

产品结构优化推升毛利率，计提股权激励费用压制短期业绩表现

菱电电控 (688667.SH)

推荐 维持评级

核心观点:

- **投资事件** 公司公布 2022 年中报: 报告期内, 公司实现营业收入 3.61 亿元, 同比-15.02%; 实现归母净利润 0.59 亿元, 同比-26.00%; 实现扣非归母净利 0.43 亿元, 同比-38.68%; 基本 EPS 为 1.13 元/股, 同比-35.43%。

- **我们的分析与判断**

(一) 疫情冲击造成短期业绩承压, 股权激励费用转回后净利润增长。

2022H1 实现营收 3.61 亿元, 同比-15.02%; 其中 Q2 营收 1.90 亿元, 同比-15.50%, 上半年基建启动平缓, 疫情影响叠加基数影响下, 商用车产销同比降幅较大, 公司 EMS 产品销售收入受到冲击。上半年公司实现归母净利润 0.59 亿元, 同比-26.00%, 主要系 2022H1 计提 0.31 亿元股份支付费用, 如果将股份支付费用转回, 归母净利润为 0.85 亿元, 同比增加 7.87%。长期来看, 公司持续强化研发优势, 始终坚持电动化的技术发展路径, 产品结构逐步向新能源乘用车领域转移, 2022H1 公司累计销售 VCU 19,377 套, 同比增长 354.8%。未来将持续向纯电动领域投入大量研发资源, 积极推进公司电动化产品的落地。

(二) 产品结构改善显著, 支撑毛利率同比大幅提升。2022H1 公司销售毛利率为 43.04%, 同比+13.54pct; Q2 销售毛利率 47.15%, 环比 Q1+8.68pct, 主要系国四、国五排放车辆的 ECU 销售收入大幅增长且毛利率水平较高。Q2 公司销售费用率为 2.95%, 环比 Q1-0.45pct, 主要系公司营收环比提升; Q2 管理费用率为 4.36%, 环比 Q1+0.72pct, 主要系收购低压喷油器生产线产生的财务顾问费用增加。2022H1 公司研发费用为 8,560.19 万元, 同比+149.93%, 研发费用率为 23.73%, 同比+15.7pct。主要系公司在 GDI 乘用车、混动、纯电动和 TBOX 领域不断投入研发资源、招聘大量研发人员尤其是高层次研发人员、投入大量研发设备以及在本期计提股份支付费用中研发费用为 2,697.40 万元所致。

(三) 乘用车混动车取得重大突破, 推进 EMS 全产业链自主可控。公司乘用车、混动车项目进展顺利, 已达到国家油耗和排放测试标准和客户的工程化目标, 驾驶性已达到客户要求, 陆续进入量产准备阶段, 并因此获得多家造车新势力和一线自主品牌的乘用车项目定点。公司为实现 EMS 全产业链自主可控, 解决“卡脖子”部件的国产化替代, 拟取得 Vitesco Technologies GmbH 及其关联方所拥有的乘用车和轻型卡车用部分知识产权及专有技术在中国的非独家许可, 并且购买关联方的喷油器生产线资产, 将有利于公司整合上游资源, 降低核心零部件配套体系缺乏的供应风险, 增强公司的持续盈利能力。

- **投资建议:** 我们预计公司 2022~2024 年营业收入分别为 10.41 亿元、13.46 亿元、16.76 亿元, 同比增速分别为 24.69%、29.31%、24.56%, 归母净利润分别为 1.87 亿元、2.56 亿元、3.25 亿元, 对应 EPS 分别为 3.63 元、4.96 元、6.30 元, 维持“推荐”评级。
- **风险提示:** 1、疫情对汽车产销带来不利影响的风险; 2、产品销量不及预期的风险 3、原材料价格上涨的风险。

分析师

石金漫

☎: 010-80927689

✉: shijinman_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522030002

杨策

☎: 010-80927615

✉: yangce_yj@chinastock.com.cn

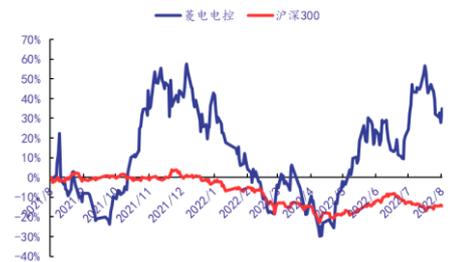
分析师登记编码: S0130520050005

市场数据

2022/08/18

A 股收盘价(元)	167.00
股票代码	688667.SH
A 股一年内最高价(元)	200.00
A 股一年内最低价(元)	83.01
上证指数	3,277.54
市盈率	60.72
总股本(百万股)	51.60
实际流通 A 股(百万股)	22.65
流通 A 股市值(亿元)	86.17

相对沪深 300 表现图



资料来源: 中国银河证券研究院

主要财务指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	834.68	1040.73	1345.76	1676.28
增长率	9.48%	24.69%	29.31%	24.56%
归母净利润(百万)	137.55	187.14	255.96	324.84
增长率	-12.30%	36.05%	36.77%	26.91%
摊薄 EPS(元)	2.67	3.63	4.96	6.30
PE	62.65	46.05	33.67	26.53

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

分析师：**石金漫**，汽车行业分析师，香港理工大学理学硕士、工学学士。7年汽车、电力设备新能源行业研究经验。曾供职于国泰君安证券研究所、国海证券研究所，2016-2019年多次新财富、水晶球、II上榜核心组员。2022年1月加入中国银河证券研究院，目前主要负责汽车行业小组研究。

分析师：**杨策**，汽车行业分析师，伦敦国王大学理学硕士，于2018年加入中国银河证券股份有限公司研究院，从事汽车行业研究工作。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的具体投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tanganmanling_bj@chinastock.com.cn