

菱电电控 (688667)

证券研究报告

2021年08月27日

产品产业化实现重大进展，看好长期发展

事件：公司发布了2021年半年度报告。2021H1公司实现营业收入4.24亿元，同比增长32.40%，实现归属于上市公司股东的净利润7,907.82万元，同比增长17.94%，实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润6,971.13万元，同比增长7.32%。

点评：看好公司受益国产替代机会，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。公司第二季度营业收入为2.25亿元，环比上升12.32%，同比下降0.52%；净利润为4,376.21万元，环比上升23.92%，同比下降16.11%，主要因技术收入确认减少导致公司整体毛利率有所下滑所致，同时，公司大力投入研发，研发费用增加0.12亿元

强化研发团队力量，加大研发投入，公司抓住部分跨国EMS企业研发团队解散的机会，引入了一批行业顶尖人才，对提高公司技术水平起到重要作用。重点扩招了新能源与智能网联研发人员，设立了北京研发中心、武汉光谷研发中心。截至2021年6月30日，公司研发技术人员338人，较期初增长18.18%。公司规模扩大，在研发方面公司持续加码资金投入，高层次研发人员大幅增加所致公司上半年的研发费用为3,424.99万元，同比增长51.74%，占营业收入比例8.07%。

致力于打破汽车产业“核心技术空心化”，通过研发团队多年持续的努力，成功开发出多个核心技术，包括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等，并在部分市场已经开始替代进口产品。公司累计获得发明专利11个，实用新型专利12个，获得专利总数为62个。在EMS软件平台底层程序研发方面，针对爆震传感器信号特点，采用建模仿真技术设计四阶带通数字滤波器对爆震输入信号进行软件滤波处理，节约硬件成本。对模拟信号采集采用自动修正技术，减少ECU硬件元器件差异导致的信号采集偏差，保证产品一致性。

重点推进产品产业化，取得重大进展。公司重点推进了GDI车型、新能源汽车和T-BOX的产业化。GDI软件平台已按国六法规完成程序升级，首款搭载国内自主电控系统的GDI车型已经进入高温、高原标定。公司加大了对新能源汽车电控系统的推广力度，有两款MCU产品进入小规模量产并正在开发多款电动车VCU，报告期内共实现MCU销售146台，VCU销售4261台。随着MCU/GCU全自动化生产线9月份投产，MCU产量将会大幅增长。公司完成T-BOX软件平台开发、产品试制和装车验证，共实现T-BOX销售734台。

投资建议：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：芯片供应紧张导致的芯片采购不及预期、汽车行业市场不及预期、品牌及盈利水平不及预期

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)	96.71	50.05	31.43	20.76	13.85
市净率(P/B)	32.84	19.83	11.92	7.57	4.90
市销率(P/S)	14.65	10.30	7.10	4.97	3.55
EV/EBITDA	0.00	0.00	26.97	18.10	11.44

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	152.12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)	7,849.39
流通A股市值(百万元)	1,801.75
每股净资产(元)	26.28
资产负债率(%)	19.30
一年内最高/最低(元)	153.69/84.34

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-公司点评:近半成员获股权激励，未来五年增长可期》2021-07-22
- 《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
流动资产合计	553.75	660.71	1,160.47	1,374.52	2,346.92
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
非流动资产合计	88.09	99.10	151.89	224.46	263.98
资产总计	641.83	759.81	1,312.36	1,598.98	2,610.90
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
流动负债合计	379.99	344.12	632.85	541.20	986.71
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
非流动负债合计	22.80	19.79	20.96	21.18	20.65
负债合计	402.79	363.92	653.80	562.39	1,007.36
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)
股东权益合计	239.05	395.89	658.56	1,036.60	1,603.54
负债和股东权益总计	641.83	759.81	1,312.36	1,598.98	2,610.90

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)
经营活动现金流	(16.37)	6.21	279.22	26.12	491.77
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)
投资活动现金流	(14.30)	(19.38)	(59.00)	(78.00)	(48.00)
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)
筹资活动现金流	31.05	14.16	(5.57)	(12.39)	8.54
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	0.38	0.99	214.65	(64.27)	452.31

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	535.69	762.41	1,105.50	1,580.86	2,213.21
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)
营业利润	90.62	177.80	274.23	415.05	622.51
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
利润总额	90.66	178.64	274.47	415.42	623.01
所得税	9.50	21.80	24.70	37.39	56.07
净利润	81.16	156.85	249.77	378.04	566.94
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	81.16	156.85	249.77	378.04	566.94
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
成长能力					
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%
获利能力					
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%
偿债能力					
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
营运能力					
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
每股指标(元)					
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
估值比率					
市盈率	96.71	50.05	31.43	20.76	13.85
市净率	32.84	19.83	11.92	7.57	4.90
EV/EBITDA	0.00	0.00	26.97	18.10	11.44
EV/EBIT	0.00	0.00	27.53	18.45	11.64

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