

运控新星启航，交流伺服亮眼

买入（维持）

2020年10月23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）	663	953	1,323	1,735
同比（%）	11.2%	43.7%	38.8%	31.1%
归母净利润（百万元）	108	205	312	420
同比（%）	31.9%	84.2%	52.1%	34.8%
每股收益（元/股）	0.52	0.98	1.50	2.02
P/E（倍）	80.89	42.50	27.93	20.73

投资要点

■ **Q3 收入同比+58%、利润同比+123%，靠近预告上限。**公司发布 2020 年三季报，Q1-3 实现营业收入 6.95 亿元，同比+42.46%；归母净利润 1.45 亿元，同比+104.84%。其中 2020Q3 收入 2.6 亿元，同比+58.11%；归母净利润 0.51 亿元，同比+122.62%。Q1-3 毛利率为 43.61%，同比上升 1.83pct，Q3 毛利率 42.31%，同比下降 1.54pct，环比下降 3.26pct。Q3 收入增长提速、同时毛利率维持较高水平、费用率同比下降，利润大幅增长。

■ **工控行业趋势向好，传统应用复苏。**国内疫情趋缓后国内工控行业强势复苏，3C、锂电、光伏等先进制造行业需求强劲，Q2-Q3 起传统行业纺织、包装等开始复苏，Q3 OEM 市场需求快速增长。20Q1 工控行业需求下滑 12.4%、Q2 恢复至+6.4%；Q3 从宏观指标观察，7-9 月 PMI 分别 51.1/51.0/51.5，持续位于荣枯线上，制造业固投数据持续收窄，工业机器人和机床产销同比持续快速增长；从微观来看，国内工控厂商 Q3 订单增长提速，预计 OEM 行业 Q3 需求增速继续上升，印证制造业投资的整体高景气。

■ **新品起量、传统行业复苏，Q3 整体提速、伺服增长突出。**公司新品 L7 系列交流伺服、总线控制产品今年快速增长，产品及解决方案在 5G、半导体、光伏等先进制造行业成功应用、并快速成长，同时传统优势行业 3C、雕刻、喷印等行业 Q3 快速复苏，Q3 订单、收入增长提速，其中交流伺服、总线控制产品快速成长，叠加毛利率改善、费用率下降，利润大幅增长。

■ **新品持续迭代，开启新一轮成长。**20 年工博会公司发布了 L8 系列高端交流伺服系统、PMC600 系列中型 PLC 运动控制器等新品，运动控制产品平台全面升级，交流伺服和控制类产品有望加速增长，今年是发轫之始，明后年有望持续提升份额。

■ **设立产业基金，拟继续加码智能制造产业链。**公司公告，拟与稳正资产发起设立深圳市稳正景明创业投资企业，总规模 1.2 亿，其中公司出资 5000 万元作为有限合伙人，稳正资产出资 100 万元，后续仍将继续引入其他有限合伙人，认缴出资额不超过人民币 6900 万元。产业基金将继续聚焦运动控制领域，在产业链上下游进行投资布局，主要投资工业自动化、智能装备关键零部件企业的优秀企业，不断完善自身能力。

■ **盈利预测与投资评级：**预计 2020-22 年归母净利润分别 2.05 亿、3.12 亿、4.20 亿，同比分别+84.2%、+52.1%、+34.8%，对应现价 PE 分别 43 倍、28 倍、21 倍，给予目标价 60 元，对应 2021 年 40 倍 PE，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**宏观经济下行，投资不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	41.85
一年最低/最高价	11.76/45.00
市净率(倍)	8.25
流通 A 股市值(百万元)	2176.20

基础数据

每股净资产(元)	5.07
资产负债率(%)	16.48
总股本(百万股)	208.00
流通 A 股(百万股)	52.00

相关研究

- 1、《雷赛智能（002979）：Q3 提速，发轫之始》2020-10-16
- 2、《雷赛智能（002979）中报点评：步进、控制器高增，伺服新品起航》2020-08-26
- 3、《雷赛智能（002979）：步进系统王者，伺服新星起航》2020-07-26

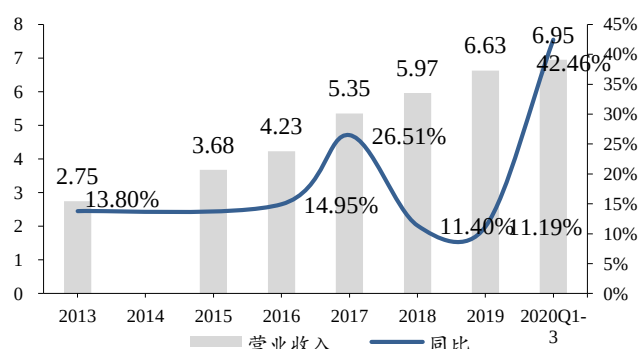
Q3 收入同比+58%、利润同比+123%，靠近预告上限。公司 Q1-3 实现营业收入 6.95 亿元，同比+42.46%；归母净利润 1.45 亿元，同比+104.84%。其中 2020Q3 收入 2.6 亿元，同比+58.11%；归母净利润 0.51 亿元，同比+122.62%。Q1-3 毛利率为 43.61%，同比上升 1.83pct，Q3 毛利率 42.31%，同比下降 1.54pct，环比下降 3.26pct。Q3 收入增长提速、同时毛利率维持较高水平、费用率同比下降，利润大幅增长。

表 1: 雷赛智能 Q1-3 核心财务数据 (亿元)

雷赛智能	2020Q1-3	2019Q1-3	同比	2020Q3	2019Q3	同比	2020Q2	环比
营业收入	6.95	4.88	42.5%	2.60	1.65	58.1%	2.68	-2.8%
毛利率	43.6%	41.8%	1.8pct	42.3%	43.8%	-1.5pct	45.6%	-3.3pct
营业利润	1.69	0.81	109.3%	0.61	0.28	115.9%	0.75	-18.4%
利润总额	1.69	0.81	109.2%	0.61	0.28	116.1%	0.75	-18.4%
归属母公司净利润	1.45	0.71	104.8%	0.51	0.23	122.6%	0.65	-20.7%
扣非归母净利润	1.36	0.64	112.9%	0.50	0.23	120.2%	0.61	-17.3%
归母净利率	20.8%	14.5%	6.3pct	19.8%	14.0%	5.7pct	24.2%	-4.5pct
股本	2.08	-	-	2.08	-	-	2.08	0.0%
EPS	0.69	-	-	0.25	-	-	0.31	-20.7%

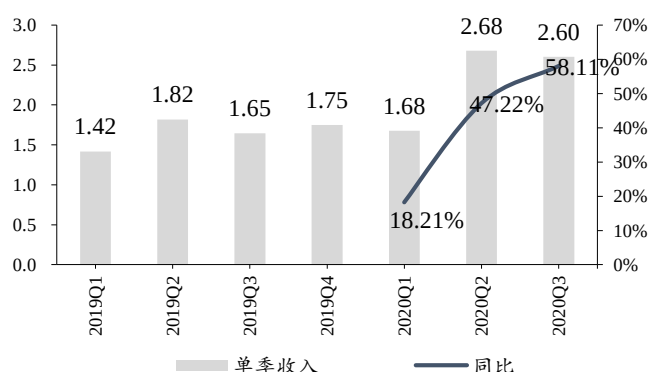
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 1: Q1-3 收入 6.95 亿元, 同比+42.46% (亿元)



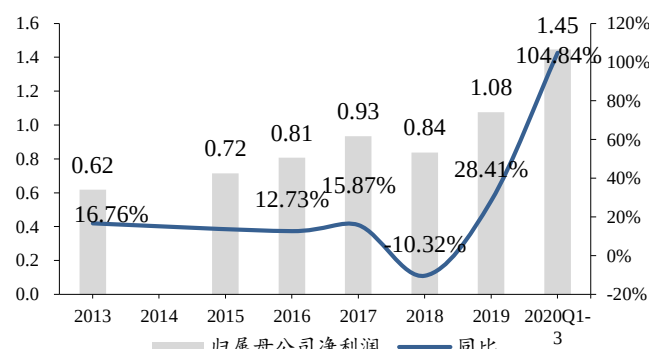
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 3: Q3 收入 2.6 亿元, 同比+58.11% (亿元)



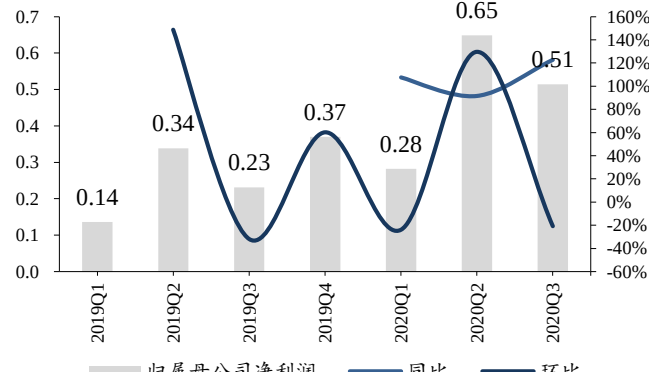
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 2: Q1-3 归母净利润 1.45 亿元, 同比+104.84% (亿元)



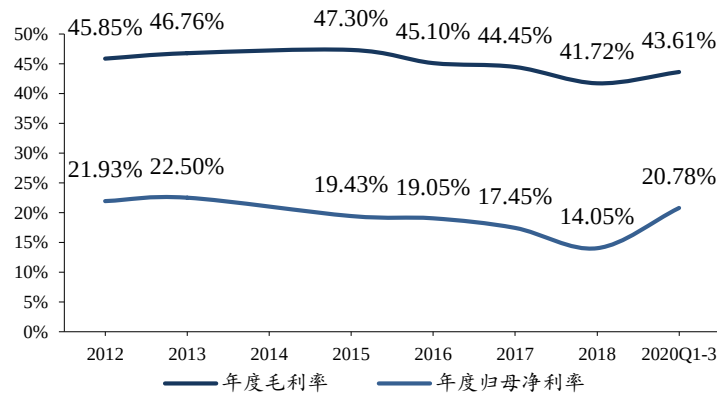
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: Q3 归母净利润 0.51 亿元, 同比+122.62% (亿元)



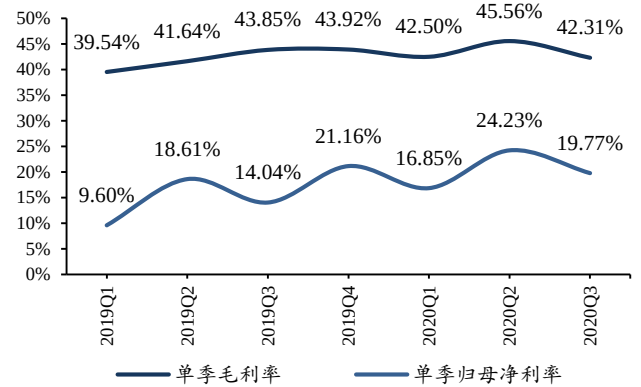
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 5: 雷赛智能 Q1-3 毛利率、净利率同比+1.83、+6.33pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 6: 雷赛智能 Q3 毛利率、净利率同比-1.54、+5.73pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

工控行业趋势向好，传统应用复苏。国内疫情趋缓后国内工控行业强势复苏，3C、锂电、光伏等先进制造行业需求强劲，Q2-Q3 起传统行业纺织、包装等开始复苏，Q3 OEM 市场需求快速增长。20Q1 工控行业需求下滑 12.4%、Q2 恢复至+6.4%；Q3 从宏观指标观察，7-9 月 PMI 分别 51.1/51.0/51.5，持续位于荣枯线上，制造业固投数据持续收窄，工业机器人和机床产销同比持续快速增长；从微观来看，国内工控厂商 Q3 订单增长提速，预计 OEM 行业 Q3 需求增速继续上升，印证制造业投资的整体高景气。

