

麦格米特（002851）中报点评

2019 年 08 月 15 日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

研究助理 柴嘉辉

chaijh@dwzq.com.cn

中报超预期，新能源汽车高增、并表增厚业绩 买入（维持）

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2,394	3,562	4,909	6,535
同比（%）	60.2%	48.8%	37.8%	33.1%
归母净利润（百万元）	202	374	493	638
同比（%）	72.7%	85.0%	31.8%	29.5%
每股收益（元/股）	0.65	0.80	1.05	1.36
P/E（倍）	30.01	24.33	18.46	14.26

投资要点

- **营收同增 61%、盈利同增 148%超预期。**公司 19H1 实现营业收入 16.6 亿元，同比增长 61.06%；实现归属母公司净利润 1.62 亿元，同比增长 148.07%，对应 EPS 为 0.34 元。2019H1 毛利率为 24.84%，同比下降 4.32pct；归母净利率为 9.74%，同比上升 3.42pct，业绩增长超预期。
- **新能源汽车板块北汽等大客户放量，退补、产品集成化影响毛利率。**2019H1 公司新能源汽车+轨交板块营收 5.52 亿元，同比+238.8%、环比+23.7%；毛利率 23.2%，同比-11.4pct、环比-13.0pct。公司为北汽 A0 级及以上车型 EU/EC 系列的 PEU 系统主要供应商，2019 年起北汽车型迅速放量贡献业绩。今年北汽产量目标 20 万辆，将继续驱动公司新能源板块业绩高增。另一方面，行业补贴退坡对毛利率产生影响；同时今年公司新能源汽车产品结构从单一 MCU 向 PEU（MCU+OBC+DC/DC 等）过渡，毛利率也有小幅下降，但产品价值量提升一定程度上抵销了产品降价对毛利率的影响。
- **家电、工控增长稳健，工业电源增长较好。**2019H1 家电板块收入 7.04 亿元，同比+23.2%，环比+34.4%；毛利率 21.5%，同比-3.3pct、环比-2.0pct。H1 增速较 Q1 50%左右的增速趋缓，但整体增速仍较高，其中，变频、显示增长较好。2019H1 公司工业自动化板块实现营收 1.53 亿元，同比+26.4%、环比+14.0%；毛利率 37.9%，同比-0.1pct 基本持平，环比+6.1pct。工控行业 Q1 复苏、Q2 受贸易战影响回落，公司受行业影响，变频、PLC 等产品持平或略下降，但业务边界不断拓宽，稳健增长。
- **工业电源 H1 同增 43.6%，通信电源受益 5G 发展有望持续高增。**2019H1 工业电源板块营收 2.46 亿元，同比+43.6%，环比-1.2%基本持平；毛利率 29.8%，同比-2.2pct、环比+0.1pct。上半年通信电源受益 5G 建设大幅增长，公司积极与欧洲 5G 核心供应商爱立信、飞利浦等国际客户合作，预计通信板块仍将维持高增速。医疗电源增长稳健。
- **怡和卫浴、深圳驱动、深圳控制三家子公司 18 年下半年并表贡献利润。**怡和卫浴/深圳驱动/深圳控制 18 年下半年开始并表，19H1 三家公司净利润分别 0.32/0.67/0.09 亿元，完成率分别 33.7%/96.2%/48.5%，19/20 年业绩承诺合计 1.83/2.35 亿元，预计仍能超额完成。
- **盈利预测与投资评级：**预计 2019-21 年归母净利润分别为 3.74/4.93/6.38 亿，同增 85.0%/31.8%/29.5%；EPS 分别为 0.80/1.05/1.36 元，对应现价 PE 分别 24 倍/18 倍/14 倍。考虑到公司跨领域多元化布局，多轮驱动业绩增长，进入协同效率提升期，给予 2019 年 35 倍 PE，目标价 28 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济下行、降价幅度超预期、销量低于预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	19.38
一年最低/最高价	11.26/26.28
市净率(倍)	5.13
流通 A 股市值(百万元)	4604.65

基础数据

每股净资产(元)	3.78
资产负债率(%)	49.80
总股本(百万股)	469.46
流通 A 股(百万股)	237.60

相关研究

- 1、《麦格米特（002851）：新能源汽车和收购并表增厚，预告大幅度增长》2019-07-22
- 2、《麦格米特（002851）年报点评：年报高增长，新能源车和智能家电双轮驱动》2019-04-17
- 3、《麦格米特（002851）：业绩高增长，并表值期待》2018-08-24

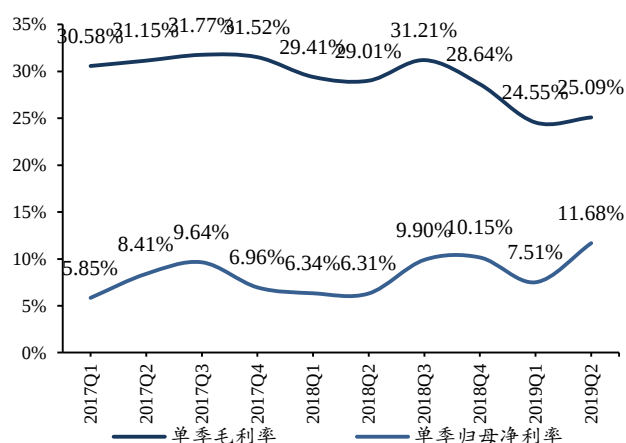
营收同增 61%、盈利同增 148%超预期。公司发布 2019 年半年报，报告期内实现营业收入 16.6 亿元，同比增长 61.06%；实现利润总额 1.7 亿元，同比增长 53.35%；实现归属母公司净利润 1.62 亿元，同比增长 148.07%，对应 EPS 为 0.34 元。其中第 2 季度，实现营业收入 8.87 亿元，同比增长 37.11%，环比增长 14.61%；实现归属母公司净利润 1.04 亿元，同比增长 153.68%，环比增长 78.25%。2 季度对应 EPS 为 0.22 元。2019H1 毛利率为 24.84%，同比下降 4.32pct，第二季度毛利率 25.09%，同比下降 3.92pct，环比上升 0.54pct；2019H1 归母净利率为 9.74%，同比上升 3.42pct，第二季度归母净利率 11.68%，同比上升 5.37pct，环比上升 4.17pct。收入和利润增长总体超预期。

表 1：2019 年 H1 收入 16.6 亿元，同比增长 61.06%；盈利 1.62 亿元，同比增长 148.07%

麦格米特	2019H1	2018H1	同比	2019Q2	2018Q2	单季度同比	2019Q1	环比
营业收入	16.60	10.31	61.1%	8.87	6.47	37.1%	7.74	14.6%
毛利率	24.8%	29.2%		25.1%	29.0%		24.6%	
营业利润	1.69	1.11	51.8%	1.02	0.70	45.1%	0.67	51.3%
利润总额	1.70	1.11	53.3%	1.02	0.70	45.6%	0.68	50.7%
归属母公司净利润	1.62	0.65	148.1%	1.04	0.41	153.7%	0.58	78.3%
扣非归母净利润	1.41	0.51	175.6%	0.88	0.36	142.8%	0.53	66.3%
归母净利率	9.7%	6.3%		11.7%	6.3%		7.5%	
股本	4.69	2.71		4.69	2.71		3.13	-
EPS	0.34	0.24	43.2%	0.22	0.15	46.4%	0.19	18.8%

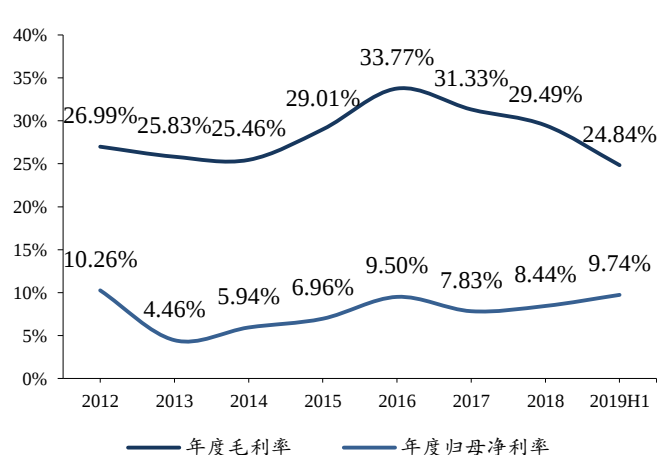
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 1：Q2 毛利率持稳，净利率上升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：公司年度毛利率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 2：麦格米特半年度业绩拆分

报告期	2016H1	2016H2	2017H1	2017H2	2018H1	2018H2	2019H1
智能家电电控产品							
收入	2.69	2.71	3.10	4.22	5.72	5.24	7.04
YoY			15.2%	55.7%	84.5%	24.2%	23.2%
QoQ		0.7%	14.4%	36.1%	35.5%	-8.4%	34.4%
毛利	0.72	0.76	0.80	1.19	1.42	1.23	1.51
毛利率(%)	26.8%	28.0%	25.8%	28.2%	24.8%	23.5%	21.5%
新能源及轨道交通产品							
收入					1.63	4.46	5.52
YoY							238.8%
QoQ						173.9%	23.7%
毛利					0.56	1.62	1.28
毛利率(%)					34.6%	36.2%	23.2%
工业定制电源							
收入	1.43	2.16	1.85	2.41	1.72	2.49	2.46
YoY			29.4%	11.6%	-7.3%	3.5%	43.6%
QoQ		51.0%	-14.4%	30.3%	-28.8%	45.4%	-1.2%
毛利	0.50	0.74	0.62	0.84	0.55	0.74	0.73
毛利率(%)	35.0%	34.3%	33.5%	34.9%	32.0%	29.7%	29.8%
工业自动化产品							
收入	0.96	1.54	1.34	2.03	1.21	1.35	1.53
YoY			39.6%	31.8%	-9.4%	-33.7%	26.4%
QoQ		60.4%	-13.0%	51.5%	-40.2%	10.9%	14.0%
毛利	0.42	0.73	0.52	0.71	0.46	0.43	0.58
毛利率(%)	43.8%	47.4%	38.8%	35.0%	38.0%	31.8%	37.9%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

新能源汽车板块北汽等大客户放量，退补、产品集成化影响毛利率。2019H1 公司新能源汽车+轨交板块营收 5.52 亿元，同比+238.8%、环比+23.7%；毛利率 23.2%，同比-11.4pct、环比-13.0pct。公司为北汽 A0 级及以上车型 EU/EC 系列的 PEU 系统主要供应商，2019 年起北汽车型迅速放量贡献业绩。GGII 数据显示，2019 年 1-6 月北汽纯电动乘用车合计产量 6.55 万辆（EU+EC+EX 系列），同增 18.8%，其中麦格米特主供的 EU 系列上半年产量 5.00 万辆，上年同期仅 3057 辆，今年北汽产量目标 20 万辆，将继续驱动公司新能源板块业绩高增；此外，东风、吉利等车型今年也有放量，也贡献了部分增量业绩，预计全年板块收入规模继续高增。另一方面，行业补贴退坡对毛利率产生影响；同时今年公司新能源汽车产品结构从单一 MCU 向 PEU（MCU+OBC+DC/DC 等）过渡，毛利率也有小幅下降，但产品价值量提升一定程度上抵销了产品降价对毛利率的影响。

家电增长稳健，变频、显示增长较好。2019H1 家电板块收入 7.04 亿元，同比+23.2%，环比+34.4%；毛利率 21.5%，同比-3.3pct、环比-2.0pct。H1 增速较 Q1 50%左右的增速趋缓，但整体增速仍较高。细分来看，增速大部分来自变频、显示，变频+显示增速在 40-50%，显示目前已开拓了不同的细分应用领域，变频海外销售规模扩大，预计全年仍将维持 40%以上的增速；卫浴板块公司已经与 7-8 家大客户深度合作，但 19 年大客户小米订单减少，影响了版块增速。

工业电源 H1 同增 43.6%，通信电源受益 5G 发展有望持续高增。2019H1 工业电源板块营收 2.46 亿元，同比+43.6%，环比-1.2%基本持平；毛利率 29.8%，同比-2.2pct、环比+0.1pct。上半年通信电源大幅增长，主要受益 5G 基础设施的建设，公司上半年积极与爱立信、飞利浦、魏德米勒、西门子等国际客户合作，5G 基础设施开建后这些客

户将成为欧洲核心设备供应商，预计通信版块仍将维持高增速。医疗电源受到关税影响，但影响基本可控，基本保持稳健增长，后续有继续获得关税豁免的可能，且医疗产品毛利率较高。预计全年工业电源版块继续维持 30%左右增速。

工控行业上半年回落，公司积极拓宽业务边界维持增长。2019H1 公司工业自动化版块实现营收 1.53 亿元，同比+26.4%、环比+14.0%；毛利率 37.9%，同比-0.1pct 基本持平，环比+6.1pct。工控行业 19 年 Q1 出现一定复苏迹象，行业营收同比+1.7%环比上升，但 Q2 受贸易战扰动景气度下行，下游投资信心转弱、资本开支放缓，Q2 工控行业营收同比-1.0%。公司受行业影响，变频、PLC 等产品持平或略下降，但公司积极拓宽业务边界，2019H1 智能焊机业务稳步增长，同时不断提升产品的技术含量和工业附加值。此外，目前公司的新业务光伏、电击器、智能采油设备等目前统计在工业自动化分类下，19 年 H1 光伏业务开始有起色、智能采油设备开始批量供货，也贡献了部分增量。

怡和卫浴、深圳驱动、深圳控制三家子公司 18 年下半年并表贡献利润。18 年，公司定增收购怡和卫浴 34%、深圳驱动 58.7%、深圳控制 46%股权，完成后分别持有怡和卫浴/深圳驱动/深圳控制 86%/99.7%/100%股权，18 年下半年开始并表，18 年三家子公司扣非归母净利润分别 0.75/0.92/0.14 亿元，超额完成业绩承诺；19H1 三家公司净利润分别 0.32/0.67/0.09 亿元，完成率分别 33.7%/96.2%/48.5%，19/20 年业绩承诺合计 1.83/2.35 亿元，预计仍能超额完成，将继续贡献利润增量。

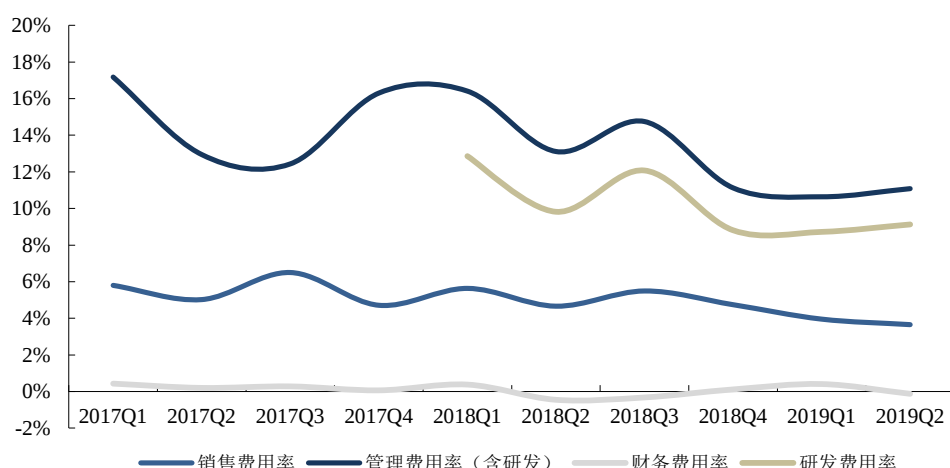
表 3：三家并表子公司 18 年-19H 业绩承诺完成情况（万元）

	2018			2019			2020	2021
	净利润	承诺数	完成率	19H1净利润	承诺数	19H1完成率	承诺数	承诺数
怡和卫浴	7476.19	7100	105.3%	3199.78	9500	33.7%	12000	14400
深圳驱动	9187.93	5500	167.1%	6731.11	7000	96.2%	9000	10700
深圳控制	1414.14	1300	108.8%	872.70	1800	48.5%	2500	3100
合计	18078.26	13900	130.1%	10803.59	18300	59.0%	23500	28200

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

费用率大幅下降 4.43%，研发加计扣除降低所得税。公司 2019H1 费用同比增长 23.94%至 2.46 亿元，期间费用率下降 4.43 个百分点至 14.79%。其中，销售、管理（含研发）分别同比上升 21.62%、上升 22.14%至 0.63 亿元、1.81 亿元，财务费用为 204 万元，上年同期-147 万元；费用率分别下降 1.23、下降 3.47、上升 0.27 个百分点至 3.79%、10.88%、0.12%，费用率大幅下降一方面显示出公司费用控制收效显著，同时年同期重组费用导致技术较高。上半年研发费用同比上升 31.44%至 1.48 亿元，研发费用率同比下降 2.01pct 至 8.94%，持续高研发投入。第二季度，销售、管理（含研发）、财务费用分别同比+7.45%/+15.89%/+61.95%，费用率分别为 3.65%/11.08%/-0.13%。此外，19H1 公司所得税费用仅 639 万元，同比-31.35%，主要是研发加计扣除由 50%变更为 75%影响。

