

家用电器微特电机领跑者，多领域布局打开成长空间

增持（首次）

2020 年 08 月 11 日

证券分析师 陈显帆

执业证号：S0600515090001

021-60199769

chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 周尔双

执业证号：S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

研究助理 朱贝贝

zhubb@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,250	2,451	2,693	2,983
同比（%）	0.0%	8.9%	9.9%	10.8%
归母净利润（百万元）	230	272	317	378
同比（%）	14.9%	17.9%	16.9%	19.0%
每股收益（元/股）	0.89	1.05	1.22	1.46
P/E（倍）	21.09	17.88	15.30	12.85

投资要点

■ 专注微电机及组件领域，业务应用拓展初显成效。

江苏雷利是白电、汽车和医疗健康领域的微特电机及组件制造商，2019 年白电、汽车、医疗健康板块分别实现营收 14.9 亿元、1.6 亿元和 1.2 亿元，占总收入的 66.4%、7.1%和 5.2%。公司自成立以来深耕家电微特电机及组件领域，已与格力、美的、伊莱克斯、惠而浦等国内外一线家电厂商建立稳定合作关系。2019 年成立合资公司进一步开发汽车零部件领域市场，同年并购了鼎智机电，扩充医疗健康电机应用领域。2019 年医疗健康板块销售同比增长 6.51%，增速仅次于冰箱板块，“多应用领域”战略初显成效。

■ 与下游需求共振，微电机市场前景广阔

微特电机制造行业的增长主要由下游需求拉动，在汽车电动化、工业自动化的驱动下全球微电机市场将继续稳定增长。从公司下游应用领域来看，1) 家电行业：我国家电工业的生产规模已居世界首位，2019 年空调、冰箱、洗衣机产量分别为 15280 万台、7817 万台和 6609 万台，大规模的存量将带来每年稳定的新品替换需求。公司与国内外一线家电厂商保持稳定合作关系，因此家电板块产品需求量大且十分稳定。2) 汽车行业：汽车电动化趋势拉动电机需求。电机价值量约占电动汽车整车的 6.5%，2019 年全球电动汽车销量达到 221 万辆，GGII 预测 2025 年全球电动汽车销量将达到 1150 万辆，公司有望受益于电动汽车推广带来的电机需求爆发。

■ 多元化布局打开成长空间，创新成就行业隐形冠军

家电领域是公司传统优势领域，公司与格力、美的等下游国内外知名家电企业保持了稳定合作关系。随着家电行业进入成熟期，行业呈集中化趋势，战略核心厂商增速略高于家电行业整体增速，公司通过组件化发展方式，有望提升在战略客户中的占比，从而实现更深层次的绑定、提升产品利润率。同时，公司围绕“多应用领域”战略，通过设立合资公司、外延并购等方式加速在汽车、医疗健康领域的布局，2014 年公司家电领域收入占比为 79%，2019 年已下降至 68%。通过切入高增长的优质赛道，有望进一步打开公司成长空间。

■ **盈利预测与投资评级：**公司是白色家电领域领先的微特电机及组件制造商，未来切入新能源汽车、医疗健康等高成长赛道带来增长空间。我们预计公司 20-22 年 EPS 分别为 1.05、1.22、1.46 元，当前股价对应动态 PE 分别为 18 倍、15 倍、13 倍，对比可比公司仍有较大提升空间，首次覆盖给予“增持”评级。

■ **风险提示：**海外疫情持续影响，新领域拓展不及预期，产品研发速度不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	18.72
一年最低/最高价	13.20/20.34
市净率(倍)	2.05
流通 A 股市值(百万元)	2296.94

基础数据

每股净资产(元)	9.12
资产负债率(%)	25.97
总股本(百万股)	259.37
流通 A 股(百万股)	122.70

内容目录

1. 江苏雷利：专注微电机及组件领域，业务应用拓展初显成效	4
1.1. 深耕家电微特电机领域，外延并购拓展业务布局	4
1.2. 业绩稳定增长，毛利率略低于可比公司	6
2. 与下游需求共振，微电机市场前景广阔	7
2.1. 下游需求增长叠加国产份额提升，微电机需求长期旺盛	7
2.2. 家电板块需求趋于稳定，汽车电动化打开电机增量空间	8
3. 多元化布局打开成长空间，创新成就行业隐形冠军	10
3.1. 多应用领域协同发展，切入高成长赛道	10
3.1.1. 家电领域：组件化绑定战略厂商，有望受益下游集中度提升	10
3.1.2. 外延并购加速布局汽车、医疗健康领域，切入优质赛道打开成长空间	12
3.2. 研发能力出众，领跑全球微电机行业	14
4. 盈利预测与投资建议	15
4.1. 核心假设与盈利预测	15
4.2. 公司估值	17
5. 风险提示	17

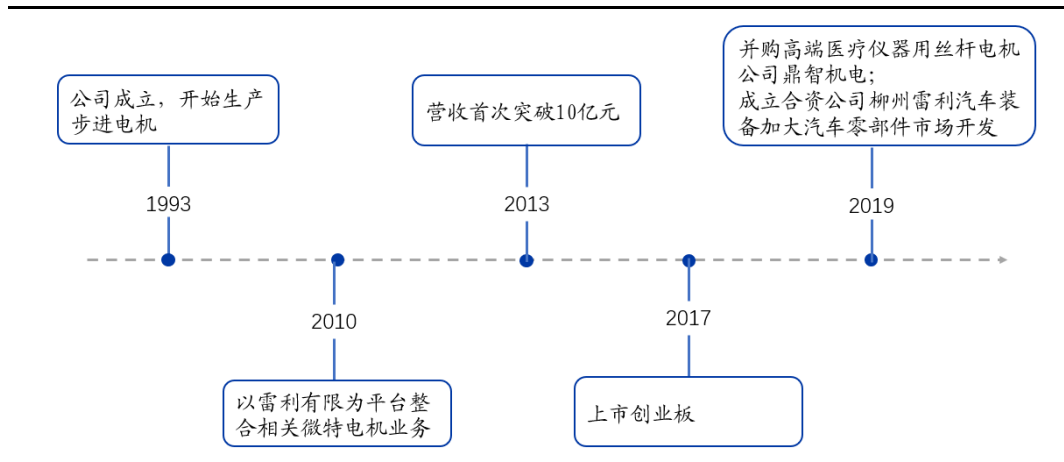
图表目录

图 1: 公司发展历程.....	4
图 2: 家电领域主要产品.....	4
图 3: 汽车领域主要产品.....	5
图 4: 医疗健康领域主要产品.....	5
图 5: 直销经销占比.....	5
图 6: 内销外销占比.....	5
图 7: 2014-2019 公司营收年复合增速为 9.0%.....	6
图 8: 2014-2019 公司净利润年复合增速为 11.3%.....	6
图 9: 公司毛利率约 25%，略低于可比公司	7
图 10: 公司净利率稳定在 10%左右	7
图 11: 2018 年我国微电机市场需求结构.....	7
图 12: 预计我国微电机市场规模将稳步增长.....	8
图 13: 我国空调产量增幅大于冰箱和洗衣机（万台）	8
图 14: 中国城镇居民平均每百户空调拥有量.....	8
图 15: 2019 年中国空调各品牌内销量占比.....	9
图 16: 电机为电动汽车核心部件，价值占比约 6.5%.....	9
图 17: GGII 预测 2025 年全球电动汽车销量有望达到 1150 万辆	9
图 18: 2014 年公司家电领域收入占总收入 79%.....	10
图 19: 2019 年公司家电领域收入下降至 68%.....	10
图 20: 公司主要客户包括戴森、格力、美的等一线家电企业.....	10
图 21: 龙头企业在国内空调零售市场市占率逐年攀升.....	11
图 22: 2019 年公司组件化产品占比近 15%.....	11
图 23: 雷利在汽车类解决方案中具备较强的行业配套能力.....	12
图 24: 常州鼎智产品典型下游应用.....	12
图 25: 2019 年常州鼎智业绩承诺完成率 124%.....	12
图 26: 常州鼎智在欧美设有生产基地及营销网络，能够快速响应客户需求.....	13
图 27: 近年来全球医疗器械市场保持 5%左右稳步增长	13
图 28: 近年来我国医疗器械市场保持 20%左右增速	13
图 29: 公司研发费用率在可比公司中居前.....	14
图 30: 公司研发人员占比在可比公司中居前.....	14
表 1: 公司拥有专利数及年专利新增速度在同业公司中表现优异.....	15
表 2: 江苏雷利营收拆分.....	16
表 3: 可比公司估值（PE）	17

1. 江苏雷利：专注微电机及组件领域，业务应用拓展初显成效

江苏雷利是一家微特电机及智能化组件制造商，公司主要产品包括空调电机及组件、洗衣机电机及组件、冰箱电机组件、汽车零部件、医疗及运动健康电机及组件等五大类产品。1993 年公司在常州成立，并于 2017 年上市创业板，目前公司已积累了众多国内外家用电器龙头客户，营业收入超 20 亿，成为全球家用电器微特电机及智能化组件制造行业的领先企业。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.1. 深耕家电微特电机领域，外延并购拓展业务布局

家电微特电机及组件业务营收占比超 65%，是支撑业绩的基石。公司家电领域产品主要包括空调电机及组件、洗衣机电机及组件、冰箱电机组件等三大类产品，2019 年营收占比分别为 39.08%、18.43%和 8.89%，合计占比 66.4%。其中空调电机及组件产品主要为扫风电机和导风机构，广泛应用于进风口导风板及出风口扫风叶片；洗衣机电机及组件产品主要包括排水电机和排水泵，应用于波轮洗衣机、滚筒洗衣机和搅拌式洗衣机；冰箱电机组件产品主要为分冰水器、冰水垫和碎冰机电机，产品主要应用于对开双门壁柜式电冰箱及多门冰箱的冰水制造系统。

图 2：家电领域主要产品



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

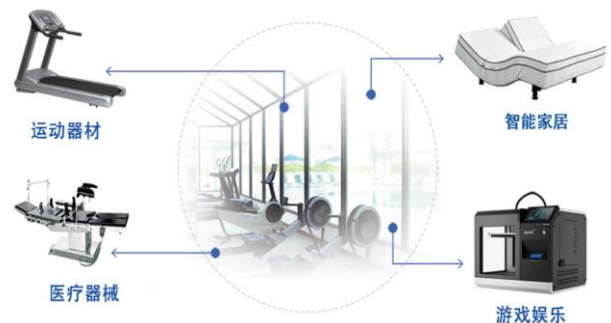
“多应用领域”战略持续推进，外延并购拓展业务布局。公司积极拓展汽车零部件和医疗健康领域业务应用，2019 年营收占比分别为 7.13%和 5.17%。在新能源汽车与汽车零部件配套领域，公司凭借控制和电机一体化技术优势，不断整合资源，并于 2019 年成立合资公司（柳州雷利汽车装备）进一步开发新的客户和市场，2016-2019 年公司汽车精密冲压件及电子水泵销售基本平稳。2019 年公司成功并购了高端医疗仪器用丝杆电机公司鼎智机电，扩充了医疗健康电机应用领域，同时与著名医疗仪器制造商 IDEXX、优特利、迈瑞医疗等建立了战略合作关系，2019 年医疗及运动健康电机及组件销售同比增长 6.51%，增速仅次于冰箱电机及组件板块。

图 3：汽车领域主要产品



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 4：医疗健康领域主要产品



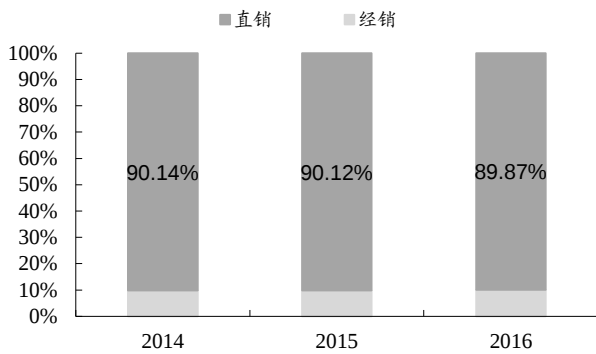
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

销售渠道：直销为主，经销为辅。公司主要采用直接销售模式，部分产品通过经销模式进行销售，境外经销商有利于公司提高境外市场开发效率、控制开发成本。公司直销占比约为 90%，其中境内客户的销售占比接近 50%，经销客户大部分为国外客户。经销毛利率略高于直销，主要系直销客户大多为全球知名家电企业，江苏雷利议价能力较弱，而经销客户大多规模较小。

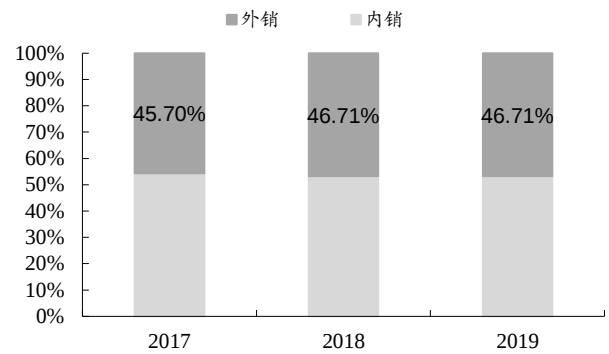
外销占比接近 50%。2017-2019 年公司外销占比分别为 45.7%、46.7%和 46.7%，公司的境外客户主要为惠而浦、伊莱克斯、LG、松下等大型国际家电制造企业，上述企业占据了空调、洗衣机、冰箱等家用电器的绝大多数份额，并和公司建立了稳定的长期合作关系。

图 5：直销经销占比

图 6：内销外销占比



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所



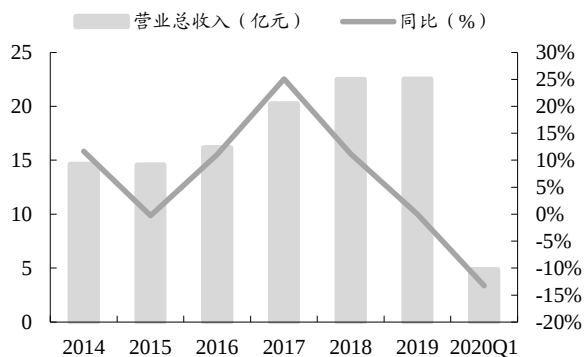
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

1.2. 业绩稳定增长，毛利率略低于可比公司

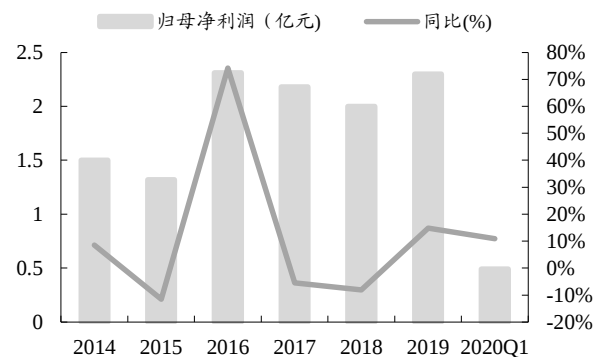
2019 年白电市场整体低迷，公司业绩短期受影响。2014-2019 年公司营收由 14.6 亿元增长至 22.5 亿元，年均复合增速约 9.0%，2019 年由于经济景气承压，房地产表现不佳等因素，白电市场表现低迷，导致公司收入较 2018 年几乎没有增长。2019 年公司家电板块收入同比减少 3.2%，细分来看空调板块+3.58%，洗衣机板块-18.59%，冰箱板块+8.18%。2014-2019 年公司归母净利润由 1.5 亿元增长至 2.3 亿元，CAGR 为 11.3%。

图 7：2014-2019 公司营收年复合增速为 9.0%

图 8：2014-2019 公司净利润年复合增速为 11.3%



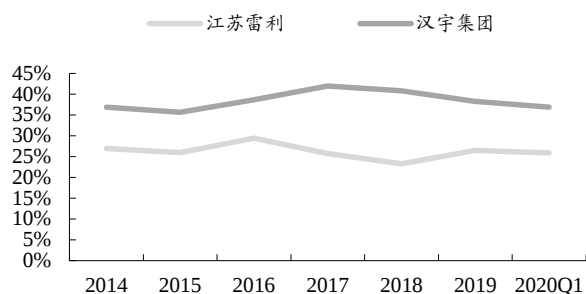
数据来源：WIND，东吴证券研究所



数据来源：WIND，东吴证券研究所

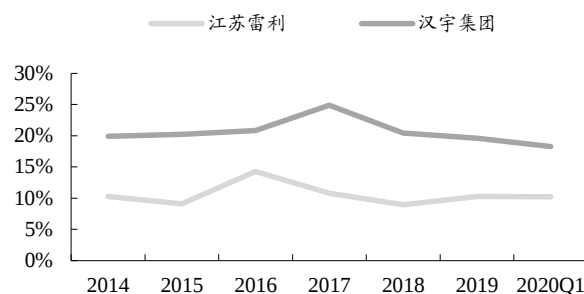
毛利率趋于稳定，略低于可比公司。公司主要客户为格力、美的、海尔、伊莱克斯、惠而浦、LG、三星、松下、夏普等国内外知名的家用电器生产商及全球知名运动健康设备制造商爱康，其规模化优势较大，导致对其销售毛利率较低。2016 年毛利率同比提升 3.1pct，主要系毛利率相对较高的 PP-冲压件等产品的销售占比有所提升，同时当年受人民币贬值因素的影响，公司出口业务收入换算成人民币价格后有相应提升。2019 年公司毛利率同比提升 3.4pct，主要受益于自动化率提升带来的人力成本下降。公司费用管控良好，费用率在 13% 上下波动，净利率稳定在 10% 左右。

图 9：公司毛利率约 25%，略低于可比公司



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 10：公司净利率稳定在 10% 左右



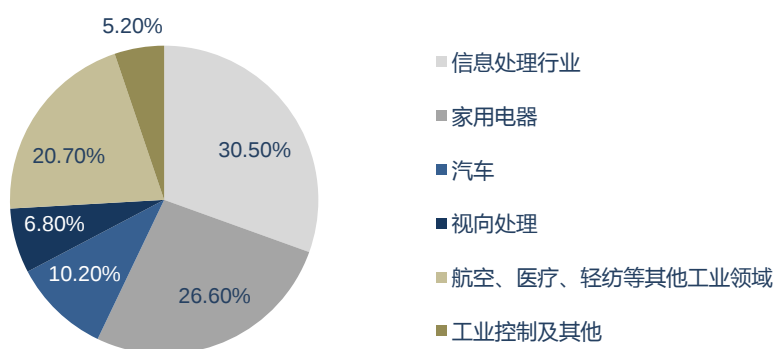
数据来源：WIND，东吴证券研究所

2. 与下游需求共振，微电机市场前景广阔

2.1. 下游需求增长叠加国产份额提升，微电机需求长期旺盛

微电机是指体积、容量较小，额定输出功率一般小于 750W 及以下的电机，常用于控制系统中，实现机电信号或能量的检测、解析运算、放大、执行或转换等功能，或用于活动机械的负载。微特电机是工业自动化、办公自动化、家庭自动化、高端装备自动化必不可少的关键基础机电部件。广泛应用于家用电器、汽车零部件设备、信息处理器及视听设备的生产和制造等领域。

图 11：2018 年我国微电机市场需求结构

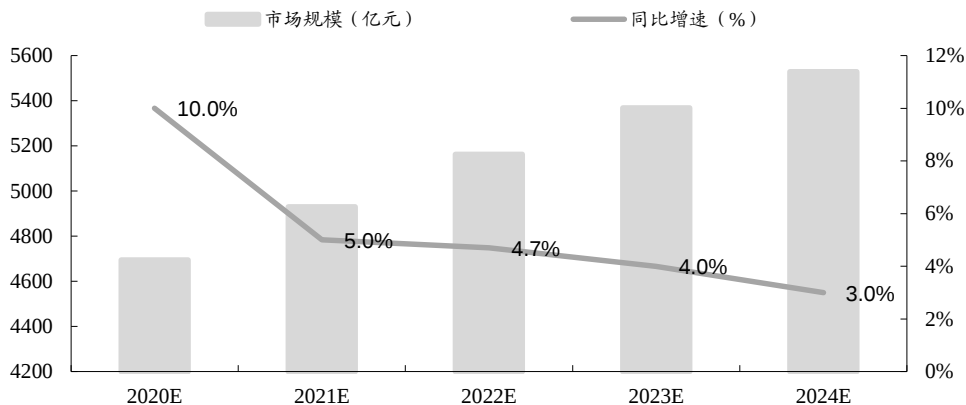


数据来源：中国产业信息，东吴证券研究所

国内市场需求提升叠加市场份额向国内转移，我国微电机市场规模将稳步增长。微特电机制造行业的增长主要由下游需求拉动，在汽车电动化、工业自动化的驱动下全球微电机市场将继续稳定增长。由于成本优势及巨大的产品应用市场，我国已经取代日韩，成为中、低档微电机的主要生产国；同时随着技术进步和微电机应用范围的拓展，我国

企业正逐步扩大中、高档微电机的生产规模和国际市场份额。2011-2018 年我国微电机产量年复合增速为 8%，2018 年微电机产量达 132 亿台。根据智研咨询预测，2024 年我国微电机市场规模将达 5500 亿元，2020-2024 年复合增速约 4.2%。

图 12：预计我国微电机市场规模将稳步增长

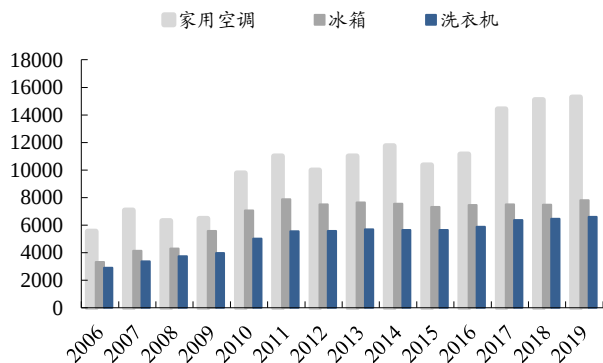


数据来源：智研咨询，东吴证券研究所

2.2. 家电板块需求趋于稳定，汽车电动化打开电机增量空间

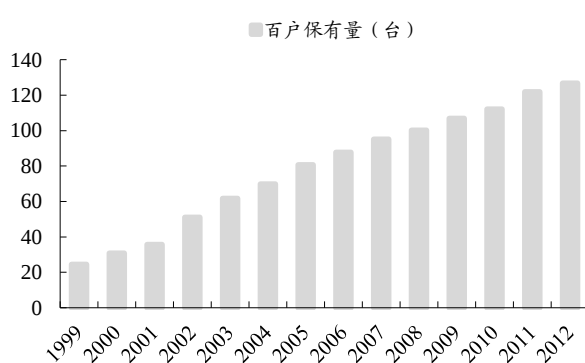
白电旧品换新将成主要需求，空调市场仍未至天花板。近十余年来在“家电下乡”等多项拉动内需政策的有力支持下，我国家电行业实现了快速、稳步的增长，我国家电工业的生产规模已居世界首位，2019 年空调、冰箱、洗衣机产量分别为 15280 万台、7817 万台和 6609 万台。目前我国白电产品的百户保有量已经较高，2012 年我国城镇居民百户空调保有量已达 126.8，冰箱达 98.5，洗衣机达 98，考虑到空调和洗衣机使用寿命约为 10-12 年，冰箱约为 12-16 年，大规模的存量将带来每年稳定的新品替换需求。此外一户多机的特性使空调的天花板比市场想象的高，随着人均收入上涨，越来越多的家庭在多个卧室、客厅分别配置空调，使得保有量不断提升。从日本的经验看，目前日本空调百户保有量达 280 台，而近年整体销量依然保持小幅上涨趋势。

图 13：我国空调产量增幅大于冰箱和洗衣机（万台）



数据来源：产业在线，东吴证券研究所

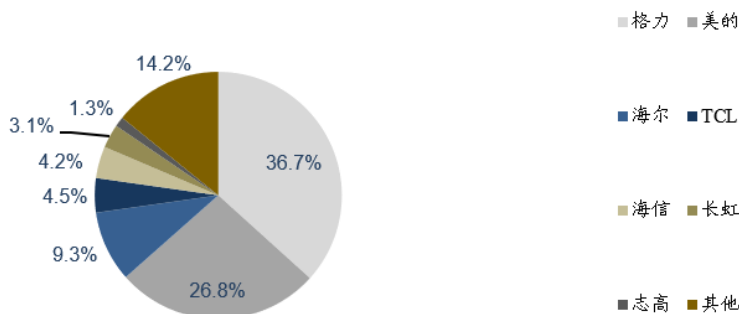
图 14：中国城镇居民平均每百户空调拥有量



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

全球白色家用电器生产的集中度较高，主要生产厂商包括格力、美的、海尔、伊莱克斯、惠而浦、LG、三星、松下、西门子等，上述企业占据了全球白色家电市场份额的50%以上，而这些一线厂商大多与江苏雷利保持稳定合作关系，因此公司家电领域电机及组件产品需求量大且十分稳定。

图 15：2019 年中国空调各品牌内销量占比



数据来源：产业在线，东吴证券研究所

汽车电动化趋势拉动电机需求。电机、电控、电池是电动汽车的核心零部件，是电动汽车的动力总成。动力总成在功能上至关重要，是电动汽车全部能量储存、转化传输的装置。其中电机驱动是动力总成核心零部件，是将电能转化为动能的重要装置，电机驱动直接决定整车的加速性能，输出功率，动力表现等。动力系统在电动汽车中价值量占比最大，约占整车成本的50%，其中电机约占动力系统的13%。

电动汽车市场增量空间广阔。2018 年全球电动汽车销量首次超过 200 万辆大关，2019 年全球销量达到 221 万辆，同比增长 10%，国内市场销量为 120.6 万辆，继续保持全球第一。GGII 预测 2025 年全球电动汽车销量有望达到 1150 万辆，2020-2025 年年均复合增速为 31.7%。根据《2021-2035 新能源产业规划》，到 2025 年我国新能源汽车销量占当年汽车总销量的 25%，到 2030 年新能源汽车销量占当年汽车总销量的 40%。

图 16：电机为电动汽车核心部件，价值占比约 6.5%

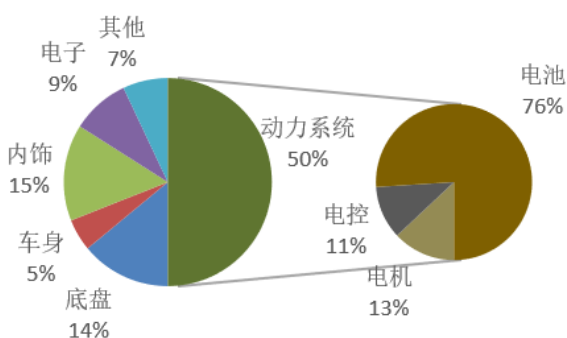
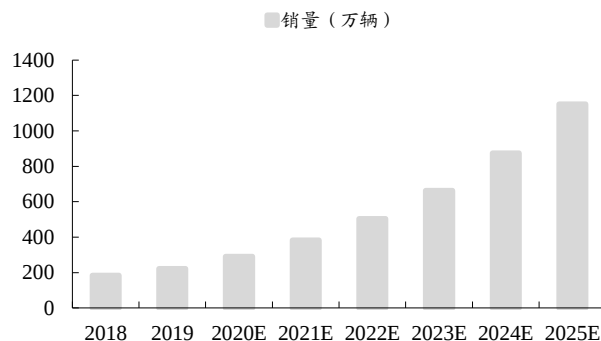


图 17：GGII 预测 2025 年全球电动汽车销量有望达到 1150 万辆



数据来源：盖世汽车网，东吴证券研究所

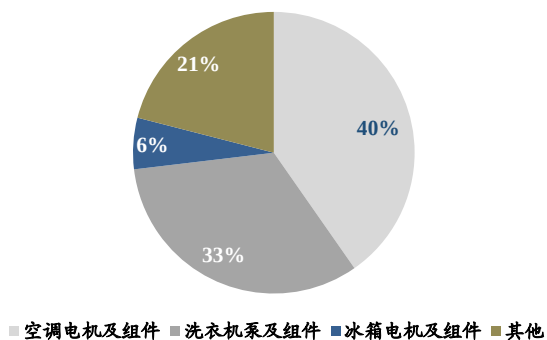
数据来源：GGII，东吴证券研究所

3. 多元化布局打开成长空间，创新成就行业隐形冠军

3.1. 多应用领域协同发展，切入高成长赛道

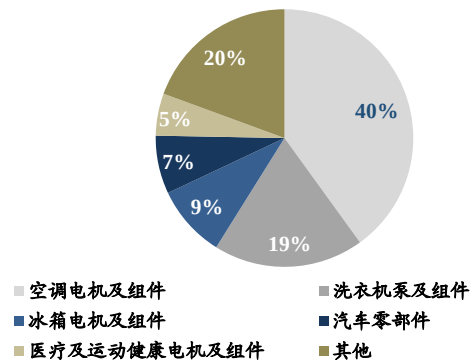
公司围绕产品“多应用领域”战略，逐步形成了“家电+汽车+医疗健康”三大领域布局。公司起家于家电领域，经过多年的发展，已成为全球空调扫风板电机第一品牌、全球洗衣机排水系统、洗衣机排水系统、冰箱冰水系统、智能马桶电机、高端小家电电机领导企业，2014年公司空调、洗衣机、冰箱三大应用领域收入占比达79%。近年来随着家电行业发展进入成熟期，行业整体增速有所放缓，公司开始通过成立合资子公司、外延并购等方式加快拓展其他高速增长应用领域，2019年公司空调、洗衣机、冰箱三大应用领域收入占比下降至68%，汽车应用领域实现收入1.6亿元，占总收入7.3%，医疗及运动健康领域实现收入1.16亿元，同比增长6.51%，占总收入5.3%。

图 18: 2014 年公司家电领域收入占总收入 79%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 19: 2019 年公司家电领域收入下降至 68%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.1.1. 家电领域：组件化绑定战略厂商，有望受益下游集中度提升

家电是公司传统优势领域，与下游格力、美的等国内外知名家电生产商保持稳定合作关系。经过行业内多年的积累，公司已成为全球知名的微特电机研发制造企业，在微特电机领域树立了领先地位，产品在家用电器等领域得到广泛应用。公司拥有稳定的优质客户群，多年来得到了格力、美的、海尔、伊莱克斯、惠而浦、LG、三星、松下、夏普、富士通、戴森、GE等国内外知名家用电器生产商的广泛认可。

图 20: 公司主要客户包括戴森、格力、美的等一线家电企业



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

随着最大应用下游家电行业进入成熟期，微电机行业整体增速趋缓。家电制造企业呈现出集中化趋势，2015 年国内空调零售行业 CR6 占比为 80.9%，2019 年 CR6 占比提升至 87.9%，**战略核心厂商增速略高于家电行业整体增速。**

考虑到竞争格局、发展瓶颈等方面的问题，公司不满足于传统的单电机生产，加大研发投入往组件化方向发展，致力于成为客户的方案解决专家，积极参与新产品的同步开发工作。**组件化产品基本为定制化产品，其技术难度大、利润率更高，公司希望通过组件化的方式突破在战略客户中的占比，实现更深层次的绑定。**2018H2，公司与惠而浦签订洗衣机投放系统的业务协议，2019H1 开始量产；2019 年公司首次与美国 GE 签订了战略采购协议，主要供应冰箱组件化产品。2019 年，公司方案组件化产品的销售同比增长 6.31%。

2019 年公司组件化产品在整体产品中占比仅为 15%左右，预计未来两到三年，随着组件化产品占比快速提升，其对利润增长将会有较大贡献，公司将在家电行业瓶颈期实现从量的增长转变为质的增长。

图 21：龙头企业在国内空调零售市场市占率逐年攀升

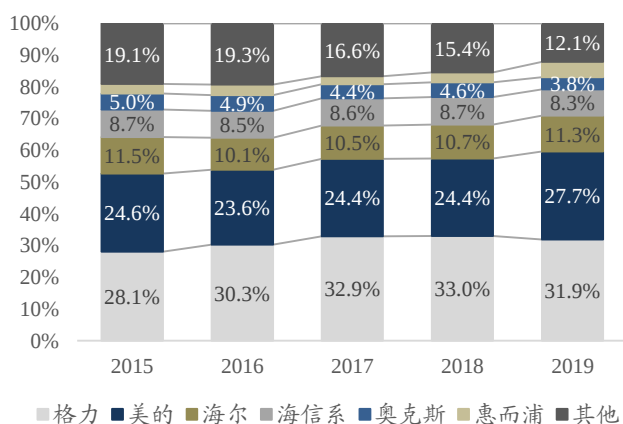
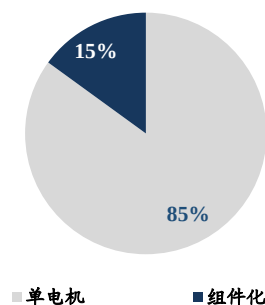


图 22：2019 年公司组件化产品占比近 15%



数据来源：中怡康，东吴证券研究所

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.1.2. 外延并购加速布局汽车、医疗健康领域，切入优质赛道打开成长空间

2019 年加速开拓汽车领域客户，有望受益全球电动化大趋势。2007 年公司正式开发直流电机，直接定位汽车整车配套市场，并积极与国内外一线汽车零部件企业进行多角度全方位的接触，但长期以来汽车领域产品在公司总收入中占比稳定在 6-7%左右。2019 年，公司开始加快在汽车领域的布局速度，成立合资公司（柳州雷利汽车装备）进一步开发新的客户和市场，乘用车用电子水泵实现量产，并与东风小康、重庆金康及上通五菱等新客户建立了合作关系。随着公司市场知名度的打开，目前公司商用车水泵市场占比大概 25%到 30%，公司凭借控制和电机一体化技术优势，不断整合资源，未来有望借全球电动化趋势之东风，收获高增速。

图 23：雷利在汽车类解决方案中具备较强的行业配套能力



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

外延并购切入高成长医疗健康领域。2019 年，公司成功收购高端医疗仪器用丝杆电机公司常州鼎智 70%股权，扩充了医疗健康电机应用领域，并与著名医疗仪器制造商 IDEXX、优特利、迈瑞医疗等建立了战略合作关系。常州鼎智 2008 年成立，形成了以各类丝杆直线步进电机等为基础的精密运动控制系列产品，客户遍布全球，在欧美市场已有相当知名度。产品广泛使用于医疗诊断设备、生命科学仪器、实验室自动化、机器人、流体控制、半导体及精密电子生产设备，各类工业自动化设备。公司营销网络分布广泛，在江苏常州和美国加州设有生产基地，在美国和德国设有技术服务中心。

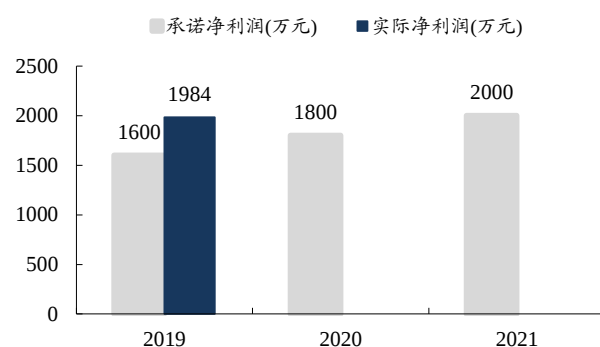
常州鼎智承诺 2019 年度净利润不低于 1,600 万元、2020 年度净利润不低于 1,800 万元、2021 年度净利润不低于 2,000 万元，实际 2019 年实现净利润 1,984 万元，完成率 124%，进一步增厚公司业绩。

图 24：常州鼎智产品典型下游应用

图 25：2019 年常州鼎智业绩承诺完成率 124%



数据来源：常州鼎智官网，东吴证券研究所



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 26：常州鼎智在欧美设有生产基地及营销网络，能够快速响应客户需求

鼎智机电全球销售地区及经销商

公司在江苏常州和美国加州设有生产基地，在美国和德国设有技术服务中心，以快速响应客户要求。

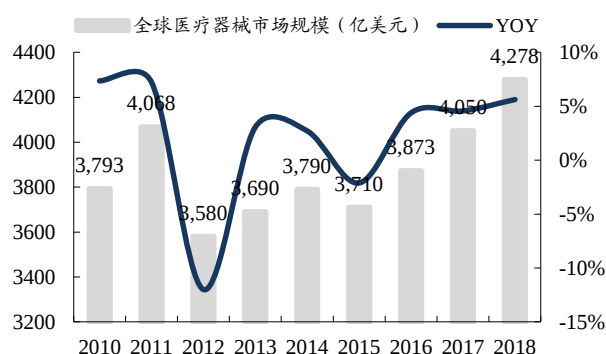


数据来源：常州鼎智官网，东吴证券研究所

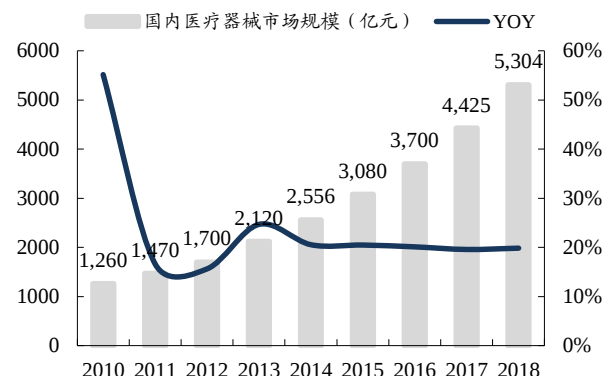
医疗健康器械是高速成长的优质赛道。随着经济的快速发展和全球老龄化速度的加快，社会公众对医疗器械设备的需求不断增加。2018 年，全球医疗器械市场规模达到 4,278 亿美元，同比增长 5.6%，全球医疗器械设备市场潜力较大，未来市场增长主要是由于人口的增加和发达国家人口的老龄化，以及新兴经济体医疗费用的增加。2018 年，我国医疗器械市场规模达到 5,304 亿元，同比增长 19.9%，我国医疗器械行业出口及销售尚处于成长期，行业增速较快。公司医疗健康领域业务有望跟随行业，实现高速增长。

图 27：近年来全球医疗器械市场保持 5%左右稳步增长

图 28：近年来我国医疗器械市场保持 20%左右增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所



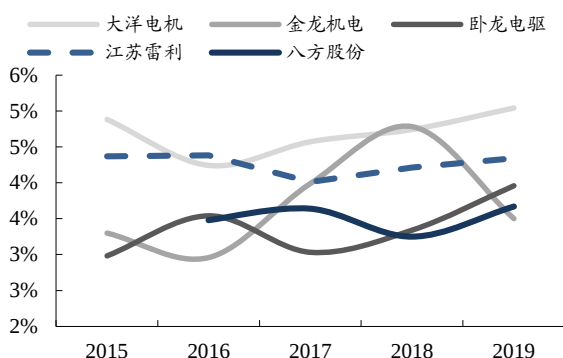
数据来源: 中国医药物资协会, 东吴证券研究所

3.2. 研发能力出众, 领跑全球微电机行业

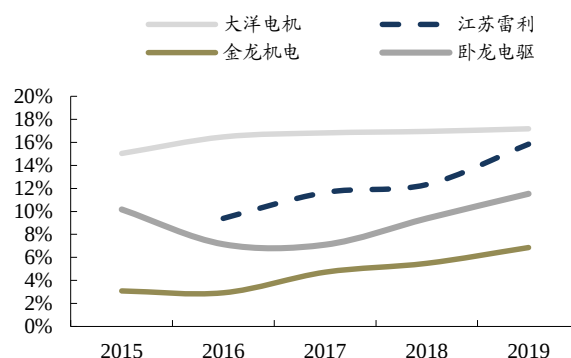
公司研发投入、研发人员占比在行业中位居前列。公司凭借自身电机研发领域多年的技术积累及长期持续完善的质量体系, 研发水平始终保持行业领先地位。2019 年, 公司研发投入 9,759 万元, 同比增长 3.0%, 研发费用率 4.3%; 截至 2019 年末, 公司研发人员 486 人, 同比增长 4.3%, 公司形成了一支包含有 10 名产品经理、20 名智能制造设计工程师、100 名产品设计工程师在内的专业技术团队, 研发人员占总员工人数比重为 15.9%, 同比提升 3.5pct, 研发费用率及研发人员占比在行业可比公司中均仅次于规模较大的大洋电机。正是多年持续不断的研发投入与技术积累, 铸就了江苏雷利行业领军企业的地位, 其主营产品步进电机已占据国际市场 50% 以上份额。

图 29: 公司研发费用率在可比公司中居前

图 30: 公司研发人员占比在可比公司中居前



数据来源: Wind, 东吴证券研究所



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

公司研发成果不断落地, 收获高于营业增长率的新品成长性。凭借持续不断的研发投入, 公司研发成果不断落地, 并且转换为具备高成长能力的新型产品。截止 2019 年末, 公司拥有有效授权专利 626 项, 其中发明专利 62 项、实用新型专利 505 项、外观专利 59 项, 2019 年新增专利 134 项。

新产品研发方面, 公司重点打造产品的技术优势, 构建新产品的技术壁垒, 量产的

新产品均为组件化及机电软一体化产品。公司开发的电子水泵系列等新产品，凭借控制和电机一体化技术优势，已经成功应用在新能源商用车（大巴车、物流车）等领域，2019 年量产约 5.5 万台，另外开发了几款电子水泵用于乘用车领域，目前已通过重庆金康、上通五菱的测试验证，已实现小批供货。冰箱系列的制冰机、碎冰机、风机等无刷电机也处于样机和小批量产阶段；家电智能化组件项目已经在无锡小天鹅和惠而浦两个客户量产，2019 年实现量产约 26 万台套。医疗器械中呼吸机用电机以及无刷步进电机等已经和客户达成开发意向，处于样品设计和测试阶段。

表 1：公司拥有专利数及年专利新增速度在同业公司中表现优异

	2017 年	2018 年新增	2018 年	2019 年新增	2019 年
大洋电机	2288	265	2553	367	2920
江苏雷利	409	92	501	125	626
汉宇集团	278	85	363	88	451
八方股份			81（截至 2018/12/19）	34	115

数据来源：Wind，东吴证券研究所

除了研发设计方面，公司也积极从“雷利制造”到“雷利智造”进行转型升级，对产品制造和生产技术进行一系列的智能化升级。公司拥有行业领先的全自动步进电机生产线，2019 年 ES-Andon 生产执行系统、MES 生产信息系统以及物料条码系统已经全部上线运行，及时高效的数据采集与报告系统，引领公司从传统制造向智能化制造转型。截止 2019 年末，公司组件的生产自动化率已超过 80%，公司自动化工程中心自主研发新增的 11 条全自动化装配生产线于 2018 年底陆续投入后，自动化产线利用率达到了 90%以上，节约了大量的用工需求，人工成本得到进一步下降。

公司近年来依靠自己的技术力量，积极进行试验检测设施的投入和试验流程的建设，现已通过了欧洲 VDE-TDAP 和美国 UL-WTDP 两类产品安全认证。随着公司在微特电机行业地位的不断提升，公司在行业标准的制定过程中也发挥着日益重要的作用，主导了国家标准《减速永磁式步进电动机通用规范》的起草。

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 核心假设与盈利预测

核心假设：

白色家电领域（空调、洗衣机、冰箱）：家用电器领域是公司传统优势领域，目前全球白色家电市场已迈入成熟期，整体销售量保持平稳，家电智能化将带来更新换代需求。预计未来三年公司白色家电领域微电机销量保持 3-5%的小幅度增长，价格随组件化小

幅增长，单位成本随着技术进步和规模效应进一步小幅下行。预计 20-22 年白色家电领域产品毛利率为 24.6%/24.9%/25.3%，收入为 15.6/16.4/17.5 亿元。

汽车零部件领域：在汽车零部件配套领域，公司通过成立合资公司进一步开发新的客户和市场，19 年与东风小康、重庆金康及上通五菱等新客户建立了合作关系。未来随着新能源商用车销量提升，公司汽车零部件产品有望量价齐升，毛利率小幅提升。预计 20-22 年汽车零部件毛利率为 35.0%/35.5%/36.0%，收入为 1.62/1.68/1.75 亿元。

医疗及运动健康领域：2019 年公司通过并购常州市鼎智机电有限公司，扩充了医疗健康电机应用领域，医疗健康作为近年来高速成长的赛道，预计未来将成为公司重点布局领域，进一步打开公司成长空间。预计 20-22 年毛利率为 30%/32%/34%，收入为 1.83/2.70/3.68 亿元。

盈利预测：

预计公司 20-22 年营业收入为 24.5/26.9/29.8 亿元，同比增长 8.9%/9.9%/10.8%，归母净利润为 2.72/3.17/3.78 亿元，同比增长 17.9%/16.9%/19.0%。

