

2021 年中报点评：聚焦重点行业和客户，业绩增长符合预期

买入（维持）

2021 年 08 月 29 日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 柴嘉辉

执业证号：S0600521080002

021-60199793

chaijh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	946	1,383	1,950	2,638
同比（%）	42.7%	46.1%	41.0%	35.3%
归母净利润（百万元）	176	291	417	576
同比（%）	66.1%	62.6%	43.5%	37.9%
每股收益（元/股）	0.58	0.96	1.38	1.91
P/E（倍）	57.92	35.06	24.43	17.71

投资要点

■ **2021H1 收入同比+48%、归母净利润同比+42%，符合市场及我们的预期。**上半年实现营收 6.44 亿元，同增 47.98%；实现归母净利润 1.32 亿元，同增 41.64%。考虑 2020Q2 口罩机等基数较高，且今年加码研发投入、Q2 研发费用增长 0.15 亿元以上，故业绩符合市场及我们的预期。

■ **产品结构变化影响毛利率、研发费用上升影响净利率。**2021H1 毛利率为 42.59%，同比下降 1.80pct；归母净利率为 20.47%，同比下降 0.92pct。去年同期口罩机等需求带来控制类产品占比较高，导致去年同期毛利率较高；今年 H1 伺服系统增长 88%、而毛利率约 34.7%，拉低整体毛利率。此外，今年公司研发人员大量扩张，2021Q2 研发费用同比+73%，使得净利率下降较毛利率更多。

■ **“聚焦重点行业和客户”策略成效初显，交流伺服、总线控制类产品拉动快速增长，1) 伺服** 2021H1 营收 1.66 亿元，同比+88%，低压伺服 0.34 亿元、同比+60%，交流伺服 1.32 亿元、同比接近翻番。低压伺服方面，喷绘、AGV 设备带动较快增长；交流伺服方面，新产品 L7/L8 系列表现良好，持续进口替代。下游来看，伺服在巩固传统的电子、3C、特种机床行业的同时，在机器人、新能源、物流等新兴市场取得突破性进展，我们预计伺服业务全年有望维持翻倍左右增长。**2) 控制类产品** 2021H1 收入 1.0 亿元，同比+35.9%，一方面运动控制卡稳步增长，另一方面小型/中型 PLC 等新产品高速增长，考虑 2020Q2 控制类产品基数较高（口罩机影响），我们预计 2021 年该业务同比增速维持 30-40%。**3) 步进系统：**2021H1 步进系统收入 3.2 亿元，同比+37.8%，高增主要来自高端总线型步进系统和闭环步进系统的较快增长，我们预计全年继续维持 30-40%的较快增长。

■ **聚焦战略性行业与客户，推进流程型组织变革。**公司 2021 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。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑公司今年拟大幅增加研发投入，小幅下调公司 2021-23 年归母净利润至 2.91 亿元（-0.34 亿元）、4.17 亿元（-0.54 亿元）、5.76 亿元（-0.79 亿元），同比分别+62.6%、+43.5%、+37.9%，工控行业景气度仍较高、公司国产替代进程加速，给予目标价 48.3 元，对应 2022 年 35 倍 PE，“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)	33.80
一年最低/最高价	24.25/40.45
市净率(倍)	9.11
流通 A 股市值(百万元)	5320.41

基础数据

每股净资产(元)	3.71
资产负债率(%)	29.58
总股本(百万股)	301.60
流通 A 股(百万股)	157.41

相关研究

1、《雷赛智能 (002979)：21Q1 点评：交流伺服、总线控制器带动下，业绩同环比高增》

2021-04-29

2、《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

3、《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

2021H1 收入同比+48%、归母净利润同比+42%，符合市场及我们的预期。2021H1 实现营业收入 6.44 亿元，同比增长 47.98%；实现归属母公司净利润 1.32 亿元，同比增长 41.64%。其中 2021Q2 实现营业收入 3.45 亿元，同比增长 28.83%，环比增长 15.24%；实现归属母公司净利润 0.7 亿元，同比增长 8.12%，环比增长 13.60%。**考虑 2020Q2 口罩机等带来基数较高，且今年加码研发投入、2021Q2 研发费用绝对值增长 0.15 亿元以上，上半年经营业绩符合市场及我们的预期。**

表 1：雷赛智能 2021H1 核心财务数据

雷赛智能	2021H1	2020H1	同比	2021Q2	2020Q2	同比	2021Q1	环比
营业收入（亿元）	6.44	4.35	48.0%	3.45	2.68	28.8%	2.99	15.2%
毛利率	42.6%	44.4%	-1.8pct	43.1%	45.6%	-2.4pct	41.9%	1.2pct
营业利润（亿元）	1.51	1.07	40.8%	0.80	0.75	7.4%	0.71	13.7%
利润总额（亿元）	1.51	1.07	40.8%	0.80	0.75	7.4%	0.71	13.6%
归属母公司净利润（亿元）	1.32	0.93	41.6%	0.70	0.65	8.1%	0.62	13.6%
扣非归母净利润（亿元）	1.23	0.86	43.1%	0.65	0.61	7.4%	0.58	11.8%
归母净利率	20.5%	21.4%	-0.9pct	20.3%	24.2%	-3.9pct	20.6%	-0.3pct
股本（亿股）	3.02	2.08	-	3.02	2.08	-	2.08	-
EPS（元/股）	0.44	0.45	-2.3%	0.23	0.31	-25.4%	0.30	-21.7%

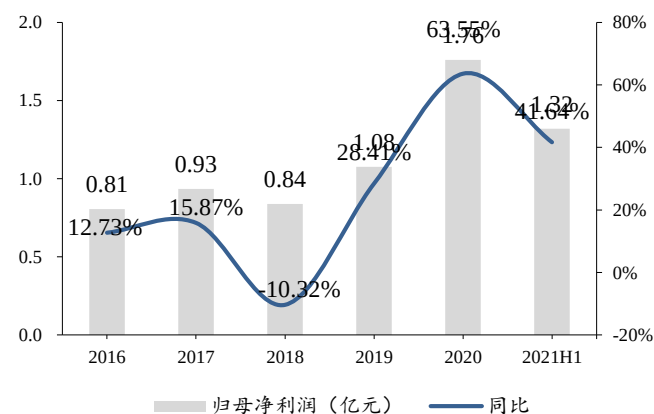
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 1：2021H1 收入 6.44 亿元，同比+47.98%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

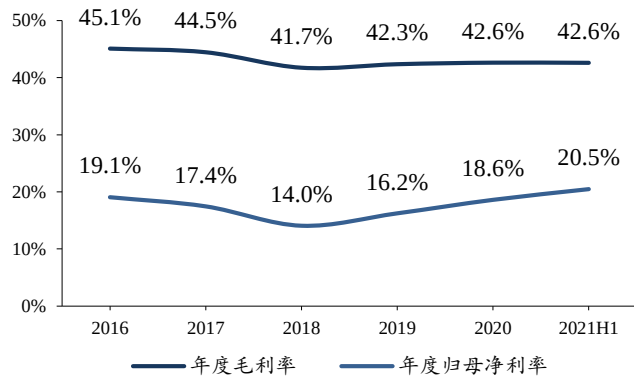
图 2：2021H1 归母净利润 1.32 亿元，同比+41.64%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

