巨一科技（688162.SH）

营业收入同比增长44%，原材料影响短期利润

增持

核心观点

营业收入同比增长44%，电机电控业务高速发展。公司2022年上半年实现收入14.23亿元，同比增长44%。其中，智能装备业务/新能源汽车电机电控零部件业务的收入分别是9.17/5.06亿元，分别同比增长13%/186%。归母净利润0.63亿元，同比减少32%；扣非净利润0.31亿元，同比减少61%。单二季度，公司实现营业收入8.74亿元，同比增长32%，环比增长59%；归母净利润0.26亿元，同比下降54%，环比下降28%。**新能源汽车电驱动业务高速增长，促进了整体营收水平的提高。智能装备业务由于交付周期较长，对项目收入的确认有一定影响。**

毛利率短期承压，费用率管控严格。2022年上半年公司的毛利率/净利率分别为17.67%/4.40%，分别同比下降8.21/4.95个百分点；销售/管理/财务/研发费用率分别为2.72%/4.92%/-0.86%/7.39%，分别同比-0.54/-0.43/-0.87/-0.30个百分点。单二季度，公司的毛利率/净利率分别为16.26%/3.02%，分别同比下降了8.12/5.62个百分点，环比下降了3.65/3.58个百分点；销售/管理/财务/研发费用率分别为2.28%/4.16%/-1.15%/7.41%，分别同比下降了0.61/0.96/1.18/0.08个百分点，环比下降了1.13/1.97/0.74/-0.05个百分点。**二季度疫情反复增加了项目实施成本，叠加原材料价格上涨，对短期毛利率构成负面影响。公司对费用投入的管控较为严格，除研发外的费用率均有下降。**

受益于新能源汽车高景气度，打入造车新势力产业链。2022年上半年，公司智能装备业务新增订单22亿元，同比增长67%；累计在手订单56亿元，同比增长69%。公司电机电控交付10.07万套（含道一动力），同比增长162%。公司智能装备整体解决方案主要包括汽车白车身智能连接生产线、汽车动力总成智能装测生产线、动力电池智能装测生产线等，**主要客户有特斯拉、蔚来、宁德时代等。**新能源汽车电驱动系统是新能源汽车的核心部件，公司拥有包含电机、电控、集成式电驱动系统在内的完整的新能源电驱动系统产品研发生产体系，**主要客户有东风本田、广汽本田、江淮汽车等。两大业务协同发展，共同受益于新能源汽车行业的高景气度。**

风险提示：新能源汽车销量不及预期，原材料成本大幅上涨。

投资建议：下调盈利预测，维持“增持”评级。

考虑到疫情反复、项目实施成本增加，我们下调盈利预测，预计公司2022/2023/2024年的归母净利润为1.69/3.32/4.70亿元(原为2.32/3.19/-亿元），对应PE为50/25/18倍，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,494	2,123	3,367	5,111	7,421
(+/-%)	4.4%	42.1%	58.6%	51.8%	45.2%
净利润(百万元)	128	131	169	332	470
(+/-%)	-14.9%	1.9%	29.2%	96.6%	41.7%
每股收益（元）	1.25	0.95	1.23	2.42	3.43
EBIT Margin	7.5%	6.5%	4.2%	6.4%	6.7%
净资产收益率（ROE）	14.1%	5.2%	6.3%	11.3%	14.1%
市盈率（PE）	48.8	63.9	49.5	25.1	17.7
EV/EBITDA	60.1	70.1	77.5	40.6	32.1
市净率（PB）	6.90	3.32	3.14	2.84	2.50

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

汽车·汽车零部件

证券分析师：唐旭霞
0755-81981814
tangxx@guosen.com.cn
S0980519080002

联系人：余晓飞
0755-81981306
yuxiaofei1@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	60.92元
总市值/流通市值	8346/1645百万元
52周最高价/最低价	133.55/35.39元
近3个月日均成交额	157.39百万元

市场走势

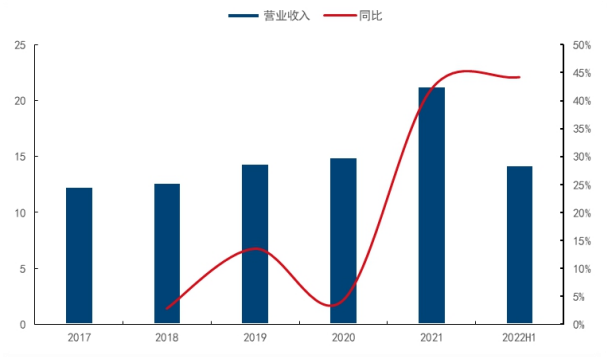
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《巨一科技（688162.SH）-收入高速增长，盈利短期承压》——2022-03-12

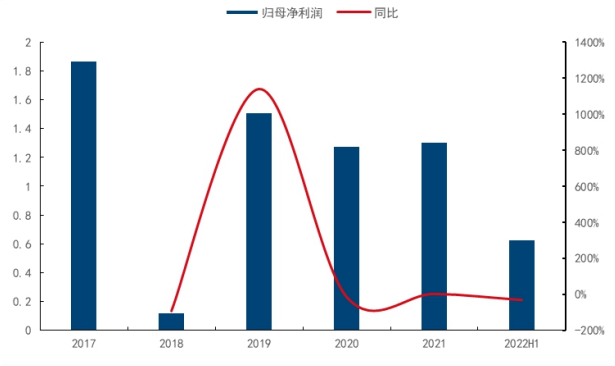
营业收入同比增长 44%，电机电控业务高速发展。公司 2022 年上半年实现收入 14.23 亿元，同比增长 44%。其中，智能装备业务/新能源汽车电机电控零部件业务的收入分别是 9.17/5.06 亿元，分别同比增长 13%/186%。归母净利润 0.63 亿元，同比减少 32%；扣非净利润 0.31 亿元，同比减少 61%。

图1：巨一科技营业收入及同比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

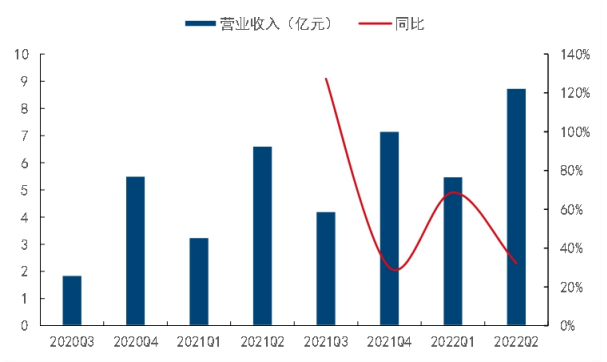
图2：巨一科技归母净利润及同比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

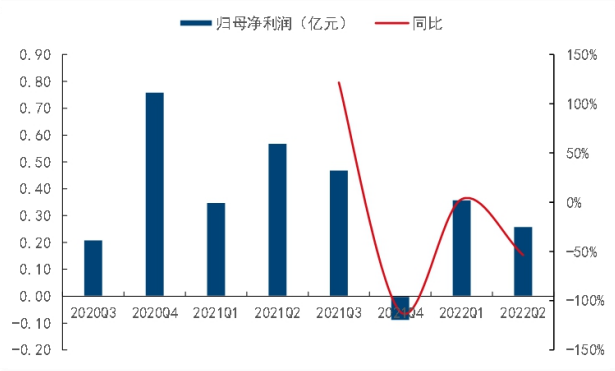
单二季度，公司实现营业收入 8.74 亿元，同比增长 32%，环比增长 59%；归母净利润 0.26 亿元，同比下降 54%，环比下降 28%。**新能源汽车电驱动业务高速增长，促进了整体营收水平的提高。智能装备业务由于交付周期较长，对项目收入的确认有一定影响。**

图3：巨一科技单季度营业收入及同比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

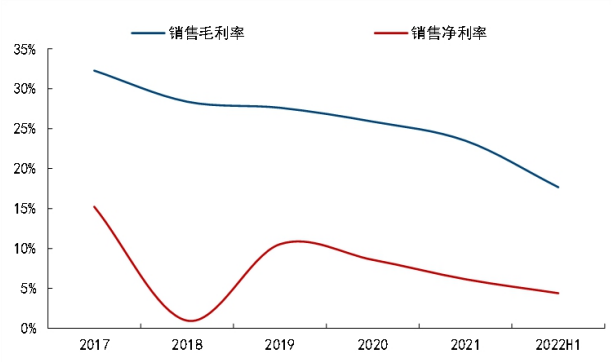
图4：巨一科技单季度归母净利润及同比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

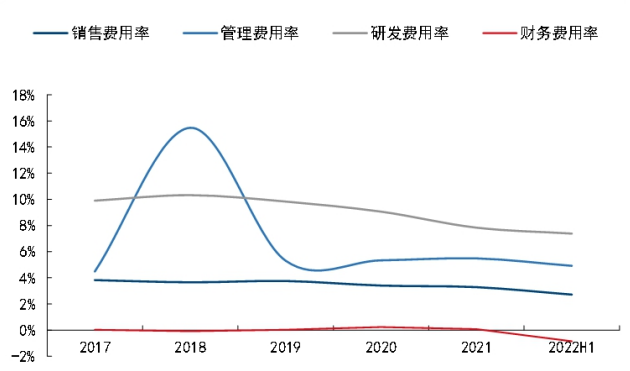
毛利率短期承压，费用率管控严格。2022 年上半年公司的毛利率/净利率分别为 17.67%/4.40%，分别同比下降 8.21/4.95 个百分点；销售/管理/财务/研发费用率分别为 2.72%/4.92%/-0.86%/7.39%，分别同比-0.54/-0.43/-0.87/-0.30 个百分点。

图5：巨一科技毛利率与净利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

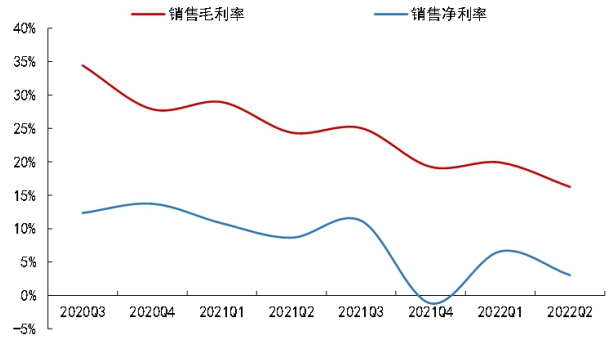
图6：巨一科技四费率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

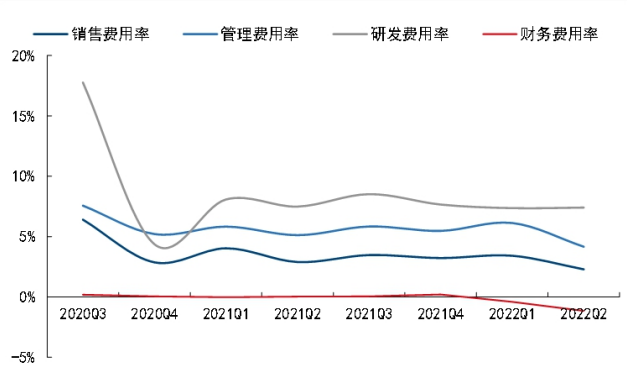
单二季度，公司的毛利率/净利率分别为 16.26%/3.02%，分别同比下降了 8.12/5.62 个百分点，环比下降了 3.65/3.58 个百分点；销售/管理/财务/研发费用率分别为 2.28%/4.16%/-1.15%/7.41%，分别同比下降了 0.61/0.96/1.18/0.08 个百分点，环比下降了 1.13/1.97/0.74/-0.05 个百分点。**二季度疫情反复增加了项目实施成本，叠加原材料价格上涨，对短期毛利率构成负面影响。公司对费用投入的管控较为严格，除研发外的费用率均有下降。**

图7：巨一科技单季度毛利率与净利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图8：巨一科技单季度四费率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

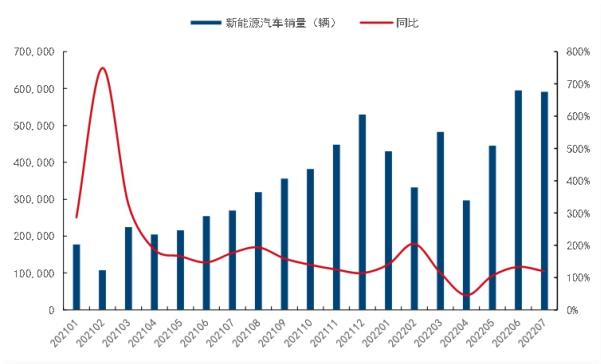
受益于新能源汽车高景气度，打入造车新势力产业链。2022 年上半年，公司智能装备业务新增订单 22 亿元，同比增长 67%；累计在手订单 56 亿元，同比增长 69%。公司电机电控交付 10.07 万套（含道一动力），同比增长 162%。公司智能装备整体解决方案主要包括汽车白车身智能连接生产线、汽车动力总成智能装测生产线、动力电池智能装测生产线等，**主要客户有特斯拉、蔚来、宁德时代等。**新能源汽车电驱动系统是新能源汽车的核心部件，公司拥有包含电机、电控、集成式电驱动系统在内的完整的新能源电驱动系统产品研发生产体系，**主要客户有东风本田、广汽本田、江淮汽车等。两大业务协同发展，共同受益于新能源汽车行业的高景气度。**

图9：巨一科技主要客户

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

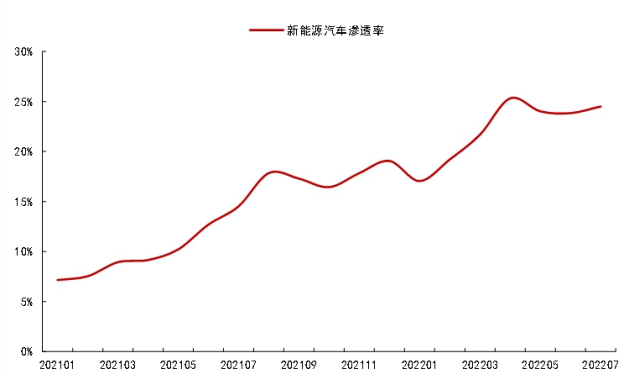
新能源汽车市场持续景气，公司产品在纯电/混动车型上均有应用。2022 年上半年，行业在克服缺芯、成本上涨和疫情扰动等因素压力下，新能源汽车产销分别完成 266.1 万辆和 260 万辆，同比均增长 1.2 倍，市场渗透率达到 21.6%，行业持续景气。

图10：新能源汽车销量及同比



资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理

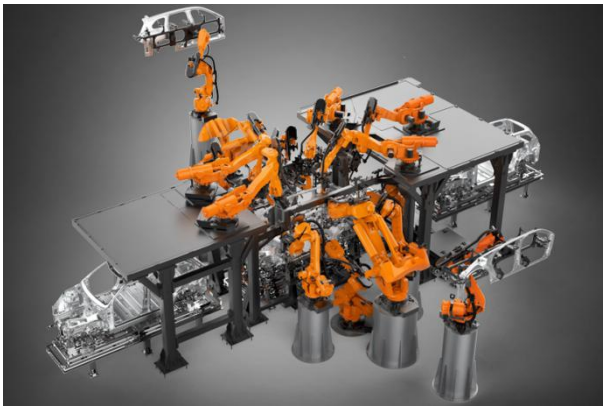
图11：新能源汽车渗透率



资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理

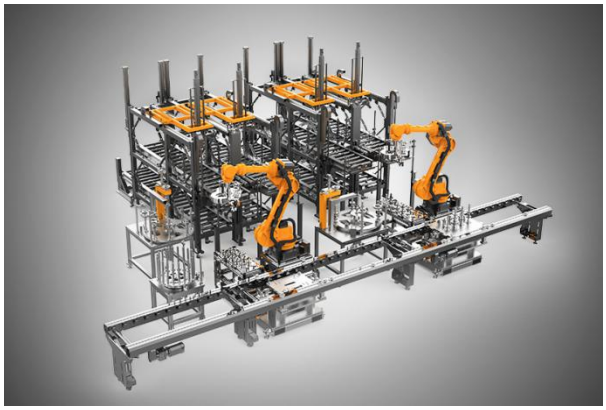
公司智能装备整体解决方案主要包括汽车白车身智能连接生产线、汽车动力总成智能装测生产线、动力电池智能装测生产线，融合了公司自主研发的数字化运营管理系统，为汽车整车和零部件、动力电池等领域的客户实现生产过程的自动化、柔性化和智能化提供解决方案。

图12：白车身智能连接生产线



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

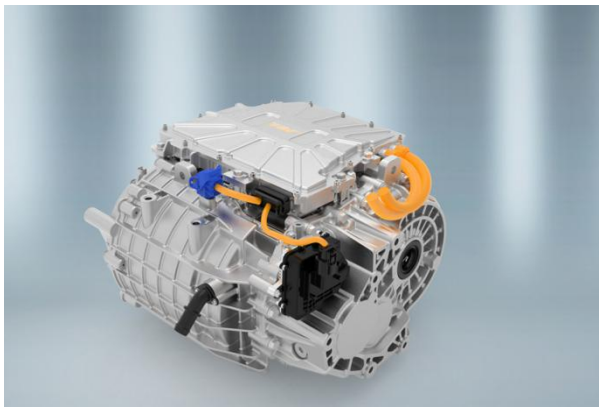
图13：动力总成智能装测生产线



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

新能源汽车电驱动系统是新能源汽车的核心部件，公司拥有包含电机、电机控制器、集成式电驱动系统在内的完整的新能源电驱动系统产品研发、设计、生产、销售和服务体系。目前，公司已成为行业内可以提供电机、控制器、减速器及其集成正向开发和产品服务的供应商之一。目前新能源汽车驱动系统主要应用客户于东风本田、广汽本田、江淮汽车、奇瑞汽车、江铃新能源等。

