

菱电电控 (688667.SH) 研发及股权激励费用致业绩略有下滑

2022年02月26日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

邓健全 (分析师)

王彬宇 (联系人)

dengjianquan@kysec.cn

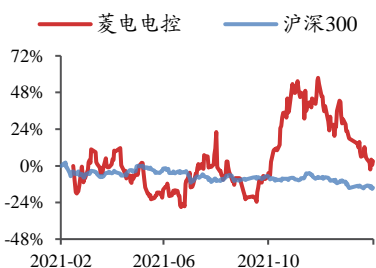
wangbinu@kysec.cn

证书编号: S0790521040001

证书编号: S0790121060017

日期	2022/2/25
当前股价(元)	127.60
一年最高最低(元)	200.00/84.34
总市值(亿元)	65.84
流通市值(亿元)	15.78
总股本(亿股)	0.52
流通股本(亿股)	0.12
近3个月换手率(%)	208.49

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-设立合资公司开展集成化电驱动系统项目, 加大纯电领域产品布局》-2022.1.24

《公司首次覆盖报告-稀缺汽车电控系统自主供应商, 国产替代空间广阔》-2021.12.8

● **2021年公司营收增长9.5%至8.35亿元, 归母净利润下降12.3%至1.38亿元**
公司发布2021年业绩快报, 2021年营收为8.35亿元, 同比+9.5%; 归母净利润为1.38亿元, 同比-12.3%。2021Q4公司营收为2.36亿元, 同比-5.3%, 环比+36.0%; 归母净利润为1653万元, 同比-69.1%, 环比-60.6%。2021年公司克服芯片短缺和下半年商用车整体销量下滑的影响, 营收保持增长态势, 利润下滑主要原因系期末计提股权激励费用2206万元以及研发费用较2020年增长3519万元。公司在汽车EMS领域具备较强稀缺性, 产品逐步从商用车拓展至混动乘用车市场, 国产替代空间广阔, 成长路径清晰。我们上调公司盈利预测, 预计2022-2023年营收分别为12.25(+0.15)/16.36(+0.22)亿元, 归母净利润分别为2.67(+0.17)/3.82(+0.21)亿元, EPS为5.17(+0.32)/7.40(+0.40)元/股, 当前股价对应2022-2023年PE分别为24.7/17.2倍, 维持“买入”评级。

● **营收增速好于下游商用车行业, 有望打开乘用车EMS国产替代空间**

公司汽油EMS产品营收占比高(2020年为90%), 下游主要为轻卡。2021Q4国内轻卡销量为48.2万辆, 同比-19.9%, 环比+14.5%。而公司2021Q4营收同比-5.3%, 环比+36.0%, 增速好于行业表现, 反映公司在轻卡EMS市场的份额增长以及其他车型增量的逐步贡献。目前公司应用于商用车的产品主要为进气道喷射EMS, 公司着力开发应用于乘用车的缸内直喷EMS, 搭载车型已进入三高标定阶段, 未来有望在主流乘用车市场逐步实现国产替代。

● **发力混动EMS市场, 完善纯电动车电控产品布局**

公司已实现了增程式混动电控产品的量产, 2021年新增多家车企定点, 2022年混动EMS业务有望迎来较快增长。纯电动车电控产品方面, 2022年1月公司联手重庆茂捷, 设立合资公司开展纯电动车动力总成控制系统业务, 加大纯电领域产品布局。

● **风险提示:** 缺芯缓解不及预期、商用车销量下滑、客户拓展进度不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	536	762	835	1,225	1,636
YOY(%)	114.8	42.3	9.5	46.8	33.5
归母净利润(百万元)	81	157	138	267	382
YOY(%)	269.4	93.2	-12.3	94.0	43.1
毛利率(%)	32.4	33.2	30.0	31.6	32.8
净利率(%)	15.2	20.6	16.5	21.8	23.3
ROE(%)	34.0	39.6	25.8	33.3	32.3
EPS(摊薄/元)	1.57	3.04	2.67	5.17	7.40
P/E(倍)	81.1	42.0	47.9	24.7	17.2
P/B(倍)	27.5	16.6	12.3	8.2	5.6

数据来源: 聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	554	661	1070	1699	1968
现金	13	28	378	555	741
应收票据及应收账款	321	392	388	757	772
其他应收款	2	2	2	5	5
预付账款	12	5	14	14	23
存货	142	128	182	263	321
其他流动资产	63	105	105	105	105
非流动资产	88	99	106	162	206
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	67	76	82	135	178
无形资产	11	11	13	15	15
其他非流动资产	10	12	12	12	13
资产总计	642	760	1176	1861	2173
流动负债	380	344	610	1027	958
短期借款	54	65	209	541	344
应付票据及应付账款	204	175	260	363	454
其他流动负债	122	105	141	123	160
非流动负债	23	20	20	20	20
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	23	20	20	20	20
负债合计	403	364	630	1048	978
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	39	39	52	52	52
资本公积	61	61	61	61	61
留存收益	139	296	433	700	1082
归属母公司股东权益	239	396	546	813	1195
负债和股东权益	642	760	1176	1861	2173

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	-16	6	211	-79	452
净利润	81	157	138	267	382
折旧摊销	7	9	8	11	16
财务费用	2	5	3	10	9
投资损失	0	0	0	-35	-47
营运资金变动	-119	-170	63	-367	45
其他经营现金流	12	6	-2	35	-7
投资活动现金流	-14	-19	-15	-66	-60
资本支出	14	19	7	56	44
长期投资	0	0	0	-50	-37
其他投资现金流	0	0	-8	-61	-53
筹资活动现金流	31	14	4	-7	-10
短期借款	32	11	-5	3	-1
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	13	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-1	3	-3	-10	-9
现金净增加额	0	1	201	-152	382

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	536	762	835	1225	1636
营业成本	362	509	584	838	1100
营业税金及附加	3	3	2	2	5
营业费用	19	18	15	20	25
管理费用	14	14	17	18	23
研发费用	41	47	82	74	98
财务费用	2	5	3	10	9
资产减值损失	-5	-5	-6	-8	-11
其他收益	11	21	15	26	38
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	-0	0	0	0	0
营业利润	91	178	153	297	426
营业外收入	0	1	0	1	1
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	91	179	153	298	426
所得税	9	22	16	31	44
净利润	81	157	138	267	382
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	81	157	138	267	382
EBITDA	101	191	163	317	449
EPS(元)	1.57	3.04	2.67	5.17	7.40

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	114.8	42.3	9.5	46.8	33.5
营业利润(%)	275.9	96.2	-13.8	94.1	43.1
归属于母公司净利润(%)	269.4	93.2	-12.3	94.0	43.1
获利能力					
毛利率(%)	32.4	33.2	30.0	31.6	32.8
净利率(%)	15.2	20.6	16.5	21.8	23.3
ROE(%)	34.0	39.6	25.8	33.3	32.3
ROIC(%)	27.0	33.5	18.4	20.2	25.2
偿债能力					
资产负债率(%)	62.8	47.9	53.5	56.3	45.0
净负债比率(%)	24.4	13.2	-28.9	0.2	-32.3
流动比率	1.5	1.9	1.8	1.7	2.1
速动比率	0.9	1.2	1.3	1.3	1.6
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.1	0.9	0.8	0.8
应收账款周转率	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
应付账款周转率	2.5	2.7	2.7	2.7	2.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.57	3.04	2.67	5.17	7.40
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.32	0.12	4.09	-1.53	8.76
每股净资产(最新摊薄)	4.63	7.67	10.34	15.51	22.91
估值比率					
P/E	81.1	42.0	47.9	24.7	17.2
P/B	27.5	16.6	12.3	8.2	5.6
EV/EBITDA	65.8	34.8	39.4	20.8	13.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn