

Q3 单季归母净利 1.3 亿创新高，业绩弹性快速释放

投资要点

- **业绩总结：**Q3 单季，公司实现营收 9.2 亿（-7.8%）；归母净利润 1.3 亿创新高（+9.6%）；扣非归母净利润 1.1 亿（-0.3%）。拖累公司的新能源板块，下游大客户系北汽新能源（Q3 单季产量同比下滑近 9 成），若扣除相关影响，营收及业绩增速均在更高水平。
- **业绩弹性快速释放，费用管控能力卓越。**Q3 单季，公司毛利率同比+5.8pp 达 31.0%，验证了包含工业品在内的高毛利产品快速放量的逻辑。期间费用率方面，前三季度销售费用率 4.9%，同比+1.2pp；管理费用率 2.5%，同比+0.6pp；财务费用率 1.3%，同比+1.2pp。在具备多条业务线的情况下，体现了卓越的费用管控能力。另外，公司极重研发，研发费用率同比+1.9pp 达 10.4%。
- **工业、消费齐发力，医疗电源、智能马桶、变频家电板块看点多。**医疗电源主攻海外市场、定位高端，是飞利浦等全球医疗行业领军企业的稳定供应商，并成功拓展了 GE、西门子、东芝等行业巨头，营收及市占率有望继续快速提升。智能马桶主要由大客户驱动，1-6 月订单同比+20%，受年底交房旺季推动有望逐渐恢复。变频家电板块中多款产品均实现了快速增长，其中变频家电电控高压电源产品线迅速上升，尤其是微波炉电源市场份额迅速扩大，变频空调控制器则成功打开印度市场，预计疫情好转后将加速渗透。公司多条产品线均具备贡献业绩的动能。
- **精选赛道+高研发+低管理费，平台型公司增长动能确定性高。**我们认为，公司具备多条黄金赛道，例如工业电源千亿级市场，而年均近 10%的研发费用可以有效避开低价竞争，其在轨交、油服、焊机、通信等领域的成功拓展均体现这点。此外，虽然公司细分业务较多，但疫情期间仍维持在 2.5% 以下的管理费充分体现了其卓越的管理能力及管理制度的优越性，能够成功避免多业务对业绩的拖累。随着工业品继续放量、净利率提升，有望迎戴维斯双击。
- **盈利预测与投资建议。**公司是电气自动化领域的平台型公司，具备技术驱动的增长动能和高效管理基因。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 4.0/5.9/8.0 亿元，看好公司医疗电源、智能马桶等多条产品线放量、盈利能力提升，给予 2021E 35x，目标价 40.95 元，上调至“买入”评级。
- **风险提示：**疫情影响公司海外业务拓展、中美贸易摩擦、新产品拓展不及预期。

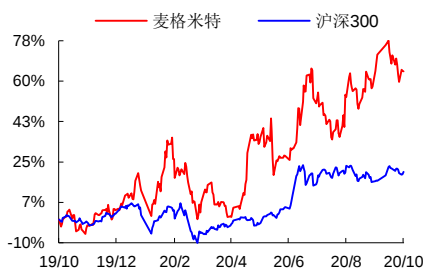
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3560	3662	4694	5735
增长率	49%	3%	28%	22%
归属母公司净利润（百万元）	361	404	586	802
增长率	79%	12%	45%	37%
每股收益 EPS（元）	0.72	0.81	1.17	1.60
净资产收益率 ROE	19%	18%	21%	23%
PE	45	40	28	20
PB	8.38	7.19	5.93	4.79

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：倪正洋
 执业证号：S1250520030001
 电话：021-58352138
 邮箱：nzy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.02
流通 A 股(亿股)	3.85
52 周内股价区间(元)	18.66-35.15
总市值(亿元)	163.27
总资产(亿元)	48.06
每股净资产(元)	5.59

相关研究

1. 麦格米特 (002851)：20H1 归母净利润同比下降 4.8%，工业领域新品放量提升公司盈利水平 (2020-08-27)
2. 麦格米特 (002851)：平台型长跑健将，有望迎戴维斯双击 (2020-07-22)

