

平台战略下主业多点开花，新能源下滑拖累买入（维持）

2020年08月27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

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3,560	3,921	5,121	6,508
同比（%）	48.7%	10.1%	30.6%	27.1%
归母净利润（百万元）	361	403	519	702
同比（%）	78.7%	11.5%	28.8%	35.3%
每股收益（元/股）	0.77	0.82	1.05	1.42
P/E（倍）	36.05	33.96	26.37	19.49

投资要点

■ 中报营收-7.1%、利润-4.8%，毛利率+3.3pct、大幅改善。公司 20H1 实现营收 15.42 亿元，同比-7.14%；实现归母净利润 1.54 亿元，同比-4.76%。其中 20Q2 实现营收 8.82 亿元，同比-0.55%，环比+33.62%；归母净利润 0.97 亿元，同比-6.09%，环比+71.48%，整体来看，麦格米特 Q2 营收同比接近持平，主业经营边际恢复明显，但费用同比增加、可转债计提财务费用等影响 Q2 利润降幅略有扩大。20H1 毛利率为 28.12%，同比上升 3.27pct，20Q2 毛利率 28.89%，同比上升 3.80pct，环比上升 1.82pct，毛利率大幅改善来自于高毛利的工控、医疗电源等产品占比提升，低毛利的新能源汽车占比下降，同时工控、工业电源产品毛利率大幅改善。

■ 整体来看，麦格米特平台化布局的成效进一步凸显，以电力电子及相关控制技术为基础，兼顾内生发展、外延拓展，稳步推进核心技术在多领域的应用。20H1 公司的工业电源、工业自动化板块高速增长，智能家居电控平稳增长，分产品来看油服设备、医疗电源、变频家电、工业微波、通信电源、驱动及控制产品线均保持高速增长，但受疫情影响新能源汽车、卫浴板块出现明显下滑，有一定的拖累。其中：1）智能家电电控领域整体稳健，新市场多点开花，卫浴 Q2 起也明显恢复，20H1 公司智能家电电控收入 7.2 亿，同比+1.8%；2）工业电源收入高增、毛利率改善，医疗、通信是亮点，20H1 公司工业电源产品收入 3.45 亿，同比+40.1%，毛利率同比+2.5pct 至 32.2%；3）工业自动化高增长，多元化布局收获成效，20H1 公司工业自动化产品收入 1.95 亿，同比+26.8%，毛利率大幅提升 6.2pct 至 44.1%；4）新能源汽车受行业影响，下降明显，20H 新能源及轨交产品销售 2.61 亿，同比-52.7%，毛利 22.3%，小幅-0.9pct。

■ 疫情背景下，公司不断强化平台化企业优势、修炼内功：1）产品端强化研发投入、搭建研发平台，不断推出新产品，20H 研发费用 1.66 亿，同比+11.56%，占收入 10.7%；2）营销方面强化平台建设，深化代表处之间和代表处与事业部、子公司之间的交流融合；3）深化国内外布局，在南山联合建设留仙洞总部基地，推进长沙智能产业中心、株洲基地建设，在印度、泰国加大产能建设。

■ 盈利预测与投资评级：预计 2020-22 年公司归母净利润分别 4.03 亿、5.19 亿、7.02 亿，同比分别+11.5%、+28.8%、+35.3%，对应现价 PE 分别 34 倍、26 倍、19 倍，给予目标价 33 元，对应 21 年 31 倍 PE，维持“买入”评级。

■ 风险提示：宏观经济下行，竞争加剧

股价走势



市场数据

收盘价(元)	27.73
一年最低/最高价	17.89/33.57
市净率(倍)	5.29
流通 A 股市值(百万元)	9819.69

基础数据

每股净资产(元)	4.24
资产负债率(%)	53.96
总股本(百万股)	493.21
流通 A 股(百万股)	355.03

相关研究

- 1、《麦格米特（002851）：年报预告符合预期，电动车及新产品仍是亮点》2020-01-22
- 2、《麦格米特（002851）三季报点评：电动车高增长，并表增厚业绩》2019-10-30
- 3、《麦格米特（002851）三季报预告点评：Q3 再超预期，新能源、并表贡献业绩》2019-10-15

