企单车 ASP 均在近几年显著提升，尤其在 2022 年后通用为首的北美车企、大众为首的欧洲车企单车 ASP 明显提升，我们认为这是车企将人工/原

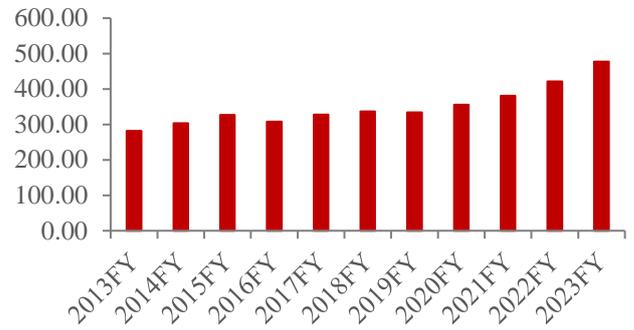
材料成本上涨压力有效传导至消费者所致。

图5: 丰田净利润及净利率



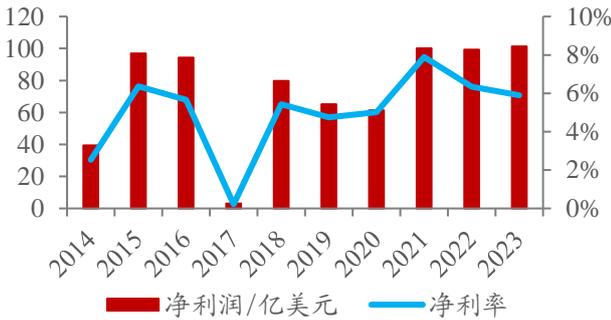
数据来源: 丰田年报, 东吴证券研究所

图6: 丰田单车 ASP/万日元



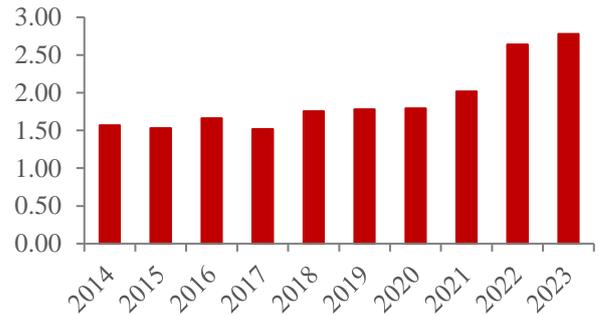
数据来源: 丰田年报, 东吴证券研究所

图7: 通用净利润及净利率



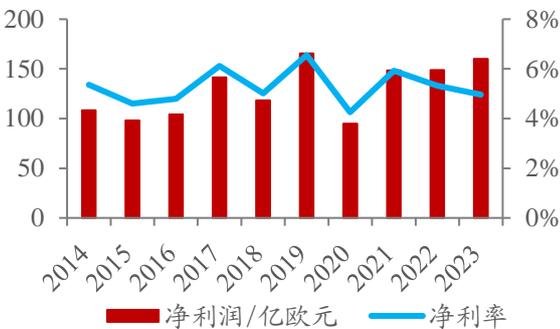
数据来源: 通用年报, 东吴证券研究所

图8: 通用单车 ASP/万美元



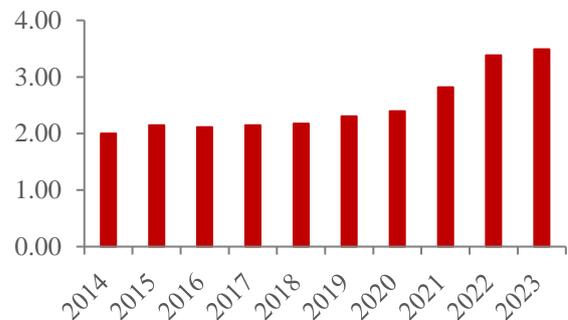
数据来源: 通用年报, 东吴证券研究所

图9: 大众净利润及净利率



数据来源: 大众年报, 东吴证券研究所

图10: 大众单车 ASP/万欧元



数据来源: 大众年报, 东吴证券研究所

1.1.3. 中游：海外供应链盈利处于历史低位，欧美系尤其明显

海外汽车供应链盈利受损较大，未回归至疫情前水平。海外零部件普遍于 2020 年疫情时期盈利受损严重，而后逐步修复，修复速度有所分化：1) 日系客户为主的供应链公司，如日本电装净利率于 2021 年基本修复至疫情前水平，近两年维持稳定；2) 美系客户为主的供应链公司，如麦格纳盈利仍处于疫后修复周期，尚未恢复至疫情前水平；3) 欧系客户为主的供应链公司，如法雷奥盈利受损最为严重，2020 年巨额亏损后近两年净利率仅为 1% 左右。

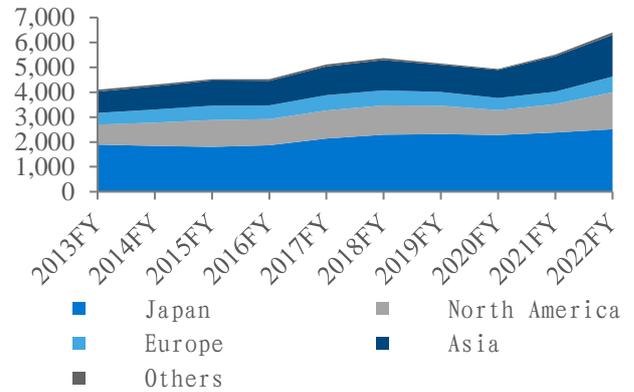
分析原因，我们认为一方面亚洲地区普遍受疫情扰动较小，工厂停工等问题影响最小，另一方面通胀对欧美系客户影响最为明显，欧美系汽车供应链公司盈利受损最严重且持续时间最长。

图11：日本电装净利润及净利率



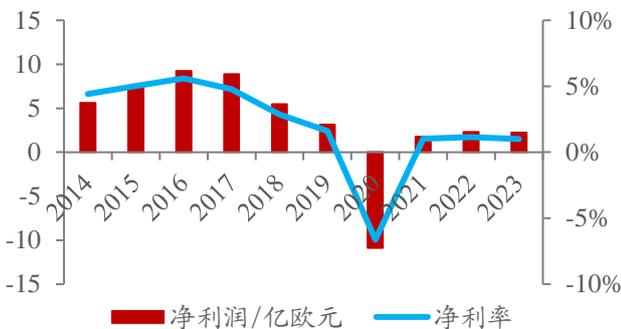
数据来源：日本电装年报，东吴证券研究所

图12：日本电装分区域收入/十亿日元



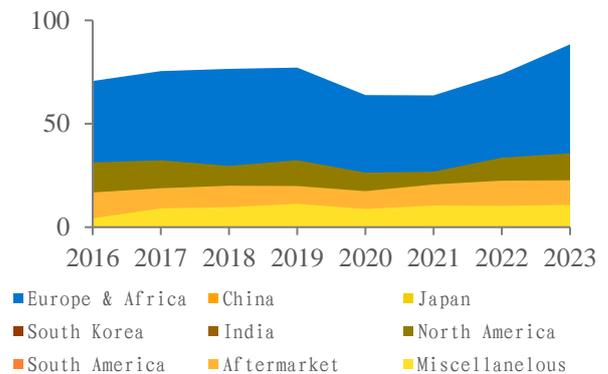
数据来源：日本电装年报，东吴证券研究所

图13：法雷奥净利润及净利率



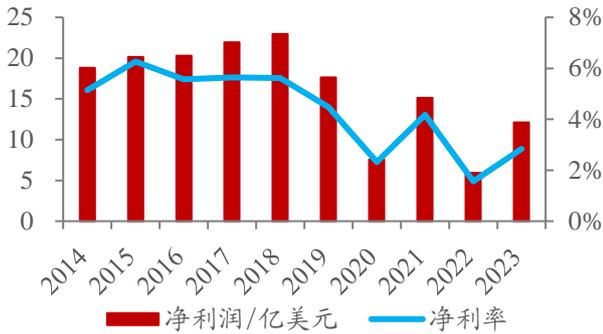
数据来源：法雷奥年报，东吴证券研究所

图14：法雷奥分区域收入/亿欧元



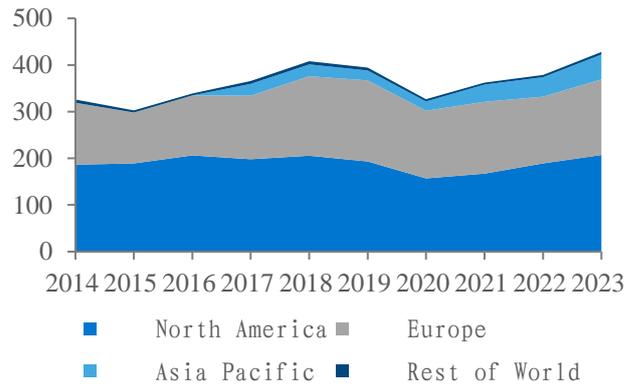
数据来源：法雷奥年报，东吴证券研究所

图15: 麦格纳净利润及净利率



数据来源: 麦格纳年报, 东吴证券研究所

图16: 麦格纳分区域收入/亿欧元



数据来源: 麦格纳年报, 东吴证券研究所

1.1.4. 海外供应链盈利有望迎来板块性修复

原材料涨价周期，供应链较难获益。“原材料-供应链-车企-消费者”的汽车产业链条经过了数十年发展，如今从产业地位来看车企占据绝对领导地位，而原材料涨价采购商往往只能被动承受，故在通胀周期中中游供应链往往利润最容易受侵蚀而且持续周期普遍较长。

复盘上轮汽车修复周期（2008年后），车企及供应链的周期并不完全匹配。这一点在欧美系车企及零部件的净利率变化上尤为明显，1）日系整车企业及供应链周期基本匹配，推测为价格传导机制较为顺畅所致；2）欧美系整车及供应链周期存在错配，2008年金融危机后大众、大陆、法雷奥盈利均收到较大冲击，而后大陆率先盈利修复，大陆/法雷奥滞后（比较类似这一轮疫后修复）；2012年后大众又走到下一个下行周期，此时大陆/法雷奥盈利相对平稳反而有所提升。复盘上轮周期，特别是欧美系车企及供应链存在着贝塔的错配，而欧美系车企为全球汽车产业链的重要基本盘，我们认为本轮疫后修复周期中海外整车已经走出盈利修复贝塔，海外汽车零部件很可能处于盈利修复的起步阶段。

图17: 日系整车及供应链代表性公司净利率

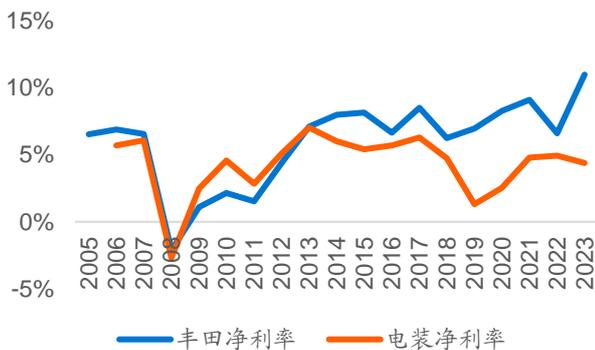
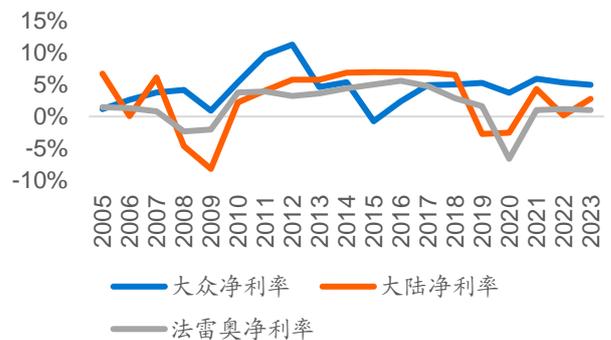


图18: 欧美系整车及供应链代表性公司净利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.1.5. 客户补偿/订单涨价有望持续落地

行业预测层面，汽车零部件公司对下游的预测都偏谨慎，年报中对 2024 年全球汽车销量做出预测的博世、大陆预测 2024 年乘用车同比持平，采埃孚给出同比略降的预期

公司盈利层面，各公司对汽车业务收入增加及盈利的修复预期较为统一，大部分通过降本等方式实现，如大陆明确要从 2025 年开始汽车业务每年降低成本 4 亿欧元，法雷奥也会继续推动“Move Up”计划在 2025 年前剥离 5 亿欧元的非战略资产。

总结来看，海外汽车零部件公司普遍认知到行业需求景气度下行过程中要通过内部管控做到效益的提升且为之付出行动，在这种前提下海外零部件公司普遍具备寻求下游客户涨价的动力，我们认为这可能是海外零部件盈利普遍修复的重要动力之一。

图19：海外零部件公司财务情况及年报披露的目标（标*特指公司的汽车业务）

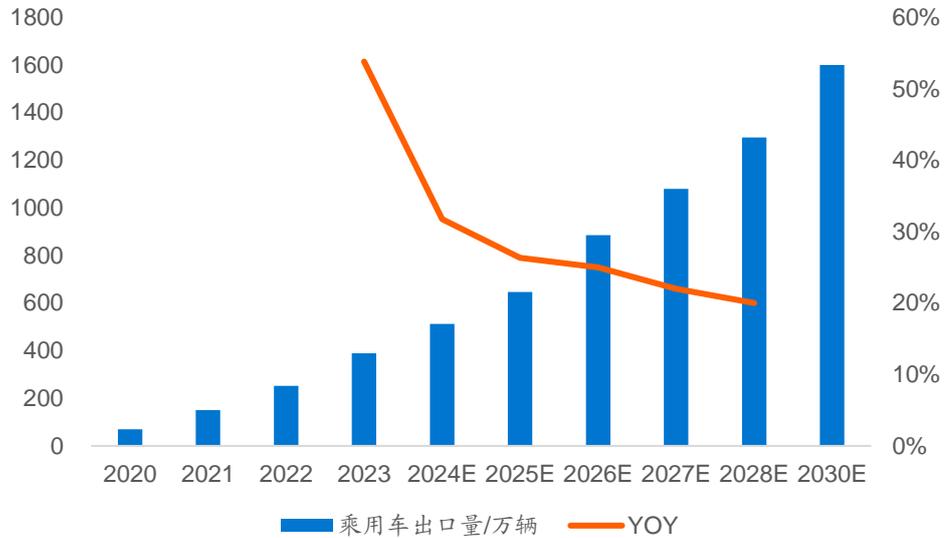
公司	2023收入结构			2023收入 (亿美元)	2023EBIT率	2024收入目 标	2024EBIT率 目标	2024年全球销 量预期
	美洲	亚太	欧洲					
博世集团	19%	30%	51%	601*	4.27%*	+7%~+9%	同比持平	同比持平
采埃孚	31%	24%	44%	498	5.10%	>5%	4.9%~5.4%	同比-3%
大陆集团	27%	21%	48%	217*	1.9%*	-1%~+8%	3%~4%*	同比持平
日本电装	23%	65%	10%	100*	6.66%	+5%	8.96%	
伟世通公司	29%	42%	30%	37*	7.40%		8.57%	
现代摩比斯	23%	75%	15%	351*	-0.32%*			
安波福公司	38%	28%	34%	201*	9.2%*			
法雷奥	20%	51%	50%	222*	3.6%*			

数据来源：各企业年报，东吴证券研究所

1.2. 自主车企出海正在进行时，国产零部件出海充分受益

自主车企出海加速。2023 年中国乘用车出口量 389 万辆，同比+54%，我们预计到 2030 年中国车企出口量有望达到 1600 万辆，届时中国车企海外市占率有望达到 20%以上。

图20: 中国乘用车出口量/万辆



数据来源：乘联会，东吴证券研究所

跟随乘用车出海，具备海外产能的国产零部件最为受益。展望乘用车出海，具备几个特征：1) 油车与新能源车共同出海，2) 出海区域多点开花。故我们认为全球化国产零部件需要具备如下几个条件才能最好适配乘用车出海的時代红利：1) 配套产品油车、电车最好都能用，产能具备可迁移属性；2) 全球资产布局，各地都有产能，且最好具备较好的运营基础。

2. 复盘：十年磨一剑，全球汽零龙头苦尽甘来

2.1. 收购历史复盘：均胜如何成为全球性企业？

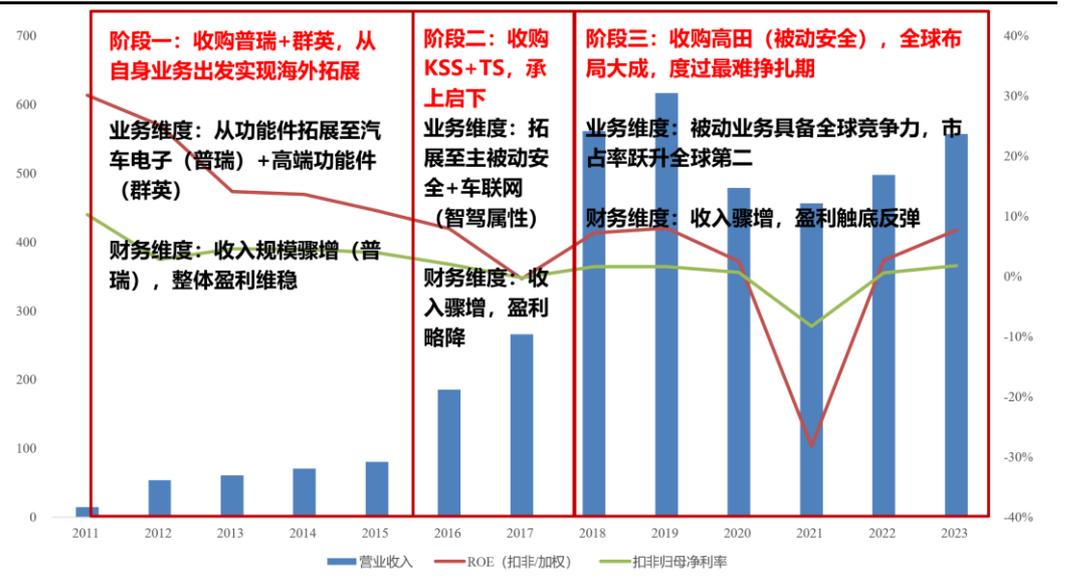
复盘均胜收购历史，大致分为三个阶段：

阶段一——并购协同性业务（普瑞+群英），从国内迈向国际，产品线从功能件拓展至汽车电子和高端功能件；

阶段二——收购智能化+安全业务（KSS+TS），产品矩阵拓展至汽车安全，增强汽车电子业务竞争力，做到全球客户布局；

阶段三——底部收购全球龙头资产（高田）扩大全球影响力，均胜真正成为全球性的汽车细分赛道龙头公司。

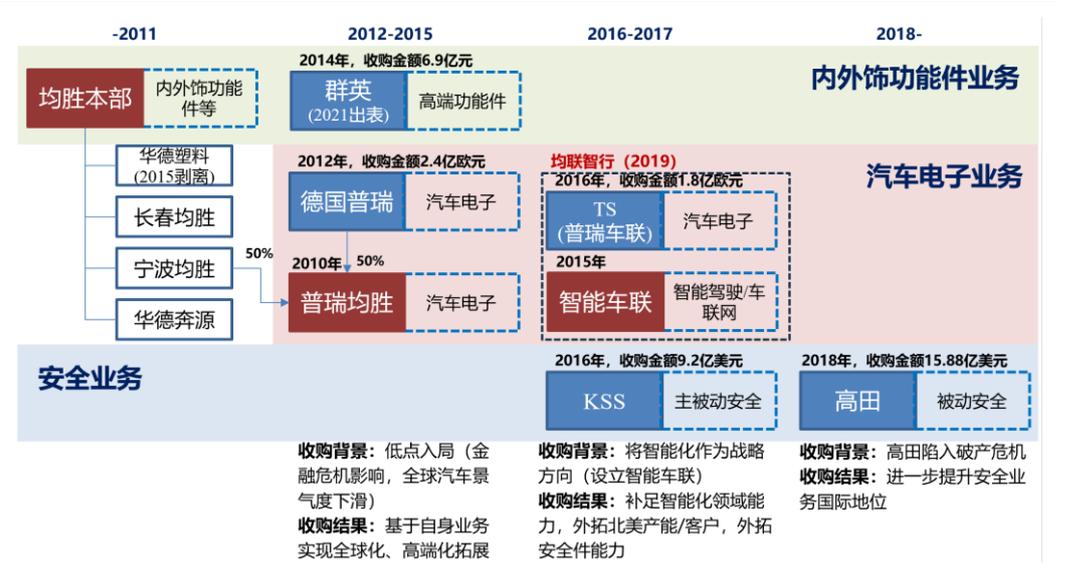
图21: 公司发展历程 (营业收入单位: 亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司目前形成了“汽车电子+汽车安全”的产品矩阵。收购的海外资产经过整合融为一体, 汽车电子事业部融入普瑞和 TS, 汽车安全事业部融入 KSS 和高田, 原属于功能件事业部的群英 2021 年出表 (出售给香山股份)。

图22: 公司业务发展脉络



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

考虑到公司历史上并购的资产较多, 根据并购资产对公司发展的重要程度, 我们把普瑞 (2012 年收购)、KSS (2016 年收购)、高田 (2018 年收购) 单独分析 (其他的并购资产如群英已经出表, TS 并入汽车电子业务成为公司发展车联网业务的重要环节, 不做详细展开)。

2.1.1. 普瑞：德国老牌汽车电子公司，均胜走向国际化的开端

百年汽车电子公司，产品客户丰富。德国普瑞成立于 1919 年，是全球汽车电子行业的佼佼者。主要研发和制造驾驶控制系统、空调控制系统、电控单元和传感器系统等汽车电子零部件。在全球拥有 6 个生产及销售基地，客户涵盖奔驰、宝马、奥迪、通用和福特等厂商。2008 年金融危机以后，全球汽车景气度下滑，德国普瑞陷入经营困境。

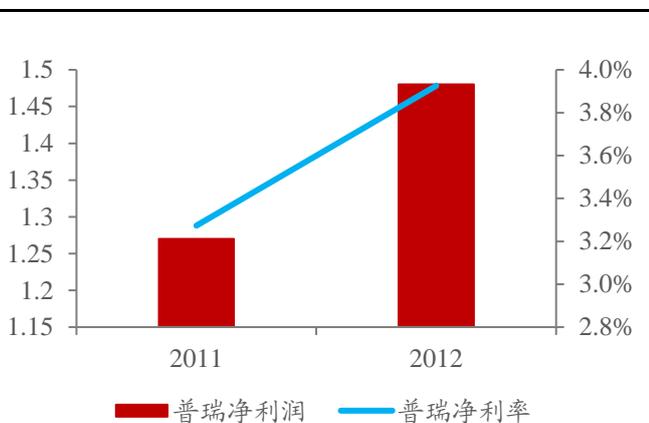
图23：普瑞产品矩阵

类别	产品	图示	客户
车载人机界面	气候控制系统、中控台、中央控制单元、开关		奥迪、大众、保时捷、别克、福特、宝马、兰博基尼、劳斯莱斯、林肯、梅赛德斯-奔驰
商用车人机界面	电动驱动杆、仪表盘、C-MOTION控制器、多功能方向盘开关、底盘液位控制系统、带集成控件的控制台等		CLAAS、戴姆勒、约翰迪尔、梅赛德斯-奔驰
电动汽车	高压升压器、DC/DC转换器		保时捷、梅赛德斯-奔驰、沃尔沃、领克

数据来源：普瑞官网，东吴证券研究所

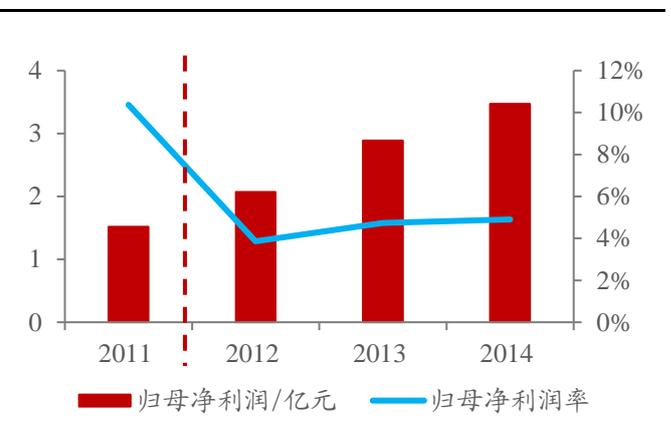
2012 年年底作价 2.4 亿欧元收购普瑞，十余年来收入增速稳定盈利持续兑现。2012 年 3 月，均胜电子通过收购作价 2.4 亿欧元直接和通过德国普瑞控股间接持有德国普瑞 100% 的股权。2011 年，德国普瑞营业收入为 38.80 亿元人民币，净利润为 1.27 亿人民币，2012 年并购完成后，德国普瑞营业收入为 37.7 亿元人民币，净利润为 1.48 亿人民币，净利率从 2011 年的 3.3% 提升到 2012 年的 3.9%。经过并购前三年的磨合后，普瑞 2016 年营业收入为 86.23 亿元人民币，相较 2015 年增长 63%，收购量利齐升。

图24：普瑞净利润及净利率/亿元



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图25：公司收购前后归母净利润及归母净利率变化/亿元



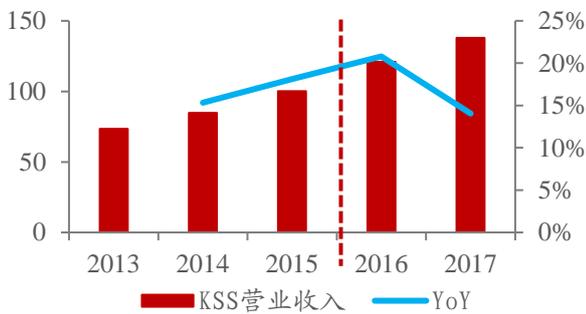
数据来源：wind，东吴证券研究所

2.1.2. KSS: 被动安全业务领先企业，均胜产品矩阵拓入汽车安全

全球领先汽车安全企业，主被动安全业务突出。KSS 公司成立于 2003 年，在汽车安全领域有着多年的技术积累和数据积累，2014 年在全球汽车安全市场所占份额为 7%。主营业务涵盖主动安全、被动安全和特殊产品三大类别，是少数几家具备主被动安全系统整合能力，面向自动驾驶提供安全解决方案的公司。该公司在全球 14 个国家设有 32 处工厂，直接下游客户包括宝马、大众、通用、福特等。

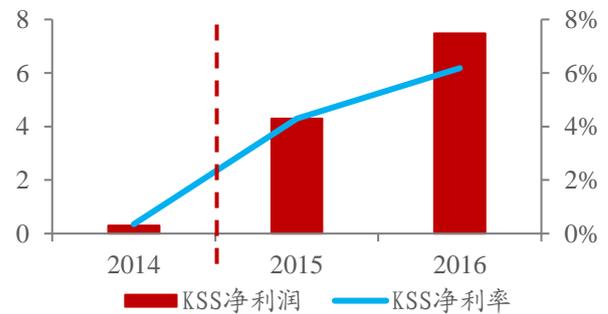
作价 9.2 亿美元收购 KSS，收入规模骤增。2016 年均胜电子对作价 9.2 亿美元对 KSS 进行收购，并在美国新设子公司 MergerSub，专用于与 KSS 进行合并。2015 年，KSS 营业收入为 100.17 亿元人民币，净利润为 4.3 亿元人民币；2016 年收购完成后，KSS 营业收入为 121 亿元人民币，增长 21%，净利润为 7.48 亿元人民币，增长 6.2%，净利率由 2015 年的 4.3% 提升至 2016 年的 6.2%。通过收购 KSS 公司，均胜电子不仅推动了公司在北美地区的业务布局，还完善了汽车主被动安全领域的产品布局，为自动驾驶时代做好准备，走好了均胜全球化的关键一步。

图26: KSS 营业收入及增速/亿元



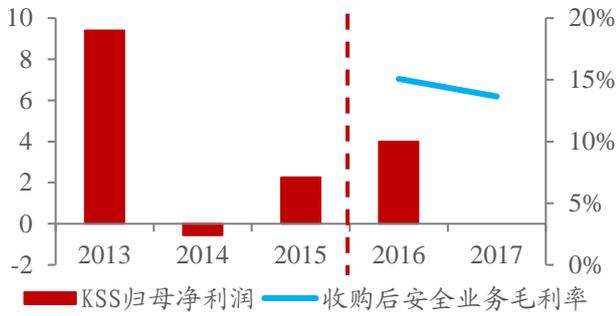
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图27: KSS 净利润及净利率/亿元



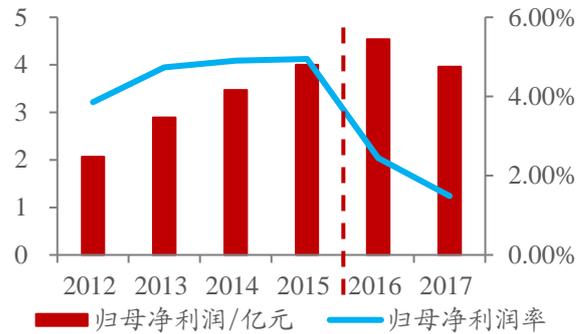
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图28: KSS 归母净利润(亿元)及公司安全业务毛利率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图29: 均胜收购前后归母净利润及归母净利率变化/亿元

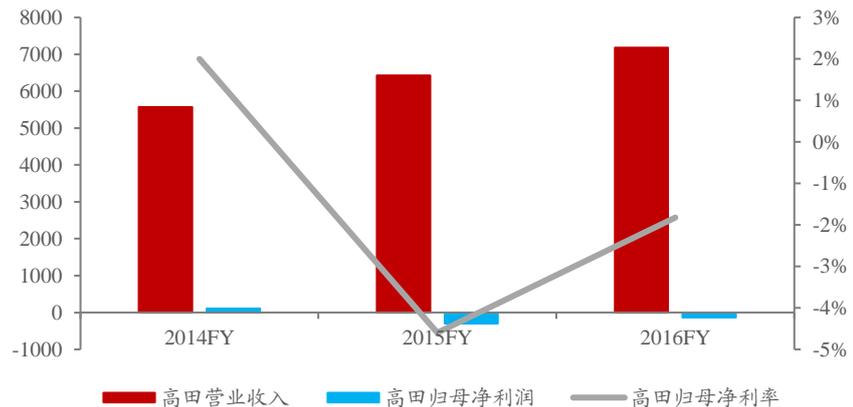


数据来源: wind, 东吴证券研究所

2.1.3. 高田: 乘势而上, 一举成为全球汽车安全龙头

安全气囊事故频发, 昔日汽车安全霸主宣告破产。日本高田公司成立于 1933 年, 曾是全球第二大汽车安全配件供应商, 主要生产汽车安全带、安全气囊、方向盘等被动安全产品, 与宝马、奔驰、大众、福特等厂商都有长期稳定的合作关系。2015 年, 高田首次承认其安全气囊产品存在缺陷, 并由于无力支付高达百亿美元的债务于 2017 年 2 月宣告破产。

图30: 收购前高田的业绩情况/亿日元

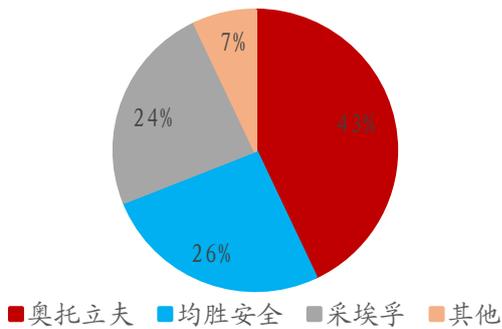


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

乘势而上作价 15.88 亿美元收购高田, 一举成为全球安全龙头。2017 年 11 月, 均胜电子通过旗下子公司均胜安全 (JSS) 以 15.88 亿美元的价格收购高田除硝酸铵气体发生器业务 (PSAN 业务) 以外的主要资产, 并将 KSS 与高田整合为均胜安全 (JSS)。2017 年, 均胜安全营业收入为 140 亿元人民币, 2018 年收购完成后, 高田公司优质资产充分

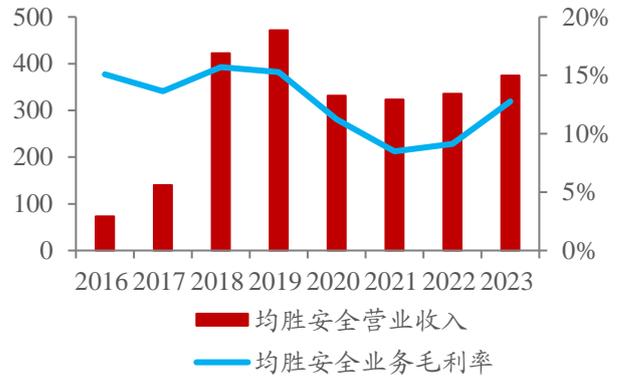
释放产能，使均胜安全营业收入跃升至 422 亿元人民币，比 2017 年增长 201%，毛利率水平由 2017 年的 13.7% 上升至 15.7%。通过收购高田公司，均胜不仅平衡了日系客户结构，还充分整合了汽车安全业务，成为全球第二大汽车安全零部件供应商。

图31: 2021 年全球安全气囊市场份额



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图32: 公司安全业务收入及毛利率/亿元



数据来源: wind, 东吴证券研究所

2.1.4. 历次收购回顾: 作价合理, 顺应趋势收购全球优质资产

踩在行业低点实现收购, 性价比较高。公司兼并均发生在行业低谷期 (如 2008 年后全球汽车景气度下行) 或收购企业的困难期 (如 KSS/高田均在收购时处于困难期), 收购价格具备性价比。

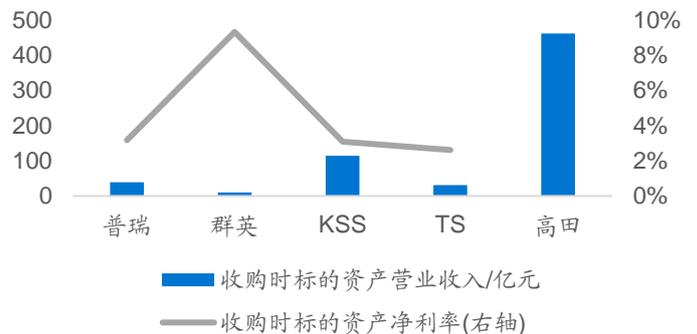
分标的来看: 群英为收购时 PS 最高的标的, 但公司盈利水平最高 (净利率 9%) 故享受合理溢价; 高田收购 PS 最低, 但当时高田面临破产危机, 利润持续难以回正, 故该笔收购风险较大作价相对较低。

图33: 收购各资产作价横向比较



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图34: 收购各资产作价横向比较



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2.2. 财务复盘: 外部扰动消退, 业绩拐点已现

2.2.1. 利润表：盈利拐点已现，步入量利齐升通道

收购驱动收入规模跃升，安全业务为公司总收入的最大扰动。2012年普瑞并表后，公司年收入为54亿元。2016年KSS和TS并表后，公司年收入升至186亿元，同比+130%。2018年高田并表后，公司年收入提升至562亿元，同比+111%。2020年受疫情影响，同时公司安全业务有意收缩产能优化多余员工，公司收入同比-22%，但当年汽车电子业务收入同比仍实现了+1%，故安全业务为公司收入扰动的核心原因。近两年公司汽车电子业务收入稳定增长的同时安全业务收入同比转增，公司收入回归增长通道。

图35：公司营业收入及增速/亿元



数据来源：wind，东吴证券研究所

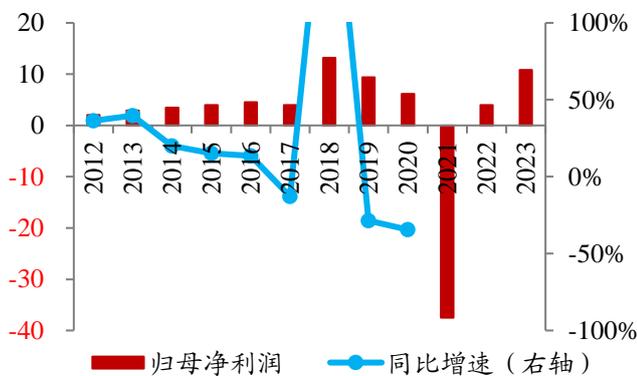
图36：公司分业务收入/亿元



数据来源：wind，东吴证券研究所

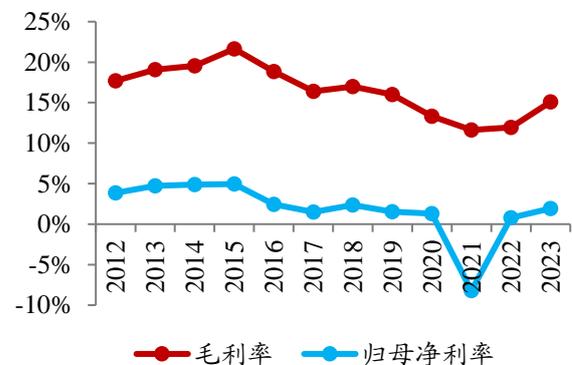
外部扰动消退，安全业务调整后净利润逐步改善。1) 2018年收购高田以来，公司债务负担明显加重，叠加对北美安全业务进行多轮整合，公司安全业务至今仍处于整合阶段，但从财务数据看历年的并购贷款产生的财务费用/重组费用在近两年已经明显下降。2) 2020年后疫情扰动，公司受疫情停工影响于2020/2021/2022年分别发生相关费用7.5/6/1.3亿元，2023年影响消退。3) 疫情导致的海外资产经营不佳导致公司于2021年计提大额商誉20亿元。

图37：公司归母净利润及同比增速/亿元



数据来源：wind，东吴证券研究所

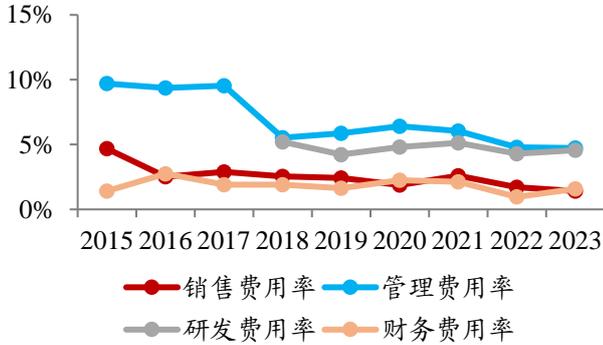
图38：公司分业务毛利率/亿元



数据来源：wind，东吴证券研究所

营收规模增长驱动费用率管理效果显著，多管齐下产品竞争力提升成果明显。虽然公司 2016 年后受并购影响产生额外费用较多，但总体来看公司各项费用率趋于稳定，尤其是 2022 年以来随着公司收入重回增长公司期间费用率呈现明显下降趋势。

图39: 公司各项费用率



数据来源: wind, 东吴证券研究所
注: 2017 年前研发费用计入管理费用

图40: 公司期间费用率



数据来源: wind, 东吴证券研究所

经营性利润显著转好。由于公司受非经常科目扰动较多，用“收入-毛利-四费”的方式来表征公司的经营性利润，我们发现在经历疫情低点后 2022 年至今公司实际盈利状况显著回升，24Q1 的经营性利润率回升至 3.4% 已经超过 2017 年水平，公司实际盈利已经明显看到好转。

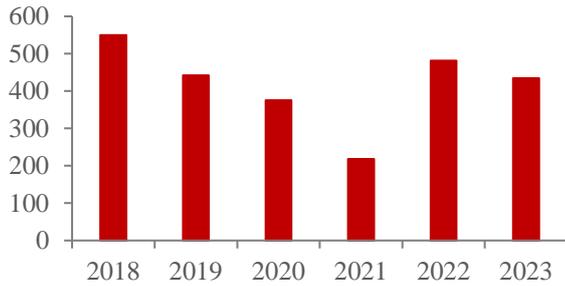
图41: 公司经营性利润及经营性利润率



数据来源: wind, 东吴证券研究所
注: 经营性利润算法为: 营业收入-毛利-税金及附加-四费

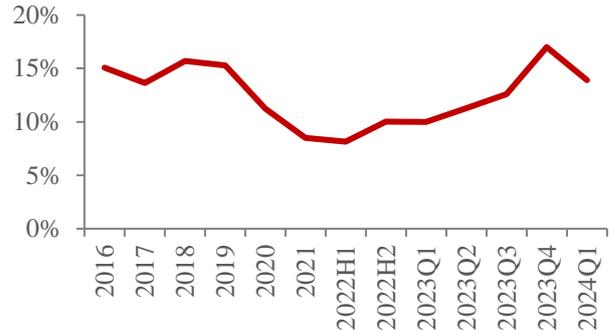
安全业务整合初步完成，进入量增周期。2022 年以来安全业务订单快速回升。2022-2023 年公司安全业务新获取订单回归到 2019 年水平，整合阵痛期已过公司安全业务迈入市占率提升通道。同时安全业务毛利率迅速回暖，23Q4 受原材料补偿因素影响，安全业务毛利率实现 17%，为公司收购高田后历史新高。

图42: 均胜安全业务新获订单/亿



数据来源: wind, 东吴证券研究所

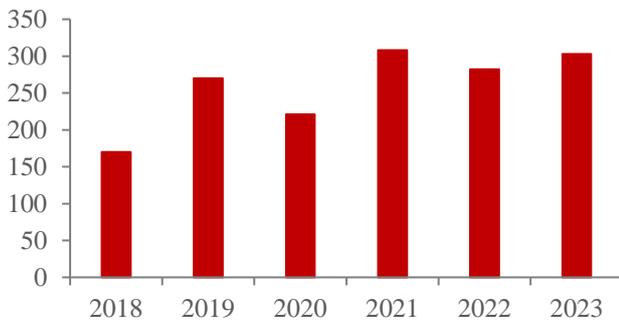
图43: 均胜安全毛利率



数据来源: wind, 东吴证券研究所

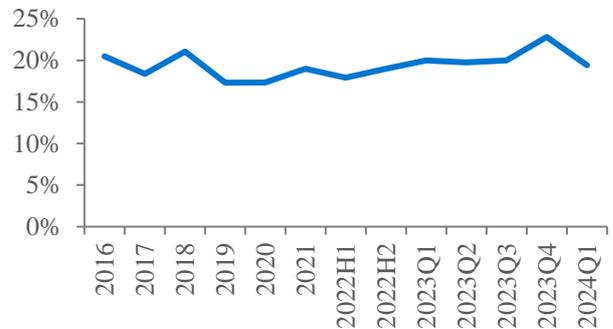
电子业务较为稳定,有望持续贡献利润。受益于全球智能化趋势公司陆续获取 V2X、高压快充等新领域订单,公司电子业务新增订单每年 250 亿元以上且盈利中枢稳定。

