

# 菱电电控 (688667)

证券研究报告

2021年07月22日

## 近半成员获授股权激励，未来五年增长可期

**事件：**7月17日公司发布2021年限制性股票激励计划（草案），拟对公司221人进行股权激励。

**点评：**看好公司受益国六国产替代机会，公司在汽油车、混合动力与纯电动车电控领域均有布局，应对新能源汽车销量的快速增长，公司前瞻布局，未来有望实现快速增长；

**核心成员激励到位，近半成员获授股权激励。**此次激励计划拟授予激励对象的限制性股票数量为239.825万股，占公告日公司股本总额的4.65%。其中，首次授予限制性股票191.860万股，占公告日公司股本的3.72%，占本激励计划股票总数的80.00%。此次激励对象范围主要包含公司品质部质量总监和软件测试部部长等在内的221人，占公司员工人数为43.94%，其中田奎先生（品质部质量总监）及郭子江先生（软件测试部部长）分别获授4万股，占比1.67%，田奎先生与郭子江先生均为公司国六排放软件平台的主要决策者与参与者。此外，本次首次授予限制性股票的价格为36.45元。在股权激励费用方面，首次预计首次授予的权益费用总额为1.10亿元，将分为六期摊销，2021-2026年摊销成本分别为1504.47/3986.23/2574.35/1614.84/939.83/378.21万元。

**业绩考核标准清晰，带来五年增长。**此次激励计划将分为2021与2022年两次授予，主要考核指标为未来五年营业收入增长率，营业收入增长率是衡量企业经营业务拓展趋势和成长性的有效性指标。公司考核目标值将以2020年营业收入为基数，2021-2025年营业收入增长率分别达到12%、25%、40%、57%、80%，则对应营收为8.53/9.53/10.67/11.96/13.72亿元；公司业绩考核触发值以2020年营业收入为基数，2021-2025年营业收入增长率分别达到9%、19%、30%、41%、54%，对应目标收入为8.31/9.07/9.91/10.74/11.73亿元。综上所述，对公司43.94%的员工进行股权激励，在核心团队稳固的情况下未来五年实现持续增长的目标，看好公司在国产替代与国六发展的机遇下实现超预期完成激励目标。

**激励计划助力国内稀缺EMS企业完成产品国产替代，**公司为国内稀缺汽车动力电子控制系统提供商，汽车发动机管理系统是决定整车的油耗、排放、动力性及驾驶性能的关键因素之一，是发动机系统和整车的核心部件。EMS技术长期以来被德国博世、德国大陆、日本电装、德尔福等跨国EMS厂商所垄断，成为制约我国汽车工业自主化的主要瓶颈之一。公司研发团队多年持续的努力，成功开发出具有自主知识产权的发动机管理系统，实现了汽车动力电子控制系统的国产化。本激励计划将进一步帮助公司保持核心竞争力，实现EMS的国产替代。

**投资建议：**看好激励计划对保持公司核心竞争力的积极影响，和公司进行国产替代的长期趋势。预计公司2021-2023年归母净利润为2.50/3.78/5.67亿元，给予目标价240.38元。维持“买入”评级。

**风险提示：**汽车行业市场波动及市场竞争风险、自主品牌面临的业化壁垒的风险、客户集中度较高的风险、汽车芯片缺货

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	535.69	762.41	1,105.50	1,580.86	2,213.21
增长率(%)	114.79	42.32	45.00	43.00	40.00
EBITDA(百万元)	149.43	231.17	283.64	425.54	634.48
净利润(百万元)	81.16	156.85	249.77	378.04	566.94
增长率(%)	269.37	93.25	59.25	51.35	49.97
EPS(元/股)	1.57	3.04	4.84	7.33	10.99
市盈率(P/E)	69.81	36.12	22.68	14.99	9.99
市净率(P/B)	23.70	14.31	8.60	5.47	3.53
市销率(P/S)	10.58	7.43	5.12	3.58	2.56
EV/EBITDA	0.00	0.00	19.27	12.97	8.00

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	汽车/汽车零部件
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	109.8元
目标价格	240.38元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	51.60
流通A股股本(百万股)	11.84
A股总市值(百万元)	5,665.68
流通A股市值(百万元)	1,300.50
每股净资产(元)	25.43
资产负债率(%)	19.76
一年内最高/最低(元)	144.55/84.34

### 作者

**潘暕** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517070005  
panjian@tfzq.com

**许俊峰** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110520110003  
xujunfeng@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《菱电电控-季报点评:汽车电子核心龙头，一季度持续高增长》2021-04-27
- 《菱电电控-首次覆盖报告:迎来国六新机遇，进一步实现国产替代》2021-03-29

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	13.11	27.96	242.61	178.34	630.65
应收票据及应收账款	320.71	391.95	590.71	814.50	1,152.80
预付账款	12.26	5.14	13.05	19.00	23.24
存货	142.20	128.13	251.12	282.86	450.69
其他	65.46	107.52	62.99	79.81	89.54
<b>流动资产合计</b>	<b>553.75</b>	<b>660.71</b>	<b>1,160.47</b>	<b>1,374.52</b>	<b>2,346.92</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	66.74	75.75	96.55	136.82	175.78
在建工程	2.14	3.52	38.11	70.87	72.52
无形资产	11.49	11.33	10.20	9.07	7.94
其他	7.71	8.51	7.03	7.70	7.73
<b>非流动资产合计</b>	<b>88.09</b>	<b>99.10</b>	<b>151.89</b>	<b>224.46</b>	<b>263.98</b>
<b>资产总计</b>	<b>641.83</b>	<b>759.81</b>	<b>1,312.36</b>	<b>1,598.98</b>	<b>2,610.90</b>
短期借款	53.88	64.79	50.00	40.00	50.00
应付票据及应付账款	204.23	174.53	427.46	378.62	723.07
其他	121.87	104.81	155.39	122.58	213.65
<b>流动负债合计</b>	<b>379.99</b>	<b>344.12</b>	<b>632.85</b>	<b>541.20</b>	<b>986.71</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	22.80	19.79	20.96	21.18	20.65
<b>非流动负债合计</b>	<b>22.80</b>	<b>19.79</b>	<b>20.96</b>	<b>21.18</b>	<b>20.65</b>
<b>负债合计</b>	<b>402.79</b>	<b>363.92</b>	<b>653.80</b>	<b>562.39</b>	<b>1,007.36</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	38.70	38.70	51.60	51.60	51.60
资本公积	61.41	61.41	61.41	61.41	61.41
留存收益	200.35	357.19	606.96	985.00	1,551.94
其他	(61.41)	(61.41)	(61.41)	(61.41)	(61.41)
<b>股东权益合计</b>	<b>239.05</b>	<b>395.89</b>	<b>658.56</b>	<b>1,036.60</b>	<b>1,603.54</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>641.83</b>	<b>759.81</b>	<b>1,312.36</b>	<b>1,598.98</b>	<b>2,610.90</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	81.16	156.85	249.77	378.04	566.94
折旧摊销	7.43	9.16	5.74	8.10	10.51
财务费用	1.65	2.98	3.68	2.39	1.46
投资损失	0.00	0.00	(1.00)	(2.00)	(2.00)
营运资金变动	(132.62)	(202.05)	21.03	(360.40)	(85.14)
其它	26.00	39.27	0.00	0.00	(0.00)
<b>经营活动现金流</b>	<b>(16.37)</b>	<b>6.21</b>	<b>279.22</b>	<b>26.12</b>	<b>491.77</b>
资本支出	10.64	22.33	58.84	79.77	50.54
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(24.94)	(41.71)	(117.84)	(157.77)	(98.54)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(14.30)</b>	<b>(19.38)</b>	<b>(59.00)</b>	<b>(78.00)</b>	<b>(48.00)</b>
债权融资	53.88	64.79	50.00	40.00	50.00
股权融资	(2.17)	(4.86)	9.22	(2.39)	(1.46)
其他	(20.66)	(45.77)	(64.79)	(50.00)	(40.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>31.05</b>	<b>14.16</b>	<b>(5.57)</b>	<b>(12.39)</b>	<b>8.54</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>0.38</b>	<b>0.99</b>	<b>214.65</b>	<b>(64.27)</b>	<b>452.31</b>

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>535.69</b>	<b>762.41</b>	<b>1,105.50</b>	<b>1,580.86</b>	<b>2,213.21</b>
营业成本	362.23	509.45	718.57	1,011.75	1,389.89
营业税金及附加	2.73	3.29	5.62	7.64	10.50
营业费用	19.11	17.90	21.00	28.46	37.62
管理费用	14.43	14.48	19.90	26.87	35.41
研发费用	40.74	47.41	66.33	94.85	121.73
财务费用	2.17	4.86	3.68	2.39	1.46
资产减值损失	(4.85)	(4.78)	(2.84)	(4.15)	(3.92)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	1.00	2.00	2.00
其他	8.51	(8.01)	(2.00)	(4.00)	(4.00)
<b>营业利润</b>	<b>90.62</b>	<b>177.80</b>	<b>274.23</b>	<b>415.05</b>	<b>622.51</b>
营业外收入	0.24	0.92	0.42	0.53	0.63
营业外支出	0.21	0.09	0.18	0.16	0.12
<b>利润总额</b>	<b>90.66</b>	<b>178.64</b>	<b>274.47</b>	<b>415.42</b>	<b>623.01</b>
所得税	9.50	21.80	24.70	37.39	56.07
<b>净利润</b>	<b>81.16</b>	<b>156.85</b>	<b>249.77</b>	<b>378.04</b>	<b>566.94</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>81.16</b>	<b>156.85</b>	<b>249.77</b>	<b>378.04</b>	<b>566.94</b>
每股收益(元)	1.57	3.04	4.84	7.33	10.99

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	114.79%	42.32%	45.00%	43.00%	40.00%
营业利润	275.87%	96.21%	54.23%	51.35%	49.98%
归属于母公司净利润	269.37%	93.25%	59.25%	51.35%	49.97%
<b>获利能力</b>					
毛利率	32.38%	33.18%	35.00%	36.00%	37.20%
净利率	15.15%	20.57%	22.59%	23.91%	25.62%
ROE	33.95%	39.62%	37.93%	36.47%	35.36%
ROIC	49.46%	58.94%	59.62%	82.78%	63.76%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	62.76%	47.90%	49.82%	35.17%	38.58%
净负债率	17.05%	9.30%	-29.25%	-13.35%	-36.21%
流动比率	1.46	1.92	1.83	2.54	2.38
速动比率	1.08	1.55	1.44	2.02	1.92
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	2.13	2.14	2.25	2.25	2.25
存货周转率	4.99	5.64	5.83	5.92	6.03
总资产周转率	1.08	1.09	1.07	1.09	1.05
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.57	3.04	4.84	7.33	10.99
每股经营现金流	-0.32	0.12	5.41	0.51	9.53
每股净资产	4.63	7.67	12.76	20.09	31.08
<b>估值比率</b>					
市盈率	69.81	36.12	22.68	14.99	9.99
市净率	23.70	14.31	8.60	5.47	3.53
EV/EBITDA	0.00	0.00	19.27	12.97	8.00
EV/EBIT	0.00	0.00	19.67	13.22	8.14

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com