

主业边际改善，电控静待反转

买入（维持）

2020年10月29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	414	538	730
同比（%）	78.7%	14.7%	30.0%	35.7%
每股收益（元/股）	0.77	0.82	1.07	1.45
P/E（倍）	42.29	39.43	30.33	22.36

投资要点

■ **Q3 收入-7.78%，剔除可转债利息影响利润+11.36%，符合预期。**公司 Q1-3 营收 24.56 亿元，同比-7.38%；归母公净利润 2.79 亿元，同比+1.20%。其中 2020Q3 营收 9.15 亿元，同比-7.78%，环比+3.74%；归母净利润 1.25 亿元，同比+9.63%，环比+28.83%。可转债计提财务费用影响利润，剔除可转债影响，Q1-3 归母净利润 2.94 亿元，同比+6.58%；Q3 归母净利润 1.27 亿，同比+11.36%。Q1-3 毛利率为 29.20%，同比上升 4.20pct，Q3 毛利率 31.03%，同比上升 5.76pct，环比上升 2.14pct，得益于高毛利的工业自动化、医疗等业务板块占比提升，以及低毛利的新能源汽车业务下滑，盈利能力大幅改善。

■ **智能家电电控业务平稳增长，智能卫浴边际改善。**智能家电电控方面，智能卫浴下游因疫情而停滞，拖累上半年业绩，但 Q2、Q3 有明显恢复，业务持续改善；平板显示因此前办公自动化等布局而贡献增量，变频家电 Q2 后受益于能效升级以及微波炉等产品贡献业绩增量，预计全年智能家电电控维持良好的增长态势。

■ **工业自动化、工业电源延续高增长。**1) 工业自动化方面，行业需求复苏，叠加进口替代、疫情经济贡献，内资工控企业订单持续高景气，麦格米特工业自动化产品多元化布局收获成效，其中伺服、工程装备、叉车、焊机等行业订单增长较快；2) 工业电源方面，医疗电源产品用于呼吸机、病理监护仪、制氧机等医疗设备，受益于疫情持续化，同比增长超过 60%；通信电源受益于 5G 基站建设大幅增长，公司积极与欧洲 5G 核心供应商爱立信等国际客户合作，预计维持稳健增长。

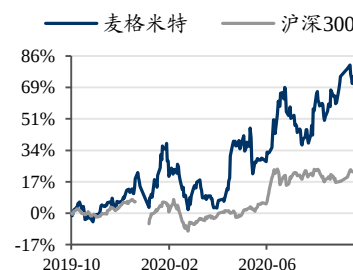
■ **新能源汽车业务上半年受疫情处于底部，Q4 有望重回复苏轨道。**受疫情影响，今年业绩受大客户北汽新能源 EU、EX 销量下滑而影响较大。公司具备 PEU、MCU、OBC、DCDC、充电桩 等多个模块，并在热管理系统、车载压缩机等多个方向尝试新品，同时积极布局新车企客户，随 Q4 行业需求复苏，有望开始好转。

■ **拟建设长三角区域总部，进一步提升综合实力。**公司与钱塘新区管委会签署项目投资协议书，斥资 5 亿以自筹资金建设“麦格米特杭州高端装备产业中心项目”一期，有利于提高产能产量、增强研发实力，并与怡和卫浴等子公司加强协同效应，实现产线协同发展。

■ **盈利预测与投资评级：**预计公司 2020-22 年归母净利润分别 4.14 亿、5.38 亿、7.30 亿，同比分别+14.7%、+30.0%、+35.7%，对应现价 PE 分别 39 倍、30 倍、22 倍，给予目标价 37.45 元，对应 21 年 35 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)	32.53
一年最低/最高价	17.89/35.85
市净率(倍)	5.82
流通 A 股市值(百万元)	12532.52

基础数据

每股净资产(元)	5.59
资产负债率(%)	41.15
总股本(百万股)	501.91
流通 A 股(百万股)	385.26

相关研究

- 1、《麦格米特 (002851) 中报点评：平台战略下主业多点开花，新能源下滑拖累》2020-08-27
- 2、《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
- 3、《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

