

2023年11月10日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

轻卡 EMS 龙头，天然气轻卡带来全新机遇

—菱电电控（688667.SH）公司事件点评报告

买入(首次)

事件

分析师：黎江涛 S1050521120002
lijt@cfsc.com.cn
分析师：林子健 S1050523090001
linzj@cfsc.com.cn
联系人：潘子扬 S1050122090009
panzy@cfsc.com.cn

菱电电控 10 月 30 日发布 2023 年三季报：前三季度实现营业收入 6.99 亿元/yoy+31.88%，实现归母净利润 0.42 亿元/yoy-21.72%。

投资要点

基本数据

2023-11-09

当前股价（元）	98.31
总市值（亿元）	51
总股本（百万股）	52
流通股本（百万股）	23
52 周价格范围（元）	65.1-109.17
日均成交额（百万元）	43.16

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

■ 第三季度业绩同比扭亏，股权激励优化治理

公司 2023 年第三季度实现营收 2.27 亿元/yoy+34%，实现归母净利润 0.11 亿元，同比扭亏为盈。公司收入同比增长主要得益于天然气价格下跌，油气价差拉大，公司双燃料 EMS 系统销量大幅增长。公司利润同比扭亏为盈，一方面得益于公司收入增长带来的规模效应，另一方面公司在 2022 年计提股份支付费用，导致利润承压。

公司 2023 年 9 月发布股权激励草案，2023-2025 年营收考核触发值为 9.9/10.8/11.7 亿元，目标值为 10.7/12/13.7 亿元，公司通过股权激励留住核心人才，优化治理结构，经营持续向好。

■ 轻卡 EMS 国内翘楚，新能源及乘用车转型打开成长天花板

公司为汽车动力电子控制系统提供商，主要产品包括发动机管理系统、纯电动汽车动力电子控制系统、混合动力汽车动力电子控制系统及车联网产品 T-BOX 等，其中以汽油车电控系统产品为主要收入来源，以 N1 商用车为主要销售车型，根据公司招股书，公司 2020 年 81%的成套 EMS 产品销售来自 N1，市场占比达 24%，截至 2019 年底获得 N1 类车型公告 2033 个，占全部 N1 类汽油车公告的 60%，为国内 N1 类 EMS 龙头企业。EMS 技术长期以来被德国博世、德国大陆、日本电装、德尔福等跨国 EMS 厂商垄断，成为制约我国汽车工业自主化的主要瓶颈之一，公司成功打破中国汽车产业“核心技术空心化”的局面，助力汽车动力电子控制系统实现国产化。

公司近年来坚持“客户乘用车化、产品电动化”战略，乘用车方面，自 2021 年 9 月在 GDI 混动乘用车取得客户定点后，公司持续投入研发资源，目前公司某 GDI 混动乘用车已进入量产导入阶段；电动化方面，公司持续向 MCU、VCU、GCU、电机电控二合一驱动产品、HECU 等新能源产品领域投入大量研发资源，并于 2023 年 10 月披露公告，MCU 产品收到江淮

汽车开发通知。综合而言，公司乘用车化及电动化进展顺利，有望打开成长天花板。

■ 天然气轻卡经济性凸显，为公司带来全新机遇

国内油气价差维持高位，助推天然气车经济性，随着国内天然气相关基础设施渐趋完善，天然气商用车销量迎来爆发，2023 年前十月国内 N1 天然气车销量达 8.6 万台，已超过 2022 全年 5.8 万台的水平，其中 10 月销量达 1.2 万台，同比增长 300%。由于公司 EMS 产品在 N1 天然气车份额、单车价值量均高于 N1 汽油车，天然气车的销量爆发有望带动公司量价齐升，为公司带来全新机遇。

■ 盈利预测

预计 2023/2024/2025 年公司归母净利润分别为 0.8/1.3/2.4 亿元，EPS 为 1.53/2.58/4.66 元，对应 PE 分别为 64/38/21 倍。公司乘用车、电动化转型打开成长天花板，天然气轻卡带来全新机遇，我们看好公司中长期发展机会，给予“买入”评级。

■ 风险提示

下游需求不及预期；电动化进展不及预期；乘用车转型进展不及预期；天然气价格超预期上行；竞争加剧风险；股权激励进展及效果低于预期。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入（百万元）	712	946	1,243	1,671
增长率（%）	-14.7%	32.8%	31.4%	34.5%
归母净利润（百万元）	67	79	134	241
增长率（%）	-51.3%	18.1%	68.7%	80.5%
摊薄每股收益（元）	1.29	1.53	2.58	4.66
ROE（%）	4.4%	5.0%	7.7%	12.2%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产:					营业收入	712	946	1,243	1,671
现金及现金等价物	88	241	227	263	营业成本	457	670	871	1,157
应收款	344	458	603	810	营业税金及附加	5	6	7	10
存货	398	463	529	608	销售费用	27	28	31	35
其他流动资产	691	514	583	682	管理费用	29	34	40	47
流动资产合计	1,520	1,676	1,942	2,363	财务费用	-2	-7	-6	-7
非流动资产:					研发费用	169	144	162	167
金融类资产	526	296	296	296	费用合计	223	199	226	242
固定资产	113	327	311	292	资产减值损失	-4	-3	-3	-2
在建工程	181	9	4	1	公允价值变动	6	2	2	2
无形资产	47	44	42	40	投资收益	13	7	7	7
长期股权投资	0	0	0	0	营业利润	56	89	155	279
其他非流动资产	59	59	59	59	加:营业外收入	6	4	0	0
非流动资产合计	399	439	415	392	减:营业外支出	0	1	0	0
资产总计	1,919	2,115	2,358	2,755	利润总额	61	92	155	279
流动负债:					所得税费用	-6	11	19	34
短期借款	0	0	0	0	净利润	67	81	136	246
应付账款、票据	241	357	464	616	少数股东损益	0	2	3	5
其他流动负债	133	133	133	133	归母净利润	67	79	134	241
流动负债合计	375	490	597	750					
非流动负债:					主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
长期借款	0	0	0	0	成长性				
其他非流动负债	26	26	26	26	营业收入增长率	-14.7%	32.8%	31.4%	34.5%
非流动负债合计	26	26	26	26	归母净利润增长率	-51.3%	18.1%	68.7%	80.5%
负债合计	401	517	623	776	盈利能力				
所有者权益					毛利率	35.8%	29.2%	30.0%	30.8%
股本	52	52	52	52	四项费用/营收	31.3%	21.1%	18.2%	14.5%
股东权益	1,518	1,599	1,734	1,979	净利率	9.4%	8.5%	11.0%	14.7%
负债和所有者权益	1,919	2,115	2,358	2,755	ROE	4.4%	5.0%	7.7%	12.2%
					偿债能力				
现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	20.9%	24.4%	26.4%	28.2%
净利润	67	81	136	246	营运能力				
少数股东权益	0	2	3	5	总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.6
折旧摊销	16	10	24	23	应收账款周转率	2.1	2.1	2.1	2.1
公允价值变动	6	2	2	2	存货周转率	1.1	1.5	1.7	1.9
营运资金变动	-121	-117	-173	-232	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	-31	-23	-9	43	EPS	1.29	1.53	2.58	4.66
投资活动现金净流量	26	188	22	21	P/E	76.0	64.3	38.1	21.1
筹资活动现金净流量	158	0	-1	-1	P/S	7.2	5.4	4.1	3.0
现金流量净额	153	165	12	63	P/B	3.4	3.2	2.9	2.6

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 新能源、汽车组介绍

黎江涛：新能源组长，上海财经大学数量经济学硕士，曾就职于知名 PE 公司，从事一级及一级半市场，参与过新能源行业多个知名项目的投融资。2017 年开始从事新能源行业二级市场研究，具备 5 年以上证券从业经验，2021 年加入华鑫证券，深度覆盖电动车、锂电、储能、氢能、锂电新技术、钠电等方向。

林子健：厦门大学硕士，自动化/世界经济专业，CPA，6 年汽车行业研究经验。曾任职于华福证券研究所，担任汽车行业分析师。2023 年加入华鑫证券研究所，担任汽车行业首席分析师。兼具买方和卖方行业研究经验，立足产业，做深入且前瞻的研究，擅长自下而上挖掘个股。深度覆盖特斯拉产业链/一体化压铸等细分领域。

潘子扬：伦敦大学学院硕士，2021 年加入华鑫证券。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。