

2021 年报预告点评: 盈利能力显著改善, 2022 年有望保持量利双升

买入 (维持)

2022 年 02 月 06 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

021-60199793

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	1,045	2,105	3,331
同比 (%)	32.2%	148.3%	101.3%	58.3%
归母净利润 (百万元)	13	50	198	372
同比 (%)	116.6%	279.4%	296.1%	88.0%
每股收益 (元/股)	0.17	0.65	2.58	4.85
P/E (倍)	576.78	154.04	38.89	20.69

投资要点

■ **净利率回归合理水平, 2021Q4 业绩超出市场预期。**公司发布 2021 年年度业绩预告, 报告期实现归母净利润 4600-5600 万元 (中值 5100 万元), 实现扣非归母净利润 1300-2300 万元 (中值 1800 万元); 其中 Q4 实现归母净利润约 2900-3900 万元 (中值 3400 万元), 实现扣非归母净利润 2910-3910 万元 (中值 3410 万元), 非经常性损益对利润影响极小。**公司业绩超出市场预期, 分析如下:** 1) 随着芯片短缺问题缓解+威马&吉利新车型 Q4 上市销售+2021Q3 部分订单延期到 Q4 确认, 我们预计 2021Q4 营收端环比大幅增长; 2) 随多车型产品规模化放量、部分核心器件国产替代, 我们预计毛利率同环比均有望大幅回升。3) 我们预计公司为保障新车型顺利交付, 2021Q4 研发、管理费用投入环比增长较多。考虑到 2021Q4 归母净利润及扣非归母净利润中值均为 0.34 亿元, 2021Q4 利润率有望超过 5%, 表现亮眼。展望 2022 年, 公司在手订单充裕, 珠海+山东双基地产能充足, 假设芯片供应问题有效解决, 利润率有望继续维持高个位数水平。

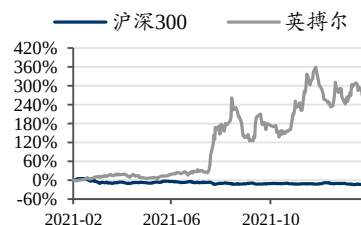
■ **乘用车短期交付紧张, 随芯片问题缓解、产能落地, 2022 年起有望迎来量利齐升。**定点车型方面: 1) **乘用车方面**, 2021 年主要由五菱宏光 mini、吉利、威马、江淮贡献主要营收, 2021H1 乘用车板块同增+319%, 但 2021Q3 因芯片短缺导致交付较为紧张, 2021Q4 芯片问题缓解, 叠加威马 E5 等前期定点车型上市销售, 环比 2021Q3 大幅增长。展望 2022-2023 年, 上汽通用五菱凯捷 (混动)、小鹏 P7 等存量定点产品也于 2022 年上市, 大陆、长城、新势力车企等增量客户有望获取项目定点。2) **商用车方面**, 绑定采埃孚、叉车集团等, 与中低速车一同保持稳健增长。3) **产能方面**, 2021 年公司定增拟募资 9.76 亿元投入珠海基地改造及产能扩张、山东菏泽二期等项目, 公司双基地 2022 年产能充足+处于爬坡阶段, 若芯片紧缺问题在 2022 年影响不显著, 营收及利润有望具备强增长弹性。

■ **股权激励深度绑定骨干人员, 目标保守保证行权顺利。**公司发布股权激励草案, 拟授予 400 万份股票期权 (约占总股本的 5.29%), 行权价格为 95.95 元/股。激励对象为公司核心骨干及 2019 年引入的数位行业领军人物共 16 人, 股份转让+当期激励计划深度绑定利益, 顶层设计更加牢固。业绩考核目标为 2022 年/2023 年/2024 年净利润不低于 0.6 亿元/1 亿元/1.8 亿元, 目标保守以确保行权, 通过股权激励较好绑定了核心团队的利益。

