

菱电电控 (688667.SH)

公司快报

客户向乘用车/产品电动化转型，量价齐升逻辑凸显

汽车 | 汽车零部件III

投资评级

买入-A(首次)

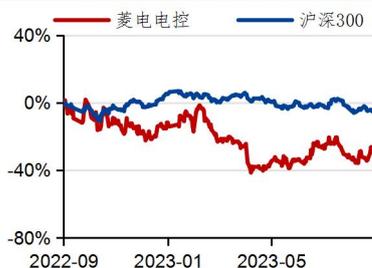
股价(2023-09-18)

79.20 元

交易数据

总市值(百万元)	4,103.52
流通市值(百万元)	1,852.90
总股本(百万股)	51.81
流通股本(百万股)	23.40
12个月价格区间	111.65/67.64

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.23	14.96	-26.35
绝对收益	3.53	9.01	-31.56

分析师

孙远峰

 SAC 执业证书编号: S0910522120001
 sunyuanfeng@huajinsec.cn

分析师

王海维

 SAC 执业证书编号: S0910523020005
 wanghaiwei@huajinsec.cn

相关报告

事件点评

2023年9月13日，公司发布关于收到客户开发试制通知的自愿性披露的公告。菱电电控收到广汽研究院的《零部件开发试制通知》。根据文件内容，公司提交的技术方案能满足广汽研究院项目要求，广汽研究院通知公司开展开发试制发动机控制单元（ECU）和增程式电机控制器（MCU）的相关工作。

◆ **客户向乘用车转型、产品电动化转型发展战略取得一定突破，有望迎来量价齐升发展阶段。**（1）**客户朝乘用车领域转型为公司业绩提供量能：**根据中国汽车工业协会数据，2023年1-8月，中国汽车累计产量为1,822.5万辆，其中乘用车产量为1,567.2万辆，占总产量85.99%。自2021年9月份公司在GDI乘用车混动车取得客户定点后，2022年项目进展顺利，已经达到国家油耗和排放测试标准和客户的工程化目标，驾驶性已经达到客户要求。2022年，公司积极拓展其他乘用车客户，陆续获得多家造车新势力和部分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机型，随着公司客户向乘用车渗透，公司产品销售量有望放量。（2）**产品电动化转型为公司业绩提供价值量赋能：**2020年，中国汽车工程协会编制的《节能与新能源汽车技术路线图2.0》（下称“路线图2.0”）提出了我国汽车技术的总体目标。《路线图2.0》明确指出，节能汽车未来一定时期仍是市场主力，未来混合动力汽车（包括节能汽车、PHEV和EREV）的合计占比，到2025/2030/2035年将由2020年的2.5%增加到42.0%/47.8%/52.5%，至2035年，节能汽车与新能源汽车销量各占50%，传统能源车辆全部为混动车型。公司根据汽车行业发展趋势，坚持产品朝电动化转型的发展战略，持续在纯电动车电控系统和混合发动机电控系统领域的研发投入。根据公司招股说明书数据，发动机或汽车与EMS的配比关系为1:1。混合动力汽车与EMS、VCU的配比关系为1:1，纯电动汽车与VCU的配比关系为1:1，依据所用电机的数量，纯电动汽车或混合动力汽车与MCU的配比关系为1:1或1:2。2023H1，公司在电动化领域取得一定成绩，除VCU、单MCU/GCU产品外，公司持续推出电机电控二合一、多合一控制器、动力域控制器HECU、双电机控制器PCU等新能源产品，随着公司在电动化领域持续深入，公司产品单车价值量有望提升，为公司业绩提供价值量赋能。

◆ **收购喷油器生产线，完善产品产业链。**汽车发动机管理系统包括发动机电子控制单元、传感器和执行器三个部分，喷油器为发动机管理系统最关键的执行器，尚未在国内自主生产，属于EMS“卡脖子”部件。为实现EMS全产业链自主可控，促进公司战略目标实现。2022年，公司与Vitesco Technologies GmbH和纬湃汽车电子（长春）有限公司签订《知识产权许可协议》、《资产购买协议》、《委托生产协议》和《资格和培训协议》，拟以现金形式取得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，并且购买上述企业的关联方纬湃汽车电子（长春）有限公司的喷油器生产线资产。本次交易有利于公司整合上游资源，降低核心零部件的配套体系缺乏的供



应风险，提升公司产品供应链的稳定性；有助于优化公司业务体系，提升相关车型的开发能力和业务链的整体竞争优势，增强公司的持续盈利能力。

- ◆ **三大优势巩固公司核心竞争力。**（1）**人才优势：**软件开发中底层程序、控制策略、功能测试等软件工程师，硬件中的电路设计、防电磁干扰设计的硬件工程师，以及熟练了解系统平台性能的标定工程师是 EMS 企业不可或缺的人才，公司较早实施员工持股计划，保持核心技术骨干稳定。（2）**技术积累优势：**公司自创立起便确立自主研发技术路径，软件开发平台程序均由公司研发人员编写，通过车辆测试发现问题，逐步改进，形成经验积累优势。受益于公司研发人员在长期实验验证及大规模实车使用过程中积累、改进和提高形成的程序代码，公司软件平台可不断进行功能扩展及升级换代。（3）**产品线优势：**公司产品线涵盖汽油机 EMS、纯电动汽车 VCU 和 MCU、混合动力汽车 EMS、VCU、MCU 和 GCU，汽油机 EMS 包括汽车 EMS、摩托车 EMS 以及汽油与 CNG 两用燃料 EMS 和 TBOX 产品，是国内产品线最全自主电控系统厂商。
- ◆ **投资建议：**我们预测公司 2023 年至 2025 年营业收入分别为 9.24/12.24/17.60 亿元，增速分别为 29.8%/32.5%/43.8%；归母净利润分别为 0.85/1.59/3.05 亿元，增速分别为 27.1%/87.1%/91.1%；对应 PE 分别 48.2/25.7/13.5。考虑到菱电电控在国内发动机管理系统市场稀缺性，随着公司客户向乘用车转型、产品电动化转型发展战略持续深入，公司发动机管理系统有望迎来量价齐升，叠加未来公司喷油器产线放量，为公司业绩持续增长夯实基础，首次覆盖，给予买入-A 建议。
- ◆ **风险提示：**汽车行业市场波动及市场竞争风险；新能源汽车渗透率不及预期；研发进程/研发成果产业化进展不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	835	712	924	1,224	1,760
YoY(%)	9.5	-14.7	29.8	32.5	43.8
净利润(百万元)	138	67	85	159	305
YoY(%)	-12.3	-51.3	27.1	87.1	91.1
毛利率(%)	31.0	35.8	37.6	38.8	40.0
EPS(摊薄/元)	2.65	1.29	1.64	3.08	5.88
ROE(%)	9.8	4.4	5.3	9.1	14.8
P/E(倍)	29.8	61.2	48.2	25.7	13.5
P/B(倍)	2.9	2.7	2.6	2.3	2.0
净利率(%)	16.5	9.4	9.2	13.0	17.3

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测核心假设

1、产品销售收入：①目前公司 EMS 产品主要应用于市场占比较低的 N1 车型和交叉型乘用车，随着公司客户向乘用车渗透增加，公司产品销售量有望放量；②公司持续推出电机电控二合一、多合一控制器、动力域控制器 HECU、双电机控制器 PCU 等新能源产品，随着公司在电动化领域持续深入，公司产品单车价值量有望提升；③喷油器：2022 年公司购买纬湃汽车电子（长春）有限公司的喷油器生产线，今后有望放量成为公司新增长点。预计 2023-2025 年，公司产品销售收入分别为 889.01/1,174.56/1,693.64 百万元。

2、技术开发服务：公司技术开发服务收入主要来源于在客户新车型开发过程中，为客户匹配开发相应的汽车 EMS 系统和提供参数标定服务。随着公司客户向乘用车转型深入，新客户对技术服务需求加大，未来该业务有望持续增长。预计 2023-2025 年，公司技术开发服务业务销售收入分别为 35.02/49.32/66.06 百万元。

表 1：菱电电控业务收入预测（百万元/%）

业务	指标	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
产品销售收入	收入	482.40	700.64	800.56	687.53	889.01	1,174.56	1,693.64
	YOY	96.31%	45.24%	14.26%	-14.12%	29.31%	32.12%	44.19%
	毛利率	28.55%	29.94%	29.13%	34.52%	36.21%	37.34%	38.68%
技术开发服务	收入	53.30	61.77	34.12	24.47	35.02	49.32	66.06
	YOY		15.89%	-44.76%	-28.28%	43.10%	40.84%	33.93%
	毛利率	67.06%	69.96%	74.93%	72.56%	72.67%	73.45%	74.21%
合计	收入	535.69	762.41	834.68	712.00	924.04	1223.88	1759.70
	YOY	114.79%	42.32%	9.48%	-14.70%	29.78%	32.45%	43.78%
	毛利率	32.38%	33.18%	31.00%	35.83%	37.59%	38.80%	40.01%

资料来源：Wind、华金证券研究所预测

二、可比公司估值

菱电电控主要竞争对手均非境内上市，目前 A 股已上市公司中不存在与菱电电控在产品结构与形态、下游细分应用领域、业务模式等方面完全一致上市公司，故选取汽车电子代表性公司作为可比公司。如，均胜电子（600699.SH，汽车电子业务为智能座舱电子、人机交互系统、车载信息系统、新能源汽车电池管理系统等）、蓝海华腾（300484.SZ，汽车电子业务为电动汽车电机控制器）、德赛西威（002920.SZ，汽车电子业务为车载娱乐系统、车载信息系统、空调控制器、驾驶信息显示系统）、华阳集团（002906.SZ，汽车电子业务为汽车智能驾驶座舱产品线）、保隆科技（603197.SH，汽车电子业务为轮胎压力监测系统）。

表 2：可比公司估值

股票代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润（亿元）			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600699.SH	均胜电子	258.64	9.46	13.01	17.46	25.90	18.83	14.04
300484.SZ	蓝海华腾	25.37	1.14	1.75	2.34	21.74	14.16	10.59

002920.SZ	德赛西威	776.67	15.40	21.48	28.20	48.46	34.74	26.47
002906.SZ	华阳集团	166.45	4.99	6.84	8.98	30.34	22.11	16.86
603197.SH	保隆科技	125.22	4.02	5.44	7.05	29.72	21.92	16.92
	均值		8.67	12.08	16.00	32.03	22.58	17.03
688667.SH	菱电电控	41.04	0.85	1.59	3.05	48.16	25.75	13.47

资料来源: Wind 一致预期, 菱电电控盈利预测来自华金证券研究所, 股价为 2023 年 09 月 18 日收盘价

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1606	1520	1588	2386	2931	营业收入	835	712	924	1224	1760
现金	115	88	512	679	991	营业成本	576	457	577	749	1056
应收票据及应收账款	405	340	582	627	1121	营业税金及附加	4	5	5	6	9
预付账款	6	12	3	20	12	营业费用	26	27	35	48	65
存货	173	398	0	514	227	管理费用	21	29	39	51	62
其他流动资产	907	683	491	546	579	研发费用	101	169	201	223	259
非流动资产	161	399	405	453	548	财务费用	-2	-2	-6	1	18
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-7	-6	-13	-13	-18
固定资产	97	113	170	225	304	公允价值变动收益	2	6	2	3	3
无形资产	11	47	50	55	60	投资净收益	16	13	7	9	11
其他非流动资产	52	240	185	173	183	营业利润	144	56	87	162	306
资产总计	1767	1919	1993	2839	3479	营业外收入	4	6	3	4	4
流动负债	341	375	377	1065	1402	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	30	0	58	546	810	利润总额	148	61	90	166	310
应付票据及应付账款	195	241	213	374	457	所得税	10	-6	5	6	5
其他流动负债	116	133	105	145	135	税后利润	138	67	85	159	305
非流动负债	19	26	22	22	23	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	138	67	85	159	305
其他非流动负债	19	26	22	22	23	EBITDA	158	75	100	190	358
负债合计	360	401	399	1087	1424	主要财务比率					
少数股东权益	0	0	0	0	0	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
股本	52	52	52	52	52	成长能力					
资本公积	952	997	997	997	997	营业收入(%)	9.5	-14.7	29.8	32.5	43.8
留存收益	402	469	552	706	996	营业利润(%)	-19.2	-61.3	56.8	86.3	88.4
归属母公司股东权益	1406	1518	1594	1752	2054	归属于母公司净利润(%)	-12.3	-51.3	27.1	87.1	91.1
负债和股东权益	1767	1919	1993	2839	3479	获利能力					
						毛利率(%)	31.0	35.8	37.6	38.8	40.0
						净利率(%)	16.5	9.4	9.2	13.0	17.3
						ROE(%)	9.8	4.4	5.3	9.1	14.8
						ROIC(%)	9.5	4.2	4.7	6.9	11.2
						偿债能力					
						资产负债率(%)	20.4	20.9	20.0	38.3	40.9
						流动比率	4.7	4.1	4.2	2.2	2.1
						速动比率	3.7	2.6	3.9	1.6	1.8
						营运能力					
						总资产周转率	0.7	0.4	0.5	0.5	0.6
						应收账款周转率	2.1	1.9	2.0	2.0	2.0
						应付账款周转率	3.1	2.1	2.5	2.6	2.5
						估值比率					
						P/E	29.8	61.2	48.2	25.7	13.5
						P/B	2.9	2.7	2.6	2.3	2.0
						EV/EBITDA	20.7	46.4	32.9	18.8	9.7

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

孙远峰、王海维声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn