

成本上涨及下游客户配套量下降拖累盈利增长

核心观点

- **业绩符合公司业绩快报预期。**2021年公司营业收入5.61亿元，同比下降26.8%；归母净利润0.50亿元（公司业绩快报，2021年预计实现归母净利润0.48亿元-0.54亿元，同比下降61.4%，扣非后净利润0.44亿元，同比下降64.9%。四季度营业收入1.25亿元，同比下降35.9%，环比下降20.0%；归母净利润0.003亿元，同比下降99.2%，环比下降97.5%，扣非后净利润-0.02亿元，同比下降105.3%，环比下降115.5%，利润下滑较多系缺芯导致高价产品销售比重下降、疫情影响新签订单量、原材料及运费涨价、新产品研发投入增加等综合所致。2021年公司拟向股东每股分红0.058元。
- **缺芯、疫情、原材料及运费涨价等扰动导致毛利率承压。**全年毛利率25.2%，同比下降6.9个百分点，预计系疫情及缺芯影响高价产品销量、原材料及运费涨价拖累；四季度毛利率16.3%，同比下降13.5个百分点，环比下降7.8个百分点。2021年期间费用率17.0%，同比增长5.7个百分点，其中研发费用率9.5%，同比增长3.7个百分点，预计系研发投入增加，管理费用率7.2%，同比增长1.6个百分点，财务费用率-1.1%，同比下降0.2个百分点。2021年经营性现金流净额-0.80亿元，同比下降147.5%，预计系提前备货满足后续生产、缺芯及疫情导致回款速度减慢。
- **开拓新能源汽车电子领域，新签订单放量将促进业绩增长。**公司抓住新能源汽车发展机遇，积极拓展新客户，已与联合汽车电子、博世、华域麦格纳、上汽大众、一汽大众等众多企业展开合作，2021年新签订单额5.33亿元，同比增长86.10%。在新能源汽车电子重点领域，成功研发车用电机定子装备，为联合汽车电子、日产、蔚来、华域麦格纳配套并积极向博世、麦格纳国际、华为等客户拓展；电机控制器及逆变器装备领域市占率稳步提升；新能源电池及电源管理方面有良好起步并实现供货；ESP、IPB等产品装配线向博世全球供货，生产线规模及产值取得数量级飞跃，此外公司在座椅滑轨、无人驾驶装备等其他领域展开布局，预计将获取更多新订单，有望促进未来业绩增长。
- **二氧化碳空调管路有望成为新增长点。**公司开发的二氧化碳高压空调管路系统已通过大众MEB实验认证，进入预批量生产供货阶段，公司积极与其他主流新能源车企业合作，力争产品在更多品牌中推广，除满足国内新能源车企需求外，还将进行产能建设并出口欧洲等海外市场，二氧化碳空调管路系统有望成为新增长点。

盈利预测与投资建议

- 受疫情影响下游车企产量，调整收入及毛利率等，预测公司2022-2024年EPS分别为0.40、0.53、0.67元（原22-23年0.85、1.08元），可比公司为机械设备、新能源车产业链及汽车零部件相关公司，可比公司22年PE平均估值41倍，给予公司22年41倍估值，对应目标价为16.4元，维持买入评级。

风险提示

众源汽车零部件配套量低于预期、汽车自动化设备配套量低于预期、热泵空调管路配套量低于预期。

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	766	561	710	903	1,086
同比增长(%)	-3.8%	-26.8%	26.5%	27.2%	20.3%
营业利润(百万元)	160	47	113	154	193
同比增长(%)	17.2%	-70.4%	139.2%	35.9%	25.6%
归属母公司净利润(百万元)	129	50	103	139	175
同比增长(%)	29.2%	-61.4%	107.0%	34.7%	25.6%
每股收益(元)	0.50	0.19	0.40	0.53	0.67
毛利率(%)	32.2%	25.2%	26.8%	27.1%	27.6%
净利率(%)	16.9%	8.9%	14.5%	15.4%	16.1%
净资产收益率(%)	16.5%	5.2%	10.2%	12.5%	14.2%
市盈率	29.5	76.5	37.0	27.4	21.8
市净率	4.0	3.9	3.6	3.3	2.9

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2022年04月29日）	14.61元
目标价格	16.40元
52周最高价/最低价	44.36/12.53元
总股本/流通A股（万股）	26,094/26,017
A股市值（百万元）	3,812
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2022年05月05日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-6.04	-24.22	-47.09	-47.24
相对表现	-7.16	-19.39	-35.71	-18.46
沪深300	1.12	-4.83	-11.38	-28.78



证券分析师

姜雪晴 jiangxueqing@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860512060001

联系人

唐英韬 tangyingtao@orientsec.com.cn

相关报告

预计芯片供给改善后，公司盈利将逐步恢复	2021-08-31
短期芯片供给短缺拖累盈利增长	2021-05-09
业绩符合预期，产品结构改善促进毛利率提高	2021-05-07

表 1：可比公司估值比较

公司	代码	最新价格(元) 2022年4月29日	每股收益 (元)			市盈率		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
拓普集团	601689	52.57	0.92	1.47	1.99	56.95	35.71	26.42
华峰测控	688200	323.00	7.15	10.14	13.90	45.15	31.86	23.24
埃斯顿	002747	14.83	0.14	0.33	0.47	105.55	44.99	31.51
三花智控	002050	16.76	0.47	0.63	0.81	35.74	26.59	20.75
北方华创	002371	239.00	2.05	3.13	4.46	116.64	76.31	53.63
科德数控	688305	57.23	0.80	1.14	1.69	71.25	50.01	33.84
	调整后平均					69.73	40.64	28.75

数据来源：朝阳永续、东方证券研究所

表 2：盈利预测对比表

	调整前			调整后		
	2021E	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
营业收入（百万元）	832	1,187	1,472	561	710	903
变动幅度				-32.5%	-40.2%	-38.7%
营业成本（百万元）	568	796	982	419	519	658
变动幅度				-26.2%	-34.8%	-33.0%
营业费用（百万元）	10	12	15	8	7	9
变动幅度				-20.0%	-41.7%	-40.0%
管理费用及研发费用（百万元）	91	125	155	94	85	95
变动幅度				3.3%	-32.0%	-38.7%
财务费用（百万元）	-4	-4	-4	-6	-2	-2
变动幅度				-50.0%	50.0%	50.0%
投资净收益（百万元）	1	1	1	0	1	1
变动幅度				-100.0%	0.0%	0.0%
营业利润（百万元）	174	268	338	47	113	154
变动幅度				-73.0%	-57.8%	-54.4%
利润总额（百万元）	190	287	363	54	129	173
变动幅度				-71.6%	-55.1%	-52.3%
所得税（百万元）	28	43	54	2	15	21
变动幅度				-92.9%	-65.1%	-61.1%
净利润（百万元）	161	244	308	52	113	153
变动幅度				-67.7%	-53.7%	-50.3%
归属于母公司净利润（百万元）	147	222	281	50	103	139
变动幅度				-66.0%	-53.6%	-50.5%
每股收益（元）	0.56	0.85	1.08	0.19	0.40	0.53
变动幅度				-66.1%	-52.9%	-50.9%
毛利率	31.7%	32.9%	33.3%	25.2%	26.8%	27.1%
变动幅度				-6.5%	-6.1%	-6.3%
净利率	17.7%	18.7%	19.1%	8.9%	14.5%	15.4%
变动幅度				-8.8%	-4.2%	-3.7%

数据来源：WIND、东方证券研究所

表 3：盈利预测核心假设前后对比表

	调整前			调整后		
	2021E	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
燃油管						
销售收入（百万元）	69	86	103	41	49	56
变动幅度				-41.0%	-43.4%	-45.7%
增长率	7.1%	25.0%	20.0%	-36.8%	20.0%	15.0%
变动幅度				-43.9%	-5.0%	-5.0%
毛利率	20.0%	21.5%	22.0%	16.0%	17.0%	17.0%
变动幅度				-4.0%	-4.5%	-5.0%
冷却水硬管						
销售收入（百万元）	62	75	90	42	50	60
变动幅度				-32.6%	-32.6%	-32.6%
增长率	5.0%	20.0%	20.0%	-29.3%	20.0%	20.0%
变动幅度				-34.3%	0.0%	0.0%
毛利率	12.0%	12.0%	12.0%	9.0%	10.0%	10.0%
变动幅度				-3.0%	-2.0%	-2.0%
燃油分配器						
销售收入（百万元）	359	467	537	206	268	308
变动幅度				-42.7%	-42.7%	-42.7%
增长率	7.1%	30.0%	15.0%	-38.7%	30.0%	15.0%
变动幅度				-45.8%	0.0%	0.0%
毛利率	31.5%	32.5%	33.5%	24.0%	25.5%	26.0%
变动幅度				-7.5%	-7.0%	-7.5%
柔性自动化装备及工业机器人系统						
销售收入（百万元）	314	460	582	267	321	380
变动幅度				-15.0%	-30.2%	-34.7%
增长率	2.8%	46.5%	26.4%	-12.6%	20.2%	18.4%
变动幅度				-15.4%	-26.3%	-8.0%
毛利率	38.1%	39.0%	39.0%	30.5%	31.7%	32.2%
变动幅度				-7.7%	-7.3%	-6.9%
其他（含空调管路）						
销售收入（百万元）	27	98	160	0	22	98
变动幅度				-100.0%	-77.9%	-38.6%
增长率	1961.5%	267.5%	62.8%	-	-	351.7%
变动幅度				-	-	288.9%
毛利率	35.1%	31.9%	31.3%	-	32.5%	26.9%
变动幅度				-	0.6%	-4.4%
合计（百万元）	832	1,187	1,472	561	710	903
变动幅度				-32.5%	-40.2%	-38.7%
增长率	8.5%	42.7%	24.1%	-26.8%	26.5%	27.2%
变动幅度				-35.3%	-16.2%	3.2%
综合毛利率	31.7%	32.9%	33.3%	25.2%	26.8%	27.1%
变动幅度				-6.5%	-6.1%	-6.3%

数据来源：WIND、东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	501	330	454	451	543	营业收入	766	561	710	903	1,086
应收票据、账款及款项融资	193	230	224	290	369	营业成本	520	419	519	658	787
预付账款	8	18	13	19	26	营业税金及附加	4	4	4	5	6
存货	90	166	138	183	246	营业费用	7	8	7	9	11
其他	8	14	11	15	19	管理费用及研发费用	87	94	85	95	114
流动资产合计	801	758	840	958	1,204	财务费用	(7)	(6)	(2)	(2)	(4)
长期股权投资	0	13	4	6	8	资产、信用减值损失	0	2	(0)	0	0
固定资产	161	224	269	318	364	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	55	31	74	87	93	投资净收益	0	0	1	1	1
无形资产	82	75	71	67	63	其他	5	6	15	16	21
其他	125	126	123	122	122	营业利润	160	47	113	154	193
非流动资产合计	423	468	541	600	650	营业外收入	4	7	16	20	25
资产总计	1,225	1,226	1,381	1,558	1,853	营业外支出	0	0	1	1	1
短期借款	15	30	19	53	144	利润总额	163	54	129	173	218
应付票据及应付账款	128	123	143	179	220	所得税	21	2	15	21	26
其他	73	52	101	87	100	净利润	142	52	113	153	192
流动负债合计	217	205	263	318	464	少数股东损益	13	2	10	14	17
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	129	50	103	139	175
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.50	0.19	0.40	0.53	0.67
其他	1	1	0	0	0	主要财务比率					
非流动负债合计	1	1	0	0	0		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
负债合计	218	206	263	318	464	成长能力					
少数股东权益	50	52	62	76	93	营业收入	-3.8%	-26.8%	26.5%	27.2%	20.3%
实收资本(或股本)	261	261	261	261	261	营业利润	17.2%	-70.4%	139.2%	35.9%	25.6%
资本公积	313	313	313	313	313	归属于母公司净利润	29.2%	-61.4%	107.0%	34.7%	25.6%
留存收益	383	394	482	590	723	获利能力					
其他	0	0	0	0	0	毛利率	32.2%	25.2%	26.8%	27.1%	27.6%
股东权益合计	1,007	1,020	1,118	1,239	1,390	净利率	16.9%	8.9%	14.5%	15.4%	16.1%
负债和股东权益总计	1,225	1,226	1,381	1,558	1,853	ROE	16.5%	5.2%	10.2%	12.5%	14.2%
现金流量表						ROIC	13.9%	3.8%	8.9%	11.0%	11.8%
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	偿债能力					
净利润	142	52	113	153	192	资产负债率	17.8%	16.8%	19.1%	20.4%	25.0%
折旧摊销	26	27	33	42	52	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	(7)	(6)	(2)	(2)	(4)	流动比率	3.70	3.70	3.19	3.01	2.60
投资损失	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)	速动比率	3.27	2.88	2.67	2.43	2.06
营运资金变动	(60)	(154)	111	(100)	(100)	营运能力					
其它	66	2	1	0	0	应收账款周转率	5.4	3.9	4.6	5.1	4.7
经营活动现金流	168	(80)	256	92	139	存货周转率	4.8	3.2	3.4	4.1	3.6
资本支出	(43)	(49)	(117)	(100)	(100)	总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6
长期投资	1	(13)	8	(1)	(2)	每股指标(元)					
其他	(61)	(5)	1	1	1	每股收益	0.50	0.19	0.40	0.53	0.67
投资活动现金流	(104)	(67)	(108)	(100)	(101)	每股经营现金流	0.64	-0.31	0.98	0.35	0.53
债权融资	(143)	0	0	(0)	0	每股净资产	3.67	3.71	4.05	4.46	4.97
股权融资	283	0	0	0	0	估值比率					
其他	(164)	(25)	(24)	5	53	市盈率	29.5	76.5	37.0	27.4	21.8
筹资活动现金流	(24)	(25)	(24)	5	53	市净率	4.0	3.9	3.6	3.3	2.9
汇率变动影响	(0)	(0)	-0	-0	-0	EV/EBITDA	18.7	49.1	23.3	17.3	13.9
现金净增加额	40	(171)	124	(3)	92	EV/EBIT	21.9	81.5	30.3	22.1	17.7

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及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，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn