

高研发投入加速车型定点和量产，长期成长确定性进一步提升

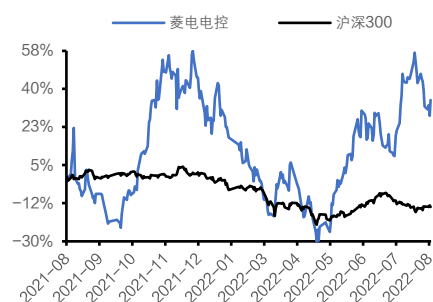
■ 证券研究报告

投资评级：增持(维持)

基本数据 2022-08-18

收盘价(元)	167.00
流通股本(亿股)	0.23
每股净资产(元)	29.00
总股本(亿股)	0.52

最近 12 月市场表现



分析师 杨烨

SAC 证书编号: S0160522050001
 yangye01@ctsec.com

联系人 王妍丹

wangyd01@ctsec.com

相关报告

1. 《汽车 EMS 潜力小巨人，迎新能源与国产化共振》 2022-06-19

核心观点

- 事件：**2022 年 8 月 18 日公司发布 2022 年半年度报告，公司营业收入 3.6 亿元，同比减少 15.0%。归属于上市公司股东的净利润 0.59 亿元，同比减少 26.0%。若不计提股份支付费用，上半年归母净利润同比增长 7.9%。
- 商用车销量下滑下公司收入承压，产品结构变化导致利润率提升。**公司上半年收入减少的主要原因为国六排放的商用车销量大幅下降，根据中汽协，2022H1 中国商用车销量同比下降 41.1%，对公司收入产生影响。2022H1 公司毛利率、净利率分别为 43.0%、16.2%，同比分别提升 13.5pct、下降 2.4pct。若不计提股份支付费用，净利率为 25.3%，同比提升 6.7pct。公司毛利率的同比大幅提升，主要源于高毛利率的 ECU 产品（国四、国五）销量提升，产品结构出现变化。
- 发展黄金窗口期，持续高研发投入强化卡位优势。**上半年公司 GDI 乘用车、混动乘用车以及电动车 VCU 和 MCU 项目增长，研发人员从年初的 428 人增加至 598 人（2021H1 为 338 人，同比增长 76.9%），不考虑股权激励摊销的研发费用为 0.59 亿元，同比增长 71.2%，而上半年约 0.31 亿元的股权激励摊销中有 0.27 亿元为研发摊销，占比极高。电控系统项目需要大量研发及标定人员，在当前新能源产业的黄金发展窗口中，公司的强研发投入力度有望强化卡位优势，不断拓宽护城河。
- 新增车型定点及研发项目顺利，混动市场加速成长。**根据中汽协，上半年中国插电混动汽车产量同比增长 1.9 倍，新能源汽车产量同比增长 1.2 倍，混动车市场加速公司成长。根据公司公告：（1）混动平台中新增两款量产增程车型项目；此外新增一个前置前驱 P1+P3 乘用车混动项目。（2）MCU 平台，完成多款纯电车型整车公告，部分车型已逐步开始量产；应用于前置前驱的 P1P3 架构双电机控制器完成 A 样开发并在国内知名品牌主机厂搭载。（3）GDI 平台，已完成燃油车、增程式混合动力车型软硬件基础平台的开发，进行标定、实验中。公司陆续获得多家造车新势力和一线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车型。
- 投资建议：**公司在汽车 EMS 市场具有卡位优势，高技术壁垒和客户粘性带来高进入壁垒，赛道市场空间广阔，竞争格局边际向好，短中长三个维度的成长驱动力强劲、清晰。我们预计公司 2022-2024 年分别实现收入 11.63、18.66、27.22 亿元，实现归母净利润 2.31、3.62、5.56 亿元，对应当前 PE 估值分别为 37x、24x、15x，维持“增持”评级。
- 风险提示：**产品技术迭代不及预期风险；新能源车发展不及预期风险；上游芯片供应紧张风险；宏观经济形势下行风险；疫情反复风险。

盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	762	835	1163	1866	2722
收入增长率 (%)	42.32	9.48	39.34	60.47	45.87
归母净利润 (百万元)	157	138	231	362	556
净利润增长率 (%)	93.25	-12.30	67.73	56.75	53.84
EPS (元/股)	4.05	2.84	4.47	7.01	10.78
PE	0.00	60.62	37.35	23.83	15.49
ROE (%)	39.62	9.78	14.09	18.09	21.77
PB	0.00	6.32	5.26	4.31	3.37

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

利润表						财务指标					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	762	835	1163	1866	2722	成长性					
减:营业成本	509	576	720	1141	1641	营业收入增长率	42%	9%	39%	60%	46%
营业税费	3	4	5	8	12	营业利润增长率	96%	-19%	73%	57%	54%
销售费用	18	26	46	79	118	净利润增长率	93%	-12%	68%	57%	54%
管理费用	14	21	38	65	93	EBITDA 增长率	96%	-28%	80%	56%	54%
研发费用	47	101	174	280	394	EBIT 增长率	102%	-31%	90%	59%	55%
财务费用	5	-2	-8	-7	-6	NOPLAT 增长率	98%	-27%	90%	59%	55%
资产减值损失	-5	-3	-1	-2	-3	投资资本增长率	57%	212%	14%	22%	28%
加:公允价值变动收益	0	2	0	0	0	净资产增长率	66%	255%	16%	22%	28%
投资和汇兑收益	0	16	28	35	51	利润率					
营业利润	178	144	248	389	598	毛利率	33%	31%	38%	39%	40%
加:营业外净收支	1	4	0	0	0	营业利润率	23%	17%	21%	21%	22%
利润总额	179	148	248	389	598	净利润率	21%	16%	20%	19%	20%
减:所得税	22	10	17	27	42	EBITDA/营业收入	25%	17%	22%	21%	22%
净利润	157	138	231	362	556	EBIT/营业收入	24%	15%	21%	20%	22%
资产负债表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	运营效率					
货币资金	28	115	150	238	370	固定资产周转天数	36	42	30	19	11
交易性金融资产	0	743	743	743	743	流动营业资本周转天数	169	516	423	317	276
应收帐款	241	230	280	317	462	流动资产周转天数	316	702	586	470	426
应收票据	151	176	245	393	573	应收帐款周转天数	115	100	88	62	62
预付帐款	5	6	8	13	18	存货周转天数	92	109	109	109	109
存货	128	173	216	342	492	总资产周转天数	364	773	636	501	446
其他流动资产	5	7	7	7	7	投资资本周转天数	221	629	514	391	343
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	40%	10%	14%	18%	22%
长期股权投资	0	0	0	0	0	ROA	21%	8%	11%	14%	17%
投资性房地产	0	0	0	0	0	ROIC	35%	8%	14%	18%	22%
固定资产	76	97	97	96	85	费用率					
在建工程	4	26	26	26	26	销售费用率	2%	3%	4%	4%	4%
无形资产	11	11	10	10	9	管理费用率	2%	2%	3%	3%	3%
其他非流动资产	3	14	14	14	14	财务费用率	1%	0%	-1%	0%	0%
资产总额	760	1767	2028	2562	3324	三费/营业收入	5%	5%	7%	7%	8%
短期债务	65	30	0	0	0	偿债能力					
应付帐款	129	160	200	317	456	资产负债率	48%	20%	19%	22%	23%
应付票据	46	35	43	69	99	负债权益比	92%	26%	24%	28%	30%
其他流动负债	61	75	75	75	75	流动比率	1.92	4.71	5.03	4.42	4.24
长期借款	0	0	0	0	0	速动比率	1.47	4.05	4.25	3.58	3.36
其他非流动负债	0	0	0	0	0	利息保障倍数	40.91	89.43	367.25	—	—
负债总额	364	360	390	563	769	分红指标					
少数股东权益	0	0	0	0	0	DPS(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	39	52	52	52	52	分红比率					
留存收益	296	402	633	995	1551	股息收益率		0%	0%	0%	0%
股东权益	396	1407	1638	1999	2555	业绩和估值指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金流量表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	EPS(元)	4.05	2.84	4.47	7.01	10.78
净利润	157	138	231	362	556	BVPS(元)	7.67	27.26	31.73	38.74	49.52
加:折旧和摊销	9	13	11	11	10	PE(X)	0.00	60.62	37.35	23.83	15.49
资产减值准备	8	7	1	2	3	PB(X)	0.00	6.32	5.26	4.31	3.37
公允价值变动损失	0	-2	0	0	0	P/FCF					
财务费用	3	1	1	0	0	P/S	0.00	10.64	7.41	4.62	3.17
投资收益	0	-16	-28	-35	-51	EV/EBITDA	0.19	63.24	33.77	21.36	13.70
少数股东损益	0	0	0	0	0	CAGR(%)					
营运资金的变动	-170	-96	-166	-275	-436	PEG	0.00	—	0.55	0.42	0.29
经营活动产生现金流量	6	41	49	65	83	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-19	-783	16	23	49	REP					
融资活动产生现金流量	14	841	-31	0	0						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。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邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。