图14：iEDS-4000FR 集成式电驱动系统



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图15：iEDS-2100FR 集成式电驱动系统

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

目前，公司国际整车企业客户包括英国捷豹路虎、特斯拉等；合资整车企业客户包括上汽大众、广汽本田、东风本田、东风日产、奇瑞捷豹路虎等；造车新势力整车企业客户包括蔚来汽车、理想汽车等；国内整车企业客户包括中国一汽、东风汽车、长安汽车、吉利汽车、长城汽车、广汽集团、北汽集团、江淮汽车、奇瑞汽车等；外资零部件企业客户包括大众变速器、格特拉克、麦格纳、本田零部件、利纳马等；国内汽车零部件企业客户包括上汽变速器、青山工业、万里扬、法士特、全柴动力等；动力电池生产企业客户包括宁德时代、国轩高科等。

表1：2021H1 公司按业务划分前五大客户

智能装备业务前五大客户	金额（万元）	占智能装备整体解决方案业务收入的比例
吉利汽车	15,082.77	19%
上汽集团	13,482.98	17%
中国一汽	8,781.82	11%
长安汽车	5,505.25	7%
金华市机械设备成套有限公司	4,778.76	6%
小计	47,631.57	59%
电驱动系统前五大客户	**金额（万元）**	**占新能源汽车电驱动系统业务收入的比例**
奇瑞安川电驱动系统有限公司	5,479.51	33%
东风本田汽车有限公司	5,038.10	31%
奇瑞汽车	3,961.69	24%
广汽本田汽车有限公司	1,605.62	10%
江西江铃集团新能源汽车有限公司	131.29	1%
小计	16,216.21	99%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议：双轮驱动协同发展，深度收益新能源汽车加速渗透。公司智能装备整体解决方案主要包括汽车白车身智能连接生产线、汽车动力总成智能装测生产线、动力电池智能装测生产线等，主要客户有蔚来汽车、吉利汽车、宁德时代等。新能源汽车电驱动系统是新能源汽车的核心部件，公司拥有包含电机、电控、集成式电驱动系统在内的完整的新能源电驱动系统产品研发生产体系，主要客户有东风本田、广汽本田、江淮汽车等。

我们上调了公司的收入预测，但是下调了公司的利润预测，主要原因是：

1）收入端，新增订单与交付数据表现优秀。2022 年上半年，公司智能装备业务新增订单 22 亿元，同比增长 67%；累计在手订单 56 亿元，同比增长 69%。公司电机电控交付 10.07 万套（含道一动力），同比增长 162%。合计销售收入同比增长 44%。

2）利润端，新冠疫情和原材料涨价影响了公司毛利率。2022 年上半年公司的毛利率/净利率分别为 17.67%/4.40%，分别同比下降 8.21/4.95 个百分点。单二季度，公司的毛利率/净利率分别为 16.26%/3.02%，分别同比下降了 8.12/5.62 个百分点，环比下降了 3.65/3.58 个百分点

基于以上原因，我们假设 2022 年公司的销售收入依然保持较高增速，但毛利率短暂下滑，并在 2023 年及以后逐步恢复。公司的研发/销售/管理费用率基本保持稳定，随业务规模的体量扩大温和下降。

表2：巨一科技业绩测算

	2021A	2022E	2023E	2024E
销售收入（亿元）	21.23	33.67	51.11	74.20
同比	42%	59%	52%	45%
毛利率	24%	22%	23%	23%
销售费用率	5%	6%	5%	5%
管理费用率	8%	8%	7%	7%
研发费用率	3%	4%	4%	4%
归母净利润(亿元)	1.31	1.69	3.32	4.70
净利率	6%	5%	6%	6%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

综上，我们预计公司 2022/2023/2024 年的归母净利润为 1.69/3.32/4.70 亿元（原为 2.32/3.19/-亿元），对应 PE 为 50/25/18 倍，维持“增持”评级。