图44: 均胜电子业务新获订单/亿元



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图45: 均胜汽车电子毛利率



数据来源: wind, 东吴证券研究所

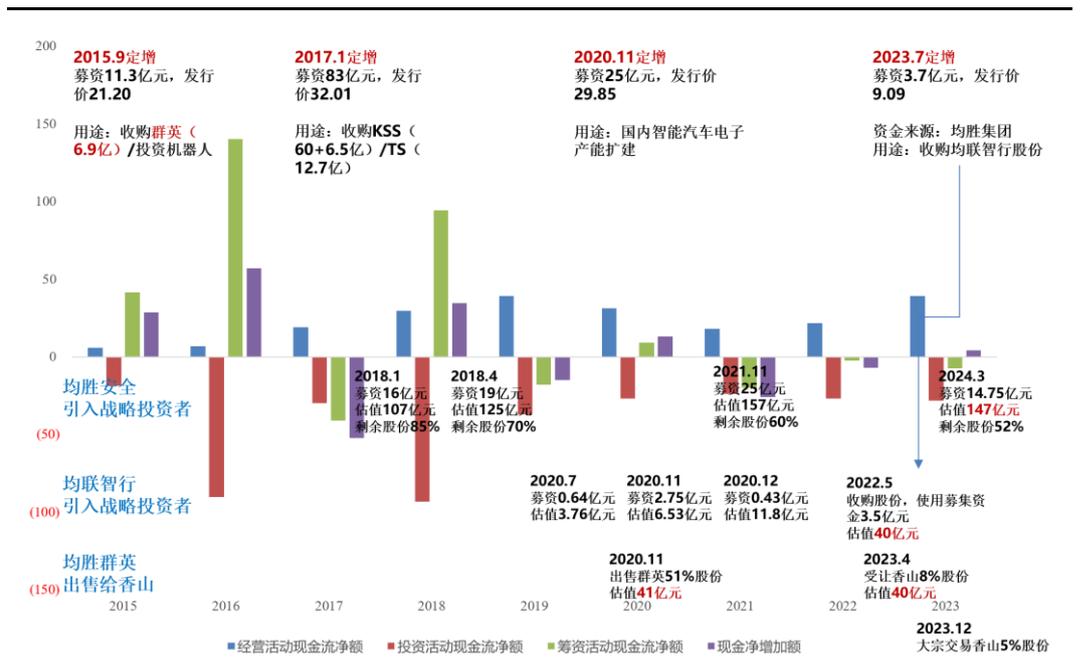
2.2.2. 现金流量表: 经营性逐年转好, 投融资精准把控

通过融资等方式基本确保现金流稳定, 2022 年后现金质量明显转好。2015-2018 年公司陆续收购 KSS、TS、高田, 公司通过连续两次定增保证了净现金基本稳定。2018 年后公司度过大笔收购阶段, 现金管控逐步精细化且通过多种融资手段缓解资金压力。2022 年后公司经营性现金流显著转好, 2023 年公司经营性现金流净额已经覆盖投资活

动现金流净额，且现金净增加额转正。总结来看公司通过以下两种方式缓解现金紧张：

- 1) 通过定增募资。公司 2015 年来通过四次募资用于资产的收购及产能扩建，这种方式发行成本较高但是一次性募资规模较大，有效满足公司短期内的大额现金需求。
- 2) 引入战略投资者。2018 年以来公司通过陆续引入战略投资者的方式盘活旗下资产，能够在短期内缓解流动性压力同时降低融资成本。

图46：公司年度现金流量及融资梳理/亿元

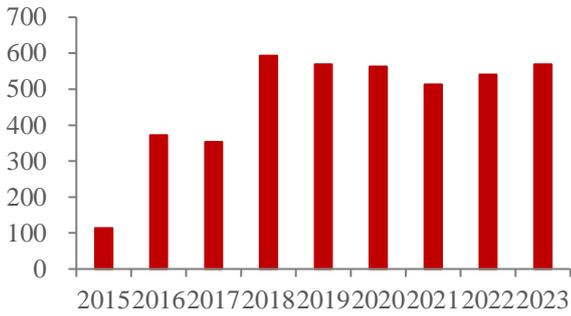


数据来源：wind，东吴证券研究所

2.2.3. 资产负债表：资产整合步入下半局，资产收益率回暖

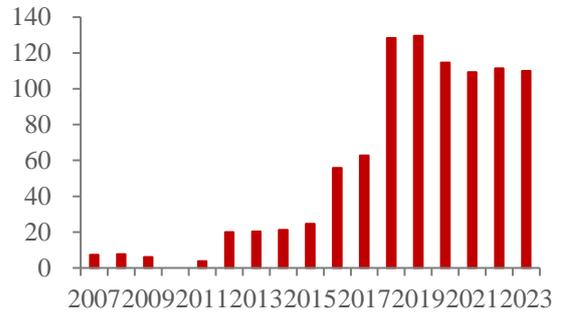
战略调整阵痛期后总资产与固定资产优化转型。公司总资产及公司固定资产在 2016 年和 2018 年获大幅增长，系 2016 年并购 KSS 和 TS 所致及 2018 年 4 月完成对高田公司优质资产的收购所致；公司总资产及固定资产在 2020-2021 下降，公司在收购后对海外资产进行了整合及富余产能的处理。公司总资产在 2022-2023 年稳步提升，公司资产整合已经步入下半局，处于资产优化、新增资产投放（特别是中国区产能扩张）新阶段。

图47: 公司总资产/亿元



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图48: 公司固定资产/亿元



数据来源: wind, 东吴证券研究所

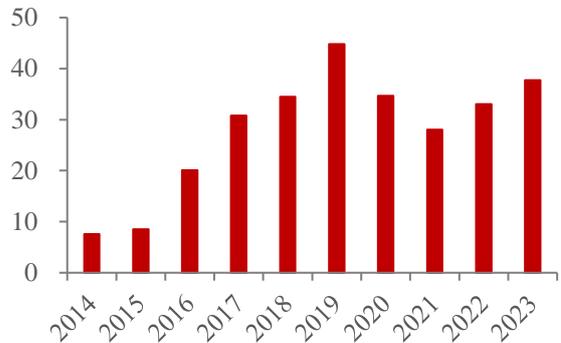
年度折旧趋于稳定, 资本开支相对合理。 折旧端, 2019 年以来公司年度计提折旧摊销中枢为 30 亿, 由于公司固定资产规模趋于稳定公司折旧也趋于稳定。资本开支方面, 2023 年公司资本开支 38 亿元, 占营业收入的 6.8%, 与奥托立夫相比偏高 (奥托立夫 2023 年资本开支约 40 亿元, 占营业收入的 5.4%), 但主要是由于公司 2023 年资本化研发支出 11 亿元所致, 公司设备更新/产能投放产生的资本开支占营业收入 4.8%, 处于相对合理水平。

图49: 公司当期折旧摊销及其占收入比重/亿元



数据来源: wind, 东吴证券研究所

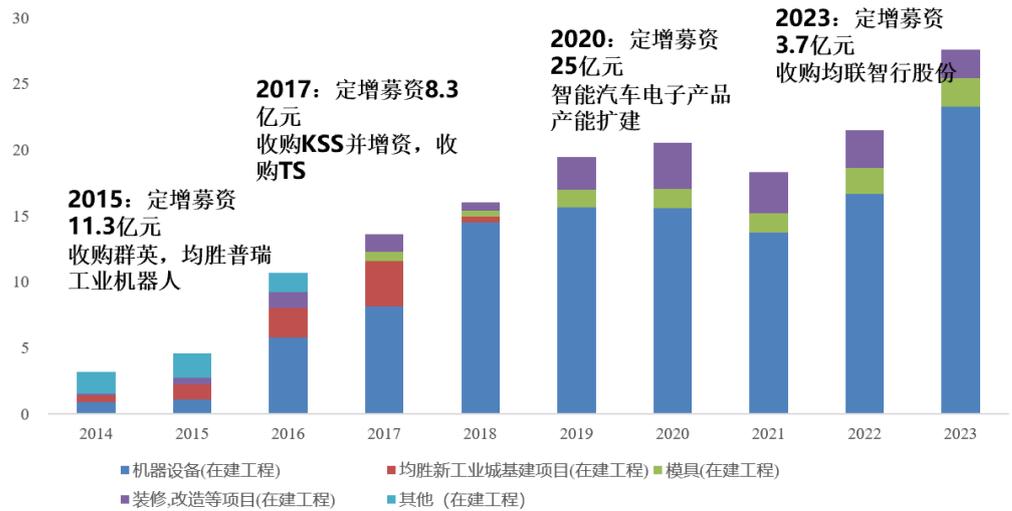
图50: 公司资本开支/亿元



数据来源: wind, 东吴证券研究所

根据 2023 年年报, 2023 年定增收购均联智行项目已经结项, 截至 2023 年底 2020 年定增扩建智能汽车电子产品项目已经完成 82%。目前公司资本开支需求以设备常态更新、全球范围的产能协调、根据在手订单进行产能扩张为主。

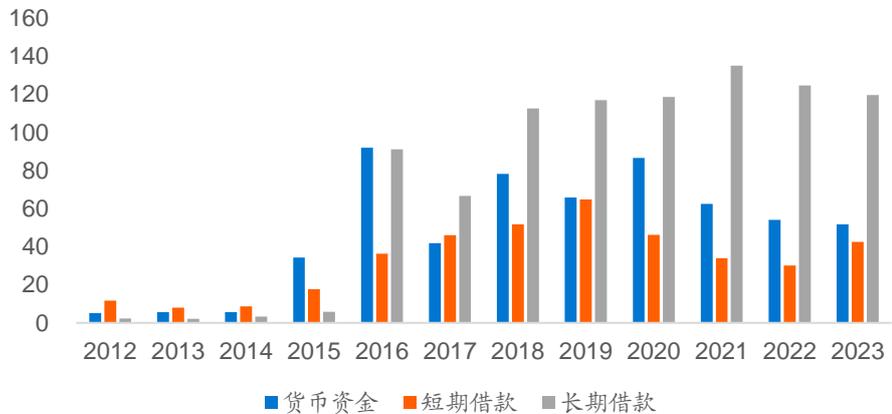
图51: 公司在建工程/亿元



数据来源: wind, 东吴证券研究所

净资产收益率触底反弹势头正盛，资产负债率振荡后趋稳。公司 ROE 随着盈利修复显著复苏，目前回升至 2018 年水平。2018 年收购高田后负债率得到有效控制，公司未来进一步优化债务结构将有利于降低流动性风险。在手现金及负债端，随着近两年主业造血能力增强基本稳定，且长期借款处于稳定下降趋势。

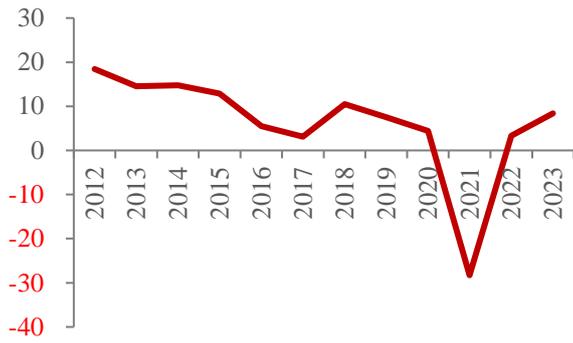
图52: 公司在手现金及负债情况/亿元



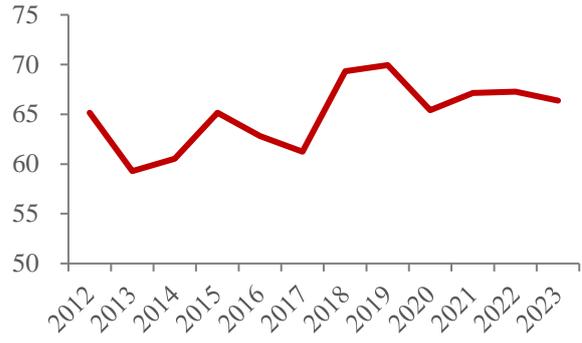
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图53: 公司净资产收益率 (%)

图54: 公司资产负债率 (%)



数据来源: wind, 东吴证券研究所



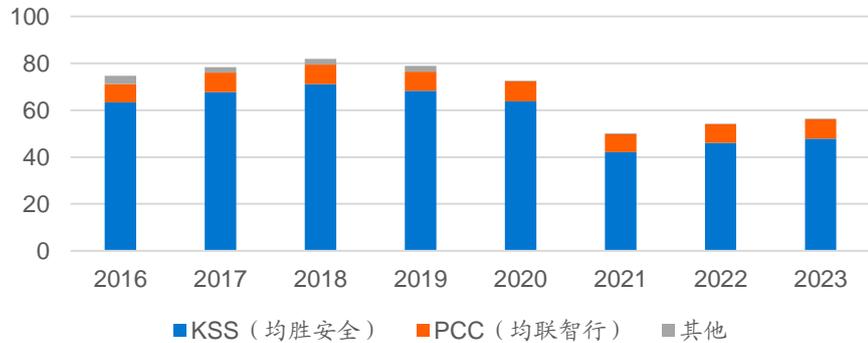
数据来源: wind, 东吴证券研究所

2.2.4. 轻装上阵，风险资产商誉减值基本计提完毕

商誉主要来源:公司于 2016 年 6 月完成对于 KSS 及其子公司的并购，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 681,144 万元），分配至汽车安全资产组组合。（收购高田资产其实没有形成商誉，购买价格 15.88 亿美元，而高田账面价值为 18 亿美元，反而产生负商誉）

2021 年公司计提约 20 亿元商誉，其中美洲区、欧洲区分别计提约 8 亿元，美洲区及欧洲区已不具备商誉减值风险，经营状况较好的亚太及中国区尚不具备减值必要性，故这轮商誉减值相对充分。

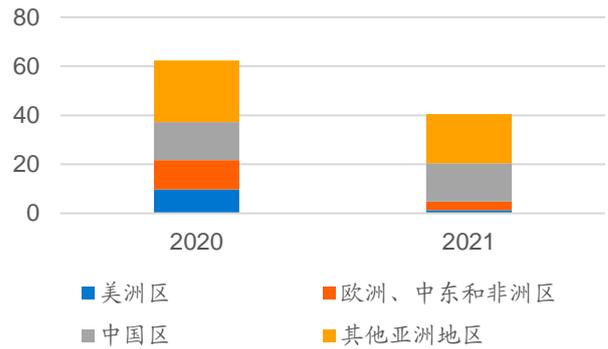
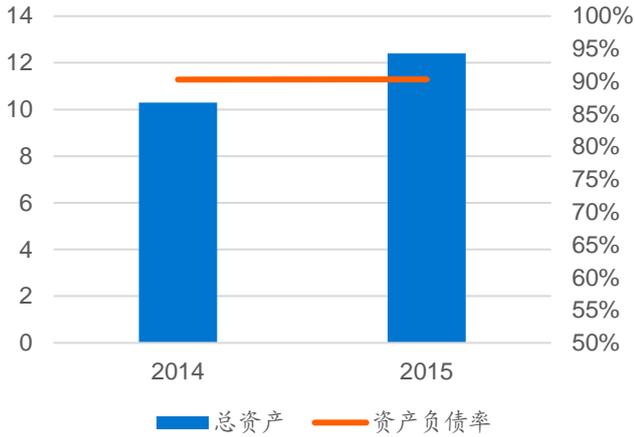
图55: 公司商誉情况/亿元



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图56: KSS 收购前的资产负债率 (总资产单位: 亿元)

图57: 公司安全业务商誉按地区分布/亿元



数据来源：wind，东吴证券研究所

数据来源：wind，东吴证券研究所

2.3. 产品&研发复盘：全球产研布局，单车 ASP 提升

2.3.1. 产品矩阵丰富，合计单车价值突破 15000 元

安全及电子业务合计单车价值有望突破 15000 元。公司提供整套安全产品解决方案，单车价值可超过 2000 元。电子产品中智能座舱、HMI 为基盘产品，近两年新能源管理产品特别是功率电子产品即将放量，该业务单车价值合计接近 8000 元。公司在智能网联/智能驾驶等前沿领域同样有所探索，智能网联产品订单即将放量，智能驾驶产品有望跟随行业智能化趋势有进一步落地。总体来看公司可配套单车价值正从目前的 5000 元向 15000 元提升。

图58：单车产品及价值



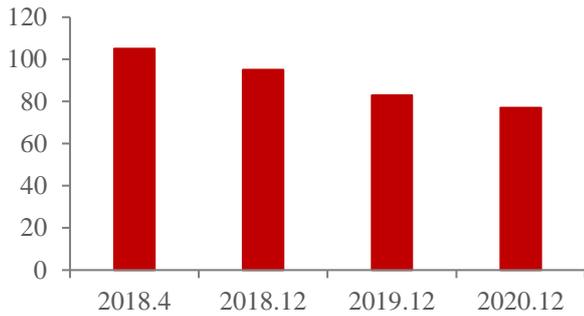
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

2.3.2. 整合阵痛期，被迫人员优化/关闭经营场所导致丢单

公司安全业务整合包括产能合并、人员优化、管理改善等多个阶段，目前公司在关闭经营场所及人员结构优化两个方面基本结束。1) 整合重组：2018 年收购后至 2020 年

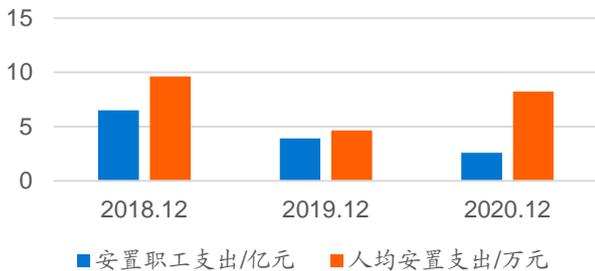
底公司关闭安全业务经营场所 28 个，产线关闭及重组过程中涉及多项费用累计发生 5.1 亿元。2) 人员优化：2018 年收购后至 2020 年底公司累计优化员工 1.8 万人，共发生安置费用 13 亿元，2018-2021 年底安全业务总共优化 2.7 万人，我们测算公司安全业务人均产值从 2018 年的 80 万元提升至 2023 年的 110 万元以上。

图59：均胜安全业务经营场所数量/个



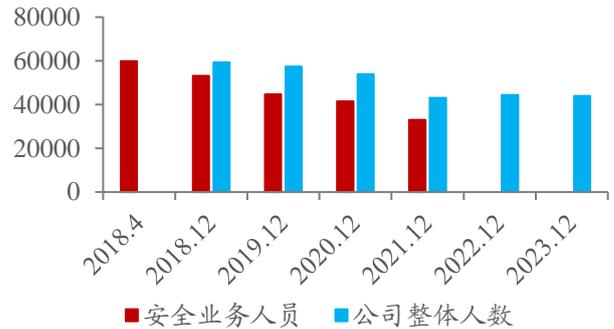
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图61：均胜安置员工费用



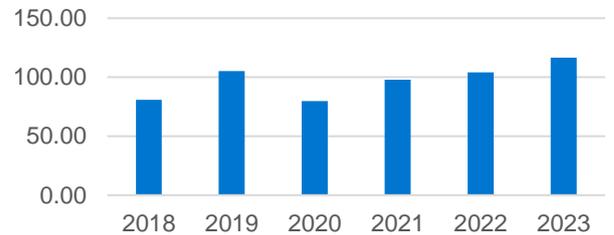
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图60：均胜人员情况/人



数据来源：wind，东吴证券研究所

图62：均胜安全业务人均产值/万元



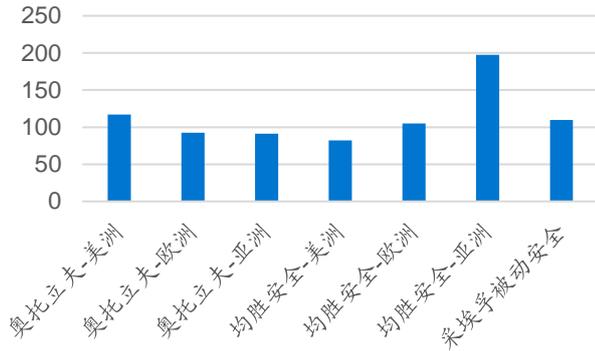
数据来源：wind，东吴证券研究所

2.3.3. 产能优化步入尾声，全球产能布局形成协同

区域产能整合步入尾声。公司通过以下几种方式进行产能整合：1) 产能转移，如产能从德国转移到匈牙利、美国转移到墨西哥，可以有效降低生产成本 2) 产线关闭，通过裁员/关厂的方式 3) 全球产能配置，出于成本考虑尽量将同一产品规划在一个区域，兼顾当地供应链和人工能力进行不同产线的布局，尽可能提升产品标准化生产程度。

公司人均产值已经达到行业前列。横向比较，公司美洲区人均产值较奥托立夫有差距为下一步努力方向，但是欧洲/亚洲区人均产值已经做到领先。

图63: 2023年各企业分区域人均产值/万元



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图64: 分区域整合情况

年度	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研发中心进行合并	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		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
2021年	产能从日本向东南亚/中国转移	重新任命欧洲区CEO, 产能从德国/意大利向罗马尼亚/匈牙利转移	重新任命北美区CEO和全球CEO, 产能从美国从东南亚/墨西哥转移
2022年	中国上海启动全球研发中心		

数据来源: wind, 东吴证券研究所

2.3.4. 全球研发布局, 国内外产研协同

全球研发布局, 对标行业龙头。作为全球化零部件企业公司已经具备全球的研发布局, 奥托立夫全球研发中心共计 13 个, 均胜安全研发中心共计 7 个, 分布于欧洲、美洲、亚洲, 公司还在美国硅谷、中国上海设立综合性研发中心, 为全球汽车安全及汽车电子业务提供技术支持。

图65: 均胜研发中心布局

业务	区域	国家	产品	备注
汽车电子	欧洲	德国巴特诺伊施塔特	智能座舱、HMI	2017年启用新研发中心, 整合了技术中心
		德国德累斯顿	智能座舱、智能网联、智能驾驶	与中国宁波和上海研发中心协同
		德国汉堡	智能座舱/网恋、自动驾驶	2023年底成立
		罗马尼亚布拉索夫	HMI、新能源管理	2009年投用
	美洲	墨西哥尤卡坦	智能化汽车电子产品	
	亚洲	中国宁波	智能座舱、HMI、智能驾驶、智能网联等	
		均胜智能汽车技术研究院	平台级“芯片+算法+软件”智能驾驶全栈技术链	
汽车安全	欧洲	德国阿莎芬堡	安全产品	配套实验室、试验车辆等
		德国柏林	安全产品	
	美洲	美国奥本山	安全产品、DMS	
		墨西哥蒙特雷	安全产品	同时设有两家工厂
	亚洲	中国上海青浦	安全产品	设立生产基地, 打造研发、生产的闭环
综合型	美洲	中国安徽合肥	安全产品	2023年投产
		日本爱知川	安全产品	汽车安全日本区总部
	亚洲	美国硅谷	自动驾驶、新能源技术及创新型安全技术	2019年设立独资公司
		中国上海闵行	汽车安全、汽车电子前瞻研发	

数据来源: wind, 东吴证券研究所

3. 安全+电子业务共振, 享受全球智能化行业红利

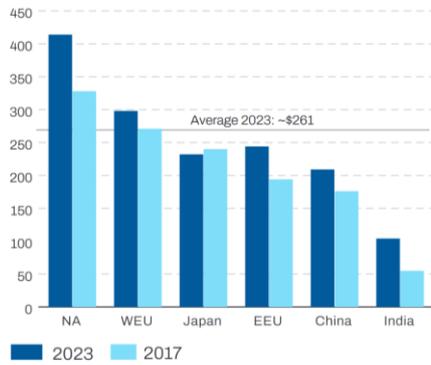
3.1. 安全业务走过低点, 享受量价利多重共振

3.1.1. 汽车安全行业仍有 40%的扩容空间

安全行业仍处于扩容通道。据我们测算 2023 年全球被动安全行业市场规模约为 1600 亿元以上 (单车价值超过 1800 元), 目前北美/欧洲区汽车安全系统单车价值普遍

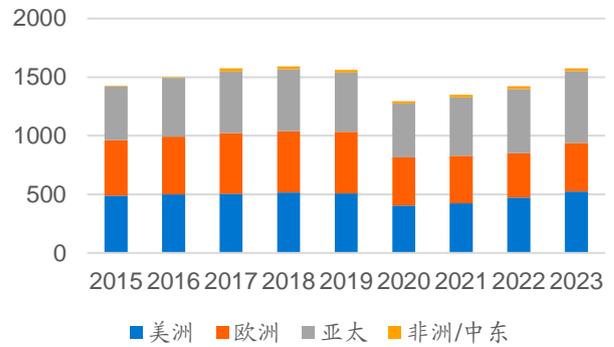
在 2500 元人民币以上，中国区安全系统单车价值仅为 1500 元左右，若中国区及其他地区安全系统对标欧美，我们测算市场规模存在 40% 的上行空间（全球平均单车价值从 1800 元提升至 2600 元，市场规模从 1600 亿元提升至 2300 亿元）。

图66：汽车安全单车价值分地区（奥托立夫测算）



数据来源：wind，东吴证券研究所

图67：汽车安全市场规模/亿元

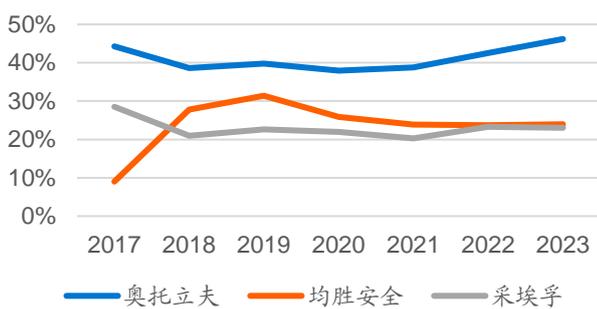


数据来源：wind，东吴证券研究所

3.1.2. 被动安全格局稳定，CR3 超过 90%

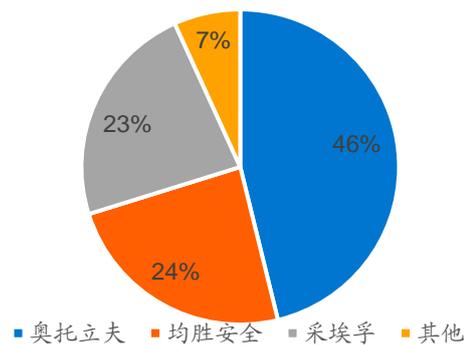
汽车安全业务“三强”格局稳定，CR3 超过 90%。根据奥托立夫、均胜安全、采埃孚的安全业务收入情况，我们测算得出 2023 年奥托立夫市占率为 46%，2018 年以来市占率处于提升通道且在近两年份额快速提升；均胜安全/采埃孚目前份额相近都为 23~24%，均胜安全由于历经收购后整合份额有所下降。总体来看汽车安全产品为强安全件且产品迭代趋势不强，竞争格局较为稳定。

图68：全球被动安全分企业市占率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图69：2023 年被动安全市场格局



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.1.3. 奥托立夫：专注主业的全球汽车安全龙头

收入创历史新高，利润回归至疫情前水平。

从收入端看，自疫情之后公司的营业收入水平稳定增长。疫情前，2018 年的营业收

入大幅下滑至 86.78 亿美元，减幅约 20%，主要系出售了电子业务所致。2020 年疫情影响公司收入下滑，而后收入连年增长且增速跑赢下游汽车行业，公司份额持续提升。

从盈利端看，归母净利润受疫情影响较大，现已维持正常水平。2018 年归母净利润下滑至 1.84 亿美元，同比-55%，主要系公司与 Veoneer 分拆产生一次性费用所致（约 7,630 万美元）；2020 年公司归母净利润下滑至 1.87 亿美元，同比-60%，主要系疫情导致净利率下滑近 2pct 所致，目前公司的营业收入和归母净利已基本维持在疫情前的正常水平。

图70：奥托立夫营业收入及 YOY（亿美元，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图71：奥托立夫归母净利及 YOY（亿美元，%）



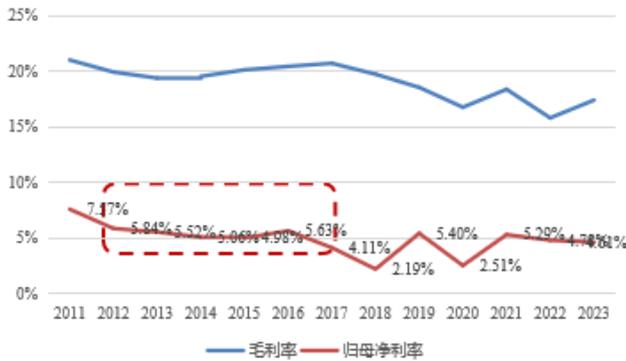
数据来源：Wind，东吴证券研究所

疫后盈利中枢略微回升，距离高点仍有差距

2017 年前公司净利率维持在 5% 以上，2017 年净利率下滑主要为研发费用率提升所致（公司当年为大学和独立研究机构的一些科学家提供资金支持），2018 年受子公司分拆的一次性费用影响净利率下探至 2.2%。

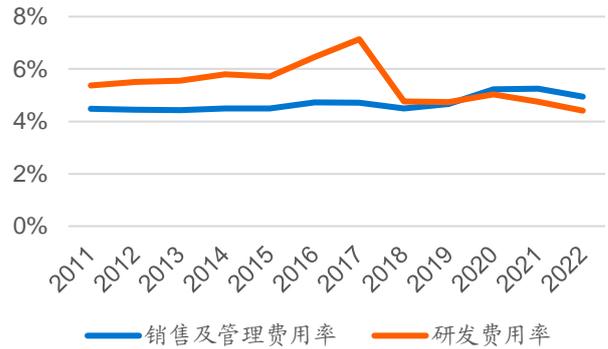
疫情期间公司盈利同样受到影响，但公司彰显较强的盈利韧性 2021 年后净利率回升至 4%，推进降本控费通过控制费用率来对冲毛利率的下滑。目前公司初步回归至疫情前盈利状态，但距离 2011 年的高点仍有 3pct 的净利率差距。

图72: 奥托立夫毛利率及归母净利率 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图73: 奥托立夫销售及管理费用率和研发费用率 (%)

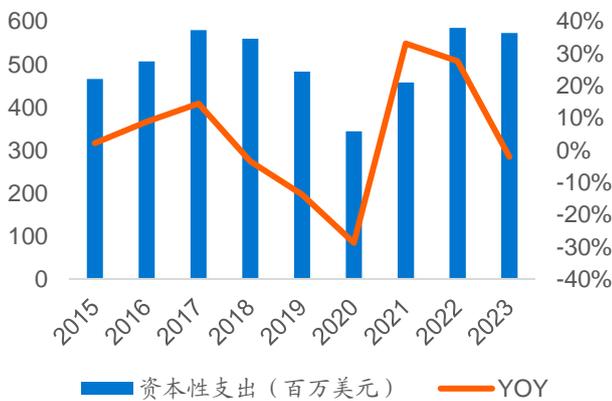


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

资本开支回归至疫前常态, 现金流表现良好。

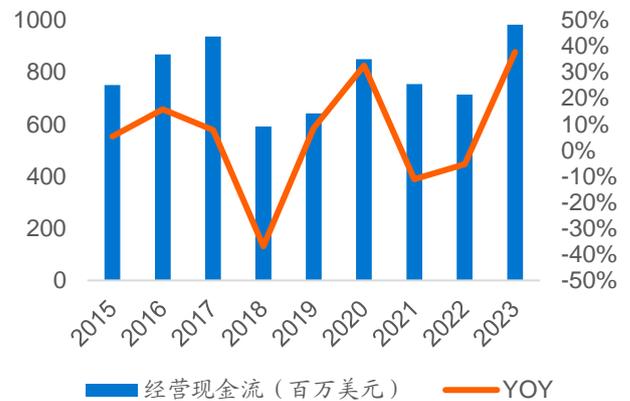
2020 年公司的资本性支出大幅减少, 减幅约 30%, 主要原因系受疫情影响部分投资延迟或取消所致, 近两年资本开支规模回升至 5~6 亿美元。2018 年公司的经营性现金流大幅下降, 减幅约 40%, 主要系持续经营净收入和折旧及摊销大幅下降影响所致, 但疫情期间公司经营性现金流管控良好且优于利润, 体现出公司较为良好的经营质量。

图74: 奥托立夫资本性支出及 YOY (百万美元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

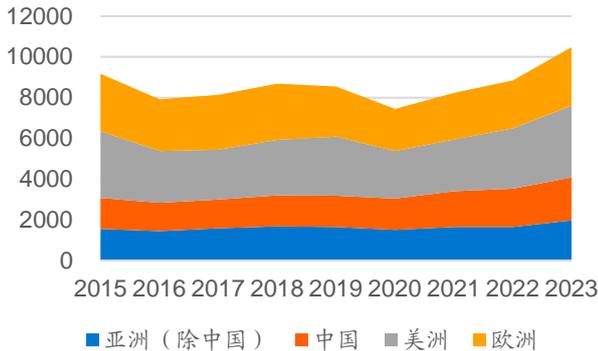
图75: 奥托立夫经营现金流净额及 YOY (百万美元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

各区域营收平稳增长, 区域产品渗透率表现突出。2017-2023 年, 亚洲 (除中国)、中国、美洲、欧洲的年化营收增长率为+3.8%/+6.8%/+6.4%/+1.0%, 而 2017-2023 年亚洲、美洲、欧洲区汽车产量年化增长率为+0.5%/-1.4%/-5.6%, 公司通过自身竞争力实现了各个区域的市占率的提升。

图76: 奥托立夫分区域营收 (百万美元)



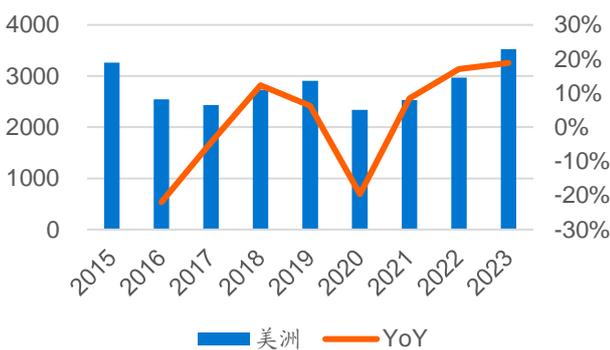
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图78: 奥托立夫亚洲 (除中国) 收入/百万美元



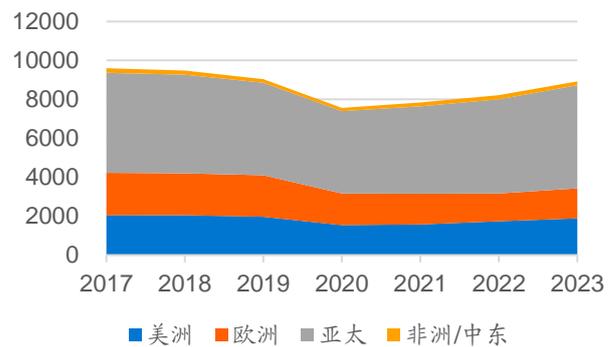
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图80: 奥托立夫美洲收入/百万美元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图77: 全球汽车产量 (万辆)



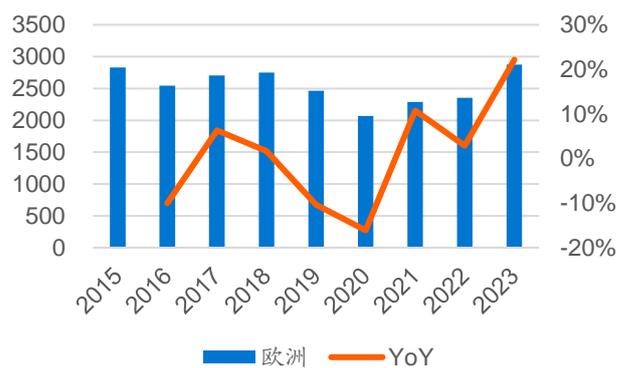
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图79: 奥托立夫中国收入/百万美元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图81: 奥托立夫欧洲收入/百万美元



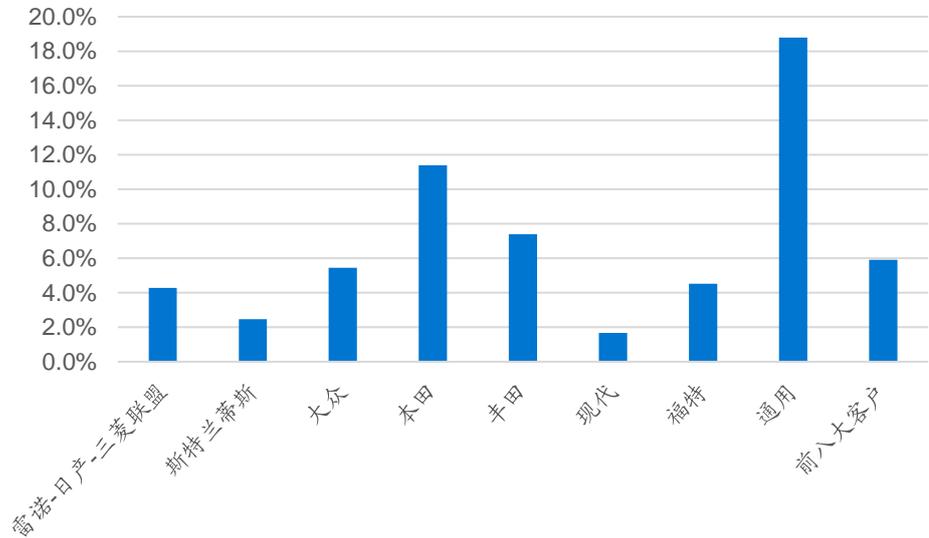
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

主要客户营收平稳增长, 客户内部份额有所提升。2018-2023年, 公司的前八大客户合计贡献收入的年化增速为3.2%, 而对应车企的全球总产量年化增速为-2.7%。公司通过在目标大客户内部份额的提升实现了收入端跑赢车企产量。

分客户来看, 用公司2018-2023年“分客户的收入年化增长率-客户的产量年化增长

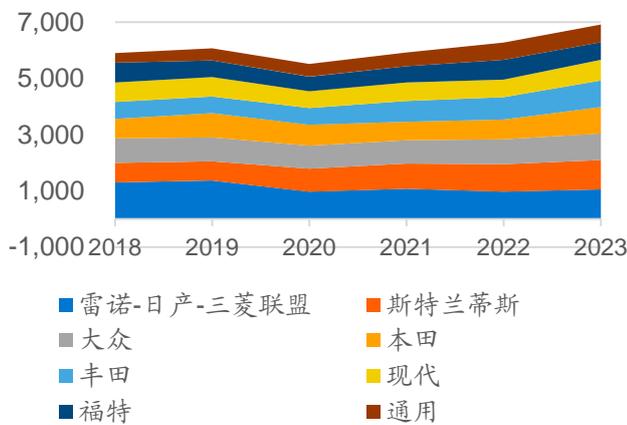
率”来作为奥托立夫在各个车企份额提升的多少，公司在通用、本田、丰田、大众等客户中实现较大份额提升。

图82：2018-2023 奥托立夫前八大客户份额提升情况（使用“分客户的收入年化增长率-客户的产量年化增长率”这一数值作为参考）



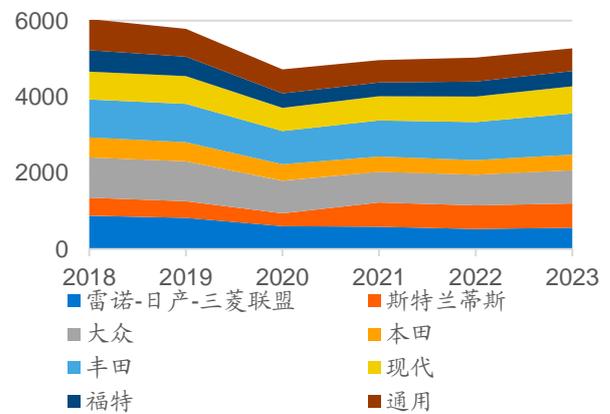
数据来源：wind，奥托立夫年报，东吴证券研究所

图83：奥托立夫分客户营收（百万美元）



数据来源：wind，奥托立夫年报，东吴证券研究所

图84：对应主机厂的全球汽车产量（万辆）

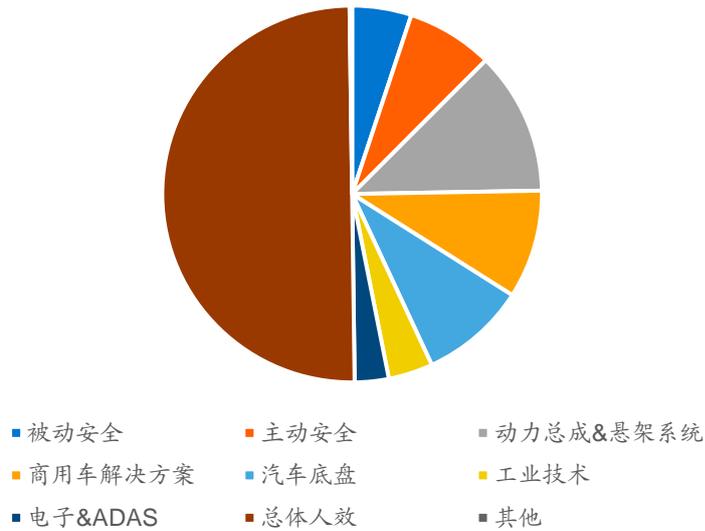


数据来源：wind，奥托立夫年报，东吴证券研究所

3.1.4. 采埃孚：意图剥离安全业务的综合性零部件公司

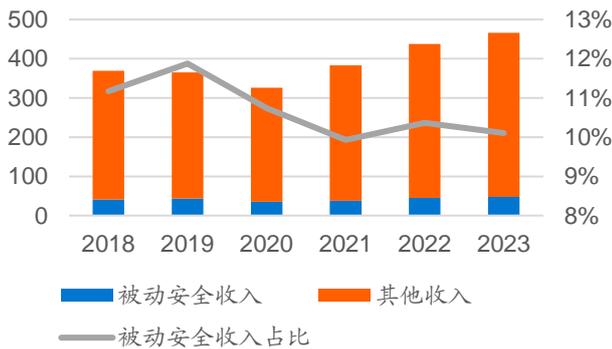
采埃孚为一家集汽车电子、动力总成、底盘、主被动安全为一体的综合性汽车零部件公司，2023 年被动安全业务仅占其收入的 10%左右。近年来公司盈利状况不佳，2023 年净利润为负，公司目前尚处于困难时期。