■ **盈利预测与投资建议:** 因公司利润率恢复超市场预期, 我们上调公司 2021-2023 年归母净利润分别 0.50 亿元 (+0.30 亿元)、1.98 亿元 (+0.47 亿元)、3.72 亿元 (+0.57 亿元), 同比分别+279%、+296%、+88%, 对应现价 PE 分别 154x、39x、21x, 给予目标价 154.8 元, 对应 2022 年 60 倍 PE, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 新能源汽车渗透不达预期、乘用车相关产品销量不及预期、价格竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	100.38
一年最低/最高价	27.31/132.00
市净率(倍)	12.49
流通 A 股市值(百万元)	4450.45

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)	76.60
流通 A 股(百万股)	44.34

相关研究

- 1、《英搏尔 (300681): 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》2021-10-27
- 2、《英搏尔 (300681): 新能源车电驱动强者“亮剑”》2021-09-17

净利率回归合理水平, 2021Q4 业绩超出市场预期。公司发布 2021 年年度业绩预告, 报告期实现归母净利润 4600-5600 万元 (中值 5100 万元), 实现扣非归母净利润 1300-2300 万元 (中值 1800 万元); 其中 Q4 实现归母净利润约 2900-3900 万元 (中值 3400 万元), 实现扣非归母净利润 2910-3910 万元 (中值 3410 万元), 非经常性损益对利润影响极小。**公司业绩超出市场预期, 分析如下:** 1) 随着芯片短缺问题缓解+威马&吉利新车型 Q4 上市销售+2021Q3 部分订单延期到 Q4 确认, 我们预计 2021Q4 营收端环比大幅增长; 2) 随多车型产品规模化放量、部分核心器件国产替代, 我们预计毛利率同环比均有望大幅回升。3) 我们预计公司为保障新车型顺利交付, 2021Q4 研发、管理费用投入环比增长较多。考虑到 2021Q4 归母净利润及扣非归母净利润中值均为 0.34 亿元, 2021Q4 利润率有望超过 5%, 表现亮眼。展望 2022 年, 公司在手订单充裕, 珠海+山东双基地产能充足, 假设芯片供应问题有效解决, 利润率有望继续维持高个位数水平。

表 1: 2021 年英搏尔核心业绩数据

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4中值	2021年中值
营业收入 (亿元)	0.76	2.37	1.42		
YoY	65.69%	147.81%	36.98%		
QoQ	-56.82%	211.84%	-40.08%		
归母净利润 (亿元)	0.02	0.15	0.00	0.34	0.51
归母净利率 (%)	2.8%	6.2%	0.2%		
扣非归母净利润 (亿元)	-0.07	0.09	-0.19	0.34	0.18
扣非归母净利率 (%)	-8.8%	3.8%	-13.1%		
非经常损益 (亿元)	0.09	0.06	0.19	0.00	0.34

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

乘用车短期交付紧张, 随芯片问题缓解、产能落地, 2022 年起有望迎来量利齐升。定点车型方面: 1) **乘用车方面**, 2021 年主要由五菱宏光 mini、吉利、威马、江淮贡献主要营收, 2021H1 乘用车板块同增+319%, 但 2021Q3 因芯片短缺导致交付较为紧张, 2021Q4 芯片问题缓解, 叠加威马 E5 等前期定点车型上市销售, 环比 2021Q3 大幅增长。展望 2022-2023 年, 上汽通用五菱凯捷 (混动)、小鹏 P7 等存量定点产品也于 2022 年上市, 大陆、长城、新势力车企等增量客户有望获取项目定点。2) **商用车方面**, 绑定采埃孚、叉车集团等, 与中低速车一同保持稳健增长。3) **产能方面**, 2021 年公司定增拟募资 9.76 亿元投入珠海基地改造及产能扩张、山东菏泽二期等项目, 公司双基地 2022 年产能充足+处于爬坡阶段, 若芯片紧缺问题在 2022 年影响不显著, 营收及利润有望具备强增长弹性。

股权激励深度绑定骨干人员, 目标保守保证行权顺利。公司发布股权激励草案, 拟授予 400 万份股票期权 (约占总股本的 5.29%), 行权价格为 95.95 元/股。激励对象为公司核心骨干及 2019 年引入的数位行业领军人物共 16 人, 股份转让+当期激励计划深

度绑定利益，顶层设计更加牢固。业绩考核目标为 2022 年/2023 年/2024 年净利润不低于 0.6 亿元/1 亿元/1.8 亿元，目标保守以确保行权，通过股权激励较好绑定了核心团队的利益。其中，2021 年公司计提股权激励费用为 2567 万元。

盈利预测与投资建议：因公司利润率恢复超市场预期，我们上调公司 2021-2023 年归母净利润分别 0.50 亿元（+0.30 亿元）、1.98 亿元（+0.47 亿元）、3.72 亿元（+0.57 亿元），同比分别+279%、+296%、+88%，对应现价 PE 分别 154x、39x、21x，给予目标价 154.8 元，对应 2022 年 60 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：新能源汽车渗透不达预期、乘用车相关产品销量不及预期、价格竞争加剧。

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	969.5	1685.1	2434.8	营业收入	421.0	1045.3	2104.6	3331.1
现金	96.0	115.2	97.9	83.2	减:营业成本	338.9	796.6	1522.2	2349.1
应收款项	154.7	365.0	698.1	1049.7	营业税金及附加	2.2	5.2	10.5	16.7
存货	243.1	327.4	583.9	868.8	营业费用	20.4	42.9	82.1	126.6
其他流动资产	103.8	162.0	305.2	433.0	管理费用(含研发)	63.1	163.8	278.5	433.8
非流动资产	493.5	575.9	665.5	768.3	财务费用	1.4	8.2	13.3	11.1
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	58.7	232.7	437.4
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	1545.5	2350.6	3203.1	利润总额	9.9	58.7	232.6	437.2
流动负债	354.8	748.2	1385.1	1957.2	减:所得税费用	-3.3	8.8	34.9	65.6
短期借款	43.7	199.7	249.3	101.2	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	247.0	443.4	909.5	1474.3	归属母公司净利润	13.2	49.9	197.7	371.6
其他流动负债	64.1	105.2	226.3	381.7	EBIT	38.8	37.5	212.0	405.7
非流动负债	157.8	183.7	213.5	233.9	EBITDA	67.2	73.5	263.4	470.6
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	931.9	1598.7	2191.1	重要财务与估值指				
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	标	2020A	2021E	2022E	2023E
归属母公司股东权益	578.6	613.5	751.9	1012.1	每股收益(元)	0.17	0.65	2.58	4.85
负债和股东权益	1091.1	1545.5	2350.6	3203.1	每股净资产(元)	7.65	8.01	9.82	13.21
					发行在外股份(百万				
					股)	75.60	76.60	76.60	76.60
					ROIC(%)	7.7%	4.0%	18.6%	31.0%
					ROE(%)	2.3%	8.1%	26.3%	36.7%
					毛利率(%)	19.5%	23.8%	27.7%	29.5%
					销售净利率(%)	3.1%	4.8%	9.4%	11.2%
					资产负债率(%)	47.0%	60.3%	68.0%	68.4%
					收入增长率(%)	32.2%	148.3%	101.3%	58.3%
					净利润增长率(%)	116.6%	279.4%	296.1%	88.0%
					P/E	576.8	154.0	38.9	20.7
					P/B	13.1	12.5	10.2	7.6
					EV/EBITDA	120.5	115.9	34.9	20.8
现金流量表 (百万元)									
	2020A	2021E	2022E	2023E					
经营活动现金流	58.7	-37.4	124.6	405.1					
投资活动现金流	-96.2	-84.4	-132.2	-160.1					
筹资活动现金流	0.1	140.9	-9.6	-259.7					
现金净增加额	-37.3	19.2	-17.3	-14.7					
折旧和摊销	28.5	36.0	51.5	64.8					
资本开支	-41.5	-104.4	-132.2	-160.1					
营运资本变动	-8.6	-113.9	-118.5	-23.6					

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>