表 2：江苏雷利营收拆分

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
空调电机及组件	848.93	879.33	914.07	950.17	987.71
YOY	7%	4%	4%	4%	4%
毛利率	19.88%	23.50%	23.8%	24.0%	24.2%
洗衣机泵及组件	509.23	414.54	431.25	461.87	509.03
YOY	-8%	-19%	4%	7%	10%
毛利率	22.70%	24.00%	24.5%	25.0%	25.5%
冰箱电机及组件	184.84	199.95	210.07	227.19	252.82
YOY	35%	8%	5%	8%	11%
毛利率	22.79%	27.59%	28.0%	28.5%	29.0%
汽车零部件	162.12	160.31	161.92	168.46	175.26
YOY	29%	-1%	1%	4%	4%
毛利率	33.00%	34.88%	35%	36%	36%
医疗及运动健康电机及组件	109.30	116.42	183.36	269.54	367.92
YOY		7%	58%	47%	37%
毛利率	15.58%	26.29%	30%	32%	34%
其他	380.78	426.32	500.08	565.69	639.91
YOY	1%	12%	17%	13%	13%
毛利率	28.37%	31.12%	32%	33%	33%
其他业务收入	53.74	52.95	50.00	50.00	50.00
毛利率	32.62%	28.77%	30%	30%	30%
合计	2248.93	2249.84	2450.74	2692.92	2982.64
YOY	11%	0.04%	8.9%	9.9%	10.8%

综合毛利率	23.24%	26.48%	27.29%	27.97%	28.72%
-------	--------	--------	--------	--------	--------

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.2. 公司估值

可比公司估值方面，江苏雷利是国内家电领域微特电机领军企业，目前围绕“多应用领域”战略，正在加速拓展新能源汽车和医疗健康下游市场，我们选择了国内微特电机、家用电器配套电机及泵产品为主营业务的 A 股上市公司八方股份、卧龙电驱、大洋电机、鸣志电器作为可比公司。我们预计公司 20-22 年 EPS 分别为 1.05、1.22、1.46 元，当前股价对应动态 PE 分别为 18 倍、15 倍、13 倍，对比可比公司平均水平仍有较大提升空间，首次覆盖给予“增持”评级。

表 3: 可比公司估值 (PE)

		2020/8/7 股价	市值 (亿元)	净利润 (亿元)			PE		
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
603489.SH	八方股份	165.5	198.6	3.9	5.4	7.4	51	37	27
600580.SH	卧龙电驱	13.1	171.3	9.8	11.1	12.7	17	15	14
002249.SZ	大洋电机	4.0	94.6	0.7	1.8	2.0	135	53	48
603728.SH	鸣志电器	16.1	67.0	2.2	2.9	3.6	31	23	19
可比公司平均							59	32	27
300660.SZ	江苏雷利	18.7	48.6	2.7	3.2	3.8	18	15	13

数据来源：Wind，东吴证券研究所

(数据更新到 2020 年 8 月 10 日收盘价，除江苏雷利、八方股份外均采用 wind 一致预期)

5. 风险提示

海外疫情持续影响。2019 年公司海外收入占比达 46.71%，如果海外疫情持续影响，可能导致空调、洗衣机、冰箱等家电产品销售不及预期，从而影响公司产品出口，对公司业绩产生不利影响。

新领域拓展不及预期。公司围绕“多应用领域”战略，积极布局新能源汽车、医疗健康等非家电下游应用领域，这些领域的产品参数、下游客户与公司原有优势领域存在一定差异，若公司新应用领域拓展不及预期，可能对公司成长性造成不利影响。

产品研发速度不及预期。随着家用电器对智能化、节能、降噪性能要求提高，对微特电机及组件的技术创新提出了更高的要求。如果公司研发能力不能及时跟上行业技术更新换代的速度，或不能及时将新技术运用于产品开发和升级，将削弱公司的市场竞争优势。

江苏雷利三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2672	2781	2940	3175	营业收入	2250	2451	2693	2983
现金	1003	1138	1229	1396	减:营业成本	1654	1782	1940	2126
应收账款	970	1007	1070	1103	营业税金及附加	15	16	17	19
存货	432	439	452	466	营业费用	79	91	108	125
其他流动资产	267	197	189	209	管理费用	270	272	285	301
非流动资产	559	637	705	765	财务费用	-19	-15	-18	-20
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	-2	-3	-3	-3
固定资产	263	346	419	483	加:投资净收益	11	11	10	11
在建工程	38	41	42	43	其他收益	-0	-0	-0	-0
无形资产	93	91	89	86	营业利润	264	319	374	444
其他非流动资产	109	109	109	109	加:营业外净收支	-1	-1	-1	-1
资产总计	3231	3418	3645	3939	利润总额	264	319	372	443
流动负债	845	836	834	856	减:所得税费用	32	39	45	54
短期借款	28	0	0	0	少数股东损益	1	8	10	12
应付账款	695	708	717	728	归属母公司净利润	230	272	317	378
其他流动负债	122	129	117	127	EBIT	330	292	346	414
非流动负债	44	44	44	44	EBITDA	373	332	397	477
长期借款	0	0	0	0	重要财务与估值指标				
其他非流动负债	44	44	44	44	每股收益(元)	0.89	1.05	1.22	1.46
负债合计	889	881	878	900	每股净资产(元)	8.94	9.67	10.53	11.55
少数股东权益	24	30	37	45	发行在外股份(百万 股)	259	259	259	259
归属母公司股东权益	2318	2508	2730	2995	ROIC(%)	12.8%	12.9%	18.2%	20.3%
负债和股东权益	3231	3418	3645	3939	ROE(%)	9.9%	10.8%	11.6%	12.6%
现金流量表 (百万 元)					毛利率(%)	26.5%	27.3%	28.0%	28.7%
	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	10.3%	11.4%	12.2%	13.1%
经营活动现金流	283	361	306	403	资产负债率(%)	27.5%	25.8%	24.1%	22.8%
投资活动现金流	199	-116	-120	-123	收入增长率(%)	0.0%	8.9%	9.9%	10.8%
筹资活动现金流	-135	-109	-95	-113	净利润增长率(%)	14.9%	17.9%	16.9%	19.0%
现金净增加额	350	135	91	167	P/E	21.09	17.88	15.30	12.85
折旧和摊销	43	40	52	64	P/B	2.09	1.94	1.78	1.62
资本开支	-131	-116	-120	-123	EV/EBITDA	15.39	17.25	14.43	12.06
营运资本变动	323	44	-70	-46					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

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、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>