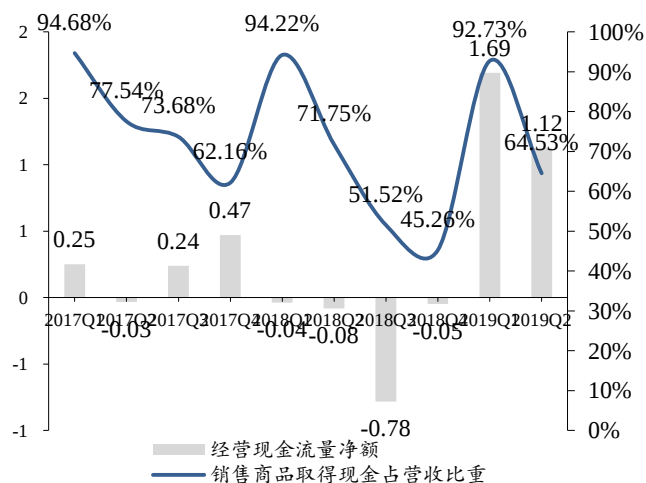
图 3：销售、管理费用同比下降



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

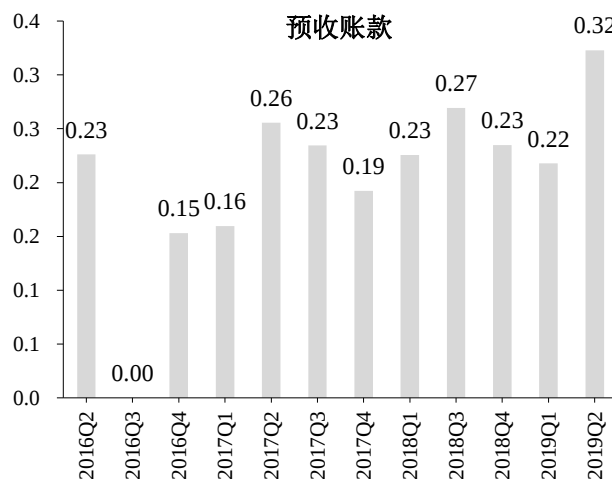
票据贴现引起现金流大幅改善。2019H1 经营活动现金流量净流入 2.82 亿元，上年同期净流出 0.12 亿元，主要原因是本期票据同比增加；销售商品取得现金 12.89 亿元，同比增长 56.13%。期末预收款项 0.32 亿元，比年初增长 37.54%。期末应收账款 7.2 亿元，较期初增长 0.29 亿元，应收账款周转天数下降 7.53 天至 76.44 天。期末存货 9.02 亿元，较期初上升 0.74 亿元；存货周转天数下降 15 天至 124.76 天。

图 4：现金流大幅改善（亿元）



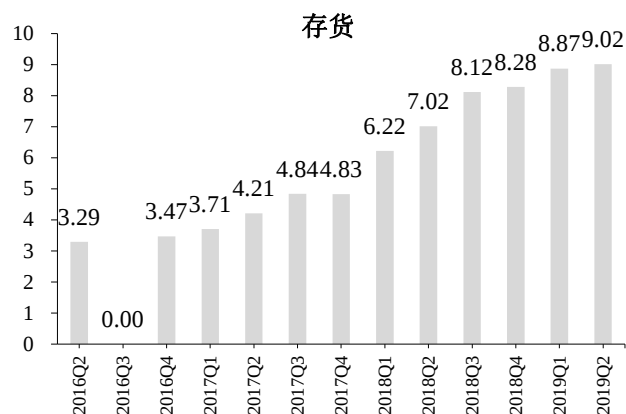
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 5：预收账款环比上升（亿元）



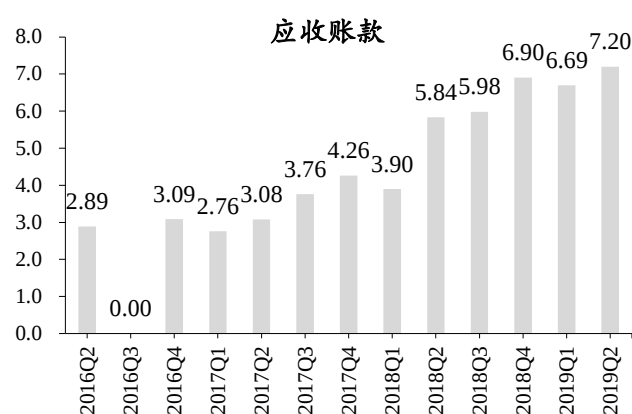
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 6：存货同比上升（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 7：应收账款同比上升（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

盈利预测与投资建议：预计 2019-21 年归母净利润分别为 3.74/4.93/6.38 亿，同增 85.0%/31.8%/29.5%；EPS 分别为 0.80/1.05/1.36 元，对应现价 PE 分别 24 倍/18 倍/14 倍。考虑到公司跨领域多元化布局，多轮驱动业绩增长，进入协同效率提升期，给予 2019 年 35 倍 PE，目标价 28 元，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行、降价幅度超预期、销量低于预期

麦格米特三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2570.1	3812.4	5081.9	6567.3	营业收入	2393.7	3562.3	4909.1	6534.6
现金	151.2	200.0	210.0	220.5	减:营业成本	1687.9	2642.3	3680.4	4950.3
应收账款	1212.1	1749.8	2339.0	3020.1	营业税金及附加	12.5	18.6	25.7	34.2
存货	827.8	1257.0	1698.4	2215.8	营业费用	120.8	131.8	171.8	215.6
其他流动资产	379.0	605.6	834.5	1110.9	管理费用	71.3	387.0	517.7	668.8
非流动资产	612.0	706.8	750.4	772.2	财务费用	-2.5	7.2	15.3	16.8
长期股权投资	32.0	32.0	32.0	32.0	资产减值损失				
固定资产	302.9	400.0	445.9	469.9	加:投资净收益	20.2	25.0	25.0	25.0
在建工程					其他收益	-257.4	-17.7	-17.7	-17.7
无形资产	68.8	66.5	64.2	61.9	营业利润	266.5	382.7	505.4	656.1
其他非流动资产	208.4	208.4	208.4	208.4	加:营业外净收支	0.5	10.0	12.0	13.8
资产总计	3182.1	4519.2	5832.4	7339.5	利润总额	266.9	392.7	517.4	669.9
流动负债	1450.8	2424.1	3258.0	4144.7	减:所得税费用	9.4	13.8	18.1	23.5
短期借款	8.0	279.2	353.0	345.2	少数股东损益	55.5	4.9	6.5	8.4
应付账款	1266.9	1923.8	2599.3	3391.2	归属母公司净利润	202.1	374.0	492.8	638.0
其他流动负债	175.9	221.1	305.7	408.3	EBIT	503.9	384.9	515.7	667.9
非流动负债	47.2	47.2	47.2	47.2	EBITDA	541.7	405.8	540.8	697.0
长期借款	20.0	20.0	20.0	20.0					
其他非流动负债	27.2	27.2	27.2	27.2	重要财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
负债合计	1497.9	2471.3	3305.2	4191.8	每股收益(元)	0.65	0.80	1.05	1.36
少数股东权益	37.4	42.1	48.2	56.2	每股净资产(元)	5.26	4.27	5.28	6.59
					发行在外股份(百万股)	313.0	469.5	469.5	469.5
归属母公司股东权益	1646.8	2005.8	2478.9	3091.4	ROIC(%)	31.2%	18.5%	19.2%	20.3%
负债和股东权益	3182.1	4519.2	5832.4	7339.5	ROE(%)	12.3%	18.6%	19.9%	20.6%
					毛利率(%)	29.5%	25.8%	25.0%	24.2%
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	8.4%	10.5%	10.0%	9.8%
经营活动现金流	-94.9	-110.8	44.6	114.7	资产负债率(%)	47.1%	54.7%	56.7%	57.1%
投资活动现金流	132.4	-96.7	-88.7	-70.8	收入增长率(%)	60.2%	48.8%	37.8%	33.1%
筹资活动现金流	-52.7	256.3	54.1	-33.4	净利润增长率(%)	72.7%	85.0%	31.8%	29.5%
现金净增加额	-5.6	48.8	10.0	10.5	P/E	30.01	24.33	18.46	14.26
折旧和摊销	37.8	21.0	25.1	29.1	P/B	3.68	4.54	3.67	2.94
资本开支	-70.8	-96.7	-88.7	-70.8	EV/EBITDA	13.96	21.04	17.33	14.72
营运资本变动	-170.8	-530.4	-499.4	-580.4					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

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>