

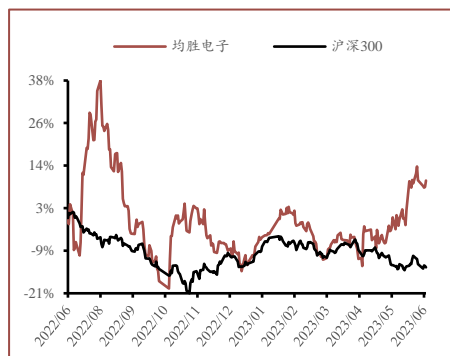
全球业务布局保障发展，智能驾驶进程加速

■ 证券研究报告

投资评级:增持(维持)
基本数据
2023-06-29

收盘价(元)	17.51
流通股本(亿股)	13.68
每股净资产(元)	9.07
总股本(亿股)	13.68

最近 12 月市场表现


分析师 杨烨

 SAC 证书编号: S0160522050001
 yangye01@ctsec.com

分析师 邢重阳

 SAC 证书编号: S0160522110003
 xingcy01@ctsec.com

联系人 王妍丹

wangyd01@ctsec.com

相关报告

1. 《均联智行发布首款智能驾驶域控制器 nDriveH》 2023-06-04
2. 《新签订单高增，收入结构优化成长可期》 2023-03-31
3. 《全年扭亏为盈，业绩持续向好》 2023-01-20

核心观点

- ❖ **全球布局保障公司业务韧性，在手订单充足发展能见度高。**公司客户以全球龙头车企为主，2022 年公司收入中 76%来自于国外，全球业务布局之下，公司业务发展与单一市场系统性风险的相关性弱，业务韧性强。订单方面，根据公司 2022 年年报，公司 2022 年新获全生命周期订单超 760 亿元，其中 800V 高压快充、智能网联等新兴业务领域产品取得了较大的突破。
- ❖ **安全业务龙头裁员，公司有望加速提升份额。**2023 年 6 月，全球汽车安全系统制造商龙头奥托立夫宣布裁员 8000 人，相当于员工总数 11%。本次裁员主要目标为消减成本，我们认为，奥托立夫的裁员或一定程度反映了全球汽车安全市场格局正在变化，均胜电子有望通过其全球化供应链布局战略加速提升市场份额。
- ❖ **首款智能驾驶域控产品 nDriveH，采用高通骁龙芯片平台，AI 算力高达 200TOPS。**2023 年 5 月，均胜电子发布首款智能驾驶域控制器产品 nDriveH。根据公司官网及公众号，nDriveH 是全球首批基于高通 Snapdragon Ride 第二代芯片平台的自动驾驶硬件解决方案，基于软硬件深度融合的行泊一体设计，AI 芯片算力高达 200TOPS，可支持 3L5R12V12U，实现 HPA、NOP、HWA 等自动驾驶场景。产品拥有高性能、全冗余、全路径 ASIL-D 的特性，具有强算力、全方位感知和双芯片结构设计的特质，并通过最高等级功能安全认证，同时在轻量化、功耗和可靠性等方面表现出色。
- ❖ **投资建议：**公司汽车安全业务进入整合尾声，业务发展边际向好；汽车电子业务伴随智能化、电动化的产业趋势，业务合作与下游订单均处于高景气期；营收与业绩触底反弹可期。我们预计公司 2023-2025 年分别实现收入 539、593、651 亿元，实现归母净利润 10.6、16.4、23.2 亿元，对应当前 PE 估值分别为 23x、15x、10x，维持“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**汽车智能化、电动化发展不及预期风险；汽车安全行业发展不及预期风险；原材料和运费大幅上涨的风险；宏观经济下行风险。

盈利预测：

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	45670	49793	53900	59297	65129
收入增长率(%)	-4.64	9.03	8.25	10.01	9.84
归母净利润(百万元)	-3753	394	1055	1636	2321
净利润增长率(%)	-709.13	110.50	167.54	55.12	41.89
EPS(元/股)	-2.74	0.29	0.77	1.20	1.70
PE	—	48.45	22.71	14.64	10.32
ROE(%)	-33.00	3.22	7.92	10.95	13.44
PB	2.64	1.57	1.80	1.60	1.39

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	45670.03	49793.35	53900.00	59297.00	65129.20	成长性					
减:营业成本	40360.31	43838.96	46009.60	50092.42	54492.70	营业收入增长率	-4.6%	9.0%	8.2%	10.0%	9.8%
营业税费	122.21	141.06	152.69	167.98	184.51	营业利润增长率	-896.2%	107.5%	301.9%	55.1%	42.7%
销售费用	1184.57	845.17	916.30	1008.05	1107.20	净利润增长率	-709.1%	110.5%	167.5%	55.1%	41.9%
管理费用	2764.81	2381.93	2641.10	2745.45	3015.48	EBITDA 增长率	-34.5%	86.4%	-6.1%	21.2%	19.5%
研发费用	2346.68	2138.85	2479.40	2786.96	3061.07	EBIT 增长率	-503.9%	149.1%	225.0%	34.9%	30.1%
财务费用	971.72	477.53	581.99	547.72	499.19	NOPLAT 增长率	1,606.3%	-120.5%	501.7%	34.9%	30.1%
资产减值损失	-2094.01	-49.26	-1.04	-190.05	-240.06	投资资本增长率	-9.5%	4.4%	2.8%	4.2%	5.7%
加:公允价值变动收益	63.19	101.78	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	-13.4%	5.0%	6.0%	8.7%	11.4%
投资和汇兑收益	161.48	124.47	0.00	0.00	0.00	利润率					
营业利润	-3877.94	291.56	1171.78	1817.67	2594.13	毛利率	11.6%	12.0%	14.6%	15.5%	16.3%
加:营业外净收支	-11.33	188.26	0.00	0.00	-15.00	营业利润率	-8.5%	0.6%	2.2%	3.1%	4.0%
利润总额	-3889.27	479.82	1171.78	1817.67	2579.13	净利率	-9.9%	0.5%	2.0%	2.8%	3.6%
减:所得税	646.19	246.56	117.18	181.77	257.91	EBITDA/营业收入	4.0%	6.9%	6.0%	6.6%	7.2%
净利润	-3753.29	394.18	1054.60	1635.90	2321.21	EBIT/营业收入	-2.4%	1.1%	3.3%	4.0%	4.7%
资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	运营效率					
货币资金	6246.97	5404.95	6984.56	9258.03	12385.87	固定资产周转天数	87	82	72	62	54
交易性金融资产	899.81	465.79	465.79	465.79	465.79	流动营业资本周转天数	34	12	16	18	21
应收账款	6846.87	7600.89	8269.59	9097.62	9992.43	流动资产周转天数	194	183	188	196	207
应收票据	356.33	485.78	525.85	578.50	635.40	应收账款周转天数	55	56	56	56	56
预付账款	139.42	177.92	186.73	203.30	221.16	存货周转天数	64	71	71	71	71
存货	7030.99	8511.66	8933.10	9725.81	10580.16	总资产周转天数	410	397	378	361	348
其他流动资产	938.29	1008.14	1008.14	1008.14	1008.14	投资资本周转天数	291	278	264	250	241
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	-33.0%	3.2%	7.9%	10.9%	13.4%
长期股权投资	1945.80	2087.30	2167.30	2247.30	2337.30	ROA	-7.3%	0.7%	1.9%	2.8%	3.7%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	-3.5%	0.7%	4.0%	5.2%	6.4%
固定资产	10921.53	11146.16	10588.63	10058.97	9555.79	费用率					
在建工程	1834.21	2148.64	2148.64	2148.64	2148.64	销售费用率	2.6%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
无形资产	3458.26	3238.41	2469.71	1646.49	750.92	管理费用率	6.1%	4.8%	4.9%	4.6%	4.6%
其他非流动资产	591.42	1027.70	1027.70	1027.70	1027.70	财务费用率	2.1%	1.0%	1.1%	0.9%	0.8%
资产总额	51326.68	54112.09	55798.51	58587.29	62151.25	三费/营业收入	10.8%	7.4%	7.7%	7.3%	7.1%
短期债务	3396.27	3007.59	3007.59	3007.59	3007.59	偿债能力					
应付账款	7118.71	8846.70	9284.73	10108.65	10996.62	资产负债率	67.2%	67.3%	66.4%	65.2%	63.5%
应付票据	132.13	74.76	78.46	85.43	92.93	负债权益比	204.5%	205.7%	197.5%	187.3%	173.6%
其他流动负债	1667.65	1483.04	1483.04	1483.04	1483.04	流动比率	1.41	1.20	1.29	1.41	1.55
长期借款	13498.55	12467.74	12467.74	12467.74	12467.74	速动比率	0.99	0.78	0.86	0.96	1.09
其他非流动负债	102.99	86.91	86.91	86.91	86.91	利息保障倍数	-1.07	0.58	2.50	3.38	4.39
负债总额	34471.96	36408.42	37040.23	38193.11	39435.86	分红指标					
少数股东权益	5481.44	5450.78	5450.78	5450.78	5450.78	DPS(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	1368.08	1368.08	1368.08	1368.08	1368.08	分红比率					
留存收益	657.69	1051.88	2106.48	3742.38	6063.59	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	16854.72	17703.68	18758.28	20394.18	22715.39	业绩和估值指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	EPS(元)	-2.74	0.29	0.77	1.20	1.70
净利润	-4535.46	233.26	1054.60	1635.90	2321.21	BVPS(元)	8.31	8.96	9.73	10.92	12.62
加:折旧和摊销	2936.65	2887.49	1463.02	1534.93	1583.73	PE(X)	—	48.4	22.7	14.6	10.3
资产减值准备	2129.62	33.50	1.04	190.05	240.06	PB(X)	2.6	1.6	1.8	1.6	1.4
公允价值变动损失	-63.19	-101.78	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	1026.23	932.11	700.61	700.61	700.61	P/S	0.7	0.4	0.4	0.4	0.4
投资收益	-161.48	-124.47	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	23.6	9.9	11.6	9.0	6.8
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	CAGR(%)					
营运资金的变动	329.20	-1645.51	-600.70	-659.96	-713.93	PEG	—	0.4	0.1	0.3	0.2
经营活动产生现金流量	1821.49	2169.82	2618.56	3401.52	4146.68	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-2393.61	-2674.85	-338.34	-427.45	-318.23	REP					
融资活动产生现金流量	-1985.31	-230.94	-700.61	-700.61	-700.61						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露**● 分析师承诺**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

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、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。