关键假设：

假设 1：2020 年受疫情影响，智能马桶因安装受限增速放缓，预计该部分需求将于下半年和 2021 年释放，我们假设 2020-2022 年市场复合增速为 10%，公司市占率有望逐步提升，对应智能家电电控产品收入分别同比增长 11%、17%、12%，毛利率分别为 23%、24%、25%；

假设 2：截至今年 6 月，公司新能源业务主要客户北汽新能源销量下滑幅度较大，将对公司该板块收入产生一定影响，但考虑长期新能源汽车行业发展向好，加上公司已与东风、吉利等达成初步合作，我们假设 2020-2022 年北汽新能源产量分别同比变化-60%、10%、10%，公司新能源及轨道交通产品收入分别同比变化-28%、47%、29%；毛利率方面，考虑到毛利率较低的新能源业务收入占比降低及新能源行业盈利能力改善，板块毛利率将小幅回升，我们假设 2020-2022 年毛利率分别为 25%、27%、28%。

假设 3：今年，公司下游客户对医疗设备电源的需求急剧增加，将带动该板块实现高速增长，我们假设 2020-2022 年医疗电源市场复合增速达到 25%，公司工业定制电源收入分别同比增加 42%、18%、15%；毛利率分别为 34%、35%、35%。

假设 4：一方面，我国制造业正持续向自动化、智能化转型，疫情进一步催化了这一进程。公司的工业自动化产品在注塑行业的需求激增，数字化焊机等设备均取得了较好的增长。另一方面，公司的油服设备能够大幅节省能耗，2019 年已突破年度盈亏平衡和现金流平衡的关键节点，我们认为该板块收入将保持高速增长，假设 2020-2022 年公司工业自动化收入分别同比增加 41%、41%、28%；毛利率分别为 39%、40%、40%。

假设 5：公司其他业务收入占比极小，我们假设 2020-2022 年公司其他业务收入及毛利率均与 2019 年相同。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
智能家电电控产品	收入	1,488	1,650	1,935	2,169
	增速	36%	11%	17%	12%
	毛利率	23%	23%	24%	25%
新能源及轨道交通产品	收入	1,169	842	1,237	1,601
	增速	92%	-28%	47%	29%
	毛利率	24%	25%	27%	28%
工业定制电源	收入	498	706	832	956
	增速	18%	42%	18%	15%
	毛利率	30%	34%	35%	35%
工业自动化产品	收入	393	553	778	998
	增速	54%	41%	41%	28%
	毛利率	38%	39%	40%	40%
其他业务	收入	11	11	11	11
	增速	-5%	0%	0%	0%

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
	毛利率	35%	35%	35%	35%
合计	收入	3,560	3,762	4,794	5,735
	增速	49%	6%	27%	20%
	毛利率	26%	28%	29%	30%

数据来源：Wind，西南证券

我们选取了电气自动化行业中，以工业自动化为主的汇川技术，以及主营业务为电源的动力源作为可比公司。2019 年两家公司平均 PE 148 倍，2020 年平均 PE 为 53 倍。麦格米特是知名的电气控制与节能领域的方案提供者，拥有技术、管理等核心竞争力，产品广泛用于医疗、通信、智能装备制造等众多行业。我们预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 4.0、5.9、8.0 亿元，看好公司医疗电源、智能马桶等多条产品线放量、盈利能力提升，给予 2021E 35x，目标价 40.95 元，上调至“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
300124.SZ	汇川技术	62.80	0.55	0.94	1.18	1.47	56	67	53	43
600405.SH	动力源	5.57	0.02	0.15	0.22	0.32	240	38	25	18
平均值							148	53	39	31

数据来源：Wind 一致预期，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3559.59	3661.58	4693.81	5735.16	净利润	364.84	404.34	585.73	801.90
营业成本	2638.42	2626.90	3307.59	4008.36	折旧与摊销	56.40	67.15	70.22	72.71
营业税金及附加	22.77	23.07	28.16	35.56	财务费用	8.87	0.00	0.00	0.00
销售费用	141.86	176.85	234.69	286.76	资产减值损失	-25.28	0.00	0.00	0.00
管理费用	405.07	416.69	534.16	593.02	经营营运资本变动	559.47	-87.74	-51.31	-125.57
财务费用	8.87	0.00	0.00	0.00	其他	-348.12	-25.97	-6.65	-6.97
资产减值损失	-25.28	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	616.17	357.78	597.99	742.07
投资收益	4.29	13.00	8.00	8.00	资本支出	-77.06	-20.00	-20.00	-20.00
公允价值变动损益	12.07	0.00	0.00	0.00	其他	-322.93	44.42	8.00	8.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-399.99	24.42	-12.00	-12.00
营业利润	386.52	431.06	597.21	819.47	短期借款	72.13	19.89	0.00	0.00
其他非经营损益	0.02	0.00	20.00	30.00	长期借款	-20.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	386.54	431.06	617.21	849.47	股权融资	-63.51	32.45	0.00	0.00
所得税	21.71	26.73	31.48	47.57	支付股利	-40.69	-90.27	-101.08	-146.43
净利润	364.84	404.34	585.73	801.90	其他	-45.89	-1.05	0.00	0.00
少数股东损益	3.75	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-97.96	-38.98	-101.08	-146.43
归属母公司股东净利润	361.09	404.34	585.73	801.90	现金流量净额	123.19	343.22	484.90	583.64
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	313.41	656.64	1141.54	1725.17	成长能力				
应收和预付款项	790.12	1291.83	1527.27	1886.98	销售收入增长率	48.71%	2.87%	28.19%	22.19%
存货	833.60	1183.88	1448.57	1744.70	营业利润增长率	45.06%	11.52%	38.54%	37.22%
其他流动资产	1151.46	538.21	554.43	570.79	净利润增长率	41.64%	10.83%	44.86%	36.91%
长期股权投资	50.69	50.69	50.69	50.69	EBITDA 增长率	46.58%	10.28%	33.96%	33.67%
投资性房地产	31.42	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	390.70	361.62	329.48	294.84	毛利率	25.88%	28.26%	29.53%	30.11%
无形资产和开发支出	178.74	162.62	146.51	130.39	三费率	15.61%	16.21%	16.38%	15.34%
其他非流动资产	206.15	204.19	202.23	200.27	净利率	10.25%	11.04%	12.48%	13.98%
资产总计	3946.30	4449.67	5400.71	6603.83	ROE	18.72%	17.62%	21.08%	23.35%
短期借款	80.11	100.00	100.00	100.00	ROA	9.25%	9.09%	10.85%	12.14%
应付和预收款项	1840.29	1940.93	2398.85	2927.27	ROIC	25.32%	29.84%	39.35%	48.91%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	12.69%	13.61%	14.22%	15.56%
其他负债	77.09	114.46	122.93	142.17	营运能力				
负债合计	1997.49	2155.39	2621.78	3169.43	总资产周转率	1.00	0.87	0.95	0.96
股本	469.46	501.91	501.91	501.91	固定资产周转率	11.25	11.05	14.99	20.05
资本公积	453.44	453.44	453.44	453.44	应收账款周转率	5.20	4.52	4.42	4.41
留存收益	1025.71	1339.78	1824.42	2479.89	存货周转率	3.10	2.55	2.48	2.49
归属母公司股东权益	1925.22	2270.69	2755.33	3410.80	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	77.30%	—	—	—
少数股东权益	23.60	23.60	23.60	23.60	资本结构				
股东权益合计	1948.82	2294.28	2778.93	3434.39	资产负债率	50.62%	48.44%	48.55%	47.99%
负债和股东权益合计	3946.30	4449.67	5400.71	6603.83	带息债务/总负债	4.01%	4.64%	3.81%	3.16%
					流动比率	1.57	1.72	1.80	1.89
					速动比率	1.14	1.17	1.24	1.33
					股利支付率	11.27%	22.33%	17.26%	18.26%
					每股指标				
					每股收益	0.72	0.81	1.17	1.60
					每股净资产	3.88	4.52	5.49	6.80
					每股经营现金	1.23	0.71	1.19	1.48
					每股股利	0.08	0.18	0.20	0.29
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	451.79	498.22	667.43	892.18					
PE	45.22	40.38	27.87	20.36					
PB	8.38	7.19	5.93	4.79					
PS	4.59	4.46	3.48	2.85					
EV/EBITDA	31.60	30.31	21.90	15.73					
股息率	0.25%	0.55%	0.62%	0.90%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知悉范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn