

2020 年报&2021 年 1 季报点评：客户减产影响短期订单和利润，电动化大趋势加速未来发展

2021 年 04 月 30 日

增持（维持）

证券分析师 周尔双

执业证号：S0600515110002
13915521100

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 朱贝贝

执业证号：S0600520090001

zhubb@dwzq.com.cn

研究助理 罗悦

luoyue@dwzq.com.cn

事件 1: 公司 2020 年营收 7.66 亿，同比-3.8%，归母净利润 1.29 亿，同比+29.2%；扣非后归母净利润 1.27 亿，同比+35.2%。公司东每 10 股派发现金红利 1.49 元（含税），分红率 30.0%。

事件 2: 公司 2021 年一季度营收 1.33 亿，同比-20.7%，归母净利润 0.23 亿元，同比-21.0%，扣非后归母净利润 0.21 亿元，同比-27.3%。

投资要点

■ 疫情冲击下营收稳定，汽车零部件业务表现亮眼

公司 2020 年实现营收 7.66 亿，同比-3.8%，2021 年一季度营收，1.33 亿，同比-20.7%，整体保持稳定。分业务来看，公司柔性自动化装备与工业机器人系统/汽车零部件业务分别实现营收 3.04/4.61 亿，同比-22.2%/13.6%。

自动化及机器人业务受疫情冲击下滑。 2020 年年受到疫情影响，汽车产业链固定资产投资出现大幅下降，下游需求减少，主要客户订单均有不同程度的推延，对公司营收产生负面影响。在手订单方面，2020 年自动化及机器人相关业务新签订单 2.87 亿元，同比-5.9%，略有下降。

汽车零部件业务短期受到大众减产影响增速放缓，长期受益于国六标准+大众 MEB 平台新能源车放量有望成新的增长点。（1）燃油分配器：公司全面推出单价更高的国六发动机配套高压燃油分配器及高压油管产品，市场反馈良好。2021 年一季度，零部件业务受下游客户大众停产（缺 MPU 芯片）影响较大，增速放缓。（2）CO2 管路：2020 年开始验证，目前的单车价值量约为 1800 元。我们预计大众 2021 年的热泵选装率控制在 15-20%。

■ 盈利能力显著提升，控费能力持续优化

公司 2020 年综合毛利率 32.2%，同比+2.63pct，其中柔性自动化装备与工业机器人系统/汽车零部件业务毛利率分别为 38.1%/28.1%，同比 1.29pct/5.52pct。毛利率显著上升主要系：（1）公司针对国六标准推出的汽车零配件单价更高，同时公司将在柔性自动化装备积累的经验应用于国六产品上，有效控制生产成本，大幅提升了汽车零部件的产品毛利率。（2）新产品、新技术的研发投入收到成效，提升机器人及自动化业务的毛利率。

公司 2020 年净利率为 18.6%，同比+3ct，期间费用率为 11.3%，同比-0.74pct。其中销售、管理（含研发）、财务费用率分别为 0.9%/11.4%/-0.9%，同比-0.17pct/+0.32pct/-0.89pct，控费能力持续优化。截至 2021 年一季度，净利率为 16.8%，同比-3.92pct。

■ 电动车智能产线及 CO2 热泵打开成长通道，将受益于大众 MEB 放量

公司多款产品切入大众 MEB 产业链：（1）电主轴装配及测试自动化生产线项目获得了上海大众 MEB 项目配套的业务合同（2）子公司上海众源开发的耐高压 CO2 热泵空调管路产品已通过大众 MEB 的实验认证，进入产能建设、筹备量产的阶段。同时，公司也正积极开展与其他主流新能源车企在该项技术的研发、测试，在未来会在更多品牌推广。我们预计，伴随着 MEB 平台产品逐步放量，以及 CO2 热泵的产能释放，将为公司打开新的成长通道，带动营收高速增长。

盈利预测与投资评级：我们将 2021-2022 年净利润从 2.2/3.2 亿元调至 1.6/2.4 亿元，预计 2023 年净利润为 3.5 亿元，当前市值对应 PE 为 46/30/21X，维持“增持”评级。

风险提示：新业务拓展不及预期；下游汽车行业投资不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	27.83
一年最低/最高价	21.45/55.55
市净率(倍)	7.42
流通 A 股市值(百万元)	7159.55

基础数据

每股净资产(元)	3.75
资产负债率(%)	13.34
总股本(百万股)	260.94
流通 A 股(百万股)	257.26

相关研究

- 1、《克来机电（603960）：三季报稳健增长，看好大众 MEB 产业链机遇》2020-11-02
- 2、《克来机电（603960）：中报业绩高增长，切入大众 MEB 产业链迎机遇》2020-08-26
- 3、《克来机电（603960）：电动车热泵获突破，将受益于大众 MEB 放量》2020-08-06

1. 疫情冲击下营收稳定，短期受到芯片短缺影响新接订单

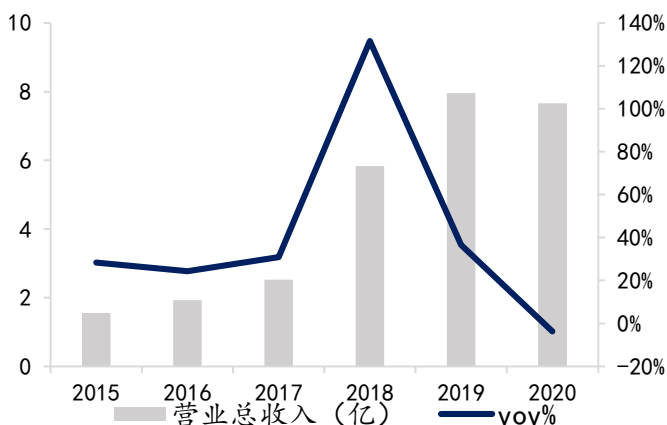
公司 2020 年实现营收 7.66 亿，同比-3.8%，2021 年一季度营收，1.33 亿，同比-20.7%，整体保持稳定。分业务来看，公司柔性自动化装备与工业机器人系统/汽车零部件业务分别实现营收 3.04/4.61 亿，同比-22.2%/13.6%。

自动化及机器人业务受疫情冲击下滑。 2020 年年受到疫情影响，汽车产业链固定资产投资出现大幅下降，下游需求减少，主要客户汽车电子行业的订单均有不同程度的推延；此外汽车行业芯片短缺也影响整个资本开支，两方面因素叠加对公司营收产生负面影响。在手订单方面，2020 年自动化及机器人相关业务新签订单 2.87 亿元，同比-5.9%，略有下降。我们预计，公司自动化及机器人业务将在 2021 年恢复增长，主要原因是：

(1) 由于产品非标属性，生产交付周期较长，大部分自动化设备收入确认周期为 8-10 个月，而公司新增订单主要集中在 20 年下半年以及 21 年年初，我们预计在手订单在 21 年一季度后逐步释放；(2) 公司在新能源方向的汽车电子领域的开拓已初见成效，伴随下游新能源汽车行业的快速扩张，我们预计将带动公司业务恢复增长，2021 年公司在电池的 BMS 方向方面开始放量，客户主要为头部的新能源汽车企业。

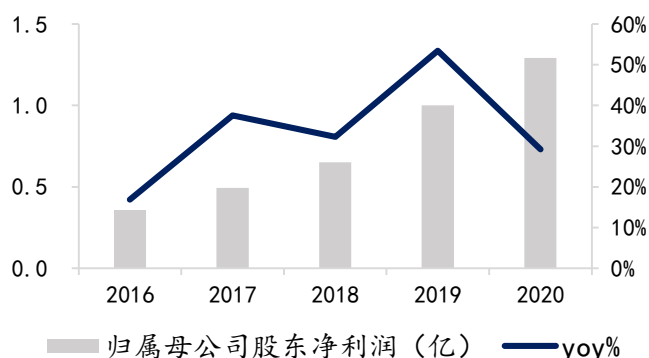
汽车零部件业务短期受到大众减产影响增速放缓，长期受益于国六标准+大众 MEB 平台新能源车放量有望成新的增长点。(1) **燃油分配器：**2020 年全国范围内实施国六排放标准，公司全面推出单价更高的国六发动机配套高压燃油分配器及高压油管产品，全年汽车发动机配套零部件业务中燃油分配器销量为 284.96 万件、燃油管销量为 232.56 万件，市场反馈良好。此外，公司针对国六高压油管的募投项目将于 2021 年 10 月开始部分投产，我们预计将进一步推动零部件业务增长；2021 年一季度，零部件业务受下游客户大众停产（缺 MPU 芯片）影响较大，因为公司 90%零部件都是大众的，我们预计 21 年下半年行业缺芯片的影响能逐渐消失。(2) **CO2 管路：**2020 年开始验证，目前的单车价值量约为 1800 元。我们预计大众 2021 年的热泵选装率控制在 15-20%，目前公司在欧洲 CO2 热泵管路系统基本上是独家供应商，但公司产品真正放量需要 1 年以上时间。

图 1: 2020 年实现收入 7.66 亿, 同比-3.8%



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 2: 2020 年归母净利润 1.29 亿, 同比+29.2%



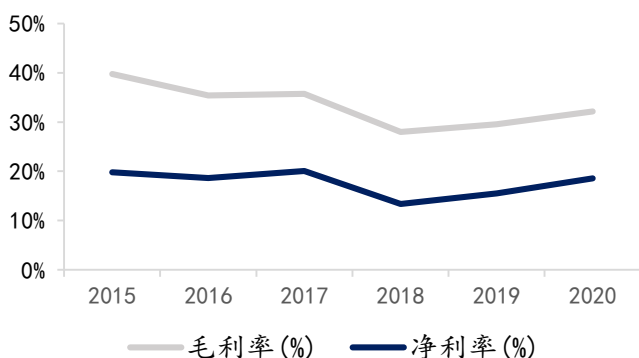
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2. 盈利能力显著提升, 控费能力持续优化

公司 2020 年综合毛利率 42.9%，同比+4.57pct，其中柔性自动化装备与工业机器人系统/汽车零部件业务毛利率分别为 38.1%/28.1%，同比 1.29pct/5.52pct。毛利率显著上升主要系：（1）自动化：新产品、新技术的研发投入达到成效，提升机器人及自动化业务的毛利率；（2）零部件：公司针对国六标准推出的汽车零配件单价更高，未来随着新产品 CO2 管路的放量，我们预计零部件业务的综合毛利率会出持续提升。

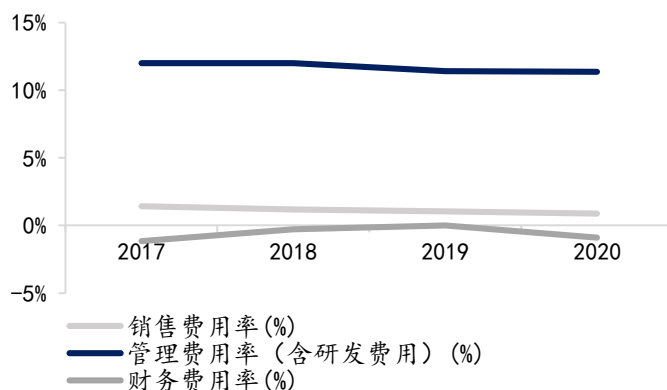
公司 2020 年净利率为 18.6%，同比+3ct，期间费用率为 11.3%，同比-0.74pct。其中销售、管理（含研发）、财务费用率分别为 0.9%/11.4%/-0.9%，同比-0.17pct/+0.32pct/-0.89pct，控费能力持续优化。截至 2021 年一季度，净利率为 16.8%，同比-3.92pct。

图 3: 盈利能力显著提升



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 4: 期间费用率控制良好



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3. 电动车智能产线及 CO2 热泵打开成长通道，将受益于大众 MEB 产品持续放量

公司多款产品切入大众 MEB 产业链：(1)电主轴装配及测试自动化生产线项目获得了上海大众 MEB 项目配套的业务合同(2)子公司上海众源开发的耐高压 CO2 热泵空调管路产品已通过大众 MEB 的实验认证，进入产能建设、筹备量产的阶段。同时，公司也正积极开展与其他主流新能源车企在该项技术的研发、测试，在未来会在更多品牌推广。

2021 年 3 月，大众首款 MEB 平台纯电动车 ID.4X 正式上市。在全球电动化趋势高度确定的背景下，大众提出截止 2029 年，规划累计销售 2600 万辆纯电动车，其中约 2000 万辆来自于 MEB 平台。我们预计，伴随着 MEB 平台产品逐步放量，以及 CO2 热泵的产能释放，将为公司打开新的成长通道，带动营收高速增长。

4. 盈利预测与投资评级

我们将 2021-2022 年净利润从 2.2/3.2 亿元调至 1.6/2.4 亿元，预计 2023 年净利润为 3.5 亿元，当前市值对应 PE 为 46/30/21X，维持“增持”评级。

5. 风险提示

新业务拓展不及预期；下游汽车行业投资不及预期。

克来机电三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	801	1275	1628	2202	营业收入	766	1025	1354	1875
现金	501	882	1117	1497	减:营业成本	520	681	868	1191
应收账款	129	197	260	360	营业税金及附加	4	5	7	9
存货	90	149	190	261	营业费用	7	8	11	15
其他流动资产	81	46	61	84	管理费用	51	136	165	218
非流动资产	423	471	512	551	财务费用	-7	-20	-29	-38
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	2	0	0	0
固定资产	161	231	282	325	加:投资净收益	0	0	0	0
在建工程	55	35	28	27	其他收益	-33	3	3	3
无形资产	82	79	77	74	营业利润	160	217	334	482
其他非流动资产	125	125	125	125	加:营业外净收支	3	3	3	3
资产总计	1225	1745	2140	2752	利润总额	163	220	337	485
流动负债	217	577	726	986	减:所得税费用	21	28	43	62
短期借款	15	20	20	20	少数股东损益	13	33	50	72
应付账款	128	187	238	326	归属母公司净利润	129	160	244	351
其他流动负债	73	370	469	640	EBIT	193	198	305	444
非流动负债	1	1	1	1	EBITDA	221	220	335	480
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	1	1	1	1	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	218	578	728	987	每股收益(元)	0.50	0.61	0.94	1.35
少数股东权益	50	79	124	189	每股净资产(元)	3.67	4.17	4.94	6.04
					发行在外股份(百万股)	261	261	261	261
归属母公司股东权益	957	1088	1288	1576	ROIC(%)	17.5%	21.0%	43.6%	64.4%
负债和股东权益	1225	1745	2140	2752	ROE(%)	13.5%	14.7%	19.0%	22.3%
					毛利率(%)	32.2%	33.6%	35.9%	36.5%
					销售净利率(%)	16.9%	15.6%	18.0%	18.7%
					资产负债率(%)	17.8%	33.1%	34.0%	35.9%
					收入增长率(%)	-3.8%	33.8%	32.0%	38.5%
					净利润增长率(%)	29.2%	23.6%	53.0%	43.8%
					P/E	56.21	45.50	29.74	20.68
					P/B	7.59	6.68	5.64	4.61
					EV/EBITDA	33.85	35.57	23.85	17.19

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>