表3：可比公司估值表

代码	公司简称	收盘价（元）	总市值（亿元）	EPS			PE			投资评级
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
300681.SZ	英搏尔	64.69	107	0.28	0.84	1.76	231	77	37	买入
300124.SZ	汇川技术	58.98	1,556	1.36	1.59	2.06	43	37	29	无评级
688529.SH	豪森股份	31.50	40	0.55	1.34	1.84	57	24	17	无评级
	平均			0.73	1.26	1.89	111	46	28	
688162.SH	巨一科技	60.92	84	0.95	1.23	2.42	64	50	25	增持

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理　　注：无评级公司为 Wind 一致预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	162	1617	1614	1088	628
应收款项	487	647	1015	1540	2237
存货净额	1339	2460	3250	4888	7081
其他流动资产	325	584	741	1125	1633
流动资产合计	**2374**	**5315**	**6627**	**8648**	**11585**
固定资产	137	182	214	245	264
无形资产及其他	25	26	25	24	22
投资性房地产	23	56	56	56	56
长期股权投资	11	9	9	9	9
资产总计	**2569**	**5588**	**6930**	**8982**	**11937**
短期借款及交易性金融负债	0	4	500	300	200
应付款项	522	1475	1300	1955	2833
其他流动负债	1087	1537	2645	3959	5737
流动负债合计	**1610**	**3015**	**4445**	**6214**	**8770**
长期借款及应付债券	0	0	(230)	(230)	(230)
其他长期负债	53	58	58	58	58
长期负债合计	**53**	**58**	**(172)**	**(172)**	**(172)**
负债合计	**1663**	**3073**	**4273**	**6042**	**8597**
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	907	2514	2658	2940	3340
负债和股东权益总计	**2569**	**5588**	**6930**	**8982**	**11937**

关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股收益	1.25	0.95	1.23	2.42	3.43
每股红利	0.24	0.01	0.18	0.36	0.51
每股净资产	8.82	18.35	19.40	21.46	24.38
ROIC	32%	17%	18%	35%	37%
ROE	14%	5%	6%	11%	14%
毛利率	26%	23%	22%	23%	23%
EBIT Margin	8%	7%	4%	6%	7%
EBITDA Margin	9%	8%	5%	7%	7%
收入增长	4%	42%	59%	52%	45%
净利润增长率	-15%	2%	29%	97%	42%
资产负债率	65%	55%	62%	67%	72%
息率	0.3%	0.0%	0.3%	0.6%	0.8%
P/E	48.8	63.9	49.5	25.1	17.7
P/B	6.9	3.3	3.1	2.8	2.5
EV/EBITDA	60.1	70.1	77.5	40.6	32.1

利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	**1494**	**2123**	**3367**	**5111**	**7421**
营业成本	1108	1624	2624	3959	5727
营业税金及附加	9	8	34	31	45
销售费用	51	70	118	179	260
管理费用	80	117	186	257	372
研发费用	135	166	265	358	519
财务费用	4	2	(35)	(28)	(22)
投资收益	2	(1)	2	2	2
资产减值及公允价值变动	10	28	10	10	0
其他收入	(111)	(195)	(265)	(358)	(519)
营业利润	145	136	188	369	523
营业外净收支	(0)	8	0	0	0
利润总额	**145**	**144**	**188**	**369**	**523**
所得税费用	16	13	19	37	52
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	**128**	**131**	**169**	**332**	**470**

现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	128	131	169	332	470
资产减值准备	1	19	7	4	3
折旧摊销	20	25	22	26	29
公允价值变动损失	(10)	(28)	(10)	(10)	0
财务费用	4	2	(35)	(28)	(22)
营运资本变动	(209)	(147)	(375)	(574)	(739)
其它	(1)	(19)	(7)	(4)	(3)
经营活动现金流	**(71)**	**(21)**	**(193)**	**(226)**	**(240)**
资本开支	0	(113)	(50)	(50)	(50)
其它投资现金流	34	54	0	0	0
投资活动现金流	**36**	**(57)**	**(50)**	**(50)**	**(50)**
权益性融资	(3)	1499	0	0	0
负债净变化	0	0	(230)	0	0
支付股利、利息	(25)	(1)	(25)	(50)	(71)
其它融资现金流	111	36	496	(200)	(100)
融资活动现金流	**59**	**1533**	**241**	**(250)**	**(171)**
现金净变动	**24**	**1455**	**(3)**	**(526)**	**(461)**
货币资金的期初余额	137	162	1617	1614	1088
货币资金的期末余额	162	1617	1614	1088	628
企业自由现金流	0	(110)	(276)	(302)	(312)
权益自由现金流	0	(74)	22	(477)	(392)

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032