中报营收-7.1%、利润-4.8%，毛利率大幅改善 3.3pct。公司 20H1 实现营收 15.42 亿元，同比-7.14%；实现归母净利润 1.54 亿元，同比-4.76%。其中 20Q2 实现营收 8.82 亿元，同比-0.55%，环比+33.62%；归母净利润 0.97 亿元，同比-6.09%，环比+71.48%，整体来看，麦格米特 Q2 营收同比接近持平，主业经营边际恢复明显，但费用同比增加、可转债计提财务费用等影响 Q2 利润降幅略有扩大。20H1 毛利率为 28.12%，同比上升 3.27pct，20Q2 毛利率 28.89%，同比上升 3.80pct，环比上升 1.82pct，毛利率大幅改善来自于高毛利的工控、医疗电源等产品占比提升，低毛利的新能源汽车占比下降，同时工控、工业电源产品毛利率大幅改善。

表 1：麦格米特中报核心财务数据（亿元）

麦格米特	2020H1	2019H1	同比	2020Q2	2019Q2	同比	2020Q1	环比
营业收入	15.42	16.60	-7.1%	8.82	8.87	-0.5%	6.60	33.6%
毛利率	28.1%	24.8%	3.3pct	28.9%	25.1%	3.8pct	27.1%	1.8pct
营业利润	1.65	1.69	-2.4%	1.06	1.02	4.1%	0.59	79.4%
利润总额	1.64	1.70	-3.4%	1.05	1.02	2.8%	0.59	77.2%
归属母公司净利润	1.54	1.62	-4.8%	0.97	1.04	-6.1%	0.57	71.5%
扣非归母净利润	1.18	1.41	-16.3%	0.78	0.88	-11.9%	0.40	92.0%
归母净利率	10.0%	9.7%	0.2pct	11.0%	11.7%	-0.7pct	8.6%	2.4pct
股本	4.69	4.69	0.0%	4.69	4.69	0.0%	4.69	0.0%
EPS	0.33	0.34	-4.8%	0.21	0.22	-6.1%	0.12	71.5%

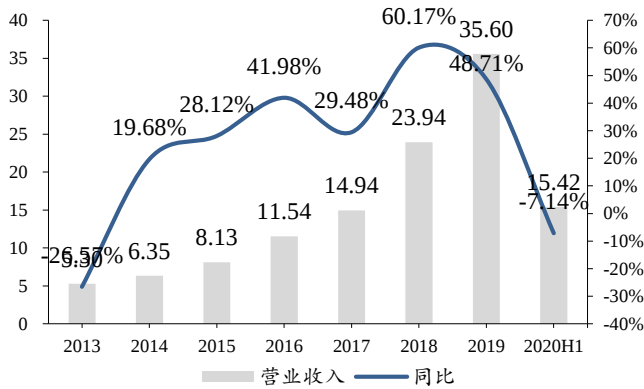
数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 2：麦格米特分季度核心财务数据（百万元）

	1Q2018	2Q2018	3Q2018	4Q2018	1Q2019	2Q2019	3Q2019	4Q2019	1Q2020	2Q2020
营业收入	384	647	580	783	774	887	992	908	660	882
营业收入 YoY	48%	74%	48%	66%	101%	37%	71%	16%	-15%	-1%
营业成本	271	459	399	559	584	664	741	650	481	627
营业税金及附加	2	4	3	3	4	5	4	10	3	7
销售费用	22	30	32	37	31	32	35	44	32	41
管理费用	63	85	86	87	15	17	17	20	18	21
研发费用					67	81	78	109	74	92
财务费用	1	(3)	(2)	1	3	(1)	2	5	8	11
营业利润	41	70	71	84	67	102	120	97	59	106
归母净利润	24	41	57	80	58	104	114	85	57	97
主营业务毛利率	29.4%	29.0%	31.2%	28.6%	24.6%	25.1%	25.3%	28.4%	27.1%	28.9%
销售费用率	5.6%	4.7%	5.5%	4.7%	4.0%	3.7%	3.5%	4.8%	4.9%	4.7%
管理费用率	16.4%	13.1%	14.7%	11.1%	1.9%	2.0%	1.7%	2.2%	2.8%	2.4%
研发费用率					8.7%	9.1%	7.9%	12.0%	11.2%	10.4%
财务费用率	0.4%	-0.5%	-0.3%	0.1%	0.4%	-0.1%	0.2%	0.6%	1.2%	1.2%
净利率	6.3%	6.3%	9.9%	10.2%	7.5%	11.7%	11.5%	9.4%	8.6%	11.0%

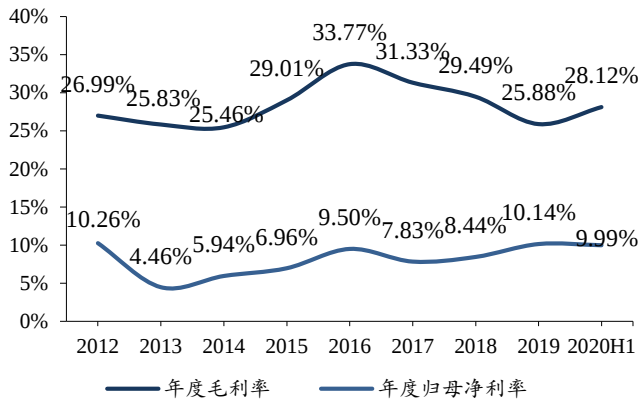
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 1: H1 收入 15.42 亿元, 同比-7.14%



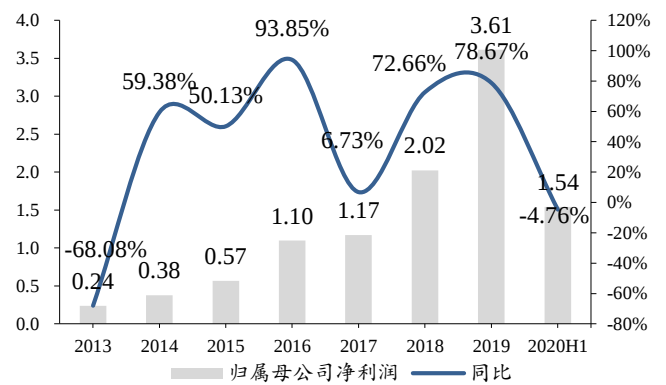
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 3: 20H1 毛利率、净利率同比+3.27、+0.25pct



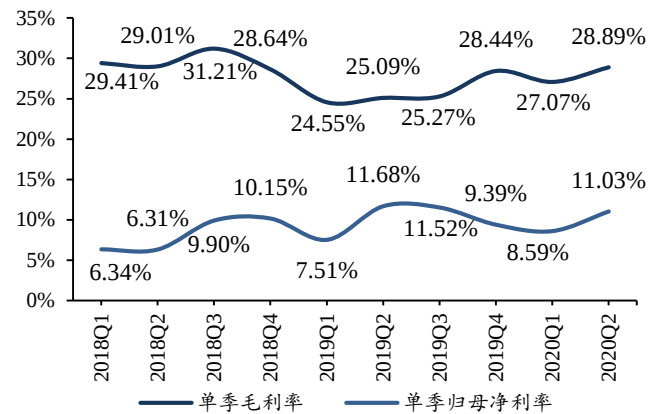
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 2: H1 归母净利润 1.54 亿元, 同比-4.76%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 20Q2 毛利率、净利率同比+3.8、-0.65pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

整体来看, 麦格米特平台化布局的成效进一步凸显, 以电力电子及相关控制技术为基础, 兼顾内生发展、外延拓展, 稳步推进核心技术在多领域的应用。20H1 公司的工业电源、工业自动化板块高速增长, 智能家居电控平稳增长, 分产品来看油服设备、医疗电源、变频家电、工业微波、通信电源、驱动及控制产品线均保持高速增长, 但受疫情影响新能源汽车、卫浴板块出现明显下滑, 有一定的拖累。分板块来看:

- **智能家电电控领域整体稳健, 新市场多点开花, 卫浴 Q2 起也明显恢复。**20H1 公司智能家电电控收入 7.2 亿, 同比+1.8%, 其中, 1) 变频家电电控高压电源产品线迅速增长, 尤其微波炉电源份额扩张; 2) 变频空调 H1 取得较好增长, 其中 Q1 印度销量较大, Q2 受海外疫情影响; 3) 平板显示产品稳健增长, 同时开始开拓日本办公自动化设备电源市场; 4) 智能卫浴受疫情影响, Q1 出货停滞, 但 Q2 起明显恢复, H1 收入 1.22 亿, 同比-37%。全年预计前低后高、下半年取得较快恢复。
- **工业电源收入高增、毛利率改善, 医疗、通信是亮点。**20H1 公司工业电源产

品收入 3.45 亿，同比+40.1%，毛利率同比+2.5pct 至 32.2%，主要来自高毛利率的医疗等产品占比提升。其中：1）医疗电源需求急剧上升，公司年初实现对迈瑞、通用汽车等新增客户供货，订单迅速增长、盈利能力持续强；2）5G 电源供应爱立信等客户订单增长迅速，公司在通信领域持续与爱立信、飞利浦、魏德米勒、西门子、思科、瞻博网络等一线厂商展开合作，未来有望进一步打开增长空间；3）商业显示产品在窄间隙 LED 领域受疫情影响，收入平稳。全年来看医疗需求持续高涨、5G 建设加快推进，全年有望保持高增。

- **工业自动化高增长，多元化布局收获成效。**20H1 公司工业自动化产品收入 1.95 亿，同比+26.8%，毛利率大幅提升 6.2pct 至 44.1%。其中：1）油服设备（潜油泵等）得到客户认可、订单高增，但一定程度上受到油价下跌、疫情因素抑制；2）工控业务口罩机解决方案、注塑机、工业微波等快速增长；3）新收购、拓展的方向汇总在工业自动化板块，这些新业务是公司平台化布局的集中体现，但目前基数尚小。工控行业进入景气区间，全年来看收入高增、盈利能力大幅改善具有持续性。

表 3：2020H1 麦格米特分业务板块拆分

	2018H1	2018H2	2019H1	2019H2	2020H1
智能家电电控产品					
收入	5.72	5.24	7.04	7.84	7.17
YoY	84.5%	24.2%	23.1%	49.6%	1.8%
成本	4.30	4.01	5.53	5.91	5.57
毛利	1.42	1.23	1.51	1.93	1.60
毛利率(%)	24.8%	23.5%	21.4%	24.6%	22.3%
新能源及轨道交通产品					
收入			5.52	6.17	2.61
YoY					-52.7%
成本			4.24	4.70	2.03
毛利			1.28	1.47	0.58
毛利率(%)			23.2%	23.8%	22.3%
工业定制电源					
收入	1.89	2.32	2.46	2.52	3.45
YoY	2.2%	-3.7%	30.2%	8.6%	40.1%
成本	1.31	1.61	1.73	1.75	2.34
毛利	0.58	0.71	0.73	0.77	1.11
毛利率(%)	30.7%	30.6%	29.7%	30.6%	32.2%
工业自动化产品					
收入			1.53	2.40	1.95
YoY					26.8%
成本			0.95	1.50	1.09
毛利			0.58	0.90	0.86
毛利率(%)			37.9%	37.5%	44.1%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

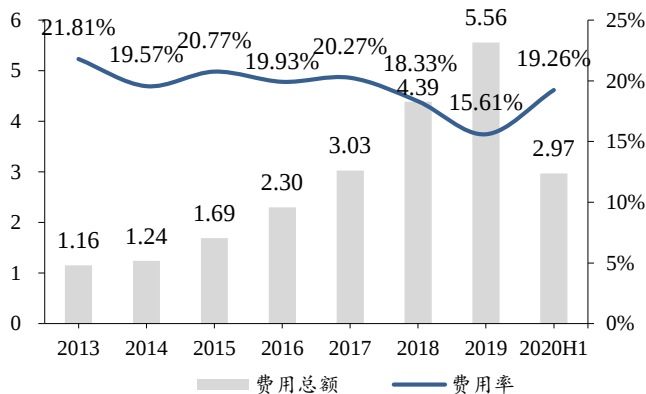
- **新能源汽车受行业影响，下降明显。**20H 新能源及轨交产品销售 2.61 亿，同比-52.7%，毛利 22.3%，小幅-0.9pct。20H1 受疫情等因素影响新能源汽车整体景气度相对低，中汽协数据显示 1-7 月新能源乘用车销售 43.6 万，同比-33.4%，其中公司主供的北汽 EU/EX/EC 系列产量分别 12350/734/2964 辆，同比分别 -79%/-92%/-72%，降幅较大，受此影响公司出现较大下滑。但公司今年不断接

触新客户、提供核心部件，并从事充电桩模块销售，同时在车载压缩机、热管理、电动叉车等领域不断探索。轨交空调控制器上半年有所增长。

疫情背景下，公司不断强化平台化企业优势、修炼内功：1) 产品端强化研发投入，搭建研发平台，不断推出新产品，20H 研发费用 1.66 亿，同比+11.56%，占收入 10.7%；2) 营销方面强化平台建设，深化代表处之间和代表处与事业部、子公司之间的交流融合；3) 深化国内外布局，在南山联合建设留仙洞总部基地，推进长沙智能产业中心、株洲基地建设，在印度、泰国加大产能建设。

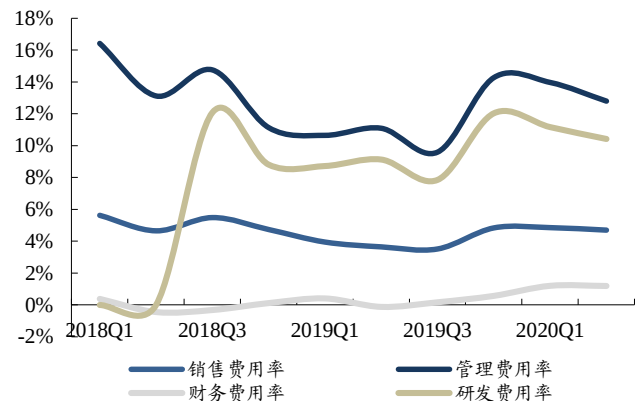
费用、费用率有所增长。公司 20H1 费用同比增长 20.90%至 2.97 亿元，期间费用率上升 4.47 个百分点至 19.26%。其中，销售、管理（含研发）、研发费用分别同比上升 16.79%、上升 22.28%、上升 11.56%至 0.74 亿元、2.05 亿元、1.66 亿元；费用率分别上升 0.98、上升 2.41、上升 1.8 个百分点至 4.77%、13.29%、10.74%。20Q2，销售、管理（含研发）、研发费用分别同比+28.05%/+20.47%/+13.52%，费用率分别为 4.70%/12.79%/10.42%。

图 5：20H1 期间费用 2.97 亿元，同比+20.90%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：20Q2 期间费用率 18.68%，同比+4.07pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

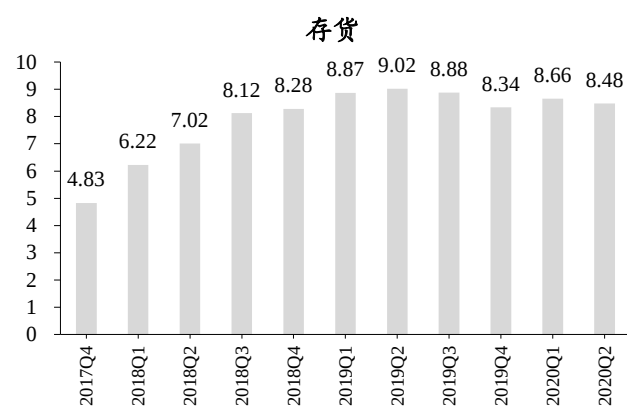
现金流大幅增长，预收款有所增长。2020H1 经营活动现金流量净流入 3.33 亿元，同比增长 18.23%；销售商品取得现金 17.55 亿元，同比增长 36.12%；Q2 经营活动现金流量净额 2.43 亿元，有所强化。期末预收款项 0.42 亿元，比年初增长 52.48%。期末应收账款 7.5 亿元，较期初增长 0.71 亿元。期末存货 8.48 亿元，较期初上升 0.15 亿元。

图 7: 20Q2 现金净流入 2.43 亿元, 同比+116.02%



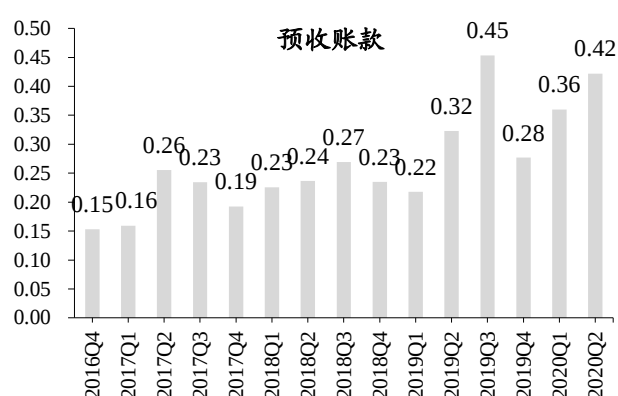
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 9: 期末存货 8.48 亿元, 较期初+0.15 亿元



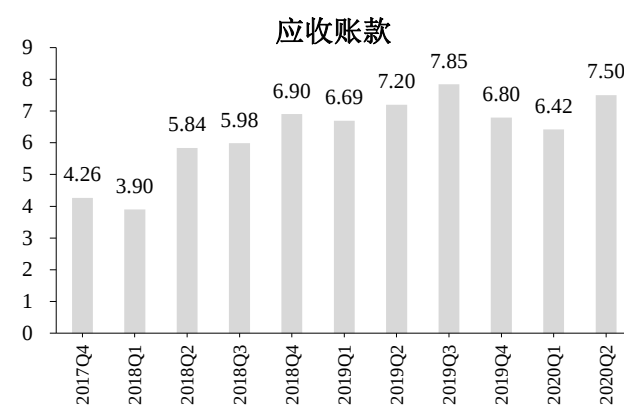
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 8: 期末预收款项 0.42 亿元, 同比+30.68%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 10: 期末应收账款 7.5 亿元, 较期初+0.71 亿元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测与投资建议: 预计 2020-22 年公司归母净利润分别 4.03 亿、5.19 亿、7.02 亿, 同比分别+11.5%、+28.8%、+35.3%, 对应现价 PE 分别 34 倍、26 倍、19 倍, 给予目标价 33 元, 对应 21 年 31 倍 PE, 维持“买入”评级。

风险提示: 宏观经济下行, 投资不及预期

麦格米特三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3088.6	4895.7	5356.8	6058.2	营业收入	3559.6	3920.8	5121.0	6507.6
现金	313.4	2045.9	1846.5	1810.4	减:营业成本	2638.4	2852.1	3732.1	4740.8
应收账款	775.4	828.5	1049.6	1293.8	营业税金及附加	22.8	25.1	32.8	41.6
存货	833.6	874.1	1109.5	1367.0	营业费用	141.9	152.9	197.2	247.3
其他流动资产	1166.2	1147.2	1351.2	1587.0	管理费用	408.9	447.8	578.4	727.1
非流动资产	857.7	946.3	997.2	1026.6	财务费用	8.9	35.3	55.7	31.1
长期股权投资	50.7	50.7	50.7	50.7	资产减值损失	37.4	-15.0	-10.0	-10.0
固定资产	390.7	484.1	539.8	574.0	加:投资净收益	4.3	25.0	25.0	25.0
在建工程	52.9	39.9	33.0	24.9	其他收益	43.5	-10.2	-5.2	-5.2
无形资产	144.0	139.2	134.4	129.6	营业利润	386.5	422.4	544.8	739.4
其他非流动资产	272.3	272.3	272.3	272.3	加:营业外净收支	0.0	10.0	12.0	13.8
资产总计	3946.3	5841.9	6354.0	7084.9	利润总额	386.5	432.4	556.8	753.2
流动负债	1970.1	2006.3	2555.4	3160.0	减:所得税费用	21.7	24.3	31.3	42.3
短期借款	80.1	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	3.7	5.3	6.8	9.2
应付账款	1683.2	1764.9	2240.2	2760.3	归属母公司净利润	361.1	402.8	518.7	701.7
其他流动负债	206.8	241.4	315.2	399.7	EBIT	351.5	447.6	585.5	755.5
非流动负债	27.3	1527.3	1027.3	527.3	EBITDA	400.2	473.7	616.8	791.4
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他非流动负债	27.3	1527.3	1027.3	527.3	重要财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
负债合计	1997.5	3533.6	3582.7	3687.4	每股收益(元)	0.77	0.82	1.05	1.42
少数股东权益	23.6	28.6	35.1	43.9	每股净资产(元)	4.10	4.62	5.55	6.80
					发行在外股份(百万股)	469.5	493.2	493.2	493.2
归属母公司股东权益	1925.2	2279.7	2736.1	3353.6	ROIC(%)	20.9%	27.8%	34.1%	39.7%
负债和股东权益	3946.3	5841.9	6354.0	7084.9	ROE(%)	18.8%	17.7%	19.0%	20.9%
					毛利率(%)	25.9%	27.3%	27.1%	27.1%
现金流量表(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	10.1%	10.3%	10.1%	10.8%
经营活动现金流	616.2	459.4	455.0	623.5	资产负债率(%)	50.6%	60.5%	56.4%	52.0%
投资活动现金流	-400.0	-98.4	-92.2	-75.3	收入增长率(%)	48.7%	10.1%	30.6%	27.1%
筹资活动现金流	-98.0	1371.6	-562.2	-584.2	净利润增长率(%)	78.7%	11.5%	28.8%	35.3%
现金净增加额	123.2	1732.5	-199.4	-36.0	P/E	36.05	33.96	26.37	19.49
折旧和摊销	48.7	26.0	31.3	35.9	P/B	6.76	6.00	5.00	4.08
资本开支	-162.2	-98.4	-92.2	-75.3	EV/EBITDA	37.52	34.94	26.92	21.11
营运资本变动	500.0	10.5	-111.5	-132.8					

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>