

2021年08月30日

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

2021 中报点评：自动化业务订单拐点已现，静待下游需求复苏催化零部件业务放量 增持（维持）

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	766	674	1,400	2,040
同比（%）	-3.8%	-12.1%	107.8%	45.7%
归母净利润（百万元）	129	97	212	332
同比（%）	29.2%	-25.1%	119.4%	56.2%
每股收益（元/股）	0.50	0.37	0.81	1.27
P/E（倍）	60.29	80.51	36.70	23.49

事件：公司 2021H1 营业收入 2.80 亿元，同比-27.45%，归母净利润 0.39 亿元，同比-45.80%；扣非后归母净利润 0.35 亿元，同比-49.29%。

投资要点

■ 自动化业务订单拐点已现，汽车零部件业务受缺芯影响下滑

公司 2021H1 营业收入 2.80 亿元，同比-27.45%，归母净利润 0.39 亿元，同比-45.80%；扣非后归母净利润 0.35 亿元，同比-49.29%。业绩下降主要由自动化业务新增订单尚未转化为产值+汽车零部件业务下游需求低迷导致。1) 自动化业务：2021H1 新签订单 2.55 亿元，同比+85%，但由于该业务生产周期相对较长，订单改善尚未转化为产值提升，对 2021H1 收入推动不大，但我们预期目前属于业绩底部，订单转化为收入即盈利拐点向上；2) 汽车零部件业务：2021H1 缺芯持续导致下游整车厂产量下滑，公司汽车零部件业务销量和利润率均出现下降。2021H1，公司燃油分配器/燃油管/冷却水硬管销量分别为 98.31/75.56/135.40 万件，同比-21.14%/-22.09%/-13.27%，后续有望随着汽车板块回暖而恢复。

■ 盈利能力维持正常区间，产品研发稳步推进

2021H1，公司综合毛利率 29.83%，同比-4.97pct，净利率 14.49%，同比-6.83pct，均有所下滑但依旧维持在相对正常的区间，随着未来产销量的恢复，规模效应会使得毛利率有所回升。公司 2021H1 期间费用率为 15.29%，同比+4.48pct。其中，销售费用率 1.37%，同比+0.57pct；管理费用率（含研发）15.09%，同比+4.18pct；财务费用率-1.17%，同比-0.27pct。

公司 2021H1 研发费用 0.22 亿元，研发费用率 7.97%，同比+2.41pct，短期收入规模下滑并未影响公司研发进程，2021 年度公司主要研发产品国六 b 汽车发动机 EA888 高压燃油分配管、新能源车用二氧化碳空调系统相关零部件等将为公司的自动化和汽车零部件业务增长注入新动力。

■ 二氧化碳管路+阀打开成长空间，长期将受益于电动车产业链发展

二氧化碳热管理系统与“碳中和”战略契合，渗透率有望持续提升。目前，大众 ID6 和奥迪 E-tron S 等为二氧化碳热泵空调标配车型，在碳中和+二氧化碳热管理系统先天优势+头部企业示范效应推动下，我们预计未来会有更多整车品牌配备二氧化碳热管理系统，市场空间较大。

二氧化碳冷媒导管已通过大众 MEB 认证，静待未来放量。公司二氧化碳冷媒导管已通过大众 MEB 认证并进入预批量供货阶段。公司为大众 ID6 的独家供应商，未来将持续加大品牌和地区双维度布局，业务未来放量可期。公司亦积极拓展二氧化碳热管理系统中阀类产品，目前处在样品交付和实验阶段，进一步拓宽市场空间。

■ 盈利预测与投资评级：考虑到 2021 年存在半导体芯片紧缺导致公司下游客户产量景气度较低的影响，我们将公司 2021-2023 年归母净利润从 1.60/2.44/3.51 亿元调整至 0.97（下调 39%）/2.12（下调 13%）/3.32（下调 5%）亿元，当前股价对应动态 PE 为 81/37/23X，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)	29.85
一年最低/最高价	24.08/55.27
市净率(倍)	8.13
流通 A 股市值(百万元)	7766.07

基础数据

每股净资产(元)	3.67
资产负债率(%)	13.60
总股本(百万股)	260.94
流通 A 股(百万股)	260.17

相关研究

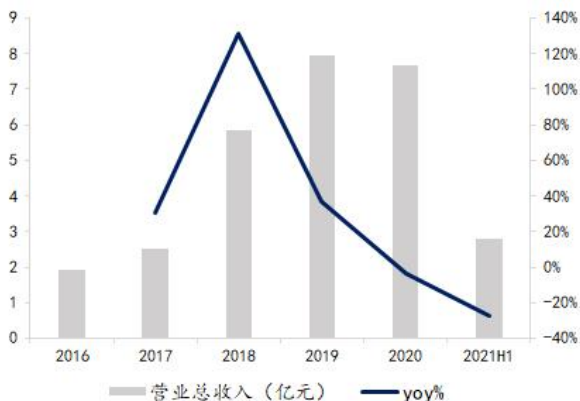
- 1、《克来机电（603960）：2020 年报&2021 年 1 季报点评：客户减产影响短期订单和利润，电动化大趋势加速未来发展》2021-04-30
- 2、《克来机电（603960）：三季报稳健增长，看好大众 MEB 产业链机遇》2020-11-02
- 3、《克来机电（603960）：中报业绩高增长，切入大众 MEB 产业链迎机遇》2020-08-26

事件：公司 2021H1 营业收入 2.80 亿元，同比-27.45%，归母净利润 0.39 亿元，同比-45.80%；扣非后归母净利润 0.35 亿元，同比-49.29%。

1. 自动化新签订单增长，汽车零部件业务受缺芯影响下滑

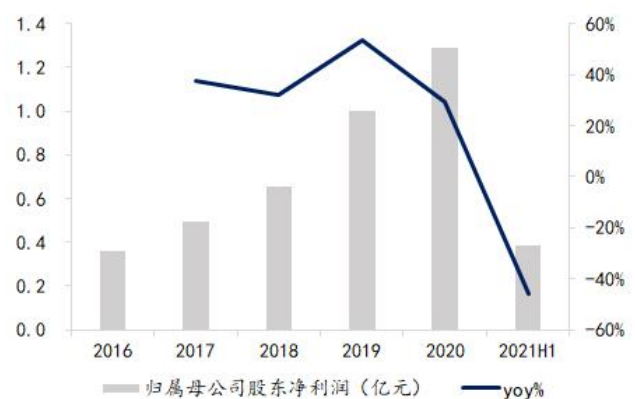
公司 2021H1 营业收入 2.80 亿元，同比-27.45%，归母净利润 0.39 亿元，同比-45.80%；扣非后归母净利润 0.35 亿元，同比-49.29%。业绩下降主要由自动化业务新增订单尚未转为产值+汽车零部件业务下游需求低迷导致。1) 柔性自动化装备与工业机器人系统业务：自 2020H2 起新签订单逐步恢复，2021H1 新签订单 2.55 亿元，相对去年同期增长 85%，但由于该业务的非标定制属性，生产周期相对较长，订单改善尚未转化为产值提升，对 2021H1 收入推动不大，但我们预期目前属于业绩底部，订单转化为收入即盈利拐点向上；2) 汽车零部件业务：2021H1 缺芯持续导致下游整车厂产量下滑，公司汽车零部件业务销量和利润率均出现下降。2021H1，公司燃油分配器/燃油管/冷却水硬管销量分别为 98.31/75.56/135.40 万件，同比-21.14%/-22.09%/-13.27%，后续有望随着汽车板块回暖而恢复。

图 1: 公司 2021H1 营业收入 2.80 亿元，同比-27.45%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2: 公司 2021H1 归母净利润 0.39 亿元，同比-45.80%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 盈利能力维持正常区间，产品研发稳步推进

2021H1，公司综合毛利率 29.83%，同比-4.97pct，净利率 14.49%，同比-6.83pct，均有所下滑但依旧维持在相对正常的区间。毛利率下降主要系产量下降导致单位收入对应的固定成本提升导致，随着未来产销量的恢复，规模效应会使得毛利率有所回升。公司 2021H1 期间费用率为 15.29%，同比+4.48pct。其中，销售费用率 1.37%，同比+0.57pct；管理费用率（含研发）15.09%，同比+4.18pct；财务费用率-1.17%，同比-0.27pct。销售费用和管理费用数额变动不大，对应费用率提升主要系收入规模下降导致。

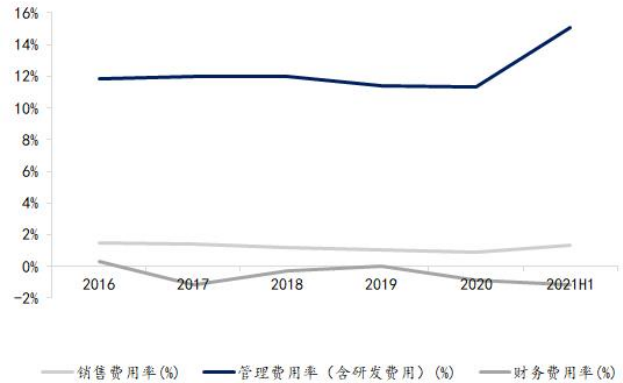
公司 2021H1 研发费用 0.22 亿元，研发费用率 7.97%，同比+2.41pct，短期收入规模下滑并未影响公司研发进程，2021 年度公司主要研发投入项目包括国六 b 汽车发动机 EA888 高压燃油分配管制造、新能源车用二氧化碳空调系统相关零部件项目、新能源车驱动电主轴总装及性能测试装备技术、视觉引导技术的激光焊接技术等，未来将为公司的自动化和汽车零部件业务增长注入新动力。

图 3: 盈利能力有所下滑，依旧处于正常区间



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 公司 2021H1 期间费用率为 15.29%，同比+4.48pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 二氧化碳管路+阀打开成长空间，长期将受益于电动车产业链发展

二氧化碳热管理系统与“碳中和”战略契合，渗透率有望持续提升。二氧化碳作为天然制冷剂，不会破坏臭氧层且温室效应可忽略不计，并具有来源广、价格低、无毒不易燃、单位容积制冷量高等优点，与我国“碳中和”的战略目标具有较高的契合度。目前，大众 ID6 和奥迪 E-tron S 等为二氧化碳热泵空调标配车型，在碳中和+二氧化碳热管理系统先天优势+头部企业示范效应推动下，我们预计未来会有更多整车品牌配备二氧化碳热管理系统，市场空间较大。

二氧化碳冷媒导管已通过大众 MEB 认证，静待未来放量。公司是国内首批获得主流整车厂定点并投产供货的二氧化碳热管理系统零部件供应商，通过与子公司上海众源协同研发突破，已解决领域痛点二氧化碳泄漏问题，目前公司二氧化碳冷媒导管已通过大众 MEB 认证并进入预批量生产供货阶段。公司为大众 ID6 的独家供应商，未来将持续加大品牌和地区两个维度布局，向更多车企和品牌推广的同时也积极布局欧洲等国外市场，业务未来放量可期。

加大阀类产品研发，进一步拓宽业务空间。除管路系统以外，公司亦积极加大二氧化碳热管理系统中其他品类的研发，包括二氧化碳系统中的电子膨胀阀、截止阀、泄压

阀等。目前研发的阀类产品尚处在实验阶段，都已有样品交付。阀类产品在系统国产化比例的提升，有望促进二氧化碳热管理系统在新能源车中的普及，进一步拓宽市场空间。

4. 盈利预测

考虑到 2021 年存在半导体芯片紧缺导致公司下游客户产量景气度较低的影响，我们将公司 2021-2023 年归母净利润从 1.60/2.44/3.51 亿元调整至 0.97（下调 39%）/2.12（下调 13%）/3.32（下调 5%）亿元，当前股价对应动态 PE 为 81/37/23X，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	1042	1607	2241	营业收入	766	674	1400	2040
现金	501	761	1068	1460	减:营业成本	520	471	950	1361
应收账款	129	148	269	391	营业税金及附加	4	3	7	10
存货	90	103	208	298	营业费用	7	5	11	16
其他流动资产	81	30	63	92	管理费用	51	84	171	237
非流动资产	423	463	499	528	财务费用	-7	-18	-26	-37
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	224	269	303	加:投资净收益	0	0	0	0
在建工程	55	35	28	27	其他收益	-30	3	3	3
无形资产	82	79	77	74	营业利润	160	131	290	455
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	1505	2107	2770	利润总额	163	134	293	458
流动负债	217	400	789	1118	减:所得税费用	21	17	37	58
短期借款	15	20	20	20	少数股东损益	13	20	43	68
应付账款	128	129	260	373	归属母公司净利润	129	97	212	332
其他流动负债	73	251	508	725	EBIT	193	113	264	418
非流动负债	1	1	1	1	EBITDA	221	143	299	463
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	401	790	1120	每股收益(元)	0.50	0.37	0.81	1.27
少数股东权益	50	68	107	168	每股净资产(元)	3.67	3.97	4.64	5.68
归属母公司股东权益	957	1036	1210	1482	发行在外股份(百万股)	261	261	261	261
负债和股东权益	1225	1505	2107	2770	ROIC(%)	17.5%	11.5%	37.3%	67.6%
					ROE(%)	13.5%	9.3%	17.5%	22.4%
					毛利率(%)	32.2%	30.0%	32.1%	33.3%
					销售净利率(%)	16.9%	14.4%	15.2%	16.2%
					资产负债率(%)	17.8%	26.7%	37.5%	40.4%
					收入增长率(%)	-3.8%	-12.1%	107.8%	45.7%
					净利润增长率(%)	29.2%	-25.1%	119.4%	56.2%
					P/E	60.29	80.51	36.70	23.49
					P/B	8.14	7.52	6.44	5.26
					EV/EBITDA	36.24	57.35	28.71	19.26
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E					
经营活动现金流	168	340	416	525					
投资活动现金流	-104	-68	-71	-73					
筹资活动现金流	-24	-13	-38	-60					
现金净增加额	40	259	307	392					
折旧和摊销	28	30	35	44					
资本开支	-56	-68	-71	-73					
营运资本变动	-58	196	130	88					

数据来源: Wind 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>