图85: 采埃孚 2023 年收入结构



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图86: 采埃孚营业收入及被动安全收入/亿欧元



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图87: 采埃孚净利润/毛利率/净利率 (亿欧元)

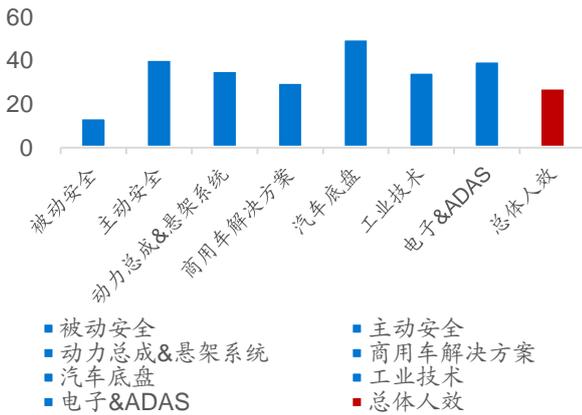


数据来源: wind, 东吴证券研究所

采埃孚被动安全业务发展不佳, 意图剥离安全业务。公司被动安全业务源自 2015 年对 TRW 的收购, 但收购后该业务收入增速表现不佳, 2018-2023 年被动安全业务复合增速仅为 2.7%, 跑输公司总收入复合增速的 4.8%。公司 2022 年宣布希望出售被动安全部门, 2024 年 公司宣布拟将其被动安全事业部拆分独立, 新公司名 ZF LifeTech, 被看作是将被动安全事业部正式剥离的前兆。

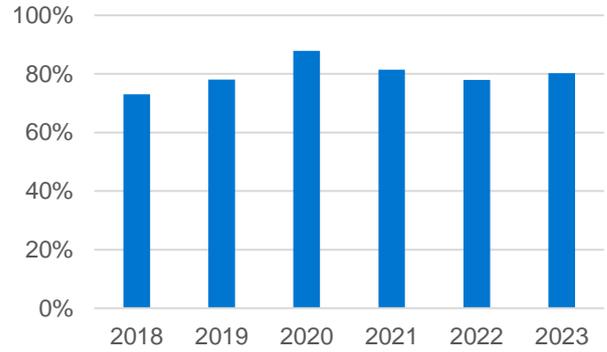
被动安全业务人效显著低于总体, 剥离该业务或改善公司负债情况。2023 年公司被动安全业务人均产值仅为 14 万欧元, 显著低于总体人均产能的 28 万欧元。且公司目前资产负债率高达 80%, 负债压力较大如果处理相关低效资产可以缓和公司的负债问题。

图88: 2023年采埃孚分业务人均产值/万欧元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图89: 采埃孚资产负债率



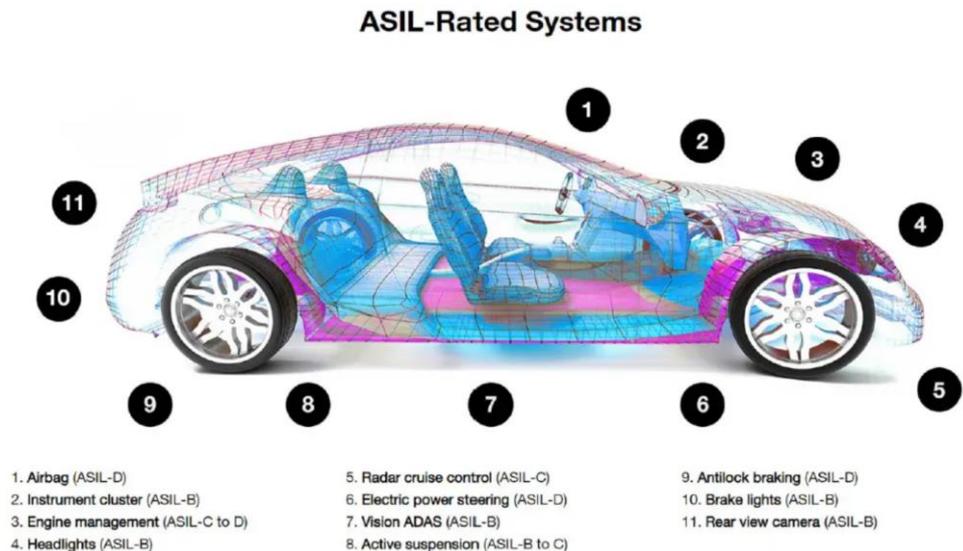
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3.1.5. 安全业务市占率突破: 抓住供应格局转变&自主客户周期向上机遇

采埃孚寻求被动安全业务剥离, 安全业务或迎来变局。回顾 2018 年均胜收购高田, 公司在收购整合几年内份额有所下降且主要份额被龙头奥托立夫抢占, 说明安全业务具备几个特点: 1) 由于汽车安全业务产品需要极高的产品稳定性与供应链稳定性, 客户倾向于采用更稳定的供应商; 2) 当某家龙头企业内部发生问题时, 往往受益的是一线厂商而不是三线厂商。

ASIL D 级别是 ISO 26262 标准中定义的最高安全等级, 设计 ASIL D 的产品需要采取一系列极端严格的设计、验证和管理措施, 确保系统的安全性和可靠性, 在汽车所有环节中仅有安全气囊、ABS/ESC、EPS、ADAS、BMS 等环节才能达到 ASIL D 安全等级。

图90: ASIL 等级划分



数据来源: 汽车之家, 东吴证券研究所

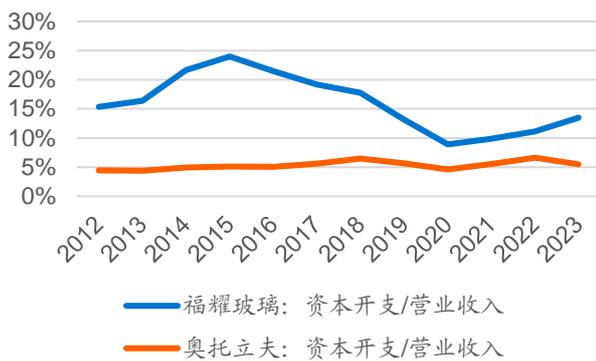
通过奥托立夫和福耀玻璃的比较,我们发现被动安全行业相较于传统制造业资产偏轻:

1) 从资本开支维度来看,奥托立夫资本开支与营业收入比例维持在 5-7%之间(均胜电子也在这个区间),而福耀玻璃经过产能投入期后目前资本开支占收入比例为 10-15% 之间。

2) ROE 维度,福耀玻璃完成全球化布局后 ROE 收敛到 15-20%之间,和奥托立夫大致相当。

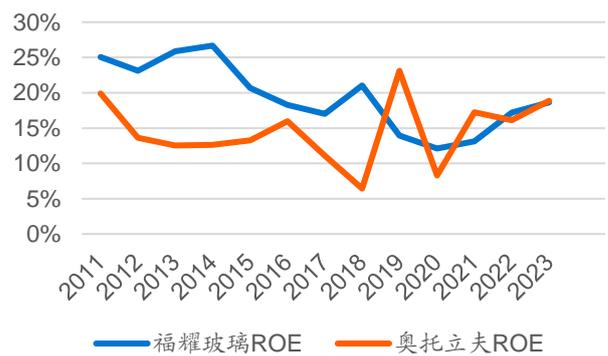
3) 进一步观察福耀和奥托立夫资本开支和收入兑现的差异,奥托立夫收入和资本开支基本同频,而福耀明显有 3-5 年的产能释放周期

图91: 奥托立夫和福耀玻璃资本开支与收入的比例对比



数据来源: wind, 东吴证券研究所

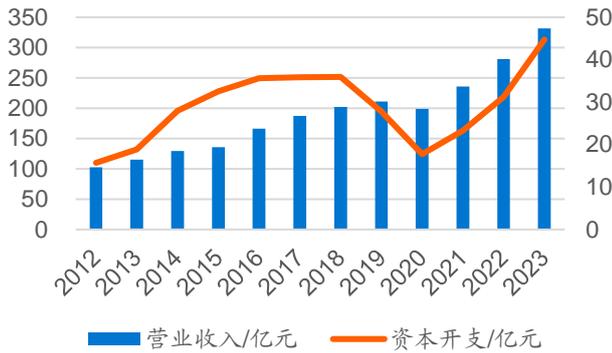
图92: 奥托立夫和福耀玻璃 ROE 对比



数据来源: wind, 东吴证券研究所

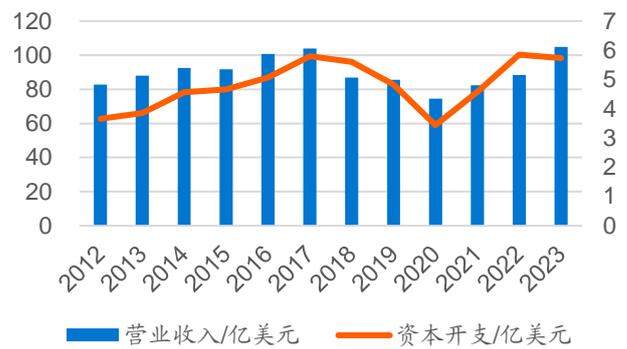
通过奥托立夫和福耀玻璃的比较,我们发现被动安全行业相较于传统制造业产能的投入周期较短: 进一步观察福耀和奥托立夫资本开支和收入兑现的差异,奥托立夫收入和资本开支基本同频,而福耀明显有 3-5 年的产能释放周期。

图93: 福耀玻璃资本开支与营业收入/亿元



数据来源: wind, 东吴证券研究所

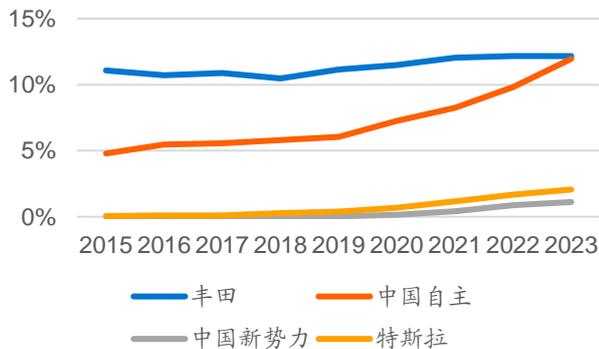
图94: 奥托立夫资本开支与营业收入/亿美元



数据来源: wind, 东吴证券研究所

回顾历年各车企的产量变化, 丰田、中国自主品牌及特斯拉为过去五年销量增长较快的下游车企。丰田安全产品主要由奥托立夫和丰田合成供应, 故我们认为中国自主客户为公司下一步客户突破方向。据公司年报, 2022年以来均胜电子国内新获订单占总订单40%, 中国区收入占比不足20%, 故公司在中国自主客户方面已经有所斩获亟待放量。如: 比亚迪: 新建合肥配套工程, 2024年开始量产; 理想: 连续两年获得“理想价值奖”, 参与理想L系列车型核心安全产品供应。(注: 中国自主仅统计比亚迪、奇瑞、吉利、长安、长城; 中国新势力仅统计理想、小鹏、蔚来、赛力斯、零跑)

图95: 下游整车客户市占率(全球产量口径)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图96: 汽车安全业务主机厂和供应商配套关系(部分)

	奥托立夫	均胜电子	采埃孚	其他
小鹏	X9,G6,P7i,G9,P7	G3i, G3		
理想	L8,L9	ONE		
蔚来	ES6,ET5,ET7	ES8		
比亚迪	宋等	√		√
长安	√	√	√	√
吉利	极氪/沃尔沃/领克	几何等	√	√
奇瑞	√	√	√	√
长城	√	坦克/哈弗	√	
特斯拉	MY(美),M3(美)	M3(中)	MY(德)	√

数据来源: wind, 东吴证券研究所

3.1.6. 远期展望: 乐观假设, 公司安全业务体量仍有翻倍空间

公司兼具ASP提升、已有客户份额提升、客户拓展逻辑: 1) ASP提升逻辑, 汽车安全全球单车价值有望从2023年的1800元提升至2030年的2500元, 仍旧有40%提升空间; 2) 份额提升逻辑, 采埃孚式微双寡头格局延续, 公司有望抢占更多份额; 3) 客户拓展逻辑, 公司通过比亚迪、理想等自主客户的突破有望把握这轮自主崛起趋势, 且中国区市场人效、盈利能力都更好

假设 2030 年全球安全市场规模达到 2000 亿元(2023 年为 1600 亿元,提升 25%),乐观估计公司份额 40%,公司安全业务收入有望触及 800 亿元。

表1: 公司安全业务情景假设

	乐观预期	中性预期
2030 年市场空间/亿元	2000	1800
2030 年市场份额	40%	30%
2030 年净利率	7%	5%
2030 年营业收入/亿元	800	540
2030 年净利润/亿元	56	27

数据来源: wind, marklines, 乘联会, 东吴证券研究所测算

3.2. 电子业务优质资产, 把握全球智能化红利

3.2.1. 比较海内外 Tier1, 公司具备客户、体量的稀缺性

对比海外零部件公司: 均胜在总规模上不占优势,但是海外零部件公司一般业务庞杂,公司在座舱域控、HMI 等细分领域仍具备相对比较优势

对比国内零部件公司: 均胜在汽车电子业务规模上领先,同时海外收入占比较大,具备较好的海外客户基础

表2: 全球汽车电子业务零部件公司对比

公司	国家	2023 年收入 (亿美元)	2023 类汽车电子业务收入 (亿美元)	汽车电子业务占比	2023 年除亚洲收入占比	汽车业务范围
博世	德国	980	601	61%	70%	汽车电子、BMS、底盘等
现代摩比斯	韩国	426	409	96%	25%	底盘、座舱等
大陆	德国	442	217	49%	79%	安全、制动、底盘、自动驾驶、座舱等
安波福	爱尔兰	201	144	72%	72%	电器架构、连接器、线束等
电装	日本	482	121	25%	35%	车载娱乐系统、传感器等
伟世通	美国	40	40	100%	58%	汽车电子
采埃孚	德国	498	29	6%	76%	汽车电子、ADAS 等
均胜电子	中国	79	24	30%	76%	座舱域控、HMI 等
德赛西威	中国	31	31	100%	8%	智能座舱、智能驾驶
华阳集团	中国	10	10	100%	23%	智能座舱等

数据来源: 彭博, 东吴证券研究所

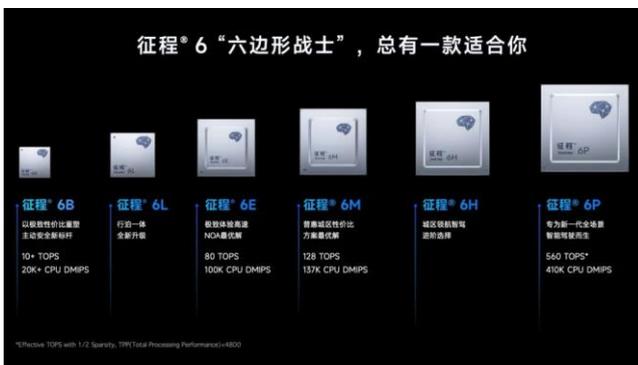
3.2.2. 享受国内红利把握海外客户, 全球智能化稀缺资产

自足国内放眼全球,把握全球智能驾驶红利。公司作为具备多年海外耕耘经验的中

国企业，具备深厚的海外客户积累同时充分把握国内智能驾驶时代机遇。2020 年公司通过将 Joyson Preh Car Connect 与 Preh Car Connect 完成内部重组形成均联智行，背靠中国智能化土壤钻研智能解决方案，目前已经和高通、英伟达等芯片公司建立良好合作。

2024 年地平线推出征程 6 系列芯片，CPU 算力较上一代明显提升，其中征程 6P 的算力为 560TOPS 远超英伟达 ORIN，有望在高阶智驾芯片领域占据一席之地。均胜和地平线具备合作基础，2023 年 5 月公司与地平线签署战略合作协议，2023 年 9 月公司发布首款基于地平线芯片的智能驾驶域控制器产品。此次地平线新产品序列的推出，均胜有望借助国产芯片崛起实现高阶智驾的弯道超车。

图97：地平线 J6 芯片发布



数据来源：wind，东吴证券研究所

图98：2023 年 9 月公司发布基于地平线芯片的智能驾驶域控



数据来源：wind，东吴证券研究所

3.2.3. 发力智驾为时不晚，海外零部件处于同一起跑线

梳理海外龙头 tier1 智能化方面进展，我们认为海外 tier1 发力智能驾驶的时点较早，但落地效果一般，且投入力度或有所减弱：1) 博世、大陆等都已经组织在组织架构层面成立了专注自动驾驶的事业部，体现出了对智能化的重视程度；2) 海外 tier1 具备并购基因，智能化方面大多靠收购、合作等方式拓展能力边际，自身能力储备较弱；3) 大多数海外 tier1 智能化产品还停留在感知层面，仅有博世实现了高阶智能驾驶解决方案的落地；4) 部分海外 tier1 如现代摩比斯已经明显将要减少自动驾驶技术的投资，大多数海外 tier1 这两年将降本增效摆在发展的第一位，对前沿技术的投入趋于保守。

图99：海外 tier1 智能驾驶方面进展（部分）

企业	方向	具体进展
博世	合作	2022年，战略投资文远知行，双方将联合开展智能驾驶软件的开发
		2022年，博世宣布将收购总部位于英国剑桥的自动驾驶软件公司 Five
	2022年，博世宣布将收购德国 3D 地图绘制公司 Atltec GmbH	
组织/产品	2021年，成立了智能驾驶与控制事业部，专注研发智能驾驶、智能座舱、智能网联三大方向，开始对高阶智能驾驶进行开发；	
	2024年，博世联合文远知行实现了高阶智驾首次量产（双ORIN方案），搭配在奇瑞星纪元ES	
大陆	组织/产品	2022年，高级驾驶员辅助系统事业部成为自动驾驶及出行事业群
		2024年，大陆集团自动驾驶及出行事业群调整在中国区的研发布局，将相关产品线的研发从自动驾驶及出行事业群转移到大陆芯智驾
	2022年，与中国头部智能驾驶解决方案公司地平线共同成立合资公司大陆芯智驾	
电装	合作	2023年，行业内首个实现量产的800万像素智能前视摄像头一体机搭载深蓝SL03
		2017年，与广汽集团展开自动驾驶等领域的技术合作；
	2018年，与公司第一大股东丰田汽车等合作成立新公司专注自动驾驶汽车软件技术的研发；	
安波福	合作	2018年，以8亿美元增资收购瑞萨电子4.5%的股份；
		2023年，推出新一代毫米波雷达“GSP3”
	2017年，与激光雷达公司LedarTech签署商业合作，收购自动驾驶创业公司nuTonomy	
现代摩比斯	合作	2020年，和现代合资组建了Motional 智能驾驶公司致力于L4 robotaxi 的开发研究与商业化
		2023年，集度汽车与安波福达成战略合作。
	2024年，安波福中国团队推出了智能汽车架构SVA、边缘到云的风河软件体系，集成了“中国芯”的舱行泊一体化融合方案、ADAS 智能感知系统以及汽车电气化系统级解决方案	
现代摩比斯	合作	2019年，与德尔福旗下子品牌Aptiv共同携手成立了自动驾驶合资公司（Motional），以开发和改进自动驾驶技术和解决方案；
		2022年，向美国雷达初创公司Zendar投资400万美元，用于开发自动驾驶技术，旨在开发出针对L4级自动驾驶技术优化的成像雷达；
	2023年，摩比斯泊车系统升级，升级“记忆泊车辅助”“远程智能泊车辅助”功能	
组织/产品	2024年，宣布扩大在韩国境内自动驾驶测试范围	
	2019年，在深圳设第二个开放创新中心加强与中国本土初创企业在自动驾驶、人工智能、机器人科学等第四产业核心领域的合作	
		2024年，现代摩比斯将大幅减少对自动驾驶技术的投资

数据来源：各公司公告，各公司官网，东吴证券研究所

3.2.4. 远期展望：汽车电子新产品即将迎来量产周期

基盘业务稳定，新汽车电子产品迎来快速量产周期。基盘业务为座舱域控及HMI，这两个业务以外资客户为主，配套关系较好比较稳定，同时座舱业务着力拓展内资客户，如获得较多H客户座舱域控订单

增量业务为功率电子、智能驾驶业务等，2023年年报公司公告获得某全球知名车企800V高压平台功率电子产品的全球性项目定点，全生命周期订单金额约130亿元，同时公司智能驾驶方面与国内外多家芯片公司推进域控制器落地，官宣合作地平线J6芯片。

安全+电子业务协同为公司独具优势。纵观汽车供应链，汽车安全龙头（如奥托立夫，假设采埃孚未来剥离被动安全业务）缺乏汽车电子业务积累，汽车电子龙头公司往往不涉及安全业务，仅均胜同时具备汽车安全及汽车电子的能力。

我们认为“打包交付”或为汽车供应链新趋势。一方面，汽车迭代速度加快，整车厂越来越强调下游客户的系统级交付能力，另一方面，以公司擅长的智能方向盘为例，如今智能汽车的方向盘更多的集成汽车电子功能（如理想L9方向盘集成了小液晶仪表），我们认为安全气囊作为直接嵌入汽车内饰中的环节很有机会做到和座舱内电子的有机协同，届时均胜这种多业务品类公司将迎来前所未有的机遇。

图100: 公司的智能方向盘



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图101: 理想 L9 的方向盘结合液晶仪表



数据来源: wind, 东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资评级

基于以下核心假设, 我们对均胜电子 2024-2026 年业绩做了详细预测。

安全收入: 公司在手订单丰厚, 目前全球市占率第二仍有提升空间, 预计 2024-2026 年营业收入有望实现 398/429/452 亿元, 毛利率处于修复通道预计持续提升。

电子业务: 依托大众、宝马等全球客户持续放量, 新产品功率电子、新能源等产品有望贡献额外收入增长, 预计 2024-2026 年营业收入有望实现 185/209/247 亿元, 盈利中枢基本稳定。

表3: 均胜电子业绩拆分/亿元

	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	557.28	604.16	643.07	703.96
YOY	11.9%	8.4%	6.4%	9.5%
汽车安全系统	385.28	398.45	428.80	452.21
汽车电子系统	167.89	185.41	209.27	246.74
毛利率	15.1%	16.4%	17.7%	18.4%
期间费用率	12.3%	12.0%	11.5%	11.0%
销售费用率	1.4%	1.4%	1.2%	1.2%
管理费用率	4.7%	4.7%	4.6%	4.4%
研发费用率	4.6%	4.4%	4.3%	4.2%
归母净利润/亿元	10.8	15.1	20.4	27.4
YOY	174.8%	39.7%	34.8%	34.2%

数据来源: wind, 东吴证券研究所

我们选取了平台型汽车零部件供应商拓普集团、全球汽车玻璃行业龙头福耀玻璃、汽车安全系统供应商松原股份作为公司的可比公司,2024-2026 平均 PE 为 24/19/16 倍。公司作为汽车电子和安全领域自主龙头,利润修复空间大,安全及电子业务在全球仍有提升空间,估值与可比公司平均值仍有差距,我们认为公司盈利有望保持稳定增长,估值存在提升空间,维持“买入”评级。

表4: 可比公司 PB 估值 (截至 2024 年 10 月 11 日)

公司名称	股票代码	市值/ 亿元	归母净利润/亿元			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
拓普集团*	601689.SH	751.5	28.0	35.1	45.0	26.9	21.4	16.7
福耀玻璃*	600660.SH	1,458.9	70.0	82.5	95.9	20.8	17.7	15.2
松原股份*	300893.SZ	67.4	2.7	3.6	4.5	25.0	18.8	15.0
平均值						24.2	19.3	15.6
均胜电子*	600699.SH	232.7	15.1	20.4	27.4	15.4	11.4	8.5

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (标注*为东吴覆盖, 采用东吴预测数据, 其余采用市场一致性预期)

5. 风险提示

内部整合进展不及预期。公司安全业务处于整合过程中,若整合进度不及预期将影响公司盈利修复速度。

全球汽车销量不及预期。公司为全球布局的汽车零部件公司,若全球汽车销量不及预期将影响公司出货进而影响公司业绩。

均胜电子三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	26,362	29,526	35,427	43,061	营业总收入	55,728	60,416	64,307	70,396
货币资金及交易性金融资产	5,457	7,426	12,384	18,191	营业成本(含金融类)	47,319	50,212	52,783	57,443
经营性应收款项	8,931	9,877	10,493	11,446	税金及附加	160	157	129	141
存货	9,246	9,484	9,677	10,372	销售费用	789	1,027	1,029	986
合同资产	0	0	0	0	管理费用	2,637	2,840	2,894	3,027
其他流动资产	2,728	2,738	2,873	3,052	研发费用	2,541	2,658	2,830	2,816
非流动资产	30,524	29,951	29,231	28,578	财务费用	890	807	805	789
长期股权投资	2,295	2,395	2,495	2,595	加:其他收益	150	181	193	211
固定资产及使用权资产	11,756	11,937	11,688	11,170	投资净收益	205	181	193	211
在建工程	2,761	1,777	1,186	832	公允价值变动	157	0	0	0
无形资产	3,588	3,288	3,088	2,988	减值损失	(161)	(5)	(5)	(5)
商誉	5,547	5,747	5,947	6,147	资产处置收益	29	12	13	70
长期待摊费用	58	68	78	88	营业利润	1,771	3,084	4,233	5,683
其他非流动资产	4,519	4,739	4,749	4,759	营业外净收支	(9)	4	22	27
资产总计	56,887	59,477	64,658	71,639	利润总额	1,762	3,088	4,255	5,710
流动负债	22,631	22,805	23,878	25,732	减:所得税	522	927	1,276	1,713
短期借款及一年内到期的非流动负债	7,809	7,553	7,853	8,353	净利润	1,240	2,162	2,978	3,997
经营性应付款项	9,710	9,861	10,366	11,281	减:少数股东损益	157	649	938	1,259
合同负债	658	846	900	986	归属母公司净利润	1,083	1,513	2,040	2,738
其他流动负债	4,453	4,545	4,758	5,112	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.77	1.07	1.45	1.94
非流动负债	15,130	16,159	17,289	18,419	EBIT	2,296	3,896	5,060	6,498
长期借款	11,960	12,960	13,960	14,960	EBITDA	5,200	6,094	7,195	8,566
应付债券	0	100	200	300	毛利率(%)	15.09	16.89	17.92	18.40
租赁负债	619	649	679	709	归母净利率(%)	1.94	2.50	3.17	3.89
其他非流动负债	2,551	2,449	2,449	2,449	收入增长率(%)	11.92	8.41	6.44	9.47
负债合计	37,760	38,963	41,166	44,150	归母净利润增长率(%)	174.79	39.71	34.81	34.20
归属母公司股东权益	13,579	14,318	16,358	19,096					
少数股东权益	5,547	6,196	7,134	8,393					
所有者权益合计	19,126	20,514	23,492	27,489					
负债和股东权益	56,887	59,477	64,658	71,639					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3,929	4,321	5,739	6,388	每股净资产(元)	9.64	10.16	11.61	13.56
投资活动现金流	(2,828)	(1,483)	(1,202)	(1,121)	最新发行在外股份(百万股)	1,409	1,409	1,409	1,409
筹资活动现金流	(726)	(937)	421	540	ROIC(%)	4.17	6.71	8.05	9.28
现金净增加额	408	1,869	4,958	5,807	ROE-摊薄(%)	7.98	10.57	12.47	14.34
折旧和摊销	2,905	2,198	2,135	2,067	资产负债率(%)	66.38	65.51	63.67	61.63
资本开支	(3,140)	(1,407)	(1,265)	(1,203)	P/E(现价&最新股本摊薄)	21.48	15.38	11.41	8.50
营运资本变动	(886)	(744)	(161)	(462)	P/B(现价)	1.71	1.63	1.42	1.22

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>