表 2: 工控下游行业增速

单位:	2019								2020			
百万元	2019Q1	YoY	2019Q2	YoY	2019Q3	YoY	2019Q4	YoY	2020Q1	YoY	2020Q2	YoY
OEM市场合计	16051	-8.9%	17290	-14.9%	15684	-2.9%	15832	14.7%	15248	-5.0%	19670	13.8%
机床	4328	-30.6%	4737	-28.3%	3602	-18.5%	4088	25.1%	3229	-25.4%	5495	16.0%
电子及半导体	1149	-7.9%	1427	-0.7%	1473	7.5%	1386	30.5%	1355	17.9%	1855	30.0%
电池制造设备	676	10.6%	743	11.1%	677	13.2%	612	19.5%	777	14.9%	921	24.0%
纺织机械	993	-11.1%	1213	-14.8%	1118	-12.9%	878	-8.3%	645	-35.0%	1128	-7.0%
暖通空调	550	20.9%	690	17.5%	709	20.0%	538	20.9%	638	16.0%	828	20.0%
包装机械	648	-5.1%	802	-12.8%	788	-5.7%	694	-0.3%	583	-10.0%	922	15.0%
起重机械	655	19.7%	628	-13.3%	563	-12.7%	430	-4.4%	556	-15.1%	703	11.9%
物流设备	452	6.4%	603	6.5%	629	9.8%	491	11.8%	510	12.8%	760	26.0%
电梯	687	-3.0%	996	-3.0%	918	-2.4%	835	19.1%	500	-27.2%	1135	14.0%
工业机器人	431	-15.2%	456	-10.9%	417	4.3%	401	25.7%	366	-15.1%	570	25.0%
食品饮料机械	359	-6.5%	459	-1.3%	444	-3.5%	363	4.9%	300	-16.4%	491	7.0%
橡胶机械	335	1.8%	388	1.3%	367	0.3%	297	3.1%	288	-14.0%	318	-18.0%
塑料机械	356	-9.0%	464	-5.5%	458	-0.9%	370	3.1%	284	-20.2%	445	-4.1%
印刷机械	291	-11.3%	363	-8.3%	360	-8.2%	297	-3.9%	238	-18.2%	254	-30.0%
纸中机械	207	-3.7%	280	-1.4%	266	6.8%	228	17.5%	238	15.0%	330	17.9%
3C制造设备	196	-18.0%	185	-20.6%	206	-3.7%	207	19.0%	221	12.8%	237	28.1%
建材	204	-1.0%	246	3.8%	251	4.6%	236	10.8%	210	2.9%	276	12.2%
工程机械	218	11.8%	294	9.7%	314	7.9%	212	12.2%	189	-13.3%	426	44.9%
制药机械	148	-2.0%	163	0.0%	156	2.0%	148	11.3%	122	-17.6%	202	23.9%
造纸	130	-7.1%	183	-2.7%	182	-3.7%	146	-2.0%	110	-15.4%	172	-6.0%
陶瓷卫浴	51	10.9%	60	13.2%	57	16.3%	43	16.2%	48	-5.9%	66	10.0%
烟草机械	23	0.0%	30	7.1%	35	6.1%	29	3.6%	23	0.0%	28	-6.7%
其他	2964	21.5%	1880	-28.9%	1694	22.0%	2903	14.2%	3818	28.8%	2106	12.0%
项目型市场合计	13955	14.2%	14087	-4.0%	14516	0.6%	13240	2.8%	11024	-21.0%	13716	-2.6%
化工	3066	22.6%	3198	8.6%	2728	12.6%	2424	5.4%	2084	-32.0%	3006	-6.0%
市政及公共设施	2315	31.5%	2741	16.4%	2888	18.8%	2611	21.4%	2019	-12.8%	3222	17.5%
石化	1625	28.2%	1476	5.6%	1724	12.6%	1489	8.5%	1443	-11.2%	1579	7.0%
电力	1540	8.1%	1759	-4.5%	1695	-5.3%	1566	-1.8%	1132	-26.5%	1337	-24.0%
冶金	887	33.8%	1022	21.7%	1045	23.1%	1000	30.2%	733	-17.4%	1175	15.0%
汽车	468	9.6%	681	-0.3%	451	6.4%	345	1.2%	290	-38.0%	627	-7.9%
采矿	192	28.0%	214	18.9%	294	26.2%	271	26.0%	193	0.5%	197	-7.9%
造纸	182	0.0%	182	-7.1%	224	-7.4%	192	-11.9%	152	-16.5%	173	-4.9%
其他	3680	-4.2%	2814	-33.7%	3467	-23.0%	3342	-14.8%	2978	-19.1%	2400	-14.7%
工控行业合计	30006	0.5%	31377	-10.3%	30200	-1.2%	29072	8.9%	26272	-12.4%	33386	6.4%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

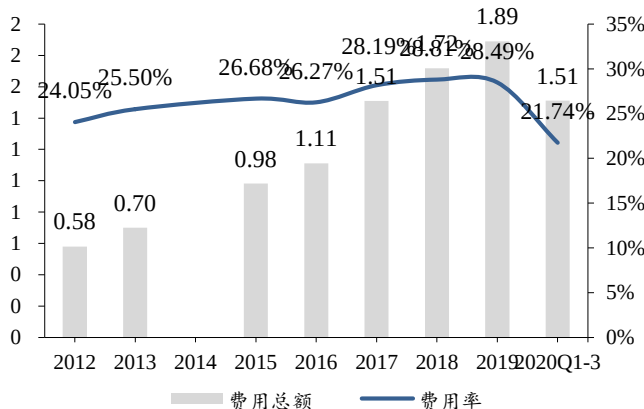
新品起量、传统行业复苏，Q3 整体提速、伺服增长突出。公司新品 L7 系列交流伺服、总线控制产品今年快速增长，产品及解决方案在 5G、半导体、光伏等先进制造行业成功应用、并快速成长，同时传统优势行业 3C、雕刻、喷印等行业 Q3 快速复苏，Q3 订单、收入增长提速，其中交流伺服、总线控制产品快速成长，叠加毛利率改善、费用率下降，利润大幅增长。

新品持续迭代，开启新一轮成长。20 年工博会公司发布了 L8 系列高端交流伺服系统、PMC600 系列中型 PLC 运动控制器等新品，运动控制产品平台全面升级，交流伺服和控制类产品有望加速增长，今年是发轫之始，明后年有望持续提升份额。

设立产业基金，拟继续加码智能制造产业链。公司公告，拟与稳正资产发起设立深圳市稳正景明创业投资企业，总规模 1.2 亿，其中公司出资 5000 万元作为有限合伙人，稳正资产出资 100 万元，后续仍将继续引入其他有限合伙人，认缴出资不超过人民币 6900 万元。产业基金将继续聚焦运动控制领域，在产业链上下游进行投资布局，主要投资工业自动化、智能装备关键零部件企业的优秀企业，不断完善自身能力。

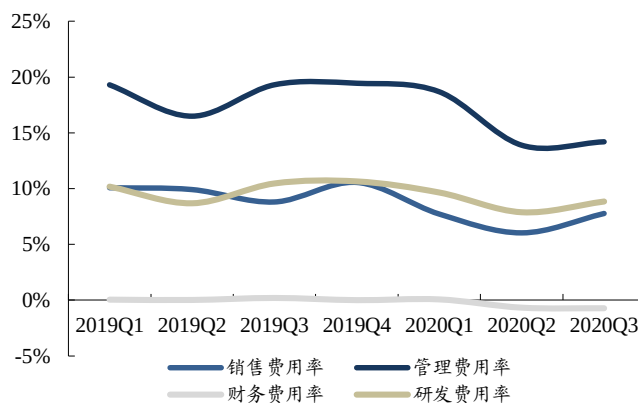
期间费用大幅下降。公司 2020Q1-3 费用同比增长 10.85% 至 1.51 亿元，期间费用率下降 6.2 个百分点至 21.74%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比上升 5.34%、上升 8.23%、上升 27.17%、下降 1039.03% 至 0.49 亿元、1.05 亿元、0.6 亿元、-0.04 亿元；费用率分别下降 2.5、下降 3.1、下降 1.04、下降 0.6 个百分点至 7.10%、15.17%、8.67%、-0.52%。Q3，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比 +39.57%/-4.38%/+33.78%/-710.78%，费用率分别为 7.78%/14.21%/8.85%/-0.74%。

