

英搏尔三季度报点评：交付瓶颈影响 Q3 收入确认，Q4 起逐步起量

买入（维持）

2021 年 10 月 27 日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 柴嘉辉

执业证号：S0600521080002

chaijh@dwzq.com.cn

研究助理 谢哲栋

xiezd@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	421	950	1,908	3,149
同比（%）	32.2%	125.7%	100.8%	65.0%
归母净利润（百万元）	13	40	160	333
同比（%）	116.6%	204.8%	297.8%	108.6%
每股收益（元/股）	0.17	0.53	2.11	4.40
P/E（倍）	411.12	134.90	33.91	16.25

投资要点

■ **Q3 营收同比+36.98%，利润端基本盈亏平衡，基本符合市场预期。**公司发布 2021 年三季报，公司 2021Q1-Q3 实现营收 4.55 亿元，同增 85.53%；实现归母净利润 0.17 亿元，同增 929.34%。其中 2021Q3 实现营收 1.42 亿元，同增 36.98%；实现归母净利润 29.8 万元，同降 96.80%，公司 2021Q3 营收及利润符合市场预期。其中：**1）营收端**因 2021Q3 芯片继续短缺、公司交付较为紧张，但公司积极保供，向客户推新的芯片替代方案，使得部分订单交付延期；且受原材料涨价影响，与客户重新议价，部分订单收入确认滞后。**2）利润端**受原材料涨价、研发费用（含股权支付费用）大幅增加等影响。随芯片替代方案的落地及产能储备于 2021Q4 起持续释放，我们预计公司利润率回归合理水平。

■ **因新能源乘用车交付紧张、占比下降，导致毛利率结构性上升，净利率因本期研发等费用增加而下降较多。**Q1-3 毛利率为 21.29%，同比上升 6.11pct，Q3 毛利率 23.61%，同比上升 3.93pct。新能源乘用车产品毛利率相对更低，2021Q3 我们预计中低速车、叉车等高毛利产品占比提升，故拉高了整体毛利率。Q1-3 归母净利率为 3.74%，同比上升 3.06pct，Q3 归母净利率 0.21%，同比下降 8.76pct，环比下降 5.95pct。

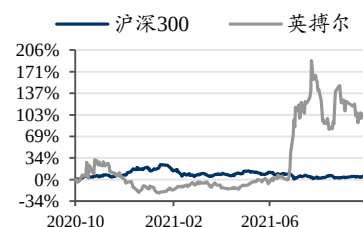
■ **乘用车短期交付紧张，随芯片问题缓解、产能落地，中长期有望迎来量利齐升。**定点车型方面：1）乘用车主要由五菱、威马、吉利、奇瑞等贡献主要营收，2021H1 乘用车板块同增+319%，但受交付影响，我们预计 2021Q3 环比下滑较多，2021Q4 有望起量回升、同时上述客户+小鹏贡献 2022 年全年营收增量；2）公司前期横向拓展至利润更高的商用车（采埃孚）、叉车（杭叉）等领域，与中低速车一同保持稳增。3）部分新能源车产品与客户重新议价，我们预计约 0.5-1 亿元收入递延至 2021Q4 确认（目前计入存货产成品）。随珠海+山东双基地产能不断爬坡、芯片供给紧张情况缓解，我们预计 2021Q4 起前期定点产品将快速放量，规模效应开始显现，公司盈利能力有望显著回升。

■ **因研发、原材料等加大投入，2021Q3 费用全面提升，现金流出增加。**其中：研发、管理费用因 2020 年绩效在当期支付、高端人才引进、涨薪等原因，同比翻倍以上增长；为原材料现货储备加大了银行借款（2021Q1-3 借款收到的现金同比增长 800%+），故财务费用支出较大。为保障客户订单需求，2021Q3 对关键芯片和紧缺原材料做了一定的储备，以及 Q3 部分半成品尚未确认收入，存货环比大幅增长 1.7 亿元、现金流出增加。

■ **盈利预测：**因芯片等原材料涨价、费用投入大的影响，我们略微下调公司 2021-23 年归母净利润分别 0.40 亿元（-0.22 亿元）、1.60 亿元（-0.14 亿元）、3.33 亿元（-0.17 亿元），同比分别+205%、+298%、+109%，对应现价 PE 分别 135x、34x、16x，给予目标价 105.5 元，对应 2022 年 50 倍 PE，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**宏观经济下行，投资不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	71.55
一年最低/最高价	27.28/102.00
市净率(倍)	8.98
流通 A 股市值(百万元)	3100.62

基础数据

每股净资产(元)	8.04
资产负债率(%)	58.59
总股本(百万股)	75.60
流通 A 股(百万股)	43.34

相关研究

1、《英搏尔 (300681)：新能源车电驱动强者“亮剑”》2021-09-17

英搏尔三大财务预测表

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	597.6	891.2	1543.4	2320.5	营业收入	421.0	950.3	1908.3	3148.7
现金	96.0	115.2	97.9	83.2	减:营业成本	338.9	722.5	1396.8	2259.6
应收款项	154.7	331.8	633.0	992.3	营业税金及附加	2.2	4.8	9.5	15.7
存货	243.1	296.9	535.8	835.7	营业费用	20.4	39.0	74.4	119.7
其他流动资产	103.8	147.3	276.7	409.3	管理费用	63.1	159.4	262.2	394.3
非流动资产	493.5	575.9	665.5	768.3	财务费用	1.4	7.7	12.4	11.2
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	加:投资净收益	0.5	0.0	0.0	0.0
固定资产	422.3	510.4	597.9	701.7	其他收益	14.7	30.1	34.8	43.5
无形资产	22.0	21.3	20.5	19.8	营业利润	10.2	47.1	187.8	391.7
其他非流动资产	49.3	44.3	47.1	46.9	加:营业外净收支	-0.3	0.0	-0.1	-0.1
资产总计	1091.1	1467.1	2208.9	3088.9	利润总额	9.9	47.2	187.7	391.5
流动负债	354.8	676.7	1277.1	1903.7	减:所得税费用	-3.3	7.1	28.1	58.7
短期借款	43.7	178.1	234.2	121.7	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	247.0	402.1	834.6	1418.1	归属母公司净利润	13.2	40.1	159.5	332.8
其他流动负债	64.1	96.5	208.3	363.9	EBIT	38.8	25.4	166.1	360.2
非流动负债	157.8	183.7	213.5	233.9	EBITDA	67.2	61.4	217.6	425.0
长期借款	56.5	56.5	56.5	56.5					
其他非流动负债	101.2	127.2	157.0	177.4					
负债合计	512.5	860.4	1490.6	2137.6	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	每股收益(元)	0.17	0.53	2.11	4.40
归属母公司股东权益	578.6	606.7	718.3	951.3	每股净资产(元)	7.65	8.02	9.50	12.58
					发行在外股份(百万股)	75.60	75.60	75.60	75.60
负债和股东权益	1091.1	1467.1	2208.9	3088.9	ROIC(%)	7.7%	2.7%	15.2%	28.6%
					ROE(%)	2.3%	6.6%	22.2%	35.0%
					毛利率(%)	19.5%	24.0%	26.8%	28.2%
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	销售净利率(%)	3.1%	4.2%	8.4%	10.6%
经营活动现金流	58.7	-18.7	106.7	357.8	资产负债率(%)	47.0%	58.6%	67.5%	69.2%
投资活动现金流	-96.2	-84.4	-132.2	-160.1	收入增长率(%)	32.2%	125.7%	100.8%	65.0%
筹资活动现金流	0.1	122.3	8.2	-212.3	净利润增长率(%)	116.6%	204.8%	297.8%	108.6%
现金净增加额	-37.3	19.2	-17.3	-14.7	P/E	411.1	134.9	33.9	16.3
折旧和摊销	28.5	36.0	51.5	64.8	P/B	9.3	8.9	7.5	5.7
资本开支	-41.5	-104.4	-132.2	-160.1	EV/EBITDA	88.1	102.1	31.7	17.8
营运资本变动	-8.6	-85.5	-98.2	-32.1					

数据来源: Wind, 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>