

21Q1 点评：交流伺服、总线控制器带动下，业绩同环比高增

买入（维持）

2021 年 04 月 29 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	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	946	1,454	2,120	2,898
同比（%）	42.7%	53.6%	45.8%	36.7%
归母净利润（百万元）	176	325	471	655
同比（%）	66.1%	81.6%	45.1%	39.0%
每股收益（元/股）	0.85	1.56	2.27	3.15
P/E（倍）	53.68	29.10	20.05	14.42

投资要点

■ **Q1 收入同比+79%、利润同比+119%，靠预告区间上限，略超市场预期。** 2021Q1 公司实现营收 2.99 亿元，同比+78.57%，环比+19.25%，尤其环比增长显示出景气度继续改善；实现归母净利润 0.62 亿元，同比+118.64%，环比+96.31%，盈利能力同环比也有所改善，整体 Q1 业绩接近之前预告的上限，略超市场预期。

■ **盈利能力环比进一步改善，体现出公司上游器件的充分储备。** Q1 毛利率为 41.94%，同比下降-0.6pct，环比上升 2.1pct，毛利率同比下降主要由于产品结构变化，去年 Q1 控制类产品占比更高，而 Q1 上游价格上涨、而公司毛利率环比提升，主要由于公司自 20 年前瞻储备的原材料库存开始收获成效、同时内部挖潜、提升精益生产能力；Q1 归母净利率为 20.63%，同比上升 3.8pct，环比上升 8.1pct，盈利能力同环比均大幅改善。

■ **分产品看，交流伺服、总线控制类产品拉动快速增长，1）交流伺服：**雷赛 19H2 起开始推广的 L7 伺服系列推广顺利，尤其基于现有客户完成了很多销售，高端交流伺服 L8 系列也在 20 年完成了研发，性能指标达到国际一流。20 年雷赛交流伺服销售 1.65 亿，同比+81%接近翻倍；21Q1 继续起量，我们预计增速至少在翻倍以上。展望全年，新品带动下公司将继续开拓 3C 电子、光伏、锂电、物流等先进制造行业，我们预计交流伺服产品继续维持翻倍增长；**2）控制类产品：**下游运动控制市场需求旺盛，尤其是总线控制产品推广顺利，控制类产品整体维持快速增长；**3）步进系统：**下游需求拉动下，特别是新兴制造行业推广应用，同时 3C、雕刻、喷印等行业复苏，维持快速增长。

■ **分下游看，先进制造持续扩张，传统行业复苏，公司订单饱满、元器件储备充沛，持续高增值得期待。**雷赛智能目前聚焦 3C、新能源、特种机床、物流四大行业，设立行业线组织积极开拓，21Q1 公司的产品及解决方案在 5G、半导体、光伏等新行业取得许多应用，同时 3C、雕刻、喷印等传统行业快速复苏。同时，行业进口替代趋势加速，雷赛在伺服等产品的份额快速提升。此外公司元器件等原材料库存充沛，Q1 存货上升 0.56 亿至 3.02 亿，供应上不存在明显的瓶颈，后续有望维持高增。

■ **盈利预测与投资建议：**我们维持公司 2021-23 年归母净利润分别 3.25 亿、4.71 亿、6.55 亿，同比分别+82%、+45%、+39%，对应现价 PE 分别 29x、20x、14x，给予目标价 62.4 元，对应 21 年 40xPE，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**宏观经济下行，竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	45.42
一年最低/最高价	24.19/56.98
市净率(倍)	8.70
流通 A 股市值(百万 元)	5113.23

基础数据

每股净资产(元)	5.54
资产负债率(%)	26.12
总股本(百万股)	208.00
流通 A 股(百万股)	112.58

相关研究

- 1、《雷赛智能 (002979) 年报点评：年报高增、21Q1 超预期，伺服新星起航》2021-04-07
- 2、《雷赛智能 (002979) 年报预告点评：业绩符合预期，运控新星起航》2021-01-20
- 3、《雷赛智能 (002979) 三季报点评：运控新星启航，交流伺服亮眼》2020-10-23

Q1 收入同比+79%、利润同比+119%，靠预告区间上限，略超市场预期。2021Q1 公司实现营收 2.99 亿元，同比+78.57%，环比+19.25%，尤其环比增长显示出景气度继续改善；实现归母净利润 0.62 亿元，同比+118.64%，环比+96.31%，盈利能力同环比也有所改善，整体 Q1 业绩接近之前预告的上限，略超市场预期。

表 1：雷赛智能 2021Q1 核心财务数据（亿元）

雷赛智能	2020	2019	同比	2020Q4	同比	环比	2021Q1	同比	环比
营业收入	9.46	6.63	42.7%	2.51	43.3%	-3.5%	2.99	78.6%	19.3%
毛利率	42.6%	42.3%	0.3pct	39.9%	-4.1pct	-2.4pct	41.9%	-0.6pct	2.1pct
营业利润	2.08	1.21	71.7%	0.39	-2.9%	-35.7%	0.71	117.9%	79.9%
利润总额	2.08	1.21	71.7%	0.40	-2.7%	-35.3%	0.71	117.9%	78.8%
归属母公司净利润	1.76	1.08	63.6%	0.31	-15.1%	-38.9%	0.62	118.6%	96.3%
扣非归母净利润	1.62	0.89	82.7%	0.26	-70.9%	-48.5%	0.58	127.6%	125.6%
归母净利率	18.6%	16.2%	2.4pct	12.5%	-8.6pct	-7.2pct	20.6%	3.8pct	8.1pct
股本	2.08	1.56	-	2.08	-	-	2.08	-	-
EPS（元）	0.85	0.69	22.7%	0.15	-36.3%	-38.9%	0.30	64.0%	96.3%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 1：Q1 收入 2.99 亿元，同比+78.57%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

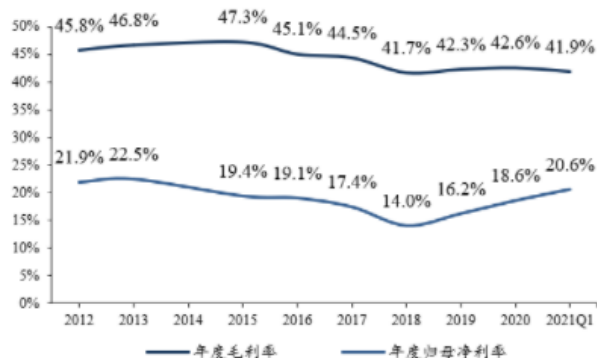
图 2：Q1 归母净利润 0.62 亿元，同比+118.64%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

盈利能力环比进一步改善，体现出公司上游器件的充分储备。Q1 毛利率为 41.94%，同比下降-0.6pct，环比上升 2.1pct，毛利率同比下降主要由于产品结构变化，去年 Q1 控制类产品占比更高，而 Q1 上游价格上涨、而公司毛利率环比提升，主要由于公司自 20 年前瞻储备的原材料库存开始收获成效、同时内部挖潜、提升精益生产能力；Q1 归母净利率为 20.63%，同比上升 3.8pct，环比上升 8.1pct，盈利能力同环比均大幅改善。

图 3: 2021Q1 毛利率、净利率为 41.9%、20.6%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 2021Q1 毛利率、净利率同比-0.6pct、+3.8pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

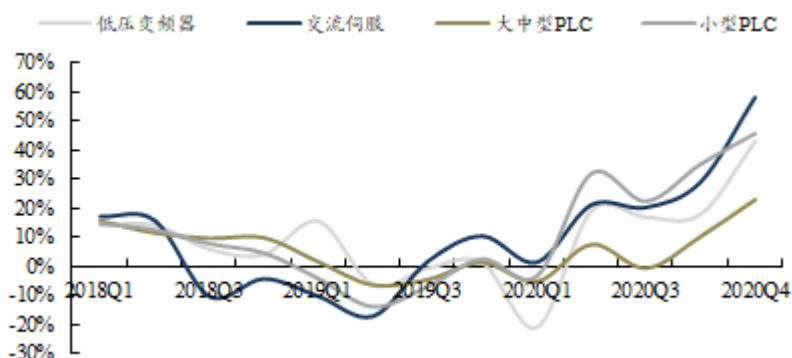
20Q3 行业全面反转后, 20Q4-21Q1 延续高增, 尤其 20Q1 行业需求火爆, 行业增速达 40% 以上。20 年疫情后工控行业重回复苏轨道, 20Q1~Q4 同比增速分别-13.9%/+5.2%/+7.0%/+4.7%, 进入 21 年以来, 一方面行业需求的高景气进一步提升, 另一方面下游补库存加速, 行业增速进一步提升到 41.4%, 其中 OEM 型市场增长 53.4%、项目型市场增长+34.0%; 分行业看, 21Q1 先进制造仍是高增长的主要驱动力, 电子半导体 (+62%)、锂电 (+83%)、工业机器人 (+108%)、包装 (+95%)、物流 (+38%) 等行业需求快速增长, 全年来看这些先进制造的资本开支仍将维持很高的景气度; 分产品来看, 21Q1 与先进制造相关的伺服、低压变频、小型 PLC 需求增速分别 58.3%、42.9%、45.4%, 均实现快速增长。

图 5：工控行业下游行业增速

单位：	2020								2021	
百万元	2020Q1	YoY	2020Q2	YoY	2020Q3	YoY	2020Q4	YoY	2021Q1	YoY
OEM市场合计	20368	-4.0%	26273	14.9%	23254	12.1%	24320	16.2%	31240	53.4%
机床	4313	-24.6%	7340	17.2%	5476	15.0%	6571	21.6%	6944	61.0%
半导体	2105	18.4%	2794	31.1%	2724	22.8%	2564	21.7%	3410	62.0%
电池	1037	16.1%	1230	25.3%	1103	23.2%	1028	27.1%	1899	83.1%
包装	778	-9.1%	1231	16.1%	1175	12.9%	1020	11.2%	1518	95.1%
纺织	861	-34.4%	1506	-6.1%	1553	5.1%	1255	8.2%	1016	18.0%
工业机器人	488	-14.2%	761	26.4%	699	26.9%	694	30.9%	1016	108.2%
暖通空调	852	17.2%	1106	21.3%	1118	19.3%	819	15.2%	1005	18.0%
电梯	667	-26.5%	1516	15.2%	1323	9.1%	1242	12.6%	1001	50.1%
物流	681	14.1%	1015	27.4%	1001	20.5%	812	25.1%	940	38.0%
起重	742	-14.2%	939	13.1%	834	12.1%	666	17.3%	928	25.1%
橡胶	384	-13.1%	424	-17.2%	495	2.1%	404	3.1%	530	38.0%
印刷	317	-17.4%	339	-29.2%	466	-1.9%	436	11.2%	518	63.4%
塑料	379	-19.4%	594	-3.1%	630	4.1%	523	7.0%	515	35.9%
食品饮料	400	-15.6%	655	8.1%	622	6.1%	528	10.2%	508	27.0%
工程机械	252	-12.5%	569	46.6%	547	31.8%	414	47.9%	462	83.3%
纸巾	317	16.1%	440	18.9%	395	12.5%	371	23.3%	435	37.2%
制药	162	-16.9%	269	25.1%	253	22.8%	251	28.7%	233	43.8%
造纸	146	-14.6%	229	-5.0%	237	-1.3%	206	6.7%	171	17.1%
建材	64	-4.5%	88	11.4%	82	9.3%	63	12.5%	78	21.9%
烟草	30	0.0%	38	-2.6%	45	-2.2%	35	-7.9%	55	83.3%
其他	5113	30.1%	2822	13.1%	2110	-6.2%	4081	6.1%	7660	49.8%
项目型市场合计	32913	-19.0%	40950	-0.2%	44187	4.5%	37946	-1.6%	44100	34.0%
化工	6221	-30.3%	8974	-3.6%	8061	1.5%	7762	10.0%	9208	48.0%
市政及公共设施	6027	-10.6%	9619	20.5%	10052	19.5%	9022	18.7%	7173	19.0%
石化	4308	-8.9%	4714	9.7%	5454	8.6%	4902	13.1%	5471	27.0%
电力	3379	-24.6%	3991	-22.1%	3731	-24.4%	3015	-33.9%	4427	31.0%
冶金	2188	-15.3%	3508	17.9%	4030	32.5%	3493	20.0%	3216	47.0%
汽车	865	-36.5%	1871	-5.6%	1116	-15.0%	1050	4.6%	839	-3.0%
采矿	576	3.0%	588	-5.6%	904	5.6%	728	-7.7%	610	5.9%
造纸	453	-14.4%	516	-2.5%	615	-5.7%	597	6.8%	526	16.1%
其他	8896	-17.0%	7169	-12.6%	10224	1.2%	7377	-24.2%	12630	42.0%
工控行业合计	53281	-13.9%	67223	5.2%	67441	7.0%	62266	4.7%	75340	41.4%

数据来源：睿工业，东吴证券研究所

图 6：工控行业分产品增速



数据来源：睿工业，东吴证券研究所

分产品看，交流伺服、总线控制类产品拉动快速增长，1) 交流伺服：雷赛 19H2 起开始推广的 L7 伺服系列推广顺利，尤其基于现有客户完成了很多销售，高端交流伺服 L8 系列也在 20 年完成了研发，性能指标达到国际一流。20 年雷赛交流伺服销售 1.65 亿，同比+81%接近翻番；21Q1 继续起量，我们预计增速至少在翻倍以上。展望全年，新品带动下公司将继续开拓 3C 电子、光伏、锂电、物流等先进制造行业，我们预计交流伺服产品继续维持翻倍增长；2) 控制类产品：下游运动控制市场需求旺盛，尤其是总线控制产品推广顺利，控制类产品整体维持快速增长；3) 步进系统：下游需求拉动下，特别是新兴制造行业推广应用，同时 3C、雕刻、喷印等行业复苏，维持快速增长。

分下游看，先进制造持续扩张，传统行业复苏，公司订单饱满、元器件储备充沛，持续高增值得期待。雷赛智能目前聚焦 3C、新能源、特种机床、物流四大行业，设立行业线组织积极开拓，21Q1 公司的产品及解决方案在 5G、半导体、光伏等新行业取得许多应用，同时 3C、雕刻、喷印等传统行业快速复苏。同时，行业进口替代趋势加速，雷赛在伺服等产品的份额快速提升。此外公司元器件等原材料库存充沛，Q1 存货上升 0.56 亿至 3.02 亿，供应上不存在明显的瓶颈，后续有望维持高增。

图 7：雷赛智能业务半年度拆分

	2019H1	2019H2	2020H1	2020H2	2020A
控制技术类-控制卡&控制器					
收入 (亿元)	0.49	0.66	0.73	0.75	1.48
YoY			51.22%	12.70%	28.99%
毛利 (亿元)	0.34	0.47	0.53	0.54	1.07
毛利率	68.99%	71.45%	72.08%	72.75%	72.42%
步进系统类					
收入 (亿元)	1.62	1.66	2.32	2.63	4.95
YoY			43.19%	58.27%	50.82%
毛利 (亿元)	0.65	0.71	1.02	1.13	2.16
毛利率	40.04%	42.59%	44.12%	43.10%	43.58%
伺服系统类					
收入 (亿元)	0.82	0.72	0.88	1.25	2.14
YoY			7.22%	73.52%	38.20%
其中：低压伺服	0.31	0.32	0.21	0.27	0.48
YoY			-31.00%	-16.77%	-23.74%
交流伺服	0.51	0.40	0.67	0.99	1.65
YoY			30.28%	146.42%	81.10%
毛利 (亿元)	0.29	0.26	0.30	0.42	0.72
毛利率	35.36%	35.55%	34.13%	33.43%	33.72%
其他&其他业务					
收入 (亿元)					0.90
YoY					36.62%
毛利 (亿元)					0.32
毛利率					35.83%
总收入 (亿元)	3.24	3.40	4.35	5.11	9.46
YoY			34.51%	50.49%	42.69%
毛利 (亿元)	1.32	1.49	1.93	2.10	4.03
毛利率	40.72%	43.88%	44.39%	41.11%	42.62%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

聚焦战略性行业与客户，推进流程型组织变革。公司上市以来管理体系不断优化，

21 年将重点挖掘 3C 电子、光伏、锂电、物流、特种机床等新兴行业，打造有市场竞争力的行业解决方案和行业专家队伍；同时公司将继续推进流程型组织变革，提升和改革营销体系，建立以“战略导向和目标协同”的集团协同体，完善“劳动创造和价值分配挂钩”的薪酬管理体系，调动所有人才为客户和公司创造价值的积极性、主动性、和创造力。

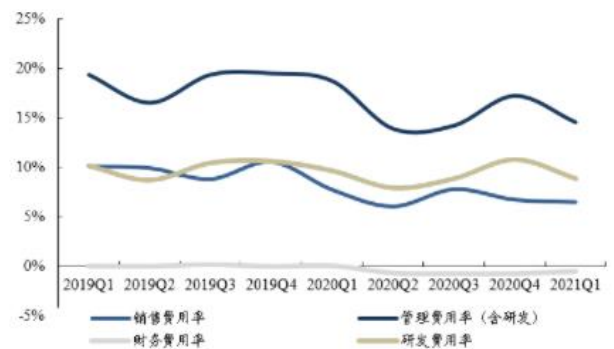
费用率显著下降，原材料储备加强、存货上升。2021Q1 销售、管理（含研发）、研发费用分别同比+49.78%/+39.05%/+63.66%，费用率分别为 6.48%/14.55%/8.84%，费用增速低于收入，费用率显著下降。Q1 经营活动现金流量净额 0.13 亿元；销售商品取得现金 2.28 亿元，同比增长 69.47%。期末预收款项+合同负债 0.03 亿元，比年初下降 17.74%。期末应收账款 2.68 亿元，较期初增长 0.55 亿元，应收账款周转天数下降 2.25 天至 72.45 天。期末存货 3.02 亿元，较期初上升 0.57 亿元，主要是公司进一步加强原材料储备。

图 8：2021Q1 期间费用 0.61 亿元



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 9：2021Q1 期间费用率 20.53%，同比-5.95pct



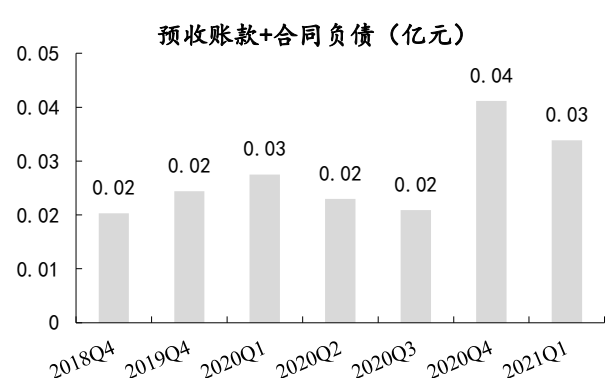
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 10：Q1 现金净流入 0.13 亿元，同比-69.65%



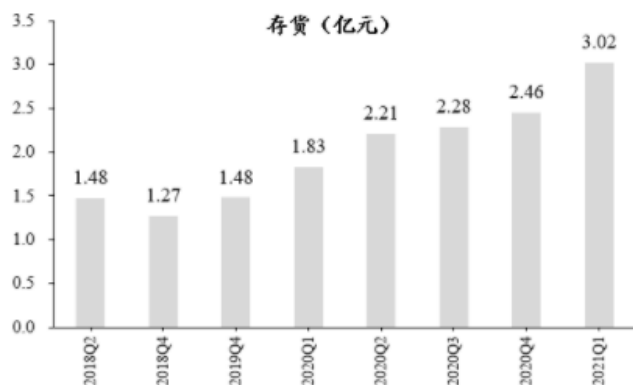
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 11：期末预收款项+合同负债 339 万元，较年初-17.74%



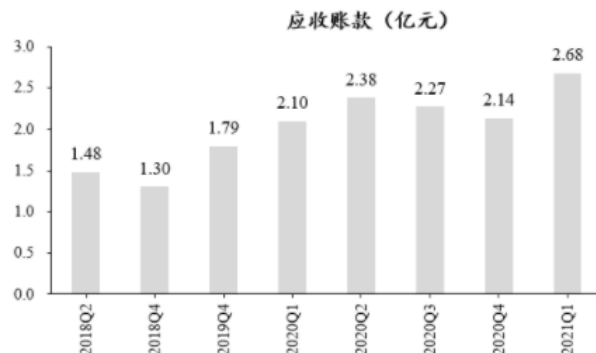
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 12: Q1 期末存货 3.02 亿元, 较期初+0.57 亿元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 13: Q1 期末应收账款 2.68 亿元, 较期初+0.55 亿元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测与投资建议: 我们维持公司 2021-23 年归母净利润分别 3.25 亿、4.71 亿、6.55 亿, 同比分别+82%、+45%、+39%, 对应现价 PE 分别 29x、20x、14x, 给予目标价 62.4 元, 对应 21 年 40xPE, 维持“买入”评级。

风险提示: 宏观经济下行, 竞争加剧。

雷赛智能三大财务预测表

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	1,167	1,422	2,012	2,626	营业收入	946	1,454	2,120	2,898
现金	529	508	741	1,013	减:营业成本	543	815	1,193	1,620
应收款项	274	458	631	829	营业税金及附加	7	10	14	17
存货	246	345	520	654	营业费用	66	90	125	165
其他流动资产	119	112	120	130	管理费用	149	215	302	407
非流动资产	211	349	511	683	财务费用	-6	-6	-1	-2
长期股权投资	82	87	92	97	资产减值损失	0	0	0	0
固定资产	90	142	214	302	加:投资净收益	-5	4	4	5
在建工程	0	41	86	131	其他收益	28	35	45	50
无形资产	19	62	101	136	营业利润	208	372	539	750
其他非流动资产	21	18	18	18	加:营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	1,379	1,772	2,523	3,309	利润总额	208	371	539	749
流动负债	252	407	700	844	减:所得税费用	20	30	43	60
短期借款	10	178	283	417	少数股东损益	12	17	25	34
应付账款	189	169	356	357	归属母公司净利润	176	325	471	655
其他流动负债	53	60	61	70	EBIT	193	362	534	744
非流动负债	9	9	9	9	EBITDA	206	380	560	783
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	9	9	9	9					
负债总计	261	416	709	853					
少数股东权益	29	46	71	106					
归属母公司股东权益	1,088	1,309	1,742	2,350					
负债和股东权益总计	1,379	1,772	2,523	3,309					

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>