图 7：Q1-3 期间费用 1.51 亿元，同比+10.85%（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 8：Q3 期间费用率 21.25%，同比-7.07pct

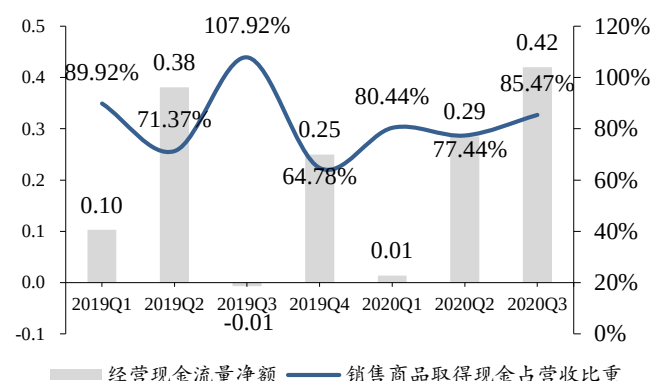


数据来源：Wind，东吴证券研究所

现金流大幅改善，存货上升。Q1-3 经营活动现金流量净流入 0.72 亿元，同比增长 50.62%；销售商品取得现金 5.64 亿元，同比增长 29.80%。期末预收款项 0.021 亿元，比年初减少 0.003 亿元。期末应收账款 2.27 亿元，较期初增长 0.48 亿元，应收账款周转天数上升 7.76 天至 78.92 天。期末存货 2.28 亿元，较期初上升 0.80 亿元；存货周转天数上升 3.04 天至 129.58 天。Q3 经营活动现金流量净额 0.42 亿元，有所强化；存货较期

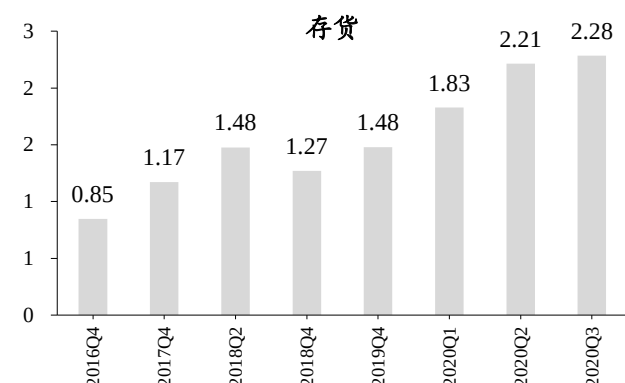
初上升 0.80 亿元至 2.28 亿元；应收账款较期初增加 0.48 亿元至 2.27 亿元。

图 9: Q3 现金净流入 0.42 亿元, 同比-6253.40%



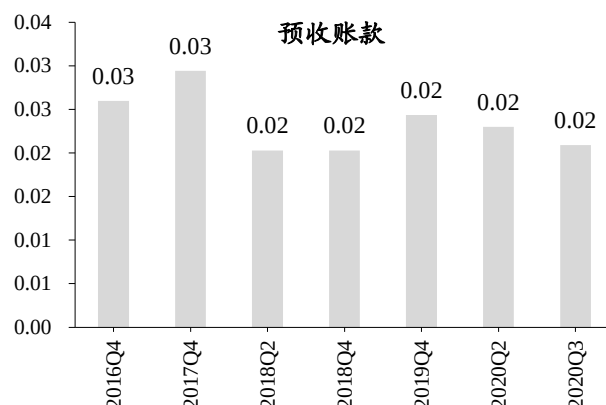
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 11: 期末存货 2.28 亿元, 较期初+0.80 亿元



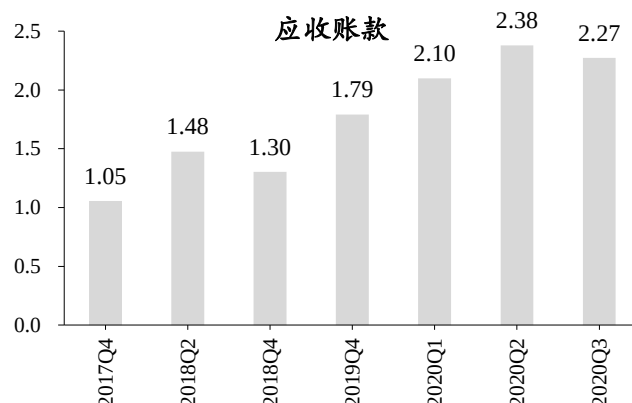
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 10: Q3 预收账款 0.02 亿元, 较年初-0.003 亿元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 12: 期末应收账款 2.27 亿元, 较期初+0.48 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 2020-22 年归母净利润分别 2.05 亿、3.12 亿、4.20 亿, 同比分别+84.2%、+52.1%、+34.8%, 对应现价 PE 分别 43 倍、28 倍、21 倍, 给予目标价 60 元, 对应 2021 年 40 倍 PE, 维持“买入”评级。

风险提示: 宏观经济下行, 投资不及预期

雷赛智能三大财务预测表

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	583	962	1,222	1,533	营业收入	663	953	1,323	1,735
现金	188	448	502	659	减:营业成本	382	519	710	921
应收账款	211	247	388	444	营业税金及附加	5	9	11	14
存货	148	225	286	377	营业费用	65	81	103	130
其他流动资产	36	42	45	53	管理费用	123	163	212	269
非流动资产	201	443	690	904	财务费用	0	-9	-8	-3
长期股权投资	77	97	118	139	资产减值损失	0	0	0	0
固定资产	97	159	251	353	加:投资净收益	3	2	3	3
在建工程	3	118	213	269	其他收益	23	20	25	30
无形资产	18	63	104	141	营业利润	121	214	326	440
其他非流动资产	6	6	4	3	加:营业外净收支	0	10	15	20
资产总计	783	1,406	1,911	2,438	利润总额	121	224	341	460
流动负债	153	57	245	344	减:所得税费用	8	16	24	32
短期借款	10	10	200	287	少数股东损益	6	4	6	8
应付账款	107	0	0	0	归属母公司净利润	108	205	312	420
其他流动负债	36	47	45	57	EBIT	116	215	333	457
非流动负债	10	10	10	10	EBITDA	125	232	361	498
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	10	10	10	10	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	163	67	255	354	每股收益(元)	0.52	0.98	1.50	2.02
少数股东权益	20	24	30	37	每股净资产(元)	2.89	6.32	7.82	9.84
					发行在外股份(百万股)	156	208	208	208
归属母公司股东权益	601	1,315	1,627	2,047	ROIC(%)	30.6%	25.4%	25.5%	27.5%
负债和股东权益	783	1,406	1,911	2,438	ROE(%)	18.3%	15.6%	19.2%	20.5%
					毛利率(%)	42.3%	45.5%	46.3%	46.9%
现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	16.2%	21.5%	23.6%	24.2%
经营活动现金流	73	-5	124	315	资产负债率(%)	20.8%	4.8%	13.3%	14.5%
投资活动现金流	-12	-254	-267	-249	收入增长率(%)	11.2%	43.7%	38.8%	31.1%
筹资活动现金流	12	519	8	3	净利润增长率(%)	31.9%	84.2%	52.1%	34.8%
现金净增加额	73	259	-135	69	P/E	80.89	42.50	27.93	20.73
折旧和摊销	8	16	27	41	P/B	14.49	6.62	5.35	4.25
资本开支	24	222	225	194	EV/EBITDA	68.62	35.79	23.40	16.83
营运资本变动	-63	-216	-207	-144					

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>