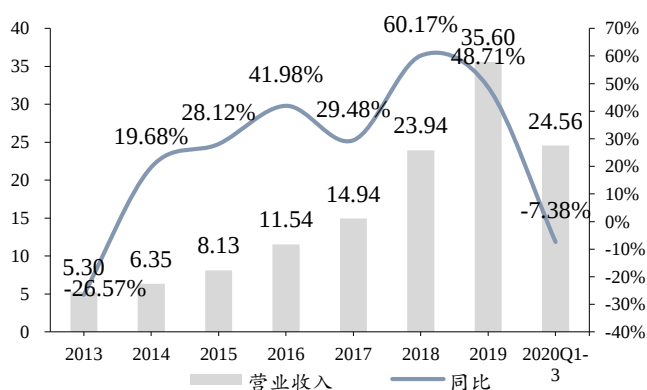
Q3 收入-7.78%，剔除可转债利息影响利润+11.36%，符合预期。公司 Q1-3 营收 24.56 亿元，同比-7.38%；归母公净利润 2.79 亿元，同比+1.20%。其中 2020Q3 营收 9.15 亿元，同比-7.78%，环比+3.74%；归母净利润 1.25 亿元，同比+9.63%，环比+28.83%。可转债计提财务费用影响利润，剔除可转债影响，Q1-3 归母净利润 2.94 亿元，同比+6.58%；Q3 归母净利润 1.27 亿，同比+11.36%。Q1-3 毛利率为 29.20%，同比上升 4.20pct，Q3 毛利率 31.03%，同比上升 5.76pct，环比上升 2.14pct，得益于高毛利的工业自动化、医疗等业务板块占比提升，以及低毛利的新能源汽车业务下滑，盈利能力大幅改善。

表 1：麦格米特三季报核心财务数据（亿元）

麦格米特	2020Q1-3	2019Q1-3	同比	2020Q3	2019Q3	同比	2020Q2	环比
营业收入	24.56	26.52	-7.4%	9.15	9.92	-7.8%	8.82	3.7%
毛利率	29.20%	25.00%	4.20pct	31.03%	25.27%	5.76pct	28.89%	2.14pct
营业利润	2.96	2.89	2.2%	1.31	1.20	8.6%	1.06	23.0%
利润总额	2.95	2.91	1.4%	1.31	1.21	8.1%	1.05	24.4%
归属母公司净利润	2.79	2.76	1.2%	1.25	1.14	9.6%	0.97	28.8%
扣非归母净利润	2.28	2.52	-9.3%	0.00	1.11	-100.0%	0.78	-100.0%
归母净利率	11.37%	10.40%	0.96pct	13.70%	11.52%	2.18pct	11.03%	2.67pct
股本	5.02	4.69	-	5.02	4.69	-	4.69	-
EPS	0.56	0.59	-5.3%	0.25	0.24	2.5%	0.21	20.5%

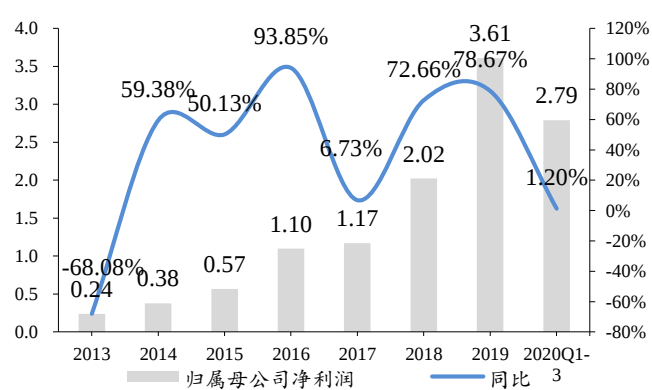
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 1：Q1-3 收入 24.56 亿元，同比-7.38%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：Q1-3 归母净利润 2.79 亿元，同比+1.20%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

智能家电电控业务平稳增长，智能卫浴边际改善。智能家电电控方面，智能卫浴下游因疫情而停滞，拖累上半年业绩，但 Q2、Q3 有明显恢复，业务持续改善；平板显示因此前办公自动化等布局而贡献增量，变频家电 Q2 后受益于能效升级以及微波炉等产品贡献业绩增量，预计全年智能家电电控维持良好的增长态势。

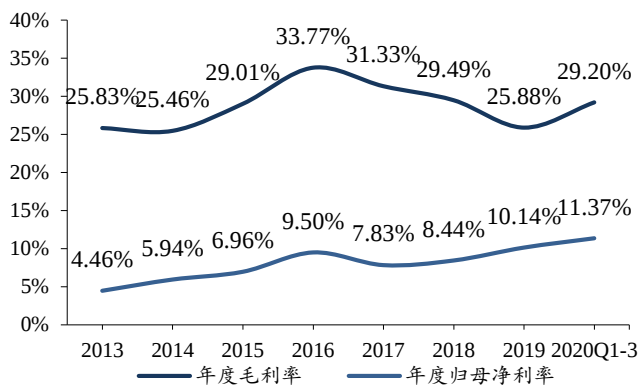
工业自动化、工业电源延续高增长。1) 工业自动化方面，行业需求复苏，叠加进口替代、疫情经济贡献，内资工控企业订单持续高景气，麦格米特工业自动化产品多元化布局收获成效，其中伺服、工程装备、叉车、焊机等行业订单增长较快；2) 工业电源方

面，医疗电源产品用于呼吸机、病理监护仪、制氧机等医疗设备，受益于疫情持续化，同比增长超过 60%；通信电源受益于 5G 基站建设大幅增长，公司积极与欧洲 5G 核心供应商爱立信等国际客户合作，预计维持稳健增长。

新能源汽车业务上半年受疫情处于底部，Q4 有望重回复苏轨道。受疫情影响，今年业绩受大客户北汽新能源 EU、EX 销量下滑而影响较大。公司具备 PEU、MCU、OBC、DCDC、充电桩 等多个模块，并在热管理系统、车载压缩机等多个方向尝试新品，同时积极布局新车企客户，随 Q4 行业需求复苏，有望开始好转。

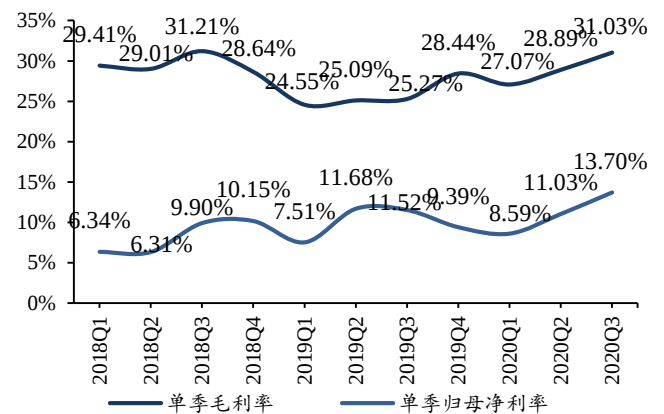
拟建设长三角区域总部，进一步提升综合实力。公司与钱塘新区管委会签署《麦格米特杭州高端装备产业中心项目投资协议书》，斥资 5 亿自筹资金以建设“麦格米特杭州高端装备产业中心项目”一期。产业中心的建设有利于提高产能产量、增强研发实力，并与长三角地区子公司乾景科技、怡和卫浴加强协同效应，实现产线协同发展。

图 3： Q1-3 毛利率、净利率同比+4.2、+0.96pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

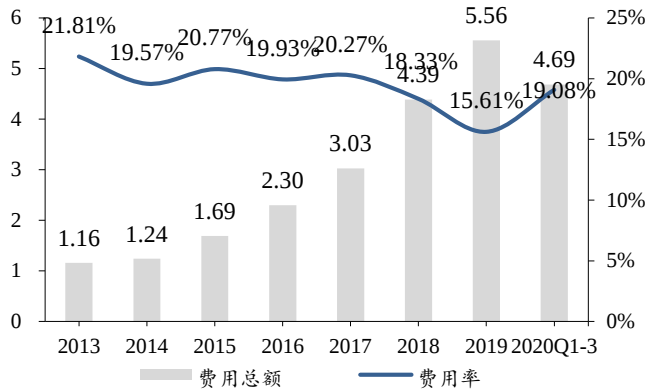
图 4： Q3 毛利率、净利率同比+5.76、+2.18pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

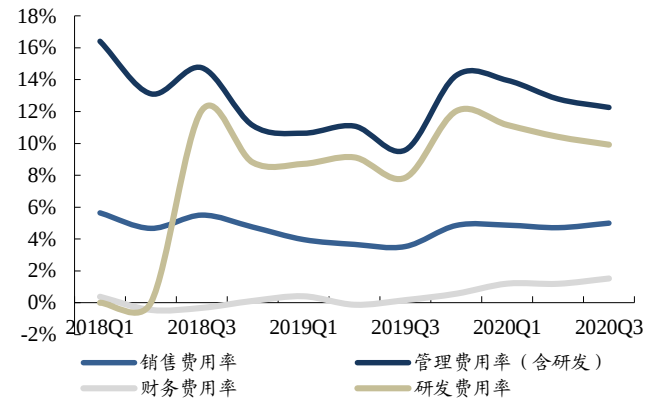
费用及费用率有所上升，财务费用大幅变动系本期计提可转债利息及借款利息所致。公司 2020Q1-3 费用同比下降 22.35%至 4.69 亿元，期间费用率下降 3.68 个百分点至 19.08%。其中，销售、管理(含研发)、研发、财务费用分别同比上升 21.74%、上升 15.00%、上升 13.28%、上升 777.96%至 1.19 亿元、3.17 亿元、2.56 亿元、0.32 亿元；费用率分别上升 1.16、下降 6.02、上升 1.9、上升 1.18 个百分点至 4.85%、12.90%、10.44%、1.32%。Q3，销售、管理(含研发)、研发、财务费用分别同比+30.68%/+17.92%/+16.55%/+746.49%，费用率分别为 4.99%/12.25%/9.92%/1.53%。

图 5: Q1-3 期间费用 4.69 亿元, 同比-22.35%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

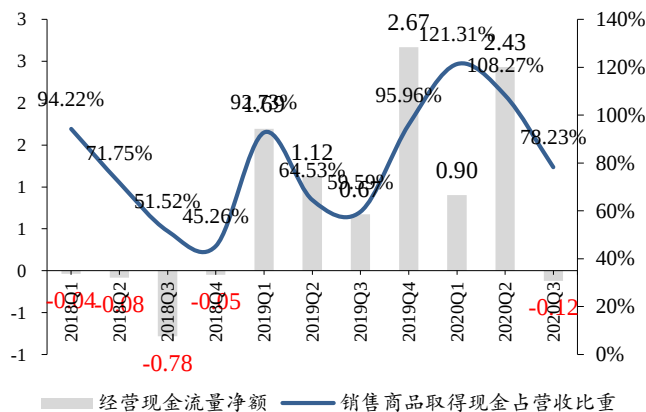
图 6: Q3 期间费用率 18.77%, 同比+5.5pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

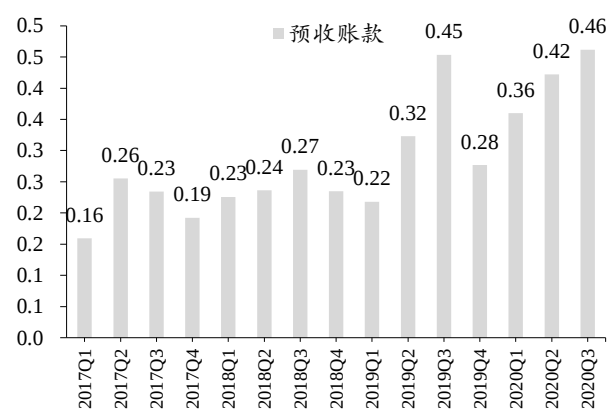
现金净流入同比降低, 预收款逐季提升, 预示订单延续上半年高增态势。Q1-3 经营活动现金流量净流入 3.21 亿元, 同比下降 8.06%; 其中 Q3 经营活动现金流量净额-0.12 亿元。销售商品取得现金 24.71 亿元, 同比增长 31.39%。期末预收款项 0.46 亿元, 较期初增长 0.18 亿元。期末应收账款 7.84 亿元, 较期初增长 1.05 亿元, 应收账款周转天数上升 11.19 天至 80.46 天。期末存货 7.42 亿元, 较期初下降 0.92 亿元; 存货周转天数上升 8.96 天至 122.3 天。

图 7: Q1-3 经营活动现金流量净流入 3.21 亿元, 同比-8.06%



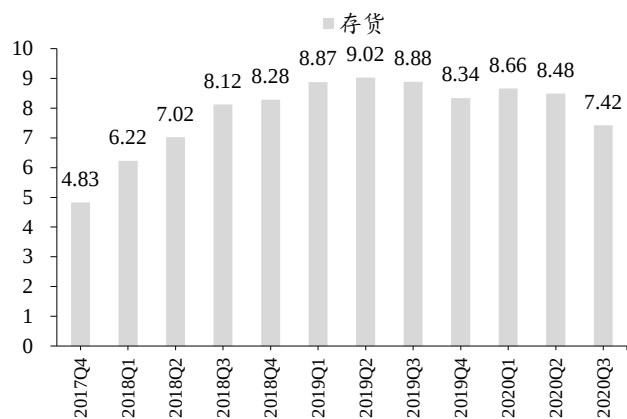
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 8: Q1-3 期末预收款项 0.46 亿元, 较期初+0.18 亿元



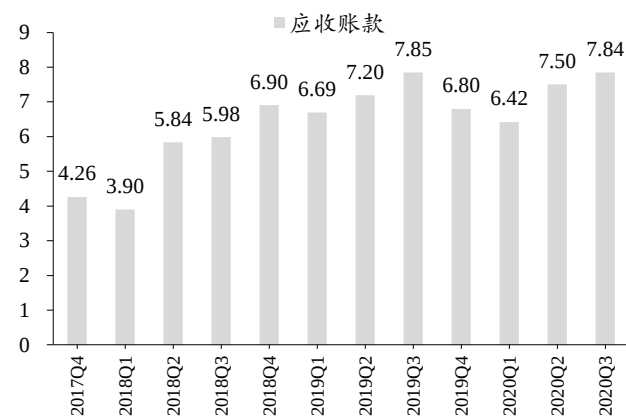
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 9: Q1-3 期末存货 7.42 亿元, 较期初-0.92 亿元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 10: Q1-3 期末应收账款 7.84 亿元, 较期初+1.05 亿元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测与投资建议: 预计公司 2020-22 年归母净利润分别 4.14 亿、5.38 亿、7.30 亿, 同比分别+14.7%、+30.0%、+35.7%, 对应现价 PE 分别 39 倍、30 倍、22 倍, 给予目标价 37.45 元, 对应 21 年 35 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)	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3088.6	4897.4	5370.3	6091.4	营业收入	3559.6	3920.8	5121.0	6507.6
现金	313.4	2051.4	1866.2	1852.4	减:营业成本	2638.4	2840.0	3711.1	4710.2
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	870.4	1103.2	1358.2	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	55.6	31.0
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	434.5	565.8	770.1
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	5843.7	6367.5	7118.0	利润总额	386.5	444.5	577.8	783.9
流动负债	1970.1	1997.9	2541.3	3140.1	减:所得税费用	21.7	25.0	32.4	44.0
短期借款	80.1	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	3.7	5.5	7.1	9.6
应付账款	1683.2	1757.4	2227.6	2742.5	归属母公司净利润	361.1	414.1	538.3	730.3
其他流动负债	206.8	240.5	313.7	397.6	EBIT	351.5	459.7	606.5	786.1
非流动负债	27.3	1527.3	1027.3	527.3	EBITDA	400.2	485.8	637.8	822.0
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	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	1997.5	3525.3	3568.6	3667.4	每股收益(元)	0.77	0.82	1.07	1.45
少数股东权益	23.6	28.8	35.5	44.7	每股净资产(元)	4.10	4.56	5.51	6.79
					发行在外股份(百万股)	469.5	501.9	501.9	501.9
归属母公司股东权益	1925.2	2289.6	2763.3	3405.9	ROIC(%)	20.9%	28.5%	35.2%	41.1%
负债和股东权益	3946.3	5843.7	6367.5	7118.0	ROE(%)	18.8%	18.1%	19.5%	21.4%
					毛利率(%)	25.9%	27.6%	27.5%	27.6%
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	10.1%	10.6%	10.5%	11.2%
经营活动现金流	616.2	466.2	471.7	649.1	资产负债率(%)	50.6%	60.3%	56.0%	51.5%
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	1370.2	-564.6	-587.6	净利润增长率(%)	78.7%	14.7%	30.0%	35.7%
现金净增加额	123.2	1738.0	-185.2	-13.8	P/E	42.29	39.43	30.33	22.36
折旧和摊销	48.7	26.0	31.3	35.9	P/B	7.93	7.13	5.91	4.79
资本开支	-162.2	-98.4	-92.2	-75.3	EV/EBITDA	43.15	38.69	29.54	23.04
营运资本变动	500.0	5.9	-114.7	-136.1					

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>