

# 菱电电控 (688667.SH) 股权激励费用致业绩有所下滑, 看好长期增长趋势

2022年08月19日

——公司信息更新报告

**投资评级: 买入 (维持)**
**邓健全 (分析师)**
**赵悦媛 (分析师)**

dengjianquan@kysec.cn

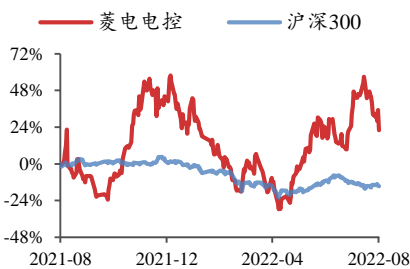
zhaoyueyuan@kysec.cn

证书编号: S0790521040001

证书编号: S0790522070005

日期	2022/8/19
当前股价(元)	150.80
一年最高最低(元)	200.00/83.01
总市值(亿元)	77.81
流通市值(亿元)	34.73
总股本(亿股)	0.52
流通股本(亿股)	0.23
近3个月换手率(%)	223.67

## 股价走势图



数据来源: 聚源

## 相关研究报告

《研发及股权激励费用致业绩略有下滑—公司信息更新报告》-2022.2.26

《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—公司信息更新报告》-2022.1.24

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

### ● 公司发布 2022H1 业绩公告, 剔除股份激励费用后利润实现同比增长

2022年8月18日, 公司发布2022H1业绩公告。2022H1公司实现营收3.61亿元, 同比-15.0%; 实现归母净利润0.59亿元, 同比-26.0%。从单季度看, 2022Q2实现营收1.90亿元, 同比-15.50%, 主要系受疫情影响国六排放商用车行业需求下降; 2022Q2实现归母净利润0.32亿元, 同比-25.93%。2022H1公司计提0.31亿元股权激励费用, 剔除后公司实现归母净利润0.85亿元, 同比增加7.87%, 主要系毛利率水平较高的国四、国五排量车辆的ECU快速放量。考虑到公司股权激励费用、商用车下滑等影响, 我们下调2022-2023年盈利预测, 新增2024年盈利预测, 我们预计2022-2024年归母净利润分别为2.00 (-0.67) /2.98 (-0.84) /3.62亿元, EPS为3.87 (-1.3) /5.78 (-1.62) /7.01元/股, 对应当前股价PE为39.0/26.1/21.5倍。我们认为短期扰动不改长期趋势, 维持公司“买入”评级。

### ● 不断加大研发投入, 推动长期发展

2022Q2公司费用率为39.3%, 同比+27.3pcts, 环比+18.0pcts, 其中销售费用率为3.4%, 同比+1.2pcts; 管理费用率为5.0%, 同比+3.1pcts; 财务费用率为-0.2%, 同比+0.1pct。2022Q2研发费用(含计提的股份支付费用)为0.86亿元, 研发费用率为31.1%, 同比+22.8pcts。公司承接了较多乘用车、电动车开发项目, 引入大量研发人才, 研发人员从年初的428人增加至598人, 有望增强公司业务发展后劲, 实现公司客户向乘用车转型。

### ● 纯电车、混动车取得多个客户定点, 长期成长趋势不改

公司在纯电动汽车动力电控系统和混合动力电控系统领域陆续获得多家造车新势力和一线自主品牌的乘用车项目定点, 同时, 原先定点的乘用车企业从一款车型陆续扩展至多款车型, 2022年下半年混动EMS及纯电业务有望迎来较快成长。2022年5月11日, 公司公告拟购买纬湃汽车电子喷油器生产线资产, 本次收购后有利于公司整合上游资源, 有望持续提升公司盈利能力。

### ● 风险提示: 缺芯缓解不及预期; 商用车销量下滑; 客户拓展不及预期。

## 财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	762	835	977	1,406	1,894
YOY(%)	42.3	9.5	17.1	43.9	34.7
净利润(百万元)	157	138	200	298	362
YOY(%)	93.2	-12.3	45.2	49.2	21.4
毛利率(%)	33.2	31.0	34.9	33.4	32.4
净利率(%)	20.6	16.5	20.4	21.2	19.1
ROE(%)	39.6	9.8	12.4	15.7	16.0
EPS(摊薄/元)	3.04	2.67	3.87	5.78	7.01
P/E(倍)	49.6	56.6	39.0	26.1	21.5
P/B(倍)	19.7	5.5	4.8	4.1	3.4

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)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	661	1606	1818	2294	2814
现金	28	115	723	645	869
应收票据及应收账款	392	405	516	811	983
其他应收款	2	2	4	4	7
预付账款	5	6	7	12	14
存货	128	173	159	329	339
其他流动资产	105	905	410	492	602
<b>非流动资产</b>	99	161	220	387	572
长期投资	0	0	2	11	30
固定资产	76	97	124	205	297
无形资产	11	11	13	12	12
其他非流动资产	12	52	82	158	234
<b>资产总计</b>	760	1767	2039	2681	3386
<b>流动负债</b>	344	341	387	650	922
短期借款	65	30	50	117	314
应付票据及应付账款	175	195	213	387	434
其他流动负债	105	116	124	146	173
<b>非流动负债</b>	20	19	46	127	199
长期借款	0	0	27	108	179
其他非流动负债	20	19	19	19	19
<b>负债合计</b>	364	360	432	777	1120
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	39	52	52	52	52
资本公积	61	952	952	952	952
留存收益	296	402	602	900	1262
<b>归属母公司股东权益</b>	396	1406	1606	1904	2266
<b>负债和股东权益</b>	760	1767	2039	2681	3386

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	6	41	118	-0	240
净利润	157	138	200	298	362
折旧摊销	9	12	10	16	25
财务费用	5	-2	-8	-12	-4
投资损失	0	-16	-4	-5	-6
营运资金变动	-170	-119	-80	-297	-136
其他经营现金流	6	28	-0	-1	-1
<b>投资活动现金流</b>	-19	-783	430	-260	-313
资本支出	19	56	58	158	166
长期投资	0	-743	-2	-9	-19
其他投资现金流	0	-1469	486	-111	-166
<b>筹资活动现金流</b>	14	841	60	114	95
短期借款	11	-35	20	-1	-6
长期借款	0	0	27	81	72
普通股增加	0	13	0	0	0
资本公积增加	0	891	0	0	0
其他筹资现金流	3	-28	14	34	29
<b>现金净增加额</b>	1	100	608	-147	21

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	762	835	977	1406	1894
营业成本	509	576	636	936	1280
营业税金及附加	3	4	5	7	9
营业费用	18	26	16	28	47
管理费用	14	21	20	28	38
研发费用	47	101	117	119	155
财务费用	5	-2	-8	-12	-4
资产减值损失	-5	-3	0	0	0
其他收益	21	25	23	24	23
公允价值变动收益	0	2	0	1	1
投资净收益	0	16	4	5	6
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	178	144	219	329	398
营业外收入	1	4	1	2	2
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	179	148	221	330	400
所得税	22	10	21	32	38
<b>净利润</b>	157	138	200	298	362
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	157	138	200	298	362
EBITDA	191	158	221	333	420
EPS(元)	3.04	2.67	3.87	5.78	7.01

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	42.3	9.5	17.1	43.9	34.7
营业利润(%)	96.2	-19.2	52.7	49.8	21.1
归属于母公司净利润(%)	93.2	-12.3	45.2	49.2	21.4
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	33.2	31.0	34.9	33.4	32.4
净利率(%)	20.6	16.5	20.4	21.2	19.1
ROE(%)	39.6	9.8	12.4	15.7	16.0
ROIC(%)	33.5	9.4	11.2	13.2	12.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	47.9	20.4	21.2	29.0	33.1
净负债比率(%)	13.2	-5.0	-39.0	-19.8	-13.6
流动比率	1.9	4.7	4.7	3.5	3.1
速动比率	1.2	3.7	3.9	2.8	2.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.1	0.7	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
应付账款周转率	2.7	3.1	3.1	3.1	3.1
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	3.04	2.67	3.87	5.78	7.01
每股经营现金流(最新摊薄)	0.12	0.80	2.28	-0.01	4.65
每股净资产(最新摊薄)	7.67	27.26	31.13	36.90	43.91
<b>估值比率</b>					
P/E	49.6	56.6	39.0	26.1	21.5
P/B	19.7	5.5	4.8	4.1	3.4
EV/EBITDA	41.0	44.0	31.2	21.2	16.7

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（underperform）	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（underperform）	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