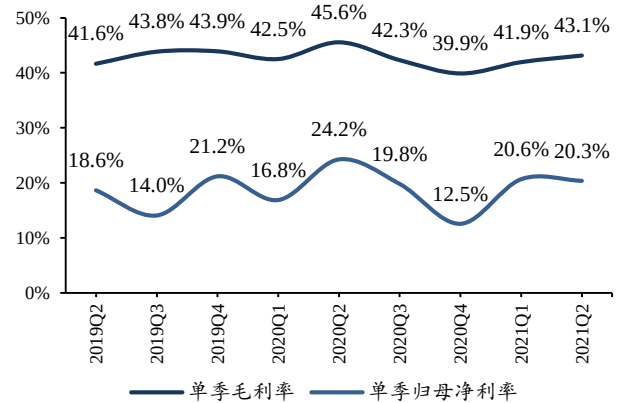
产品结构变化影响毛利率、研发费用上升影响净利率。2021H1 毛利率为 42.59%，同比下降 1.80pct，Q2 毛利率 43.15%，同比下降 2.42pct，环比上升 1.21pct；2021H1 归母净利率为 20.47%，同比下降 0.92pct，Q2 归母净利率 20.33%，同比下降 3.89pct，环比下降 0.29pct。去年同期口罩机等需求带来控制类产品占比较高，而控制类产品毛利率高达 70%以上，因此去年同期毛利率较高；2021H1 伺服系统增长 88%、而毛利率约 34.7%，远低于控制类产品，因此整体毛利率有所下降。分产品来看，控制类、步进、伺服毛利率分别 70.1%/44.1%/34.7%，同比分别-2.0pct/-0.03pct/+0.6pct，基本维持稳定。此外，今年公司研发人员大量扩张，2021Q2 研发费用 3656 万元，同比+73%，使得净利率下降较多。

图 3：2021H1 毛利率、净利率同比-1.8、-0.92pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：2021Q2 毛利率、净利率同比-2.42、-3.89pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

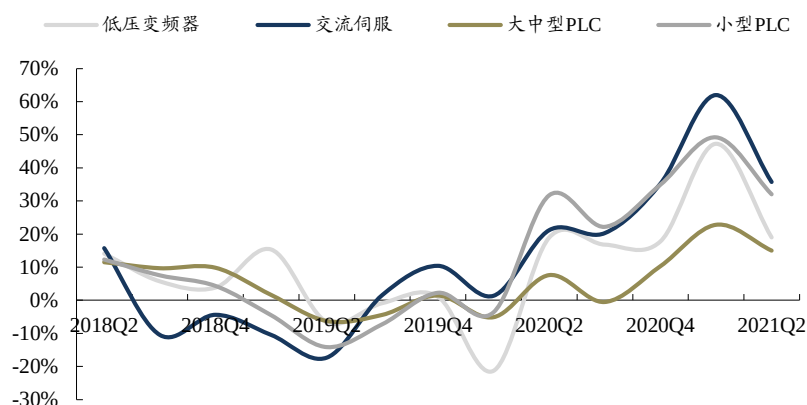
2021Q2 行业同增 28%、今年先进制造高增+出口需求较好，我们预计下半年工控需求景气度仍高，明后年先进制造行业持续有结构性增长的机会。去年疫情以来工控行业进入复苏轨道；进入 2021 年以来，一方面先进制造锂电、光伏、电子 3C、半导体、物流、机床等先进制造行业资本开支高速增长；另一方面，出口超预期带来纺织、印刷包装等行业需求也快速增长。2021Q1/Q2 OEM 型市场同比增速高达 53.4%/28.1%，行业需求持续向好，全年行业需求同比增速我们预计仍在 10%以上。分产品来看，先进制造需求带动下，2021Q2 伺服/变频/小型 PLC 增速分别+35.7%/+19.0%/+32.0%。

图 5：工控行业分下游同比增速

单位：	2020								2021			
百万元	2020Q1	2020Q1	2020Q2	2020Q2	2020Q3	2020Q3	2020Q4	2020Q4	2021Q1	2021Q1	2021Q2	2021Q2
OEM市场合计	20368	-4.0%	26273	14.9%	23254	12.1%	24320	16.2%	31240	53.4%	33667	28.1%
机床	4313	-24.6%	7340	17.2%	5476	15.0%	6571	21.6%	6944	61.0%	9589	30.6%
半导体	2105	18.4%	2794	31.1%	2724	22.8%	2564	21.7%	3410	62.0%	3940	41.0%
电池	1037	16.1%	1230	25.3%	1103	23.2%	1028	27.1%	1899	83.1%	1757	42.8%
包装	778	-9.1%	1231	16.1%	1175	12.9%	1020	11.2%	1518	95.1%	1721	39.8%
纺织	861	-34.4%	1506	-6.1%	1553	5.1%	1255	8.2%	1016	18.0%	2100	39.4%
工业机器人	488	-14.2%	761	26.4%	699	26.9%	694	30.9%	1016	108.2%	1164	53.0%
暖通空调	852	17.2%	1106	21.3%	1118	19.3%	819	15.2%	1005	18.0%	1272	15.0%
电梯	667	-26.5%	1516	15.2%	1323	9.1%	1242	12.6%	1001	50.1%	1728	14.0%
物流	681	14.1%	1015	27.4%	1001	20.5%	812	25.1%	940	38.0%	1370	35.0%
起重	742	-14.2%	939	13.1%	834	12.1%	666	17.3%	928	25.1%	1108	18.0%
橡胶	384	-13.1%	424	-17.2%	495	2.1%	404	3.1%	530	38.0%	475	12.0%
印刷	317	-17.4%	339	-29.2%	466	-1.9%	436	11.2%	518	63.4%	481	41.9%
塑料	379	-19.4%	594	-3.1%	630	4.1%	523	7.0%	515	35.9%	671	13.0%
食品饮料	400	-15.6%	655	8.1%	622	6.1%	528	10.2%	508	27.0%	714	9.0%
工程机械	252	-12.5%	569	46.6%	547	31.8%	414	47.9%	462	83.3%	603	6.0%
纸中	317	16.1%	440	18.9%	395	12.5%	371	23.3%	435	37.2%	519	18.0%
制药	162	-16.9%	269	25.1%	253	22.8%	251	28.7%	233	43.8%	291	8.2%
造纸	146	-14.6%	229	-5.0%	237	-1.3%	206	6.7%	171	17.1%	286	24.9%
建材	344	2.4%	456	12.9%	448	10.3%	400	8.7%	476	38.4%	511	12.1%
烟草	30	0.0%	38	-2.6%	45	-2.2%	35	-7.9%	55	83.3%	35	-7.9%
其他	5113	30.1%	2822	13.1%	2110	-6.2%	4081	6.1%	7660	49.8%	3332	18.1%
项目型市场合计	32913	-19.0%	40950	-0.2%	44187	4.5%	37946	-1.6%	44100	34.0%	43912	7.2%
化工	6221	-30.3%	8974	-3.6%	8061	1.5%	7762	10.0%	9208	48.0%	10510	17.1%
市政及公共设施	6027	-10.6%	9619	20.5%	10052	19.5%	9022	18.7%	7173	19.0%	8665	-9.9%
石化	4308	-8.9%	4714	9.7%	5454	8.6%	4902	13.1%	5471	27.0%	5338	13.2%
电力	3379	-24.6%	3991	-22.1%	3731	-24.4%	3015	-33.9%	4427	31.0%	3812	-4.5%
冶金	2188	-15.3%	3508	17.9%	4030	32.5%	3493	20.0%	3216	47.0%	4059	15.7%
汽车	865	-36.5%	1871	-5.6%	1116	-15.0%	1050	4.6%	839	-3.0%	1852	-1.0%
采矿	576	3.0%	588	-5.6%	904	5.6%	728	-7.7%	610	5.9%	635	8.0%
造纸	453	-14.4%	516	-2.5%	615	-5.7%	597	6.8%	526	16.1%	600	16.3%
其他	8896	-17.0%	7169	-12.6%	10224	1.2%	7377	-24.2%	12630	42.0%	6441	-10.2%
工控行业合计	53281	-13.9%	67223	5.2%	67441	7.0%	62266	4.7%	75340	41.4%	77579	15.4%

数据来源：MIR，东吴证券研究所

图 6: 工控行业分产品同比增速



数据来源: MIR, 东吴证券研究所

“聚焦重点行业和客户”策略成效初显，交流伺服、总线控制类产品拉动快速增长，1) 伺服：2021H1 伺服销售 1.66 亿元，同比+88%，拆分来看传统产品低压伺服 0.34 亿元，同比+60%，交流伺服 1.32 亿元，同比接近翻番。低压伺服方面，喷绘设备恢复性增长、AGV 设备行业突破带动较快增长；交流伺服方面，新产品 L7/L8 系列表现良好，产品稳定性、附加值提升，持续进口替代，从下游结构看，伺服系统产品在巩固传统的电子、3C、特种机床行业的同时，在机器人、光伏、锂电、物流等新兴市场取得突破性进展，“聚焦行业和客户”的策略成效初显，我们预计伺服业务全年有望维持翻倍左右增长。

2) 控制类产品：2021H1 公司控制类产品收入 1.0 亿元，同比+35.9%，其中一方面运动控制卡稳步增长，另一方面近两年推出的小型运动控制 PLC、中型运动控制 PLC、IO 模块等新产品高速增长，考虑去年 Q2 控制类产品基数较高（口罩机影响），我们预计全年控制类产品增速维持 30-40%较快增长。

3) 步进系统：2021H1 公司步进系统收入 3.2 亿元，同比+37.8%，高增主要来自高端总线型步进系统和闭环步进系统的较快增长，公司通过优化算法和新增功能，提升了闭环步进的产品附加值和竞争力，市占率进一步提升，我们预计全年继续维持 30-40%的较快增长。

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，2021 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。

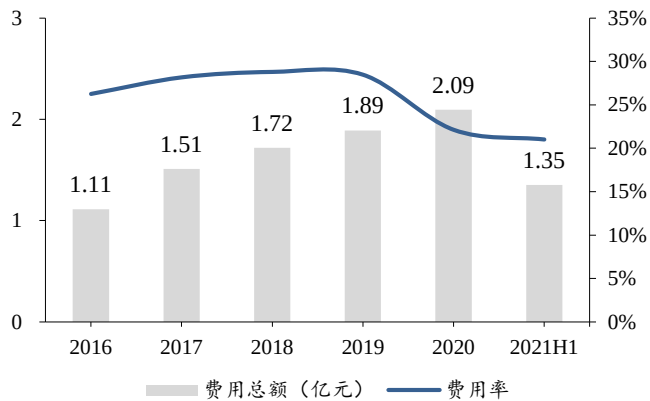
费用率总体下降，但研发费用 2021Q2 显著增长。公司 2021H1 费用同比增长 41.06%至 1.35 亿元，期间费用率下降 1.03 个百分点至 21.01%。其中，销售、管理

(含研发)、研发、财务费用分别同比上升 43.26%、上升 41.61%、上升 68.98%、下降 100.12%至 0.42 亿元、0.97 亿元、0.63 亿元、-0.03 亿元；费用率同比分别下降 0.21、下降 0.68、上升 1.22、下降 0.14 个百分点至 6.48%、15.07%、9.79%、-0.53%。

2021Q2，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比

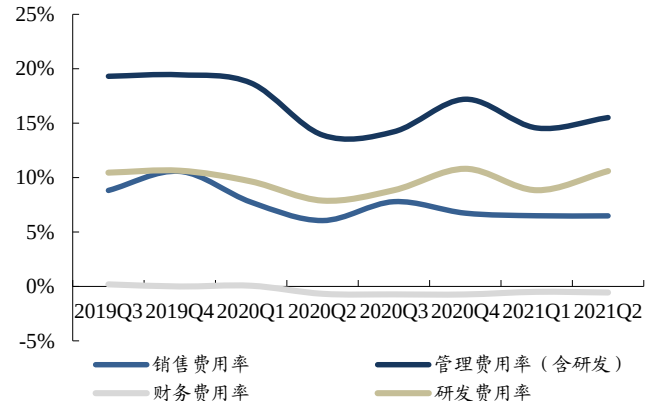
+38.04%/+43.76%/+73.05%/+6.39%，费用率分别为 6.47%/15.51%/10.60%/-0.56%。

图 7：2021H1 期间费用 1.35 亿元，同比+41.06%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

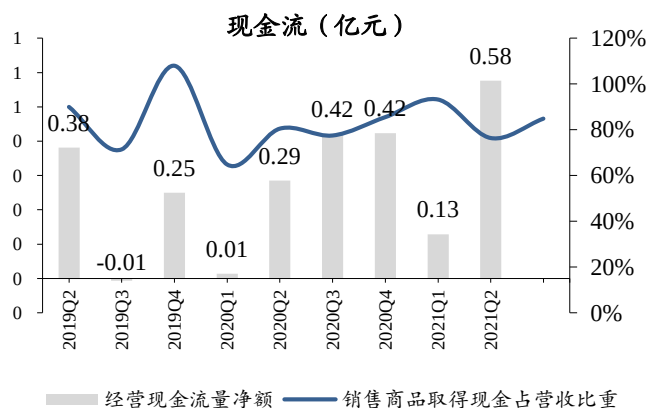
图 8：2021H1 期间费用率 21.01%，同比-1.03pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

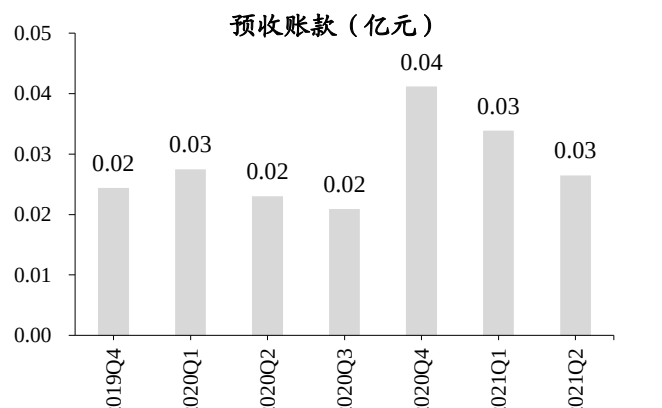
现金流稳健，存货、应收款增长。2021H1 经营活动现金流量净流入 0.71 亿元，同比增长 135.75%，其中 2021Q2 经营活动现金流量净额 0.58 亿元；销售商品取得现金 5.21 亿元，同比增长 52.27%。期末预收款项 0.03 亿元，比期初下降 35.73%。期末应收账款 3.18 亿元，较期初增长 1.05 亿元，应收账款周转天数下降 0.38 天至 74.32 天。期末存货 3.4 亿元，较期初上升 0.95 亿元；存货周转天数上升 12.18 天至 142.6 天。

图 9：2021Q2 现金净流入 0.58 亿元，同比+102.13%



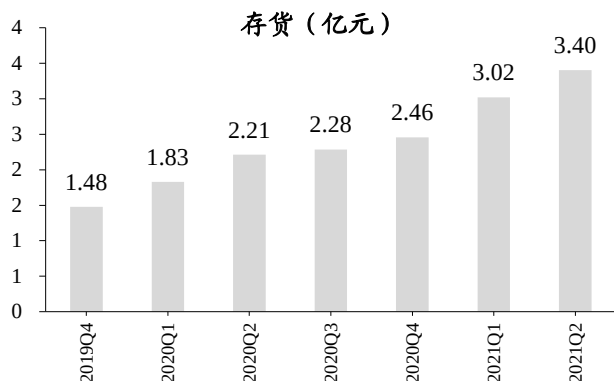
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 10：2021Q2 期末预收款项 0.03 亿元，同比+15.05%



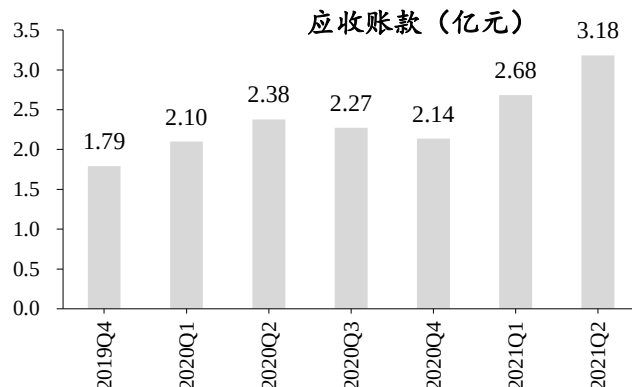
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 11: 2021Q2 期末存货 3.40 亿元, 较 2021 年初+0.95 亿元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 12: 2021Q2 期末应收账款 3.18 亿元, 较 2021 年初+1.05 亿元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测与投资建议: 考虑公司今年拟大幅增加研发投入, 小幅下调公司 2021-23 年归母净利润至 2.91 亿元 (-0.34 亿元)、4.17 亿元 (-0.54 亿元)、5.76 亿元 (-0.79 亿元), 同比分别+62.6%、+43.5%、+37.9%, 工控行业景气度仍较高、公司国产替代进程加速, 给予目标价 48.3 元, 对应 2022 年 35 倍 PE, “买入”评级。

风险提示: 宏观经济下行, 竞争加剧等。

雷赛智能三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1,167	1,339	1,863	2,401	营业收入	946	1,383	1,950	2,638
现金	529	483	682	922	减:营业成本	543	785	1,114	1,499
应收款项	274	422	580	750	营业税金及附加	7	10	13	16
存货	246	324	484	603	营业费用	66	86	113	148
其他流动资产	119	110	118	127	管理费用(含研发)	149	216	289	380
非流动资产	211	335	479	635	财务费用	-6	-4	-3	-4
长期股权投资	82	87	92	97	加:投资净收益	-5	4	4	5
固定资产	90	133	194	271	其他收益	28	35	45	50
无形资产	19	62	101	136	营业利润	208	333	478	659
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	1,675	2,342	3,036	利润总额	208	333	477	659
流动负债	252	346	611	747	减:所得税费用	20	27	38	53
短期借款	10	130	217	353	少数股东损益	12	15	22	30
应付账款	180	134	311	289	归属母公司净利润	176	291	417	576
其他流动负债	53	59	60	68	EBIT	193	322	471	652
非流动负债	9	9	9	9	EBITDA	206	339	496	688
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	9	9	9	9					
负债合计	261	355	620	756	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	29	44	66	97	每股收益(元)	0.58	0.96	1.38	1.91
归属母公司股东权益	1,088	1,275	1,655	2,183	每股净资产(元)	3.61	4.23	5.49	7.24
负债和股东权益	1,379	1,675	2,342	3,036	发行在外股份(百万股)	208	302	302	302
					ROIC(%)	40.2%	37.1%	41.0%	40.6%
					ROE(%)	16.8%	23.2%	25.5%	26.6%
					毛利率(%)	42.6%	43.2%	42.9%	43.2%
					销售净利率(%)	18.6%	21.0%	21.4%	21.8%
					资产负债率(%)	18.9%	21.2%	26.5%	24.9%
					收入增长率(%)	42.7%	46.1%	41.0%	35.3%
					净利润增长率(%)	66.1%	62.6%	43.5%	37.9%
					P/E	57.92	35.06	24.43	17.71
					P/B	9.37	7.99	6.16	4.67
					EV/EBITDA	46.97	29.06	19.71	14.09
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E					
经营活动现金流	114	52	311	329					
投资活动现金流	-76	-117	-166	-181					
筹资活动现金流	302	-110	-35	-43					
现金净增加额	340	-175	111	105					
折旧和摊销	13	18	25	36					
资本开支	15	119	138	151					
营运资本变动	-106	-260	-142	-299					

数据来源: Wind, 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>