

盈利短期承压，空心杯打开新一轮增长

投资要点

- **事件:** 公司2023年上半年实现营业收入13.1亿元,同比增长3%,主要系全球经济温和复苏,国内市场需求慢节奏修复所致;实现归母净利润0.5亿元,同比下降24.4%;扣非归母净利润0.5亿元,同比下降28.3%。2023年第二季度公司实现营收6.6亿元,同比增长10.9%;实现归母净利润0.2亿元,同比下降33.6%。
- **盈利能力短期承压,研发投入进一步加大。**2023年上半年公司销售毛利率为36.7%,同比下降1.8pp;销售净利率为4.1%,同比下降1.5pp,主要系公司太仓和越南生产基地位于建成投产初期,受新基地启用和工厂搬迁影响,制造成本在此过渡期有所提升。费用方面,公司销售费用率/管理费用率(含研发费用)/财务费用率分别为9.1%/22.8%/-0.3%,分别同比-0.8pp/+0.3pp/+0.3pp。公司研发投入进一步加大,研发费用率为9.4%,同比增长1.1pp。
- **运动控制产品逐步导入配套,海外收入占比进一步提升。**公司凭借海外子公司AMP、T Motion的品牌和渠道等优势,充分发挥各产品线的协同,2023年上半年运动控制解决方案实现收入3.5亿元,占比26.7%。其中伺服系统受益光伏及工业自动化的订单增长,收入同比增长62%。运动控制产品毛利率比电机更高,伴随配套率逐步提升,有望提升产品单套附加值,驱动毛利率向上。此外,公司上半年海外收入占比为51.1%,同比增长3.4pp,海外业务维持较好发展。
- **新兴产业快速发展,推动持续成长。**2023年上半年,工业自动化:产品应用广泛,公司营收同比增长12%,驱动控制同比增长17%;光伏:市场空间大,公司具备完整解决方案,营收同比增长80%;工业机器人:在多行业渗透率提升,公司营收同比增长33%;汽车:智能化发展为趋势,公司实现多客户拓展,营收同比增长144%;智能水泵:受益行业需求稳增,公司营收同比增长31%。
- **空心杯电机为人形机器人核心零部件之一,有望为公司提供新增长极。**空心杯电机作为机器人中“灵巧手”的关键部件,对精密度、可靠性要求更高。公司在该领域积累多年,目前已批量应用于移动机器人、医疗器械等行业,2023年上半年空心杯无齿槽电机业务收入同比增长67%,实现快速增长。在人形机器人长期降本趋势下,公司作为国内厂商空心杯份额有望逐步提升,打开增长空间。
- **盈利预测与投资建议。**预计2023年-2025年公司营业收入分别为33亿元、42.3亿元、52亿元,预计未来三年公司归母净利润增速分别为-16.6%/63.5%/54.9%。伴随太仓产能逐步释放,自动化降本及产品附加值提升,驱动盈利恢复向上,叠加空心杯电机支撑长期发展,维持“持有”评级。
- **风险提示:**人民币汇率上升导致采购成本及汇兑损失增加的风险;下游新兴产业需求不及预期的风险;传统行业复苏不及预期的风险;原材料价格上涨风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2959.96	3295.46	4231.65	5200.93
增长率	9.05%	11.33%	28.41%	22.91%
归属母公司净利润(百万元)	247.24	206.11	336.98	521.93
增长率	-11.58%	-16.64%	63.49%	54.89%
每股收益EPS(元)	0.59	0.49	0.80	1.24
净资产收益率ROE	9.17%	7.27%	10.74%	14.53%
PE	93	112	68	44
PB	8.49	8.08	7.32	6.40

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)	4.20
流通A股(亿股)	4.19
52周内股价区间(元)	27.37-80.3
总市值(亿元)	230.19
总资产(亿元)	39.24
每股净资产(元)	6.60

相关研究

1. 鸣志电器 (603728): 23Q1 盈利短期承压, 新兴产业加速布局 (2023-05-03)
2. 鸣志电器 (603728): Q3 业绩恢复向上, 看好高附加值产业长期发展 (2022-11-03)

盈利预测

关键假设：

假设 1：公司深耕运动控制领域多年，从单独出售电机到积极布局驱动控制器，提高整套附加值。此外，公司多元布局下游新兴产业，伴随太仓产能逐步释放，有望为公司业绩提供稳定增量。预计 2023-2025 年公司控制电机及其驱动系统产品销量增速分别为 6%/25%/25%，平均单价因公司更高价值量产品占比提升，分别同比增长 5%/5%/0%。

假设 2：受下游需求复苏及公司产能释放后规模效应，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
控制电机及其驱动系统产品	收入	2321.5	2583.8	3391.2	4239.1
	增速	10.7%	11.3%	31.3%	25.0%
	毛利率	40.6%	40.5%	41.0%	42.0%
贸易代理业务	收入	349.8	349.8	384.8	423.2
	增速	-6.6%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	18.6%	16.0%	17.0%	18.0%
LED 控制与驱动产品	收入	221.5	287.9	374.3	449.2
	增速	122.2%	30.0%	30.0%	20%
	毛利率	32.6%	30.0%	31.0%	32.0%
设备状态管理系统产品	收入	63.9	70.3	77.3	85.1
	增速	-0.9%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	75.3%	70.0%	71.0%	72.0%
其他主营业务	收入	3.3	3.6	4.0	4.4
	增速	-95.8%	10.0%	10.0%	10%
	毛利率	61.4%	60.0%	60.0%	60.0%
合计	收入	2960.0	3295.5	4231.6	5200.9
	增速	9.1%	11.3%	28.4%	22.9%
	毛利率	38.2%	37.6%	38.5%	39.7%

数据来源：Wind, 西南证券

相对估值

我们选取与公司主营业务电机及运动控制产品相关的 5 家可比公司，2023 年-2025 年可比公司平均 PE 分别为 24.3、18.9、13.6 倍。预计未来三年公司归母净利润增速分别为 -16.6%/63.5%/54.9%，伴随太仓产能逐步释放，自动化降本及产品附加值提升，驱动盈利恢复向上，叠加空心杯电机支撑长期发展，维持“持有”评级。

表 2：可比公司估值（截至 2023 年 8 月 25 日）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
300660.SZ	江苏雷利	27.56	0.99	1.1	1.47	1.84	27.84	25.05	18.75	9.26
603583.SZ	捷昌驱动	17.04	0.85	0.8	1.04	1.44	20.05	21.30	16.38	11.83
300124.SZ	汇川技术	64.84	1.62	1.94	2.48	3.12	40.02	33.42	26.15	20.78
002939.SZ	雷赛智能	17.90	0.71	0.8	1.01	1.27	25.21	22.38	17.72	14.09
603416.SH	信捷电气	35.15	1.58	1.81	2.28	2.91	22.25	19.42	15.42	12.08
平均值							27.07	24.31	18.88	13.61

数据来源：Wind，西南证券整理

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	2959.96	3295.46	4231.65	5200.93	净利润	249.07	207.51	338.67	524.55
营业成本	1829.37	2055.28	2602.49	3136.73	折旧与摊销	64.03	110.99	110.99	110.99
营业税金及附加	17.16	14.56	19.64	35.89	财务费用	-10.01	-9.89	0.00	0.00
销售费用	244.38	296.59	359.69	416.07	资产减值损失	-15.40	-15.00	-15.00	-15.00
管理费用	374.63	725.00	888.65	1040.19	经营营运资本变动	-454.85	-10.37	-355.75	-370.68
财务费用	-10.01	-9.89	0.00	0.00	其他	175.63	4.07	-25.36	51.97
资产减值损失	-15.40	-15.00	-15.00	-15.00	经营活动现金流净额	8.47	287.32	53.54	301.83
投资收益	0.00	5.00	5.00	5.00	资本支出	-187.79	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-154.13	5.00	5.00	5.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-341.92	-95.00	-95.00	-95.00
营业利润	285.39	233.90	381.18	592.05	短期借款	294.30	-113.81	-56.77	-42.50
其他非经营损益	-0.37	-0.37	-0.43	-0.40	长期借款	-0.68	0.00	0.00	0.00
利润总额	285.02	233.53	380.74	591.65	股权融资	20.98	0.00	0.00	0.00
所得税	35.95	26.02	42.07	67.10	支付股利	-41.99	-49.45	-41.22	-67.40
净利润	249.07	207.51	338.67	524.55	其他	-44.13	-26.83	0.00	0.00
少数股东损益	1.83	1.40	1.69	2.62	筹资活动现金流净额	228.48	-190.09	-97.99	-109.90
归属母公司股东净利润	247.24	206.11	336.98	521.93	现金流量净额	-54.94	2.23	-139.45	96.93
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	560.39	562.62	423.16	520.09	成长能力				
应收和预付款项	921.06	920.08	1201.26	1490.26	销售收入增长率	9.05%	11.33%	28.41%	22.91%
存货	748.28	856.98	1148.81	1358.65	营业利润增长率	-6.62%	-18.04%	62.97%	55.32%
其他流动资产	128.45	85.76	110.13	135.35	净利润增长率	-11.53%	-16.69%	63.21%	54.89%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-11.89%	-1.30%	46.91%	42.85%
投资性房地产	1.28	1.28	1.28	1.28	获利能力				
固定资产和在建工程	693.60	697.96	702.33	706.69	毛利率	38.20%	37.63%	38.50%	39.69%
无形资产和开发支出	636.78	622.55	608.31	594.08	三费率	20.57%	30.70%	29.50%	28.00%
其他非流动资产	175.70	174.59	173.47	172.35	净利率	8.41%	6.30%	8.00%	10.09%
资产总计	3865.54	3921.83	4368.75	4978.76	ROE	9.17%	7.27%	10.74%	14.53%
短期借款	313.81	200.00	143.23	100.73	ROA	6.44%	5.29%	7.75%	10.54%
应付和预收款项	641.73	715.34	912.45	1098.89	ROIC	10.39%	7.55%	11.71%	15.71%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	11.47%	10.17%	11.63%	13.52%
其他负债	193.26	150.94	160.08	169.00	营运能力				
负债合计	1148.79	1066.28	1215.76	1368.61	总资产周转率	0.83	0.85	1.02	1.11
股本	420.06	420.06	420.06	420.06	固定资产周转率	6.15	5.50	8.40	12.74
资本公积	800.12	800.12	800.12	800.12	应收账款周转率	4.39	4.29	4.69	4.56
留存收益	1492.77	1649.43	1945.19	2399.72	存货周转率	2.56	2.39	2.53	2.47
归属母公司股东权益	2711.17	2848.56	3144.32	3598.85	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.19%	—	—	—
少数股东权益	5.58	6.98	8.68	11.30	资本结构				
股东权益合计	2716.75	2855.54	3152.99	3610.14	资产负债率	29.72%	27.19%	27.83%	27.49%
负债和股东权益合计	3865.54	3921.83	4368.75	4978.76	带息债务/总负债	27.32%	18.76%	11.78%	7.36%
					流动比率	2.28	2.55	2.62	2.80
					速动比率	1.56	1.65	1.58	1.71
					股利支付率	16.98%	23.99%	12.23%	12.91%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	339.41	335.00	492.16	703.04	每股收益	0.59	0.49	0.80	1.24
PE	93.10	111.69	68.31	44.10	每股净资产	6.45	6.78	7.49	8.57
PB	8.49	8.08	7.32	6.40	每股经营现金	0.02	0.68	0.13	0.72
PS	7.78	6.99	5.44	4.43	每股股利	0.10	0.12	0.10	0.16
EV/EBITDA	66.65	67.13	45.86	31.91					
股息率	0.18%	0.21%	0.18%	0.29%					

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

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 21 世纪大厦 10 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：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 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
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@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
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	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
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
