

业绩短期承压, 新能源业务有望快速增长

投资要点

- **事件:** 2022年, 公司实现营收13.4亿元, 同比增长11.2%; 实现归母净利润2.2亿元, 同比增长0.9%; 扣非归母净利润1.3亿元, 同比下降36%, 主要系公司报告期内间接处置雷赛菊园股权, 导致非经常损益增加所致。2023Q1公司实现营收3.1亿元, 同比增长4.1%; 实现归母净利润0.4亿元, 同比下降35.6%; 扣非归母净利润0.3亿元, 同比下降39.8%。
- **伺服系统快速放量, 新能源业务有望高增。** 2022年公司伺服系统实现营收4亿元, 同比增长26.8%, 收入占比提升3.7pp至30%。其中交流伺服L7通用型系列等产品, 性能已基本达到国外同类产品水平, 国产化率有望进一步加大。公司伺服产品主要分为低压伺服以及交流伺服, 其中低压伺服因下游喷绘印刷行业低迷而增长停滞; 用于新能源如光伏、锂电、半导体行业的交流伺服销售收入同比增长30%, 受益下游新能源行业维持高景气, 带动公司出货量提升。公司新能源业务客户优质, 并逐步实现编码器自研降本, 有望受益下游放量驱动伺服量利齐升。
- **经销团队逐步壮大, 国内海外齐发力。** 公司2022年直销业务收入约10亿元, 同比增长9.8%, 占比74.4%; 经销收入3.4亿元, 同比增长15.6%, 占比25.6%。2022年公司进一步对营销体系做出变革, 重新梳理经销体系, 从“直销为主+经销为辅”逐步升级为“渠道为主+互补共赢”的新模式进行大行业营销, 同时发挥渠道客户粘性及服务经验, 有望带动公司发展驶入快车道。
- **股权激励+员工持股计划, 彰显公司发展信心。** 公司于2023年1月发布2023年员工持股计划(草案), 计划的持有人为公司及下属公司任职中基层管理人员及核心技术(业务)骨干, 拟参与人数不超过71人。此外, 公司在2022年8月公告了2022年员工持股计划(草案)及股权激励(草案), 彰显公司对未来业绩持续增长的信心。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2023-2025年营收分别为15.7亿元、19.6亿元、23.1亿元, 未来三年归母净利润的增速分别为12%/26.9%/25.4%。公司加速工控产品一体化布局, 技术优势进一步扩大, 长期来看业绩有望充分兑现, 维持“持有”评级。
- **风险提示:** 工控下游市场需求不及预期的风险; 市场竞争加剧导致产品价格下降的风险; 原材料价格上涨的风险; 汇率波动影响公司海外业务营收的风险; 经销商渠道拓展不及预期的风险。

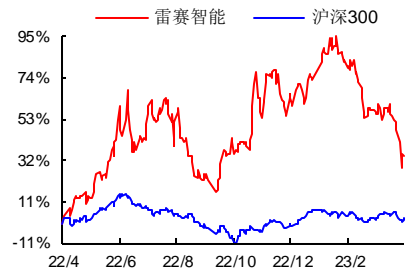
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1337.86	1573.79	1956.16	2312.96
增长率	11.20%	17.63%	24.30%	18.24%
归属母公司净利润(百万元)	220.31	246.67	312.95	392.38
增长率	0.91%	11.97%	26.87%	25.38%
每股收益EPS(元)	0.71	0.80	1.01	1.27
净资产收益率ROE	18.52%	17.91%	18.99%	19.82%
PE	27	24	19	15
PB	4.86	4.16	3.50	2.93

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨
执业证号: S1250520100002
电话: 021-58351923
邮箱: hch@swsc.com.cn
联系人: 李昂
电话: 021-58351923
邮箱: liang@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	3.09
流通A股(亿股)	2.13
52周内股价区间(元)	14.3-27.55
总市值(亿元)	58.48
总资产(亿元)	19.76
每股净资产(元)	3.72

相关研究

1. 雷赛智能(002979): Q3业绩承压, 研发投入加大助力长期发展 (2022-10-26)
2. 雷赛智能(002979): 光伏业务大幅增长, 体系变革契合未来发展 (2022-08-30)

盈利预测

关键假设：

假设 1：公司伺服产品不断迭代，技术已位于行业领先地位，充分受益下游喷印写真设备、纺织服装、光伏、锂电等领域的需求恢复及增长，预计 2023-2025 年公司伺服系统销量增速分别为 60%/40%/30%。

假设 2：公司持续加大可编程逻辑控制产品的研发投入，形成工控产业链一体化布局，PLC 产品有望快速发展，预计 2023-2025 年公司可编程逻辑控制器销量增速分别为 40%/30%/20%。

假设 3：从产品角度，公司步进系统类产品通过持续优化步进控制算法，提高闭环步进产品附加值，预计 2023-2025 年公司步进系统销量增速分别为 15%/15%/10%。

假设 4：受益下游传统行业复苏，公司各项业务毛利率趋稳向上。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
步进系统类	收入	640.7	736.8	847.3	932.1
	增速	9.0%	15.0%	15.0%	10.0%
	毛利率	38.4%	41.00%	41.50%	42.0%
伺服系统类	收入	401.8	457.5	640.5	832.6
	增速	26.8%	60.0%	40.0%	30.0%
	毛利率	28.3%	30.0%	30.5%	31.0%
可编程控制器	收入	181.8	254.5	330.9	397.0
	增速	0.4%	40.0%	30.0%	20.0%
	毛利率	68.6%	70.0%	70.5%	71.0%
其他收入	收入	113.62	124.98	137.48	151.23
	增速	-3.0%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	15.8%	20.0%	20.0%	20.0%
合计	收入	1337.9	1573.8	1956.2	2313.0
	增速	11.2%	17.6%	24.3%	18.2%
	毛利率	37.6%	40.8%	41.3%	41.6%

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1337.86	1573.79	1956.16	2312.96	净利润	225.34	255.81	323.35	405.23
营业成本	835.28	931.30	1148.42	1351.24	折旧与摊销	26.63	45.36	45.36	45.36
营业税金及附加	9.89	11.70	14.48	15.96	财务费用	9.23	0.00	0.00	0.00
销售费用	112.75	125.90	156.49	173.47	资产减值损失	-2.63	-1.31	-1.53	-1.64
管理费用	84.76	283.28	352.11	404.77	经营营运资本变动	222.12	-13.35	-124.13	-112.58
财务费用	9.23	0.00	0.00	0.00	其他	-265.03	-46.76	-45.71	-53.04
资产减值损失	-2.63	-1.31	-1.53	-1.64	经营活动现金流净额	215.67	239.75	197.34	283.33
投资收益	84.70	48.01	54.92	58.62	资本支出	-325.14	-200.00	-200.00	-200.00
公允价值变动损益	0.15	0.17	0.18	0.17	其他	211.35	48.17	55.10	58.79
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-113.79	-151.83	-144.90	-141.21
营业利润	236.21	271.09	341.29	427.95	短期借款	-33.10	-55.88	0.00	0.00
其他非经营损益	0.13	0.45	0.44	0.39	长期借款	166.40	0.00	0.00	0.00
利润总额	236.35	271.53	341.72	428.34	股权融资	-8.97	0.00	0.00	0.00
所得税	11.01	15.72	18.37	23.11	支付股利	-59.54	-44.06	-49.33	-62.59
净利润	225.34	255.81	323.35	405.23	其他	43.26	-34.41	0.00	0.00
少数股东损益	5.03	9.14	10.40	12.85	筹资活动现金流净额	108.05	-134.35	-49.33	-62.59
归属母公司股东净利润	220.31	246.67	312.95	392.38	现金流量净额	210.11	-46.44	3.11	79.53
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	442.30	395.87	398.97	478.50	成长能力				
应收和预付款项	601.59	594.29	764.21	916.45	销售收入增长率	11.20%	17.63%	24.30%	18.24%
存货	395.26	440.70	541.44	638.42	营业利润增长率	-1.63%	14.76%	25.90%	25.39%
其他流动资产	31.45	10.03	12.17	14.16	净利润增长率	-1.04%	13.52%	26.40%	25.32%
长期股权投资	19.06	19.06	19.06	19.06	EBITDA 增长率	8.09%	16.31%	22.18%	22.41%
投资性房地产	27.41	27.41	27.41	27.41	获利能力				
固定资产和在建工程	415.79	574.08	732.37	890.66	毛利率	37.57%	40.82%	41.29%	41.58%
无形资产和开发支出	22.66	19.68	16.69	13.71	三费率	15.45%	26.00%	26.00%	25.00%
其他非流动资产	238.13	237.46	236.80	236.14	净利率	16.84%	16.25%	16.53%	17.52%
资产总计	2193.66	2318.60	2749.14	3234.52	ROE	18.52%	17.91%	18.99%	19.82%
短期借款	55.88	0.00	0.00	0.00	ROA	10.27%	11.03%	11.76%	12.53%
应付和预收款项	470.59	466.60	589.01	699.87	ROIC	25.12%	23.53%	24.17%	24.67%
长期借款	270.10	270.10	270.10	270.10	EBITDA/销售收入	20.34%	20.11%	19.77%	20.46%
其他负债	180.22	153.50	187.62	219.49	营运能力				
负债合计	976.79	890.20	1046.73	1189.46	总资产周转率	0.70	0.70	0.77	0.77
股本	309.10	309.10	309.10	309.10	固定资产周转率	5.33	3.99	5.54	7.43
资本公积	358.43	358.43	358.43	358.43	应收账款周转率	3.28	3.15	3.45	3.30
留存收益	661.18	863.79	1127.41	1457.20	存货周转率	2.12	2.23	2.33	2.28
归属母公司股东权益	1203.23	1405.61	1669.23	1999.02	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	91.99%	—	—	—
少数股东权益	13.64	22.78	33.18	46.04	资本结构				
股东权益合计	1216.88	1428.39	1702.41	2045.05	资产负债率	44.53%	38.39%	38.07%	36.77%
负债和股东权益合计	2193.66	2318.60	2749.14	3234.52	带息债务/总负债	33.37%	30.34%	25.80%	22.71%
					流动比率	2.10	2.35	2.23	2.24
					速动比率	1.54	1.63	1.53	1.54
					股利支付率	27.02%	17.86%	15.76%	15.95%
					每股指标				
					每股收益	0.71	0.80	1.01	1.27
					每股净资产	3.89	4.55	5.40	6.47
					每股经营现金	0.70	0.78	0.64	0.92
					每股股利	0.19	0.14	0.16	0.20
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	272.08	316.45	386.65	473.31					
PE	26.55	23.71	18.69	14.90					
PB	4.86	4.16	3.50	2.93					
PS	4.37	3.72	2.99	2.53					
EV/EBITDA	20.03	17.09	13.98	11.25					
股息率	1.02%	0.75%	0.84%	1.07%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn