

鸣志电器（603728）中报点评

Q2 快速改善，医疗、服务机器人、工控是亮点 买入（维持）

2020 年 08 月 31 日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

研究助理 柴嘉辉

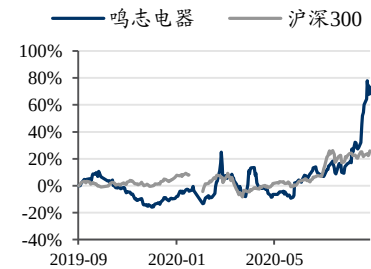
chaijh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,058	2,303	2,675	3,251
同比（%）	8.7%	11.9%	16.2%	21.5%
归母净利润（百万元）	175	222	301	395
同比（%）	4.7%	27.0%	35.6%	31.5%
每股收益（元/股）	0.42	0.53	0.72	0.95
P/E（倍）	48.76	38.64	28.44	21.56

投资要点

- **上半年业绩同比基本持平，Q2 增速快速恢复超预期。**公司发布 2020 年半年报，报告期内实现营业收入 9.88 亿元，同比增长 1.27%；实现归属母公司净利润 0.79 亿元，同比增长 5.05%。其中 20Q2 实现营业收入 5.83 亿元，同比增长 8.15%；实现归属母公司净利润 0.65 亿元，同比增长 25.13%。
- **医疗、服务机器人、工控等高增拉动下控制电机板块 H1 稳健、Q2 增长提速，预计全年前低后高、下半年好于上半年。**20H 控制电机及其驱动控制板块实现收入 7.34 亿，同比+1.2%；其中 Q2 收入 4.38 亿，同比+9.1%，Q2 明显提速，同时由于高毛利的医疗产品、工控、移动服务机器人占比提升，销售单价和毛利率快速提升。其中国内 H1 销售 3.18 亿、海外 4.16 亿，海外 Q2 销售 2.30 亿，同比增速超 16%，其中北美市场收益医疗产品放量 Q2 同比+26%，欧洲市场 Q2 同比+6%。从下游看，医疗仪器及生化分析（同比+53%）、移动服务机器人（+36%）上半年表现突出，但受疫情等因素影响纺织机械、舞台灯光和安防设备，同比分别-32%、-53%、-10%，但 Q2 降幅显著收窄。上半年公司积极布局智能移动设备、AGV、高端医疗仪器等领域，投资 6156 万用于无刷电机扩产，提升整体的竞争力和解决方案能力。Q2 起制造业资本开支普遍恢复，新兴行业医疗、服务机器人等延续高景气，预计下半年增长更快。
- **LED 控制与驱动短期受疫情影响，后续主要聚焦。**20H LED 控制与驱动类产品收入 0.66 亿，同比-15.9%；其中 Q2 收入 0.43 亿，同比-4.7%，明显收窄。上半年新冠疫情对照明行业带来一定冲击，城市建设、景观照明等项目投入受限，需求下降，但公司着重调整业务结构，智能 LED 驱动及智能 LED 灯光控制系统产品占比提升，LED 类产品销售单价提升 7%，公司重新评估 LED 募投项目的盈利能力后理性调减了扩产、新增产能方案，聚焦于提升产品性能、提升产品市场定位，向智能 LED、大功率体育场馆 LED、防爆灯具 LED、LED 照明控制系统等品类集中，盈利能力有望继续优化。
- **盈利预测与投资评级：**预计公司 2020-22 年归母净利润分别 2.22 亿、3.01 亿、3.95 亿，同比分别+27.0%、+35.6%、+31.5%，对应现价 PE 分别 39 倍、28 倍、22 倍，给予目标价 28.8 元，对应 2021 年 40 倍 PE，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济下行，竞争加剧等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	20.48
一年最低/最高价	10.11/21.84
市净率(倍)	4.10
流通 A 股市值(百万元)	8519.68

基础数据

每股净资产(元)	4.99
资产负债率(%)	23.24
总股本(百万股)	416.00
流通 A 股(百万股)	416.00

相关研究

上半年业绩同比基本持平，Q2 增速快速恢复超预期。公司发布 2020 年半年报，报告期内实现营业收入 9.88 亿元，同比增长 1.27%；实现归属母公司净利润 0.79 亿元，同比增长 5.05%。其中 20Q2 实现营业收入 5.83 亿元，同比增长 8.15%，环比增长 43.87%；实现归属母公司净利润 0.65 亿元，同比增长 25.13%，环比增长 357.62%。20H1 毛利率为 39.76%，同比上升 2.04pct，20Q2 毛利率 40.13%，同比上升 2.24pct，环比上升 0.92pct；20H1 归母净利率为 8.02%，同比上升 0.29pct，20Q2 归母净利率 11.16%，同比上升 1.51pct，环比上升 7.65pct。

表 1：鸣志电器中报核心财务数据（亿元）

鸣志电器	2020H1	2019H1	同比	2020Q2	2019Q2	同比	2020Q1	环比
营业收入	9.88	9.76	1.3%	5.83	5.39	8.2%	4.05	43.9%
毛利率	39.8%	37.7%	2pct	40.1%	37.9%	2.2pct	39.2%	0.9pct
营业利润	0.91	0.81	12.5%	0.74	0.54	38.0%	0.17	332.7%
利润总额	0.91	0.81	12.5%	0.74	0.54	38.3%	0.17	334.0%
归属母公司净利润	0.79	0.75	5.1%	0.65	0.52	25.1%	0.14	357.6%
扣非归母净利润	0.73	0.67	7.9%	0.60	0.49	22.0%	0.13	374.8%
归母净利率	8.0%	7.7%	0.3pct	11.2%	9.6%	1.5pct	3.5%	7.7pct
股本	4.16	4.16	-	4.16	4.16	-	4.16	-
EPS	0.19	0.18	5.1%	0.16	0.13	25.1%	0.03	357.6%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

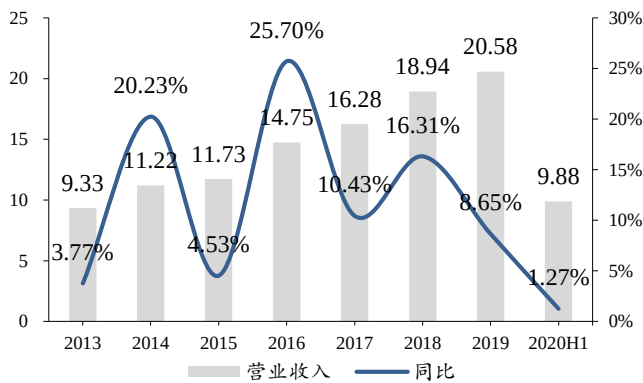
表 2：鸣志电器分季度核心财务数据（百万元）

	1Q2018	2Q2018	3Q2018	4Q2018	1Q2019	2Q2019	3Q2019	4Q2019	1Q2020	2Q2020
营业收入	378	516	511	490	437	539	539	543	405	583
营业收入 YoY	0%	24%	24%	16%	16%	5%	5%	11%	-7%	8%
营业成本	248	332	332	319	273	335	332	339	246	349
营业税金及附加	1	2	1	2	1	2	1	3	1	3
销售费用	37	42	44	48	42	50	49	45	47	45
管理费用	77	83	92	86	69	67	71	61	65	74
研发费用					26	34	34	41	33	38
财务费用	8	(12)	(8)	0	8	(7)	(4)	1	(2)	1
营业利润	26	65	56	45	27	54	62	49	17	74
归母净利润	23	56	49	39	23	52	53	46	14	65
主营业务毛利率	34.3%	35.7%	35.0%	34.8%	37.5%	37.9%	38.4%	37.6%	39.2%	40.1%
销售费用率	9.8%	8.1%	8.6%	9.9%	9.7%	9.3%	9.2%	8.3%	11.6%	7.7%
管理费用率	20.4%	16.1%	18.0%	17.6%	15.9%	12.5%	13.2%	11.3%	16.0%	12.7%
研发费用率					6.1%	6.3%	6.3%	7.5%	8.1%	6.5%
财务费用率	2.1%	-2.3%	-1.6%	0.0%	1.7%	-1.2%	-0.8%	0.2%	-0.4%	0.2%
净利润率	6.0%	10.9%	9.5%	8.0%	5.4%	9.6%	9.8%	8.5%	3.5%	11.2%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

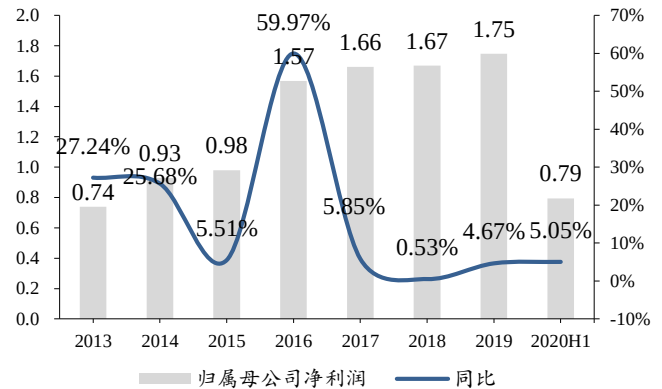
图 1：H1 收入 9.88 亿元，同比+1.27%

图 2：H1 归母净利润 0.79 亿元，同比+5.05%



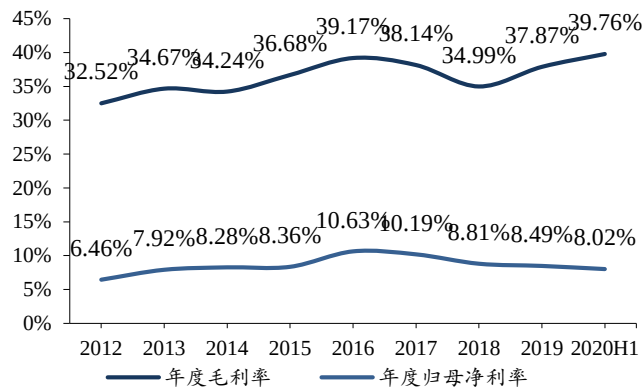
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 3: 20H1 毛利率、净利率同比+2.04、+0.29pct

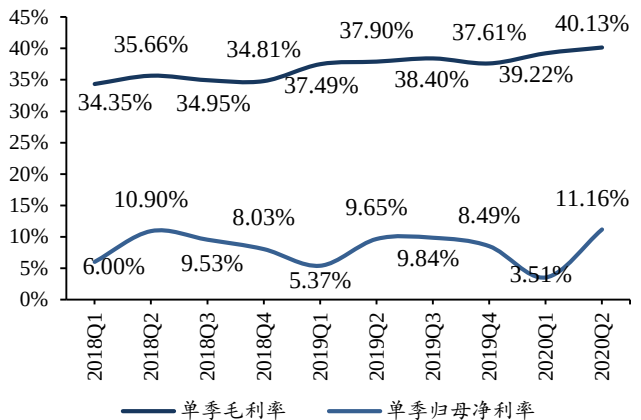


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 20Q2 毛利率、净利率同比+2.24、+1.51pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

医疗、服务机器人、工控等高增拉动下控制电机板块 H1 稳健、Q2 增长提速，预计全年前低后高、下半年好于上半年。20H 公司控制电机及其驱动控制板块实现收入 7.34 亿，同比+1.2%；其中 Q2 收入 4.38 亿，同比+9.1%，Q2 明显提速，同时由于高毛利的医疗产品、工控、移动服务机器人占比提升，销售单价和毛利率快速提升。其中国内 H1 销售 3.18 亿、海外 4.16 亿，海外 Q2 销售 2.30 亿，同比增速超 16%，其中北美市场收益医疗产品放量 Q2 同比+26%，欧洲市场 Q2 同比+6%。从下游看，医疗仪器及生化分析（同比+53%）、移动服务机器人（+36%）上半年表现突出，但受疫情等因素影响纺织机械、舞台灯光和安防设备等领域同比分别-32%、-53%、-10%，但 Q2 降幅显著收窄。上半年公司积极布局智能移动设备、AGV、高端医疗仪器等领域，同时投资 6156 万用于无刷电机扩产，提升整体的竞争力和解决方案能力。Q2 起制造业资本开支普遍恢复，新兴行业医疗、服务机器人等延续高景气，预计下半年增长更快。

LED 控制与驱动短期受疫情影响，后续主要聚焦。20H LED 控制与驱动类产品收入 0.66 亿，同比-15.9%；其中 Q2 收入 0.43 亿，同比-4.7%，明显收窄。上半年新冠疫情对照明行业带来一定冲击，城市建设、景观照明等项目投入受到一定的限制，需求有所下降，但公司着重调整业务结构，智能 LED 驱动及智能 LED 灯光控制系统产品占比

提升，LED 类产品销售单价提升 7%，公司重新评估 LED 募投项目的盈利能力后理性调减了扩产、新增产能方案，聚焦于提升产品性能、提升产品市场定位，向智能 LED、大功率体育场馆 LED、防爆灯具 LED、LED 照明控制系统等品类集中，盈利能力有望继续优化。

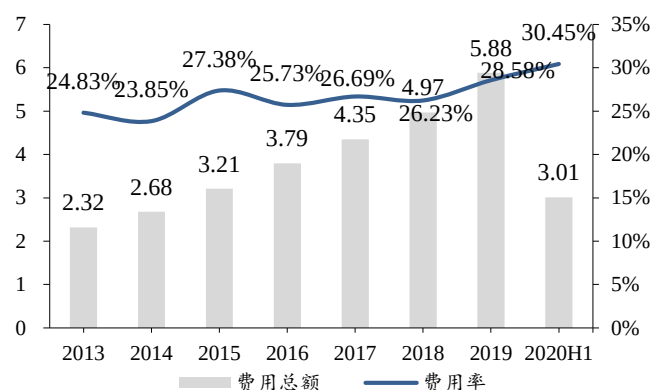
图 5：公司上半年业务拆分

分产品	营收 (亿元)	营收YoY (%)	销量 (万台)	销量YoY
控制电机及其驱动系统	7.34	1.23	990	-12.72
LED 控制与驱动类	0.66	-15.94	52	-21.51
设备状态管理系统类	0.15	-6.23	0.0092	-22.03
电源电控产品	0.16	-20.81	16	-38.76
贸易类产品	1.47	16.66	2,308	23.03
其他	0.11	1.1	-	-
合计	9.88	1.27	3,367	8.48

数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

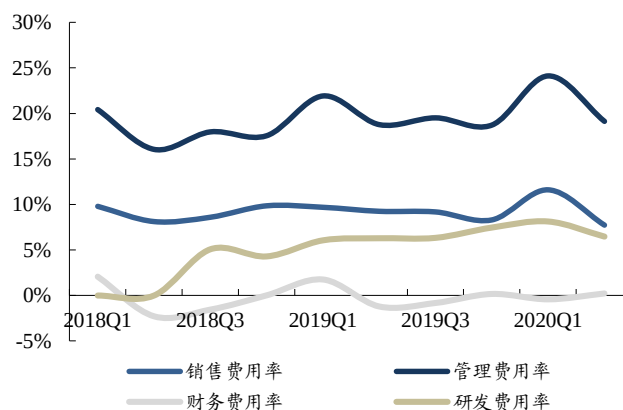
费用、费用率同比基本持平。公司 2020H 费用同比增长 3.68%至 3.01 亿元，期间费用率上升 0.71 个百分点至 30.45%。其中，销售、管理（含研发）、研发费用分别同比下降 0.07%、上升 1.50%、上升 17.04%至 0.92 亿元、2.09 亿元、0.71 亿元；费用率分别下降 0.12、上升 1.00、上升 0.96 个百分点至 9.32%、21.18%、7.15%。20Q2，销售、管理（含研发）、研发费用分别同比 -9.54%/+9.69%/+11.30%，费用率分别为 7.74%/19.13%/6.47%。

图 6：20H1 期间费用 3.01 亿元，同比+3.68%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 7：20Q2 期间费用率 27.08%，同比+0.28pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

Q2 现金流大幅改善。20H1 经营活动现金流量净流入 1.63 亿元，同比增长 228.51%；销售商品取得现金 10.56 亿元，同比增长 3.16%。期末预收款项 0.14 亿元，比年初下降 12.89%。期末应收账款 4.5 亿元，较期初增长 0.1 亿元；存货上升 0.27 亿元至 3.49 亿元。

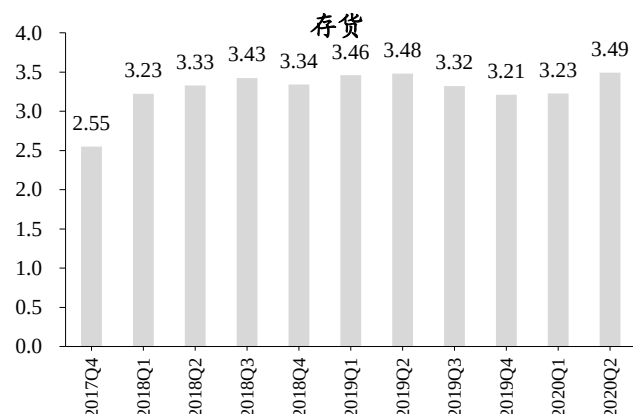
图 8：20Q2 现金净流入 1.15 亿元，同比+96.99%

图 9：期末预收款项 0.14 亿元，同比+19.15%

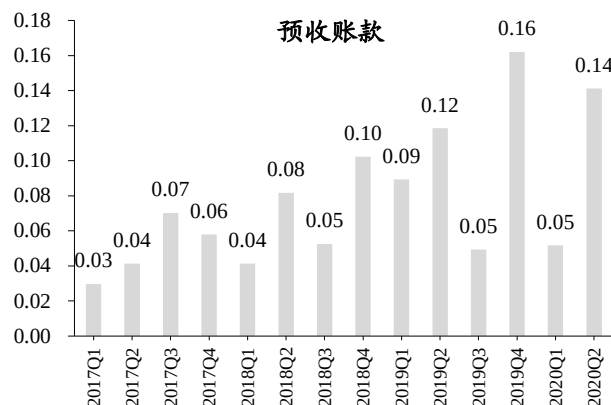


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 10: 期末存货 3.49 亿元, 较期初+0.28 亿元

