

## 携手华为深度合作，第二曲线增长动力强劲

### ——科力尔公司首次覆盖报告

#### 报告要点:

#### ● 国内罩极电机龙头，积极布局第二增长曲线

科力尔主要产品包括单相罩极电机、串激电机、步进电机、直流无刷电机和伺服电机，其中核心产品罩极电机产销量位列全国第一。公司致力于成为全球顶尖的电机与智能驱控技术提供商，凭借优秀的研发和生产能力，产品系列逐步向驱动、控制等领域延伸，从单相罩极电机和串激电机发展到具有高技术含量和附加值的伺服电机、直流无刷电机、步进电机等，广泛应用在家电、安防、医疗器械、工业自动化等领域。

#### ● 政策支持+需求攀升双重利好，国产替代化推动行业转型升级

2015年以来“工业4.0”概念引领国产替代化趋势，《中国制造2025》指出要加快发展智能制造装备和产品，研发伺服电机及驱动器等智能制造的核心装置，工业自动化对传统产业的迭代将倒逼微特电机行业加速发展。同时，消费升级打开需求空间，微特电机下游智能家居、新能源汽车、机器人、无人机等高科技新兴领域将引领行业开启新一轮景气上行周期。

#### ● 传统业务稳步发展，新一代伺服系统放量突破，收入利润多翼齐飞

公司深耕罩极电机和串激电机多年，产品性能已经可以比肩国际水平，同时凭借较高的性价比，得到伊莱克斯、惠而浦、松下等多家知名客户青睐，近年来销售额保持稳定增长。2019年起公司进行组织架构调整，新设运动控制/工业控制/智能控制/泵类事业部，聚焦伺服电机、直流无刷电机、步进电机等新业务的研发。2020年公司重磅推出新一代高性能V6伺服系统，产品性能可媲美日本同类产品，实现了进口替代。2021年6月公司成为华为的供应商，伺服系统也在苹果手机生产和检测设备市场获得突破。

#### ● 投资建议与盈利预测

深度绑定优质客户华为，第二曲线增长动力强劲。未来凭借长期积累的核心技术优势和客户资源优势，公司有望实现固本拓新，在立足罩极电机等传统主业的同时积极布局新业务，迎来业绩高速增长阶段。我们预计2021-2023年公司营业收入分别为14.54亿元/22.11亿元/29.97亿元，同比增长46.43%/52.02%/35.55%；归母净利润分别为1.13亿元/2.51亿元/3.81亿元，同比增长15.34%/121.63%/51.70%。对应2021-2023年的EPS分别为0.41/0.90/1.36，当前股价对应PE分别为81.8/36.9/24.3倍，首次覆盖给予“买入”评级。

#### ● 风险提示

原材料价格波动风险、汇率波动风险、微特电机市场竞争风险。

## 买入|首次评级

当前价 33.19元

#### 基本数据

52周最高/最低价(元): 34.12/17.03

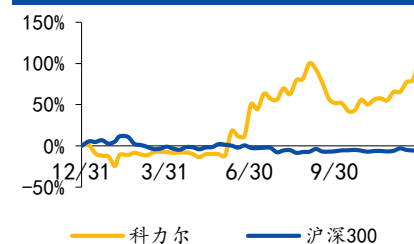
A股流通股(百万股): 225.01

A股总股本(百万股): 225.01

流通市值(百万元): 7468.07

总市值(百万元): 7468.07

#### 过去一年股价走势



资料来源: Wind

#### 相关研究报告

#### 报告作者

分析师 凌晨

执业证书编号 S0020521110002

电话 021-51097188

邮箱 lingchen@gyzq.com.cn

#### 附表：盈利预测

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	850.70	993.19	1454.32	2210.83	2996.80
收入同比(%)	18.00	16.75	46.43	52.02	35.55
归母净利润(百万元)	88.05	98.24	113.31	251.13	380.96
归母净利润同比(%)	26.59	11.56	15.34	121.63	51.70
ROE(%)	12.86	13.77	8.67	17.53	22.57
每股收益(元)	0.32	0.35	0.41	0.90	1.36
市盈率(P/E)	105.28	94.37	81.81	36.91	24.33

资料来源: Wind, 国元证券研究所

## 目 录

1. 国内罩极电机龙头，近年来业绩保持稳健增长.....	4
1.1 深耕微特电机二十余年，产品矩阵丰富 .....	4
1.2 盈利能力稳定，智能家居类产品贡献主要收入来源 .....	5
2. 扎实推进传统业务，多领域布局迎第二增长曲线 .....	9
2.1 微特电机是工业制造中的核心构成部件，应用领域广泛潜力巨大 .....	9
2.2 传统业务表现稳定，持续开拓下游优质客户 .....	11
2.3 政策支持+需求攀升双重利好，驱动微特电机行业转型升级 .....	13
2.4 高端电机产品步入快速发展通道，第二成长曲线开启 .....	14
3. 伺服系统深度绑定华为，新能源赛道拓展顺利 .....	16
3.1 立足风口，高技术壁垒的伺服电机有望成为行业最重要的突破点 .....	16
3.2 新型 V6 伺服系统实现进口替代，成功打入华为供应链 .....	18
3.3 深度布局新能源产业，品类扩张打造新增长极 .....	19
4. 持续加码研发投入，不断健全长效激励机制 .....	19
4.1 高度重视自主研发，技术创新构筑企业护城河 .....	19
4.2 股权激励和持股计划双管齐下，扩产项目稳步推进 .....	20
5. 盈利预测和投资评级 .....	21

## 图表目录

图 1：公司历史沿革 .....	4
图 2：公司股权结构 .....	4
图 3：公司营业总收入及增速 .....	6
图 4：公司归母净利润及增速 .....	6
图 5：公司毛利率、净利率 .....	6
图 6：公司期间费用率 .....	6
图 7：公司 ROE、ROA .....	7
图 8：公司总资产周转率 .....	7
图 9：公司主营业务成本构成情况 .....	7
图 10：2016 年以来国内市场铜现货价（元/吨） .....	8
图 11：2016 年以来国内市场硅钢片价格（元/吨） .....	8
图 12：公司营业总收入分产品占比 .....	8
图 13：公司分产品收入（亿元） .....	8
图 14：公司境外、境内收入及增速 .....	9
图 15：公司境外、境内收入占比 .....	9
图 16：微特电机分类 .....	10
图 17：微特电机行业产业链 .....	10
图 18：2013-2018 年中国微特电机市场规模及增速 .....	10
图 19：2018 年我国微特电机行业市场需求结构 .....	10
图 20：公司传统业务分产品销量（万台） .....	12

图 21: 公司传统业务分产品产量 (万台) .....	12
图 22: 2014-2020 年中国微特电机产量及增速 .....	14
图 23: 2014-2020 年中国微特电机表观需求量及增速 .....	14
图 24: 新一代高性能 V6 伺服系统打破国外技术垄断 .....	14
图 25: 重磅发布全数字开环和闭环驱动器 .....	14
图 26: 公司新业务分产品销量 (万台) .....	15
图 27: 公司各产品毛利率对比 .....	15
图 28: 全球无刷电机行业市场地区分布情况 .....	15
图 29: 2015-2023 年全球直流无刷电机市场规模及增速 .....	15
图 30: 2012-2020 年中国小家电市场规模及增速 .....	16
图 31: 伺服系统工作原理 .....	17
图 32: 2016-2020 年我国伺服电机产量及增速 .....	17
图 33: 2014-2020 年我国伺服电机市场规模及增速 .....	17
图 34: 2019 年我国伺服系统下游行业分布 .....	18
图 35: 2021 年上半年我国伺服电机行业市场份额 .....	18
图 36: 公司研发费用率处于行业中间水平 .....	20
表 1: 公司主要产品按技术原理分类 .....	5
表 2: 公司产品按应用领域分类情况 .....	8
表 3: 国际及国内微特电机代表企业 .....	11
表 4: 公司重点客户介绍 .....	12
表 5: 微特电机未来六大发展方向 .....	13
表 6: 公司六大事业部介绍 .....	14
表 7: 公司重点技术介绍 .....	19
表 8: 公司 2021 年首次授予股票期权的业绩触发条件 .....	21
表 9: 公司 2021 年员工持股计划 .....	21
表 10: 相对估值表 .....	22

## 1. 国内罩极电机龙头，近年来业绩保持稳健增长

### 1.1 深耕微特电机二十余年，产品矩阵丰富

公司从事微特电机研发超二十年，罩极电机产销量全国第一。公司创立于 1992 年 4 月，前身为深圳市科力尔电机有限公司，专注于微特电机与智能驱控技术的开发、生产与销售，2017 年 8 月于深交所挂牌上市。公司拥有超 20 年的微电机研发制造经验，是国内最大的微特电机制造和出口企业之一，主要产品包括罩极电机、串激电机、直流无刷电机、步进电机、伺服电机、编码器、驱动器、精密泵等，其中罩极电机产销量领先行业。公司产品广泛应用在家电、办公、安防、医疗器械、工业自动化与机器人等领域，拥有伊莱克斯、惠而浦、松下等知名客户，致力于成为全球顶尖的电机与智能驱控技术提供商。

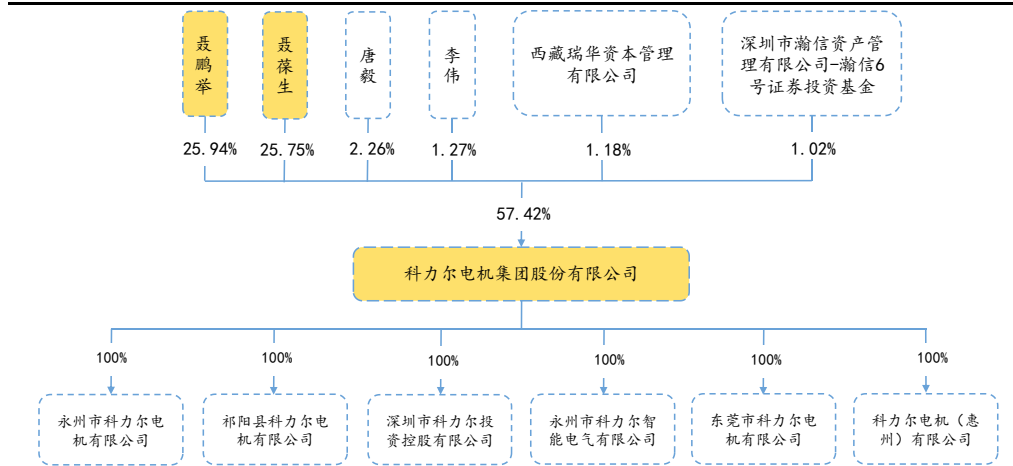
图 1：公司历史沿革



资料来源：公司官网，国元证券研究所

高管持股比例集中，股权结构稳定。截至 2021 年 9 月 30 日，公司董事长兼总经理聂鹏举先生直接持股 25.94%；董事兼名誉董事长聂葆生先生直接持股 25.75%，为公司实际控制人。公司最终受益人为聂葆生、聂鹏举父子，合计持股比例为 51.69%。公司共拥有 6 家全资子公司，分别为永州科力尔、祁阳科力尔、科力尔投控、科力尔智能电气、东莞科力尔、科力尔电机（惠州）。

图 2：公司股权结构








资料来源：Wind，国元证券研究所

**管理层经验丰富，领导力卓越彰显公司格局。**公司董事长兼总经理聂鹏举先生曾留学加拿大，于 2006 年加入公司，从最基层做起，一步步走向管理层，兼备低调实干的稳健作风和与时俱进的创新精神。聂鹏举先生也是第十三届全国人大代表、湖南省第十二届和十三届人大代表，曾获全国五一劳动奖章、湖南省劳动模范、中国品牌十大匠心人物、湖南省优秀企业家等荣誉，懂行业、善经营，拥有杰出的领导能力和丰富的管理经验。

**公司主要产品包括单相罩极电机、串激电机、步进电机、直流无刷电机和伺服电机。**公司以电机技术、材料技术、驱动技术、控制技术为基础，凭借优秀的设计研发能力和生产制造能力，逐步向驱动、控制等领域延伸。产品系列从最初的单相罩极电机和串激电机，发展到具有高技术含量和附加值的步进电机、直流无刷电机、伺服电机等，广泛应用于智能家居、办公自动化、安防监控、医疗器械、3D 打印、锂电池设备、机器人与工业自动化设备等多个领域。

表 1：公司主要产品按技术原理分类

产品类别	产品外观	产品特点	产品用途
单相罩极电机		低噪声，运行可靠，无电磁干扰，免维护	用于家电及医疗器械产品的冷却、散热、空气循环，如烤箱、排风扇、空调器、微波炉、家用水泵等
串激电机		转速高，启动力矩大，调速范围广，免维护	为小家电、电动工具等提供高转速动力，如食物搅拌机、吸尘器、电吹风、豆浆机、咖啡机、电钻、电磨等
直流无刷电机		效率高，低速大功率运行，稳定性好，调速范围广，震动小	白色家电产品的无级调速、冷却散热、智能控制等，如冰箱、空调、洗衣机、换气扇等
步进电机		具有自锁力，系统可靠性高，高精度定位，启动、停止、变速可控	用于办公自动化、工业自动化、安防监控产品的角度控制和位移控制，如复印机、扫描仪、舞台灯光、ATM 机、监控云台、绣花机等
伺服电机		精度高，响应速度快，寿命长，过载能力强，体积小、重量轻	主要用于工业自动化的运动控制与执行，如工业机器人、高端数控机床、印刷设备、包装设备、纺织设备、激光加工设备等

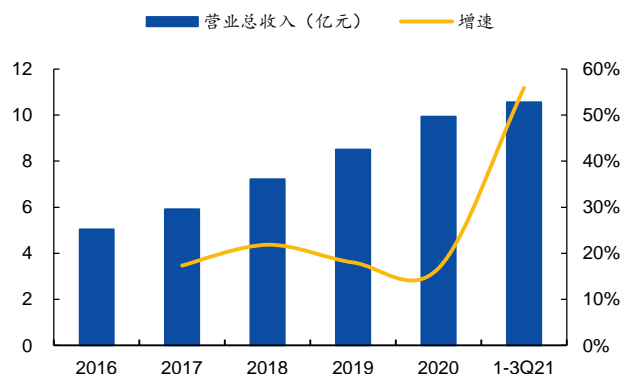
资料来源：公司公告，公司官网，国元证券研究所

## 1.2 盈利能力稳定，智能家居类产品贡献主要收入来源

**业绩持续稳定增长，财务状况保持稳健。**2016-2020 年，公司营业收入 CAGR 为 18.47%，同期归母净利润 CAGR 为 9.83%，业绩保持稳健增长。2020 年疫情期间公司积极开拓市场，进一步优化产品结构，全年实现营收 9.93 亿元、归母净利润 0.98 亿元，分别同比+16.75%、+11.56%。2021 前三季度公司实现营收 10.56 亿元(超过 2020 年全年的水平)、归母净利润 0.82 亿元，分别同比+55.90%、+6.19%。

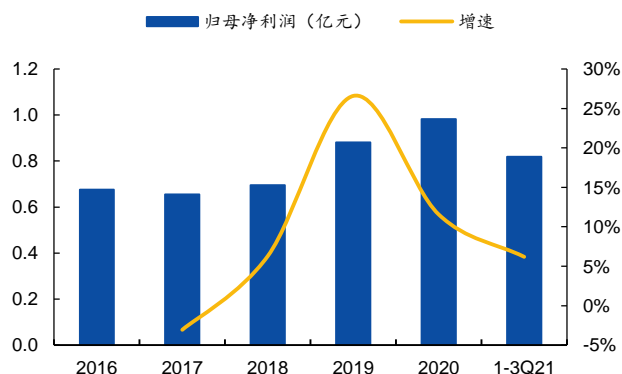


图 3：公司营业总收入及增速



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 4：公司归母净利润及增速

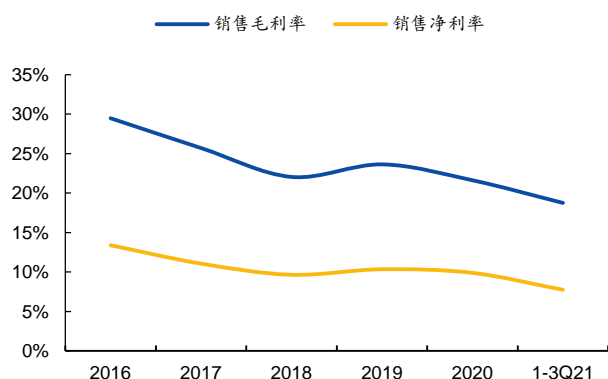


资料来源：Wind，国元证券研究所

**成本端承压盈利受限，2021H2 盈利水平有望改善。**2016-2020 年，受累于原材料价格上涨及人民币升值影响，公司毛利率呈现下降趋势。公司通过提价、优化设计降低成本、远期合约锁汇锁铜、提高生产效率和管理水平等方式积极化解压力，目前已经渡过毛利率的最低谷期，我们预计 2021 年下半年公司盈利水平将显著回升。

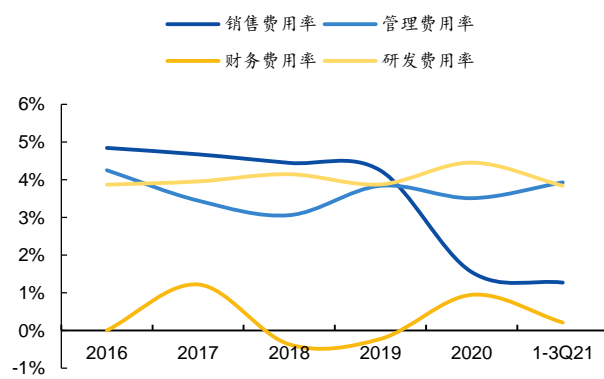
**研发投入保持稳定，期间费用管控良好。**公司持续保持较高的研发投入，2020 年研发费用率同比+0.58pct 至 4.45%。受会计准则变更影响，2020 年公司销售费用率同比-2.69pct 至 1.55%。2016-2018 年公司 ROE 有所下滑，主因上市期间资产规模大幅增加导致资产周转率下降。2018-2020 年，公司 ROE 稳步提升，由 11.66% 增加至 14.05 %。我们预计随着公司盈利能力逐渐增强，ROE 将持续恢复增长。

图 5：公司毛利率、净利率



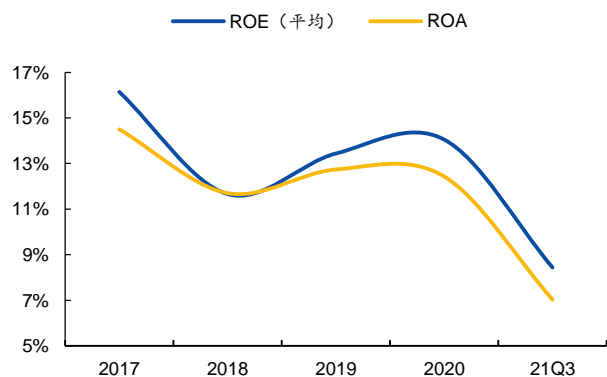
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 6：公司期间费用率



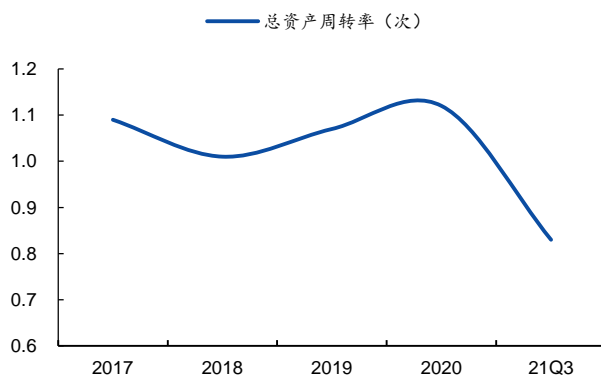
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 7：公司 ROE、ROA



资料来源：Wind，国元证券研究所

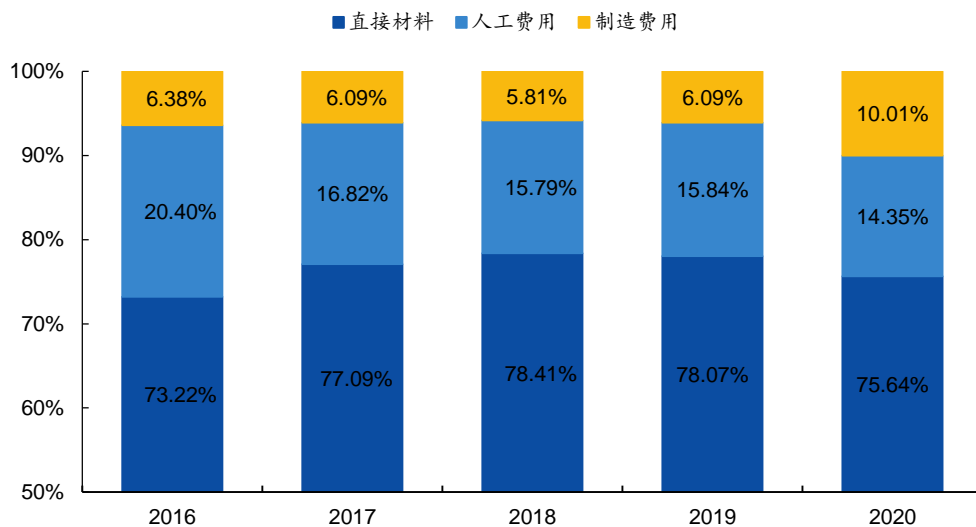
图 8：公司总资产周转率



资料来源：Wind，国元证券研究所

铜及硅钢片价格有望步入下行通道，原材料成本压力将缓解。公司产品成本中原材料占比超 70%，2020 年直接材料在主营业务成本中的占比为 75.64%。公司生产所需原材料主要为漆包线（主要原材料为铜）、硅钢等，2021 年至今国内铜价高位震荡，我们认为，随着未来供需改善，未来铜价将回归其基本面，逐渐回落；2021 年下半年至今国内硅钢片价格持续走低，我们认为，硅钢价格将继续保持下行趋势。2021 年以来公司上游成本承压，中长期来看原材料价格将逐渐下滑，公司成本端压力有望得到缓解，释放利润。

图 9：公司主营业务成本构成情况



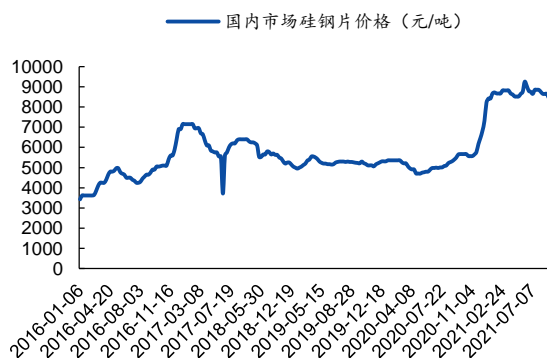
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 10：2016 年以来国内市场铜现货价（元/吨）



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 11：2016 年以来国内市场硅钢片价格（元/吨）



资料来源：Wind，国元证券研究所

智能家居类产品为公司最重要的收入来源，收入占比约 70%。公司营业收入主要由罩极电机、串激电机构成，2016-2018 年罩极电机和串激电机合计贡献收入超过 90%。公司产品按应用领域分类，主要分为智能家居类、健康与护理类和运动控制类产品，其中智能家居类产品为第一大品类，主要包括罩极电机、串激电机、直流无刷电机等，合计营收占比约 70%。2021H1 公司智能家居类、健康与护理类、运动控制类产品营收占比分别为 70.97%、16.56%、9.18%。

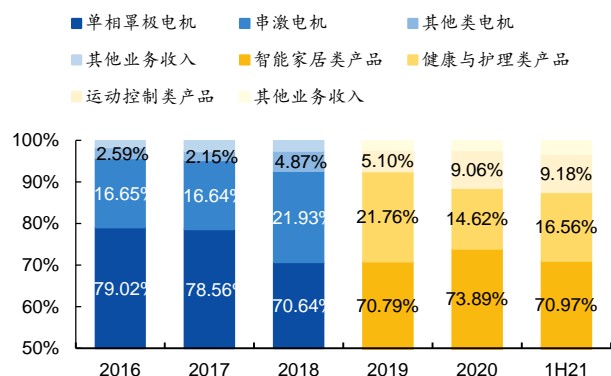
表 2：公司产品按应用领域分类情况

产品类别	产品	应用领域
智能家居类	罩极电机、串激电机、直流无刷电机、泵类	烤箱、冰箱、换气扇、洗衣机、暖风机、微波炉、商用空调、空气炸锅、空气净化器、咖啡机等
健康与护理类产品	罩极电机、串激电机、直流无刷电机	医疗雾化器、电吹风、食物搅拌机、果汁机、豆浆机等
运动控制类产品	直流无刷电机、步进电机、伺服电机、编码器、驱动器	3D 打印机、安防监控、机器人、5G 基站、高端数控机床、自动化生产线、电子加工设备、锂电池加工设备、医疗器械制造设备、激光加工设备等

资料来源：公司公告，国元证券研究所

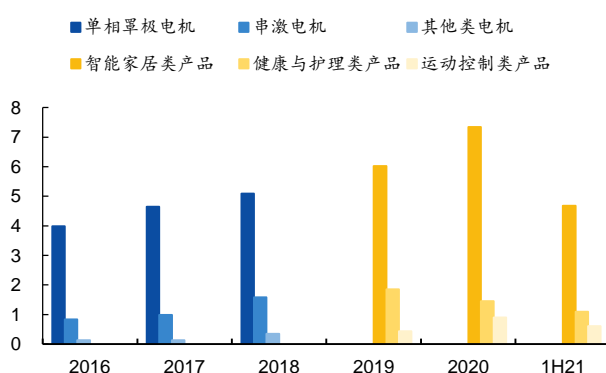
注：罩极电机含贯流风机

图 12：公司营业总收入分产品占比



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 13：公司分产品收入（亿元）



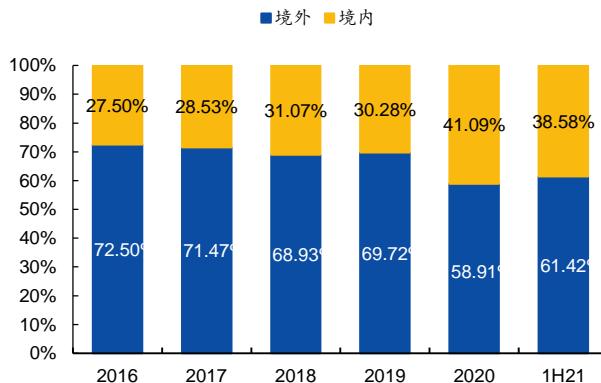
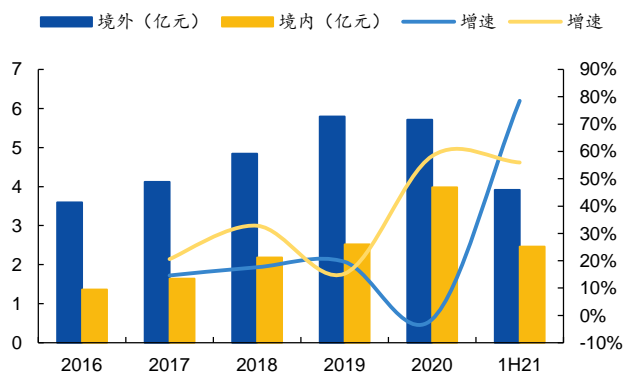
资料来源：Wind，国元证券研究所



国外市场收入占比高，国内市场增长潜力大。公司收入主要来自于海外业务，2016-2019 年境外收入占主营业务比重约 70%。2020 年受疫情影响欧美国家经济下滑，公司积极调整营销策略，重点拓展国内市场，全年境内收入同比+58.33%。2021 年公司持续发力国内市场，上半年国内市场依旧增长强劲，实现收入 2.46 亿元，同比+55.95%。我们认为，随着国内市场的开拓不断深化，未来公司境内收入占比将进一步提高。

图 14：公司境外、境内收入及增速

图 15：公司境外、境内收入占比



资料来源：Wind，国元证券研究所

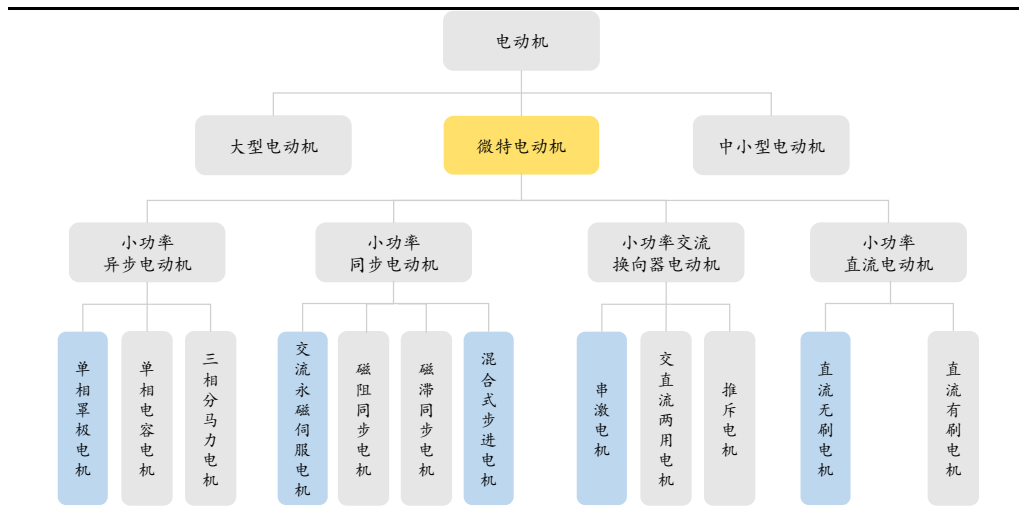
资料来源：Wind，国元证券研究所

## 2. 扎实推进传统业务，多领域布局迎第二增长曲线

### 2.1 微特电机是工业制造中的核心构成部件，应用领域广泛潜力巨大

微特电机是工业制造领域必不可少的核心部件。电动机是将电能转化为机械能的动力设备，按功率可分为大型、中小型、微型电机。微特电机全称微型特种电动机，是指结构和作用等适应特种机械要求且体积和输出功率较小的电动机，参数精度高、响应速度快。微机的外径一般不大于 160mm，质量在数十克到数千克，功率通常在 750w 以下。微机是工业制造领域的核心部件，常用于电器及设备的动力装置，或在控制系统中实现机电信号或能量的检测、执行、转换等功能。微特电机上游原材料主要是钢材、铜和漆包线等，下游主要应用于汽车、家用电器、通信、计算机、机器人、航天工业、工业机械、军事等领域。

图 16：微特电机分类



资料来源：公司公告，国元证券研究所  
注：蓝色为公司主导产品

图 17：微特电机行业产业链

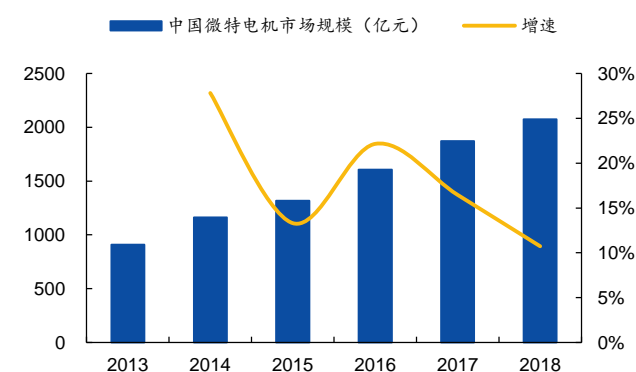


资料来源：公开资料整理，国元证券研究所

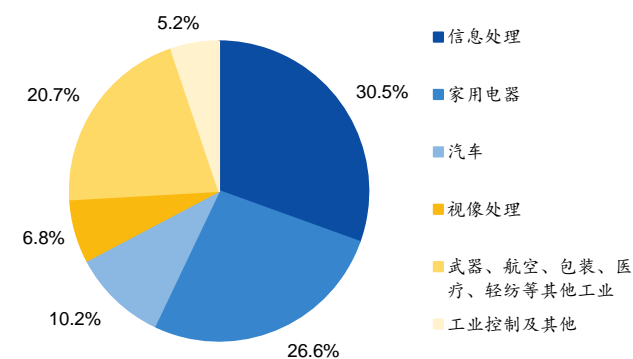
我国微特电机市场规模增速快，下游应用领域中信息处理行业使用量最大。2018 年我国微特电机市场规模为 2073.27 亿元，同比+10.73%，2013-2018 年 CAGR 为 17.94%。2018 年我国微特电机应用最多的是信息处理行业，在全国市场中占比 30.5%；其次是家用电器，占比 26.6%；汽车、视像处理分别占比 10.2%、6.8%；武器、航空、包装、医疗、轻纺等应用领域合占比 20.7%。

图 18：2013-2018 年中国微特电机市场规模及增速

图 19：2018 年我国微特电机行业市场需求结构



资料来源：产业信息网，国元证券研究所



资料来源：产业信息网，国元证券研究所

微特电机是技术密集型行业，我国是全球微特电机第一大生产国。微特电机兴起并发展于德国、瑞士、日本等国，之后随着改革开放，我国微特电机行业蓬勃发展。目前，德国、日本等发达国家仍然是微特电机先进技术的代表，中国凭借着相对丰富的劳动力资源和较低的原材料成本，已成为世界微特电机的主要生产大国和出口国。目前我国已经可以实现 25 个大类、60 个系列、超 5000 个规格的微特电机大批量和规模化生产，占据全球超过 70% 的产量。

我国微特电机行业集中度较低，竞争日趋激烈。目前我国微特电机企业数量众多，行业处于完全竞争状态，竞争激烈。行业内企业必须通过不断加大研发资金投入和持续改造生产工艺，才能以成本优势及品质优势抢占市场，从而在激烈的竞争当中立于不败之地。我们认为，未来随着行业持续发展和结构调整，行业整体集中度将有所提升，竞争将日趋激烈。规模较小、综合竞争力较弱的企业将面临着淘汰风险。

表 3：国际及国内微特电机代表企业

制造企业	所属国家	成立时间	主要产品	主要销售国家	主要应用领域
SPG 株式会社	韩国	1973 年	罩极电机、减速电机、直流无刷电机、交流电机	韩国、美国、中国、欧洲、日本	家用电器、精密机械、自动化设备、电子机械
德国依必安派特 (EBM-PAPST)	德国	1963 年	紧凑型风机、轴流风机、贯流风机、离心风机、阴极电机	德国、美国、中国、意大利	通讯电子、家用电器、制冷、净化、通风、采暖以及汽车
德昌电机控股有限公司	中国香港	1959 年	直流电机、交流电机、步进电机、单相罩极电机	中国、德国、北美、亚洲 (除中国)	汽车、国防及航天、家用设备、工业设备、医疗器械
中山大洋电机股份有限公司	中国	2000 年	空调负载类/洗衣机电机、水泵、新能源汽车驱动电机	中国、韩国、日本、北美、欧洲、印度	家电、汽车、摩托车、电机机车、面包机、自动控制
杭州微光电子股份有限公司	中国	2009 年	冷柜电机、外转子风机	中国、俄罗斯、意大利、巴西、新西兰	HVAC (采暖、通风、空调与制冷)
深圳市汇川技术股份有限公司	中国	2003 年	变频器、伺服系统、控制系统、工业机器人、编码器	中国、意大利、德国、印度	空压机、3C 制造、锂电、光伏、塑胶、石油、化工、电线电缆
上海鸣志电器股份有限公司	中国	1998 年	直流无刷电机、空心杯电机、伺服电机、单轴机器人	中国、美国、意大利、新加坡、日本、德国	工业自动化、医疗器械、自主移动机器人、通信设备、汽车
江苏雷利电机股份有限公司	中国	2006 年	空调/洗衣机/冰箱电机及组件、循环泵、汽车零部件	中国、美国、欧洲、韩国、东南亚	空调、洗衣机、冰箱、汽车、医疗及运动健康

资料来源：Wind，公司公告，国元证券研究所

## 2.2 传统业务表现稳定，持续开拓下游优质客户

传统电机国产化率较高，公司具有较强的行业话语权。罩极电机和串激电机的技术原理简单，制造方便，成本低廉，目前国内技术较为成熟。公司自成立之初就开始着力研发罩极电机和串激电机，进入该领域时间长、技术沉淀深。经过多年的经营，公司单相罩极电机和串激电机产品性能如可靠性、使用寿命、低噪音等指标已经达到国际水平，相比国内及国外的竞争对手，性价比更高、质量稳定性更好，多方面优势奠定了公司在业内的头部地位。

罩极电机为公司核心产品，产销量位列全国第一。单相罩极电机（含贯流风机）是公司的核心产品，为公司贡献主要收入来源。公司规模优势和成本优势明显，目前

单相罩极电机年产量超 3000 万台，串激电机年产量超 700 万台。2020 年，公司智能控制电子及电机（以罩极电机、串激电机为主）实现销量 5458.63 万台，同比+13.65%，实现产量 5515.55 万台，同比+10.01%。

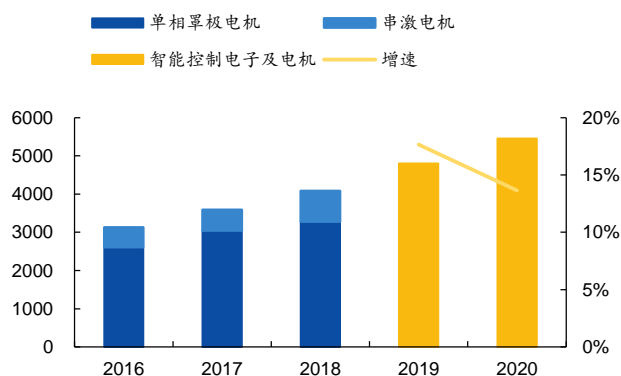
单相罩极电机和串激电机产品品质扎实，客户资源优质稳定。高质量的产品和稳定的供货能力为公司在业内积累了良好的口碑和声誉，目前已与伊莱克斯、惠而浦、通用电气、阿瑟力克、松下、三星、Vestel 等世界知名家电企业建立了长期稳定的合作关系，近年来销售额保持稳定增长，订单量饱满。2020 年公司智能控制电子及电机（主要包括罩极电机、串激电机）实现营收 9.03 亿元，同比+11.66%。

表 4：公司重点客户介绍

客户名称	所属领域	品牌标志	行业地位
伊莱克斯 (Electrolux)	电器设备制造		总部位于瑞典，全球最大的厨房设备、清洁洗涤设备及户外电器制造商，全球最大的家用电器生产商
惠而浦 (Whirlpool)	家用电器制造		总部位于美国，全球最大的大型家用电器制造商之一，白色家电产品已连续 11 年保持全球市场占有率领先
三星 (Samsung)	电子产品制造		韩国最大的跨国企业集团，上市企业全球 500 强。包括众多的国际下属企业，业务涉及电子、金融、机械、化学等领域
松下 (Panasonic)	电子产品制造		总部位于日本，家电、数码视听电子、办公产品、航空等诸多领域的知名公司。2015 世界制造业 500 强排第 26 名
通用电气 (GE)	多元化业务		总部位于美国，业务遍及全球 100 多个国家，福布斯全球企业 2000 强排第 4。2014 年将旗下美国家电业务出售予伊莱克斯
阿瑟力克 (Arcelik)	家用电器制造		总部位于土耳其，主要经营各种家电产品及部件的生产，欧洲家电业十强之一
Vestel	电子产品制造		欧洲最主要的消费电子制造公司之一，主要生产各种家电产品

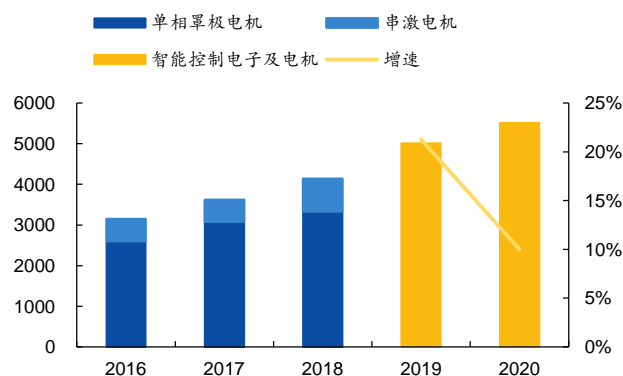
资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 20：公司传统业务分产品销量（万台）



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 21：公司传统业务分产品产量（万台）



资料来源：Wind，国元证券研究所

## 2.3 政策支持+需求攀升双重利好，驱动微特电机行业转型升级

微特电机整体技术水平不断提升，行业迈入新发展阶段。随着信息技术、材料技术、能源技术迅猛发展，目前微特电机技术已经迈入新发展阶段，存在以下六个方面的发展趋势：（1）微型化、轻量化；（2）节能化、环保化；（3）机电一体化；（4）数字化、智能化；（5）测试技术新型化；（6）高可靠性。这也催化了一系列如永磁直流无刷电动机、交流伺服电动机等高技术含量的新型微特电机的诞生。

表 5：微特电机未来六大发展方向

方向	主要内容
微型化及轻量化	电子信息产品日益微型化，微特电机向小型化、轻量化方向发展，包括体积和重量的改变和实现同一功能所需功率的降低
节能化及环保化	随着节能、健康、环保等理念受到信息处理设备、家电等终端产品消费者日益重视，微特电机作为其中主要的耗能部件，其能效水平、噪声振动、电磁干扰等节能、环保指标正在不断提升
机电一体化	随着电子技术，特别是微电子技术、计算机技术、材料技术、自动控制技术以及生物工程技术等在微特电机上的不断应用，现代微特电机已发展到以电子计算为控制核心，配置传感器等系列电力电子器件的新一代机电一体化系统
数字化及智能化	微特电机通过在其控制单元中采用可编程控制器实现电机速度和位置控制的数字化、逻辑化以及自我反馈和自我调节
测试技术新型化	微特电机的重要零部件十分微小，产生的运动、位移微乎其微，无法用传统测试方法测得相应指标，必须开发微机械量传感测量技术，以适应新的测试需求
高可靠性	随着应用领域不断拓宽，尤其是生保系统、汽车部件、航天等领域，对微特电机的可靠性要求越来越高

资料来源：公司公告，国元证券研究所

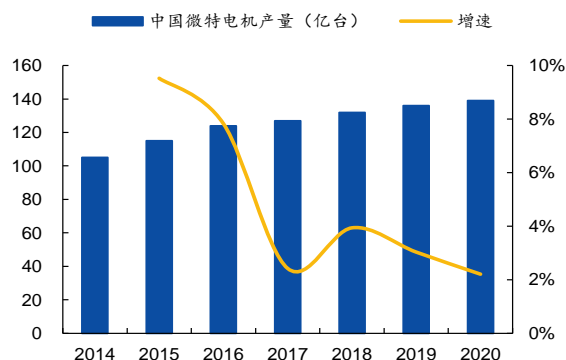
**国家产业政策支持，未来我国微特电机行业面临良好的政策环境。**2015 年以来，全球“工业 4.0”概念引领工业革命，《中国制造 2025》指出要加快发展智能制造装备和产品，研发伺服电机及驱动器和减速器等智能制造的核心装置。2011 年 7 月，《微特电机行业“十二五”发展规划纲要》指出要重点发展无刷电机、新能源汽车驱动电机及控制器、机器人用微电机等微电机产品。2016 年 7 月，《电子元器件行业“十三五”发展规划》将大功率无刷直流风机系统、汽车智能安全电子系统用电机、无人机用高效无刷电机系统等列为需重点实现产业化的产品。

**工业自动化对传统产业的升级将倒逼微特电机行业加速发展。**高端精密微特电机广泛应用于智能制造，是“卡脖子”的技术。随着制造强国战略和智能制造的进一步推进，我国对工业自动化、智能家电、节能电器、新能源汽车等行业进行智能化改造的需求愈发迫切，我们认为，这些领域的变革会倒逼微特电机行业加速发展，同时持续促进其升级迭代。企业必须加快生产制造自动化、半自动化升级速度，带动与之配套的伺服电机、步进电机、直流无刷电机等快速增长。

**微特电机产量持续增长，新技术发展下市场需求攀升潜力巨大。**我国微特电机产量由 2014 年的 105 亿台增长至 2020 年的 139 亿台，CAGR 为 4.79%。2020 年我国微电机表观需求量为 133 亿台，同比+3.10%。我们认为，未来随着微特电机下游传统应用领域市场趋于饱和，行业增速逐渐放缓，新能源汽车、机器人、无人机、智能家居等高科技新兴领域将成为行业的新增长驱动力，微特电机的需求量有望快速增长。

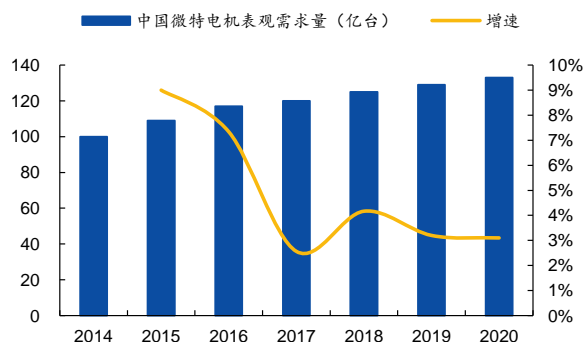


图 22：2014-2020 年中国微特电机产量及增速



资料来源：产业信息网，国元证券研究所

图 23：2014-2020 年中国微特电机表观需求量及增速



资料来源：产业信息网，国元证券研究所

## 2.4 高端电机产品步入快速发展通道，第二成长曲线开启

六大事业部齐头并进，陆续在产品、技术、客户等维度取得突破。公司设立了罩极电机、串激电机、运动控制、工业控制、智能控制、泵类共六大事业部，各自负责不同的产品制造，聚焦和专注于自身业务，在技术、产品、客户等方面取得多项成果，目前已经开拓了苹果、华为、富士康、宁德时代、海康威视等一批优质客户。2021 年 6 月以来，公司重磅消息接连发布：工业控制事业部开发的高性能 V6 系列伺服系统进入华为供应链、运动控制事业部发布全数字开环和闭环驱动器、精密泵事业部迎来首批外销订单、伺服系统在苹果手机生产和检测设备市场取得重大突破、运动控制事业部获得海康威视在智能安防领域的批量订单等。

表 6：公司六大事业部介绍

事业部	主要产品	主要应用场景	合作客户
罩极电机事业部	罩极电机	智能家居	伊莱克斯、惠而浦、通用电气、松下、三星等
串激电机事业部	串激电机		
运动控制事业部	步进电机	电子、机器人、纺织机械、雕刻机械、物流分拣、机床和激光	海康威视、实达集团、广电运通等
工业控制事业部	伺服系统	新能源锂电池、光伏设备、高端数控机床、机器人和工业自动化	华为、苹果、大疆等
智能控制事业部	直流无刷电机	空气净化器、扫地机器人、吸尘器、运动健康、电动工具和工业自动化	美的、海信、意大利嘉玛等
泵类事业部	精密泵	扫地机器人、医疗器械、智能家居	松下、格兰仕、德尔玛、科沃斯等

资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 24：新一代高性能 V6 伺服系统打破国外技术垄断



资料来源：公司官网，国元证券研究所

图 25：重磅发布全数字开环和闭环驱动器



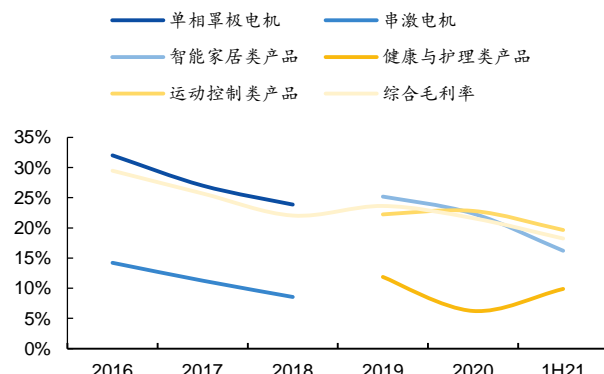
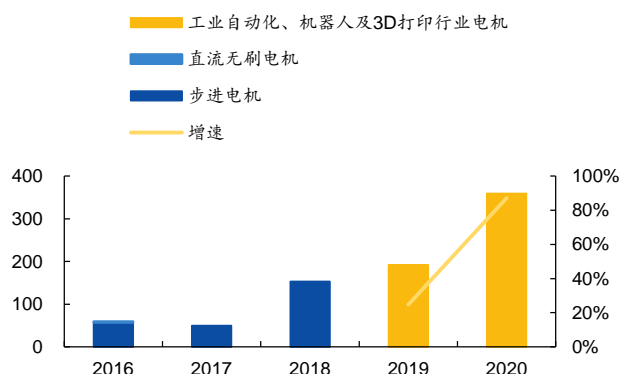
资料来源：公司官网，国元证券研究所



运动控制类产品毛利水平高，新品逐渐放量助力业绩增长。公司步进电机、伺服系统、直流无刷电机产品目前已成功实现初步放量，工业自动化、机器人及 3D 打印电机产销量持续增长，2020 年实现销量 358.86 万台，同比+87.16%，实现产量 373.66 万台，同比+92.23%。2020 年公司步进电机营业收入同比+83.42%，伺服系统营业收入同比+189.82%。同时，相比传统业务（智能家居类和健康护理类产品），新业务（运动控制类产品）整体毛利水平较高，2021H1 毛利率为 22.8%。我们认为随着未来步进电机、伺服系统、直流无刷电机等高附加值产品继续放量，公司盈利能力将进一步打开。

图 26：公司新业务分产品销量（万台）

图 27：公司各产品毛利率对比



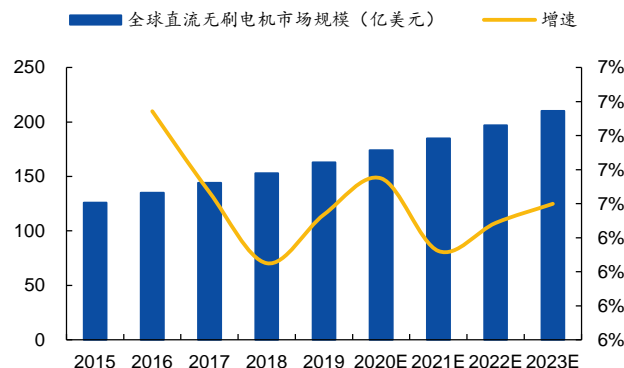
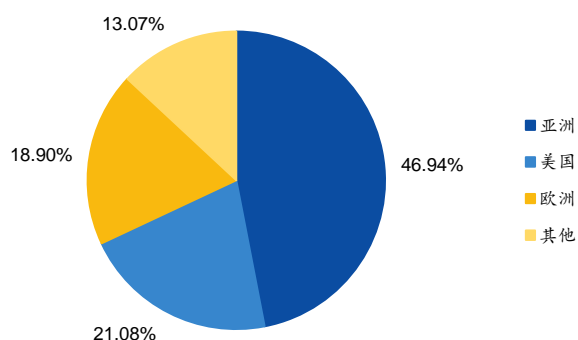
资料来源：Wind，国元证券研究所

资料来源：Wind，国元证券研究所

消费升级打开智能家电和汽车消费需求空间，直流无刷电机市场规模随之扩大。直流无刷电机主要用于家电和汽车等行业，具有效率高、稳定性好、低速大功率运行等特点。近年来，消费升级下智能化和节能化趋势使得智能家电需求旺盛，全球家电行业规模持续扩大，直流无刷电机在家用电器驱动电机中的占比逐渐提高。同时，随着汽车行业向节能和环保方向发展，直流无刷电机相比传统有刷电机电力矩更大、可靠性更高、使用寿命更长，越发受到市场青睐。根据前瞻产业研究院，2020 年全球直流无刷电机市场规模预计为 174 亿美元，未来将保持 6.47% 的年均增速，2023 年市场规模有望达到 210 亿美元。

图 28：全球无刷电机行业市场地区分布情况

图 29：2015-2023 年全球直流无刷电机市场规模及增速

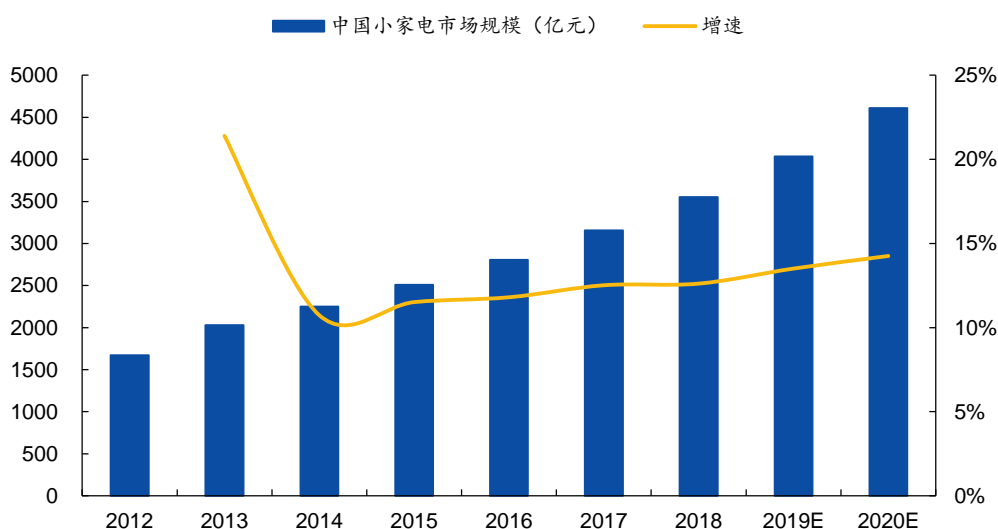


资料来源：前瞻产业研究院，国元证券研究所

资料来源：前瞻产业研究院，国元证券研究所

未来小家电行业客户集中度有望增加，直流无刷电机产品市占率提升可期。消费升级下我国大众消费能力提升，消费人群呈现年轻化趋势，小家电产品作为高生活品质的象征，迅速进入消费者家庭，这也为直流无刷电机带来了巨大的市场需求。小家电领域细分品类多，包括烤箱、豆浆机、咖啡机、搅拌机、吸尘器、扫地机器人等产品，大品牌集中度明显，更新换代速度快。2018 年中国小家电行业市场规模约为 3553 亿元，未来将持续保持平稳增长。公司已有科沃斯、石头科技、美的、海信等相关客户，我们认为，未来受益于小家电行业头部效应进一步凸显，公司直流无刷电机产品的市占率将不断提高。

图 30：2012-2020 年中国小家电市场规模及增速



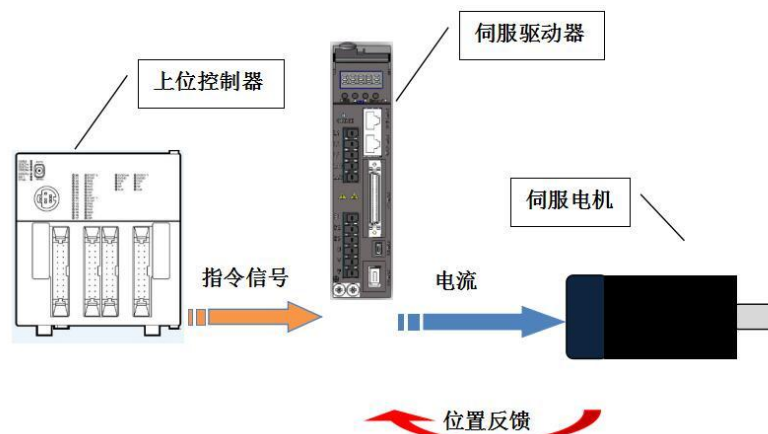
资料来源：华经情报网，国元证券研究所

### 3. 伺服系统深度绑定华为，新能源赛道拓展顺利

#### 3.1 立足风口，高技术壁垒的伺服电机有望成为行业最重要的突破点

伺服系统属于工业 4.0 的“卡脖子”领域，生产技术门槛高。伺服系统主要包括伺服电机、伺服驱动器、编码器，通过运用机电能量变换、驱动控制技术、计算机控制技术等技术实现精准驱动与系统控制，使机械对未知指令进行准确跟踪，是工业机器人的主要动力来源。其中，伺服驱动器属于自动化控制系统中的驱动层，伺服电机属于执行层，编码器是伺服系统的信号反馈装置。伺服系统处于工业 4.0“卡脖子”领域，相比直流无刷电机和步进电机，技术门槛更高，研发难度较大。

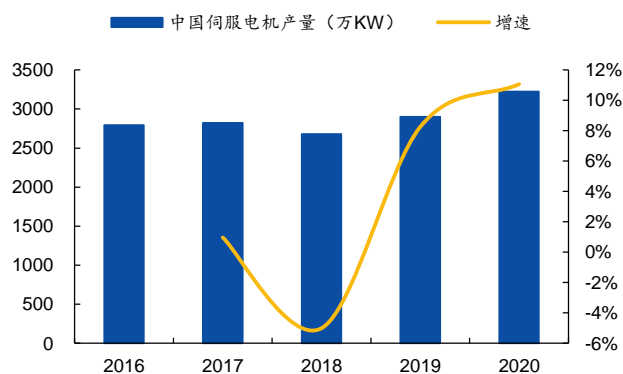
图 31：伺服系统工作原理



资料来源：公司官网，国元证券研究所

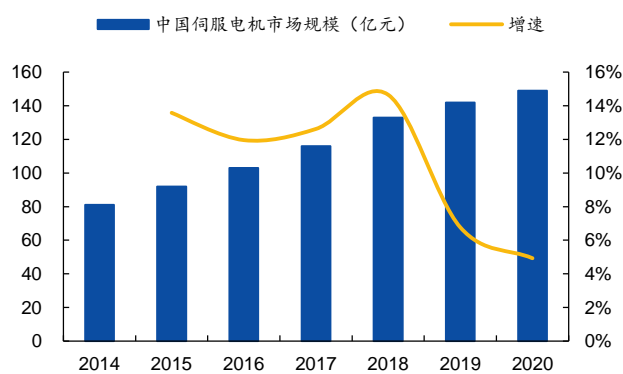
工业自动化背景下伺服电机行业前景广阔，未来市场规模有望突破 200 亿元。伺服电机作为伺服系统的主体，是工业自动化配套的主流电机。随着工业自动化进程不断加快及企业制造升级需求的增强，伺服系统拥有广阔的市场前景。2020 年我国伺服电机产量 3220.83 万 KW，同比+11.06%。根据前瞻产业研究院，2020 年我国伺服电机市场规模约 149 亿元，预计未来将保持 7.6% 的年均增速，2025 年市场规模将超过 200 亿元。

图 32：2016-2020 年我国伺服电机产量及增速



资料来源：前瞻产业研究院，国元证券研究所

图 33：2014-2020 年我国伺服电机市场规模及增速



资料来源：前瞻产业研究院，国元证券研究所

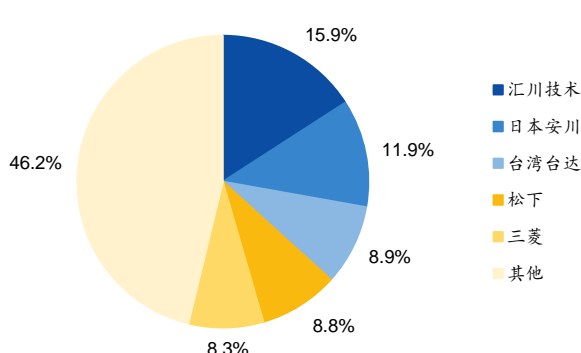
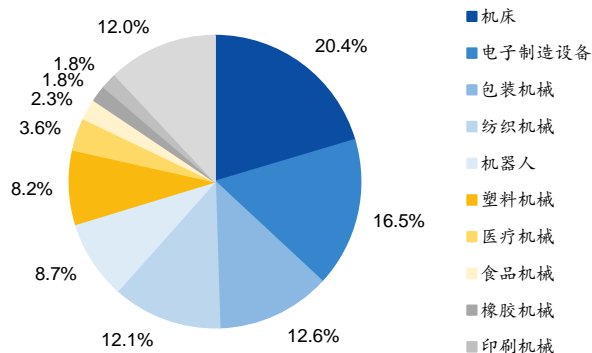
机器人用伺服系统是未来伺服系统最广阔的发展方向，进口替代空间巨大。伺服驱动系统下游应用领域广阔，其中应用最大的领域是机床，占比达到 20.4%，其次是电子制造设备、包装机械、纺织机械、工业机器人、塑料机械等行业，比重分别为 16.5%、12.6%、12.1%、8.7%、8.2%。工业机器人上游包含减速器、伺服系统、控制器三大核心零部件，三者在工业机器人成本中分别占比约 35%、25%、10%。作为工业机器人的核心部件，伺服系统长期被日系和欧美企业垄断，占据中国约 80% 的市场，是中国工业机器人和自动化行业亟待突破的技术难点，进口替代空间巨大。

我国伺服电机行业集中度较高，汇川技术市占率领先。2021 年上半年，汇川技术

在我国市场伺服电机市场中市场份额排名第一，市占率高达 15.9%，其余依次有日本安川、台湾台达、日本松下等。整体行业 CR5 高达 53.8%，行业头部效应较为明显。随着国产化进程不断加深，行业内企业不断加大研发投入，以技术优势及成本优势抢占市场，行业发展空间将进一步打开。

图 34：2019 年我国伺服系统下游行业分布

图 35：2021 年上半年我国伺服电机行业市场份额



资料来源：前瞻产业研究院，国元证券研究所

资料来源：前瞻产业研究院，国元证券研究所

### 3.2 新型 V6 伺服系统实现进口替代，成功打入华为供应链

公司新一代 V6 伺服系统已达到同行业日本公司的水平，实现进口替代。2020 年 3 月，公司成立工控事业部，仅用 8 个月时间就组建出高水平的研发团队，同年成功研发出集伺服电机、驱动器、编码器于一体的新一代高性能 V6 伺服系统，驱动器、编码器和控制器实现了“0 到 1”的突破。同时，其产品性能可与日本松下、安川同类产品比肩，这打破了国外在高端数控机床、机器人和自动化设备领域核心部件的垄断，实现了进口替代。

坚持不懈专注研发，多年耕耘终不负，产品性能行业遥遥领先。伺服系统中的核心零部件技术壁垒高，研发难度大。公司积极顺应行业发展趋势，从 2015 年起就开始着手研发伺服电机，2018 年公司伺服电机开始逐步推向市场，但受制于缺乏驱动器、编码器等部件，单一的伺服电机很难打开市场，公司伺服电机的性能优劣很难单独体现。2020 年公司组建高端研发团队，经过多年的研发投入，终于掌握了编码器、驱动器和控制类产品的核心算法，成功研发出新型 V6 伺服系统。新型 V6 伺服系统配备的驱动器和电机均为行业内同级别最小尺寸，尺寸规格达到行业顶尖水平。

开放式技术路线行业领先，有望实现后来居上。对比国外竞争对手，公司伺服电机技术可以媲美日本厂商，同时占据成本优势；对比国内竞争对手，公司产品对标国内伺服龙头汇川技术，采取领先同行的开放式系统，是国内唯一一家走开源路线的伺服企业，技术优势显著。区别于封闭式系统，开放式系统具有通用性，用户可以自己调整参数，将设备和其他软件系统配套使用，从而实现跨行业使用、降低成本。

深度绑定优质大客户华为，下游订单饱满需求旺盛。公司的 V6 伺服系统推出市场后，华为就给予了极大关注，主动与公司联系送样进行测试。2021 年 2 月，公司工控事业部与华为达成了初步的合作意向。2021 年 6 月，公司正式宣布成为华为的供应商。华为是全球领先的信息与通信技术设备解决方案供应商，在多个科技领

域具有庞大的体量和绝对话语权，公司与华为达成合作后，不仅可以显著提升自身品牌影响力，未来产品订单量也将得到有力保障。此外，V6 伺服系统也在苹果手机生产和检测设备市场取得重大突破，这进一步说明公司产品以性能优越、运行平稳得到了市场的高度认可。

### 3.3 深度布局新能源产业，品类扩张打造新增长极

受益于行业景气度持续提升，储能+光伏业务发力前景可期。公司的伺服系统也广泛应用于锂电池设备和光伏设备等领域，目前产品销售情况良好。2021 年 8 月，公司与北控清洁能源达成战略合作协议，双方在分布式光伏电站、增量配网、区域配售电等领域开展战略合作。2021 年 11 月，公司与可胜技术就太阳能发电相关项目达成合作，为其提供太阳能追光系统所需核心组件，这意味着公司在光伏市场取得突破。

进军新能源汽车电机领域，未来市场发展空间广阔。作为新能源汽车的核心三电系统之一，电机电控系统占到整车价值的 5-10%，是新能源汽车产业链中最为核心的零部件之一。新能源汽车电机也是公司未来发展的一大重点，汽车智能市场前景广阔，公司积极布局汽车类电机，2021 年 11 月成立广东科力尔汽车电机有限公司，所生产的电机主要应用于新能源汽车，包括刹车助力真空泵电机、座椅电机和新能源水泵电机等电机及组件，目前部分产品已应用于汽车市场。

## 4. 持续加码研发投入，不断健全长效激励机制

### 4.1 高度重视自主研发，技术创新构筑企业护城河

注重研发创新，强技术研发实力为公司的发展奠定坚实基础。公司是国家高新技术企业、专精特新企业，高度重视技术研究，长期坚持自主研发、自主创新，已打造一支高素质的技术研发团队，在微电机行业具有较强的研发、设计能力。公司拥有多项核心技术和生产工艺，具备较强的外部研发合作资源，先后与哈尔滨工业大学、西安微电机研究所等著名科研院所建立了长期合作关系，开展了广泛的产学研合作。公司凭借着在单相罩极电机领域雄厚的技术储备和业界的广泛认可，成为了罩极电机系列最新国家标准的主要编写单位。

表 7：公司重点技术介绍

产品	技术名称	功能和技术特点
直流无刷电机	低齿槽转矩直流无刷电机的定、转子装置技术	采用低齿槽转矩的定、转子技术，大大提高了直流无刷电机的效率
伺服电机	永磁交流伺服电机多物理场协同设计技术	在电、磁、力学、热能、电力电子等领域进行物理仿真分析，以及系统综合与折中平衡
	内置切向式磁钢高性能永磁伺服电机设计技术	内置式转子切向式结构具有聚磁效果，可有效提升气隙磁密及电机的功率密度，使切向式永磁交流伺服电机超越表贴式电机的性能
	新型的电机绝缘结构技术	通过使用 0.125mm 厚的迈拉片及 0.2mm 厚的 PET 骨架组合绝缘方式，占用的定子槽空间更小，提高电机的槽满率

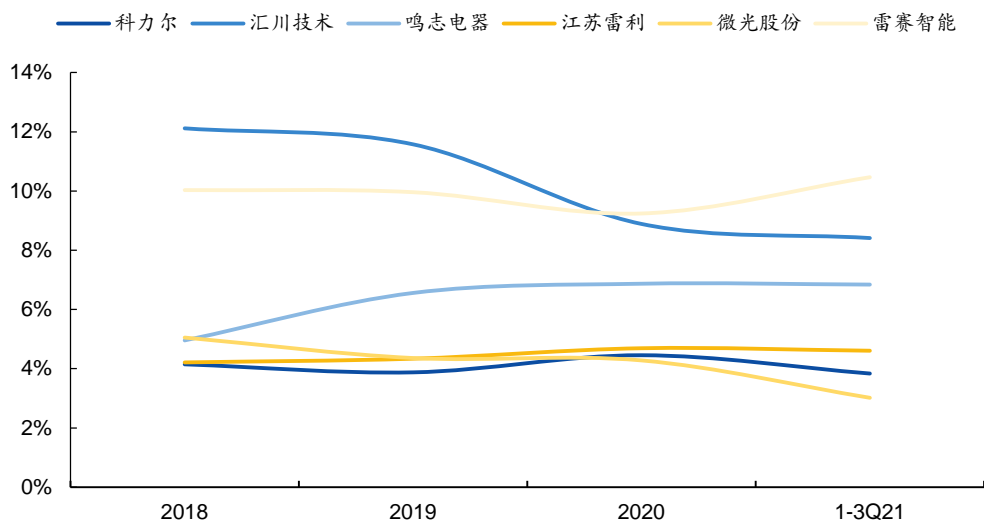
资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司持续保持高研发投入水平，研发人员占比不断增长。公司历来重视研发投入和提升自主创新能力，设立深圳研发中心，致力于高效直流无刷电机、高性能伺服电



机及驱动器、步进电机技术研发、微特电机世界前沿技术等研究。2020 年公司研发人员数量占比为 7.7%，研发费用占公司营业收入比例为 4.5%，均处于历史高位。

图 36：公司研发费用率处于行业中间水平



资料来源：Wind，国元证券研究所

## 4.2 股权激励和持股计划双管齐下，扩产项目稳步推进

**公司董事长眼光前瞻，管理层具备超强执行力。**公司创始人聂葆生先生凭借坚忍不拔的毅力，带领公司艰苦创业，铸就了公司艰苦奋斗的企业文化。现任董事长兼总经理聂鹏举先生于 2019 年接过“创业棒”，立志打造电机与驱控系统的世界级的中国民族品牌。他对科技创新和高端人才更加重视，积极推进创新驱动发展战略，组建高端研发团队。2019 年起公司大力推进集团化发展战略和人才发展战略，目前已经逐步落实，成效显著。

**战略性实施多事业部制，六大事业部分工明确，各司其职。**2019 年以来，公司积极顺应产业升级趋势，决心通过产品升级开辟新的增长曲线，通过组织架构调整等方式做出一系列变革。公司实施“多事业部制”，积极引进专业人才，逐渐形成了罩极电机事业部、串激电机事业部、运动控制事业部、工业控制事业部、智能控制事业部、泵类事业部的组织架构。其中，直流无刷电机、伺服电机、步进电机为公司重点布局的产品，主要应用于工业自动化、机器人和 3D 打印领域。各事业部权责清晰，公司产研效率大大提升。

**股权激励计划彰显公司信心，解锁条件要求未来四年收入复合增速达 20.59%。**2021 年 4 月，公司披露股票期权激励计划草案，拟授予 399 万份股票期权，占公告时公司总股本的比例为 2.81%。首次授予部分行权价格为 19.17 元/股，激励对象包括财务总监及其他核心人员，合计不超过 97 人。同时，预留 19.20% 的股票期权，将在 12 个月内确定激励对象。首次授予股票期权的业绩触发条件为 2021-2024 年公司营业收入分别不低于 13、15、18、21 亿元，则 2020-2024 年营收 CAGR 达到 20.59%。



**表 8：公司 2021 年首次授予股票期权的业绩触发条件**

	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
实际营收（亿元）	9.93				
目标营收（亿元）		13	15	18	21
同比增速		30.89%	15.38%	20.00%	16.67%
行权比例		15%	20%	30%	35%

资料来源：公司公告，国元证券研究所

注：计算同比增速时，假设每年均达成当期及前期目标

**员工持股计划激发人才积极性，核心骨干共享公司成长收益。**2021 年 5 月，公司披露员工持股计划，拟利用此前回购股份设立员工持股计划，参加对象均为公司核心骨干，总人数不超过 100 人，筹集资金总额上限为 500 万元，购股价格为 19.23 元/股，共计拟使用 26 万股，占公告时公司总股本的比例为 0.18%。

**表 9：公司 2021 年员工持股计划**

持有人	职务	拟获授份额上限 (万份)	拟获授股份上限换算 (万股)	占员工持股计划 总份额比例
蒋耀钢	监事会主席	8.00	0.416	1.60%
曾利刚	职工监事	8.00	0.416	1.60%
宋子凡	财务总监	5.00	0.260	1.00%
其他员工（不超过 97 人）		479.00	24.908	95.80%
合计		500.00	26.000	100.00%

资料来源：公司公告，国元证券研究所

**定增项目及土地竞拍落地，助力产能稳步提升。**2020 年 9 月，公司发布非公开发行股票预案，拟募集资金总额不超过 5 亿元，扣除发行费用后，其中约 90%用于智能电机与驱控系统建设项目，以扩大步进电机、伺服电机、直流无刷电机、精密泵等智能电机产品的产能，优化产品结构。此外，近年来公司已经在永州、东莞、深圳陆续新设生产基地，公司生产规模大幅提升，2021H1 六大事业部各产品的产能同比增长约 50%。2021 年 9 月，公司发布关于拟购买土地使用权的公告，拟使用不超过 9000 万元购买位于惠州市潼湖生态智慧区的土地使用权，用于建设科力尔电机与驱控系统生产研发总部项目，进一步提升产能，实现自动化升级。

## 5. 盈利预测和投资评级

### 核心假设：

1) 公司智能家居类产品主要为罩极电机和串激电机等，为公司传统业务。公司已在该领域布局多年，具备长期的客户资源优势，同时伴随未来海外疫情逐步缓解，公司逐渐化解原材料涨价和汇率波动压力，智能家居类业务有望保持稳定增长。我们预计 2021-2023 年公司智能家居类产品将分别实现收入 8.90 亿元/11.58 亿元/14.47 亿元。

2) 公司健康与护理类产品主要为罩极电机和串激电机等，为公司传统业务，同理，未来预计仍然可以保持平稳增长。我们预计 2021-2023 年公司健康与护理类产品将

分别实现收入 2.82 亿元/3.79 亿元/4.83 亿元。

3) 公司运动控制类产品主要包括伺服电机、编码器、驱动器、直流无刷电机、步进电机等高附加值和高技术含量产品，其中部分新品已初步实现放量，与华为、海康威视等达成合作。随着公司募投项目逐渐投产，产能瓶颈突破，同时凭借领先的研发能力以及优质的客户资源，公司运动控制类产品有望持续放量，实现高增。我们预计 2021-2023 年该业务将分别实现收入 2.53 亿元/6.40 亿元/10.25 亿元。

**表 10：相对估值表**

公司简称	EPS				PE			
	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
汇川技术	1.22	1.24	1.66	2.16	76.40	56.07	41.98	32.30
鸣志电器	0.48	0.68	0.95	1.28	32.28	34.00	24.39	18.05
江苏雷利	1.05	1.46	1.82	2.33	17.28	20.03	16.08	12.54
平均值	0.92	1.13	1.48	1.92	41.99	36.70	27.48	20.96
科力尔	0.35	0.41	0.90	1.36	94.37	81.81	36.91	24.33

资料来源：Wind，国元证券研究所

**深度绑定优质客户华为，第二曲线增长动力强劲。**公司是国内罩极电机行业龙头，未来国产替代化趋势下，伺服电机、直流无刷电机等产品逐步放量，将为公司打开新的增长空间。公司着力推进产能扩充，目前定增项目智能电机与驱控系统建设项目已经逐步投产。同时公司专注研发创新，六大事业部齐头并进、持续突破，新增了苹果、华为、海康威视等优质客户。未来凭借公司长期积累的核心技术优势和客户资源优势，公司有望实现固本拓新，在传统业务的基础上积极布局新业务，迎来业绩高速增长阶段。我们预计 2021-2023 年公司营业收入分别为 14.54 亿元/22.11 亿元/29.97 亿元，同比增长 46.43%/52.02%/35.55%。2021Q4 原材料价格上涨及汇率波动压力将逐渐缓解，公司盈利能力有望稳步回升，我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 1.13 亿元/2.51 亿元/3.81 亿元，同比增长 15.34%/121.63%/51.70%。对应 2021-2023 年的 EPS 分别为 0.41/0.90/1.36，当前股价对应 PE 分别为 81.8/36.9/24.3 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

#### 风险提示：

原材料价格波动风险、汇率波动风险、微特电机市场竞争风险。

**财务预测表**

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	627.38	687.38	1345.92	1579.53	1945.97
现金	194.10	180.47	644.04	568.65	621.34
应收账款	145.11	231.06	308.26	483.85	648.98
其他应收款	2.53	3.25	4.61	7.09	9.57
预付账款	16.30	29.26	39.46	59.37	78.12
存货	136.98	172.32	257.14	373.53	497.17
其他流动资产	132.37	71.01	92.41	87.03	90.80
<b>非流动资产</b>	212.29	252.23	250.64	254.51	254.36
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	194.32	216.65	217.87	217.44	215.35
无形资产	7.15	8.30	8.70	9.15	9.58
其他非流动资产	10.82	27.27	24.06	27.93	29.44
<b>资产总计</b>	839.67	939.60	1596.55	1834.04	2200.33
<b>流动负债</b>	148.70	212.40	278.01	389.85	500.94
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	98.83	151.97	213.48	316.61	418.54
其他流动负债	49.87	60.44	64.53	73.24	82.40
<b>非流动负债</b>	6.34	13.65	11.21	12.02	11.75
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	6.34	13.65	11.21	12.02	11.75
<b>负债合计</b>	155.04	226.05	289.22	401.88	512.69
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	142.12	142.12	279.31	279.31	279.31
资本公积	297.91	297.91	703.32	703.32	703.32
留存收益	244.60	279.00	328.36	453.80	709.07
归属母公司股东权益	684.63	713.55	1307.33	1432.16	1687.64
<b>负债和股东权益</b>	839.67	939.60	1596.55	1834.04	2200.33

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	76.93	27.61	9.09	41.31	176.74
净利润	88.05	98.24	113.31	251.13	380.96
折旧摊销	16.06	18.95	19.70	21.40	23.04
财务费用	-1.92	9.39	-8.79	-14.08	-15.74
投资损失	-6.18	-7.24	-7.13	-7.01	-7.09
营运资金变动	-25.75	-89.92	-113.92	-218.80	-213.67
其他经营现金流	6.66	-1.81	5.92	8.67	9.22
<b>投资活动现金流</b>	78.39	31.86	-37.20	-3.67	-14.57
资本支出	34.15	55.53	20.00	20.00	20.00
长期投资	-107.00	-78.00	0.23	-0.08	0.03
其他投资现金流	5.54	9.40	-16.97	16.25	5.46
<b>筹资活动现金流</b>	-32.61	-69.07	491.68	-113.03	-109.48
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	58.52	0.00	137.19	0.00	0.00
资本公积增加	-58.52	0.00	405.41	0.00	0.00
其他筹资现金流	-32.61	-69.07	-50.92	-113.03	-109.48
<b>现金净增加额</b>	123.97	-11.48	463.56	-75.39	52.69

**利润表**

单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	850.70	993.19	1454.32	2210.83	2996.80
营业成本	649.71	778.54	1180.55	1705.71	2274.36
营业税金及附加	6.31	5.81	9.26	13.69	18.74
营业费用	36.11	15.41	35.62	47.53	67.42
管理费用	32.67	34.87	52.66	79.24	107.77
研发费用	32.98	44.24	62.06	98.49	116.10
财务费用	-1.92	9.39	-8.79	-14.08	-15.74
资产减值损失	-3.51	-2.79	-3.03	-2.95	-2.97
公允价值变动收益	1.04	3.90	1.94	2.44	2.52
投资净收益	6.18	7.24	7.13	7.01	7.09
<b>营业利润</b>	100.11	114.05	130.46	287.99	436.01
营业外收入	0.77	0.76	0.77	0.76	0.76
营业外支出	0.66	2.64	1.98	2.20	2.12
<b>利润总额</b>	100.23	112.17	129.25	286.55	434.65
所得税	12.18	13.94	15.94	35.42	53.69
<b>净利润</b>	88.05	98.24	113.31	251.13	380.96
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	88.05	98.24	113.31	251.13	380.96
EBITDA	114.26	142.40	141.36	295.31	443.31
EPS (元)	0.62	0.69	0.41	0.90	1.36

**主要财务比率**

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	18.00	16.75	46.43	52.02	35.55
营业利润(%)	29.04	13.92	14.39	120.74	51.40
归属母公司净利润(%)	26.59	11.56	15.34	121.63	51.70
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	23.63	21.61	18.82	22.85	24.11
净利率(%)	10.35	9.89	7.79	11.36	12.71
ROE(%)	12.86	13.77	8.67	17.53	22.57
ROIC(%)	23.23	22.48	18.03	29.96	36.70
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	18.46	24.06	18.12	21.91	23.30
净负债比率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比率	4.22	3.24	4.84	4.05	3.88
速动比率	3.27	2.41	3.90	3.07	2.87
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.07	1.12	1.15	1.29	1.49
应收账款周转率	5.85	5.01	5.12	5.30	5.02
应付账款周转率	7.26	6.21	6.46	6.44	6.19
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.32	0.35	0.41	0.90	1.36
每股经营现金流(最新摊薄)	0.28	0.10	0.00	0.00	0.00
每股净资产(最新摊薄)	2.45	2.55	4.68	5.13	6.04
<b>估值比率</b>					
P/E	105.28	94.37	81.81	36.91	24.33
P/B	13.54	12.99	7.09	6.47	5.49
EV/EBITDA	63.35	50.83	51.20	24.51	16.33

## 投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188