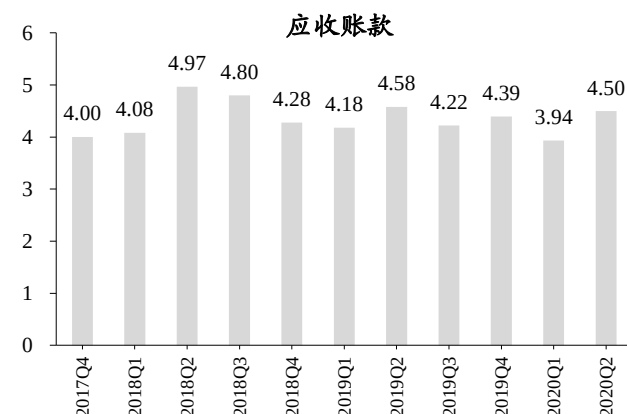


数据来源: Wind, 东吴证券研究所



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 11: 期末应收账款 4.5 亿元, 较期初+0.1 亿元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测与投资建议: 预计公司 2020-22 年归母净利润分别 2.22 亿、3.01 亿、3.95 亿, 同比分别+27.0%、+35.6%、+31.5%, 对应现价 PE 分别 39 倍、28 倍、22 倍, 给予目标价 28.8 元, 对应 2021 年 40 倍 PE, 维持“买入”评级。

风险提示: 宏观经济下行, 竞争加剧等。

鸣志电器三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,643	1,827	2,119	2,589	营业收入	2,058	2,303	2,675	3,251
现金	686	705	855	980	减:营业成本	1,279	1,393	1,583	1,902
应收账款	439	531	596	774	营业税金及附加	6	7	8	10
存货	321	393	419	556	营业费用	187	207	241	293
其他流动资产	196	199	249	280	管理费用	269	456	518	618
非流动资产	1,008	1,002	1,004	1,025	财务费用	-3	1	1	-1
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	-12	0	0	0
固定资产	251	245	243	254	加:投资净收益	5	7	8	9
在建工程	49	40	34	31	其他收益	0	0	0	0
无形资产	104	113	124	138	营业利润	193	246	333	439
其他非流动资产	604	604	604	603	加:营业外净收支	-0	1	1	0
资产总计	2,651	2,828	3,123	3,615	利润总额	193	246	334	439
流动负债	625	598	626	745	减:所得税费用	18	25	33	44
短期借款	174	174	174	174	少数股东损益	-0	0	0	-0
应付账款	260	335	341	471	归属母公司净利润	175	222	301	395
其他流动负债	192	89	111	99	EBIT	183	236	321	422
非流动负债	16	16	16	16	EBITDA	237	291	386	498
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	16	16	16	16	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	641	614	641	760	每股收益(元)	0.42	0.53	0.72	0.95
少数股东权益	1	1	1	1	每股净资产(元)	4.83	5.32	5.96	6.86
					发行在外股份(百万股)	416	416	416	416
归属母公司股东权益	2,009	2,213	2,481	2,854	ROIC(%)	7.3%	8.9%	10.9%	12.5%
负债和股东权益	2,651	2,828	3,123	3,615	ROE(%)	8.7%	10.0%	12.1%	13.8%
					毛利率(%)	37.9%	39.5%	40.8%	41.5%
现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	8.5%	9.6%	11.2%	12.2%
经营活动现金流	212	166	243	234	资产负债率(%)	24.2%	21.7%	20.5%	21.0%
投资活动现金流	20	-42	-59	-88	收入增长率(%)	8.7%	11.9%	16.2%	21.5%
筹资活动现金流	-1	-105	-34	-22	净利润增长率(%)	4.7%	27.0%	35.6%	31.5%
现金净增加额	239	19	150	125	P/E	48.76	38.64	28.44	21.56
折旧和摊销	54	55	64	76	P/B	4.39	3.98	3.55	3.09
资本开支	147	-6	3	21	EV/EBITDA	35.43	28.39	21.08	16.06
营运资本变动	-25	-105	-114	-227					

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>