

需求旺盛，ECM电机扩产助力高增长

投资要点

- **事件：**2022年6月30日，公司发布《关于新增年产670万台（套）电机、风机及自动化装备项目建设的公告》，项目计划固定资产投资约4.2亿元，新增建设用地70亩，投运后，公司将新增年产670万台（套）ECM电机、风机、伺服电机及机器人与自动化装备产能。2021年，公司外转子风机、冷柜风机、ECM电机和伺服电机占比分别为44%、34%、14%和5%，毛利率分别为32%、25%、39%和21%。预计产能扩张完成后，将进一步优化产品结构，节能高效且毛利率高的ECM电机和节能高效且性价比高的伺服电机占比将大幅提升。
- **高效节能政策加码，需求旺盛，ECM电机国内渗透率有望大幅提升。**2021年以来，国内政策频发，《电机能效提升计划（2021-2023年）》和《工业能效提升行动计划》明确要求：到2023年在役高效节能电机占比达到20%以上，到2025年新增高效节能电机占比达到70%以上。目前我国高效节能电机渗透率不到10%，短期来看，2022-2023年高效节能电机每年渗透率增速至少10%；长期来看，国内高效节能电机占比提高到20%后，仍远低于2015年欧美发达国家40%的占比水平。公司ECM电机为高效节能电机，毛利率高达39%，盈利能力强，2022年Q1需求旺盛，ECM电机内外销分别同比增长113%和141%，月产能已达30万台以上；公司电机扩产后，预计到2025年节能高效的ECM电机和伺服电机占比将超40%，将充分满足下游旺盛需求，将有望持续享受政策红利，大幅提升国内渗透率，稳定增厚公司业绩。
- **成立投资公司，加强公司外延战略。**2022年6月27日，公司发布公告，为加大对外投资力度，培育壮大新动能，实现投资和实业双轮驱动，公司以自有资金投资5000万元，设立全资子公司杭州微光创业投资有限公司。2021年公司入股优安时公司，参与投资磷酸铁锂新能源项目；微光创业投资的设立有助于公司继续围绕国家战略新兴产业，布局芯片、新能源、高端装备等领域，提升公司整体竞争实力和盈利能力。
- **设立泰国子公司，增添海外业务发展动力。**2022年6月30日，公司发布公告，公司、子公司微光创业投资及微光技术合计拟出资2500万美元设立泰国子公司微光泰国，将分别持有微光泰国98%、1%、1%股权。2021年，公司实现“一带一路”国家和地区出口收入占总出口收入的58%；2022年Q1，公司境外销售收入增幅达79%；微光泰国的设立一方面有望充分利用东南亚的当地资源，投资建厂，提升公司的竞争力和品牌国际影响力；另一方面将持续增强公司海外市场建设和销售增长动力，巩固公司龙头地位。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2022-2024年归母净利润分别为3.44、4.64、5.95亿元，未来三年归母净利润复合增长率33%，给予2022年25倍PE，目标价37.50元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动；下游需求不及预期；扩产项目建设不及预期。

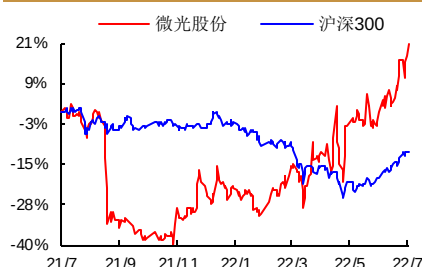
指标年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1111.61	1536.01	2009.32	2542.67
增长率	39.27%	38.18%	30.81%	26.54%
归属母公司净利润（百万元）	254.43	344.95	463.76	594.57
增长率	31.53%	35.58%	34.44%	28.21%
每股收益EPS（元）	1.11	1.50	2.02	2.59
净资产收益率ROE	19.03%	21.15%	22.89%	23.52%
PE	28	21	16	12
PB	5.39	4.41	3.55	2.85

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：邵桂龙
执业证号：S1250521050002
电话：021-58351893
邮箱：tgl@swsc.com.cn
联系人：周鑫雨
电话：021-58351893
邮箱：zxyu@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.30
流通A股(亿股)	1.13
52周内股价区间(元)	16.0-31.35
总市值(亿元)	71.99
总资产(亿元)	15.84
每股净资产(元)	5.82

相关研究

1. 微光股份（002801）：冷链微电机龙头，ECM电机带来高增长潜力（2022-05-05）

关键假设:

假设 1: 冷链行业在政策和市场需求的带动下迎来快速发展,加之公司在新风系统等市场的开拓,公司外转子风机业务订单增加,2022-2024 年预计外转子风机销量分别为 350、420、480 万台,均价分别为 190、200、210 元/台,毛利率分别为 33%、34%、34%。

假设 2: 目前公司冷柜电机产能利用率较饱和,冷链行业发展促使公司冷柜电机产品销量将稳中有增,同时大功率系列产品销售占比提升,考虑到公司 2022 年 Q1 冷柜电机外销同比增长超 70%,2022-2024 年预计冷柜电机销量分别为 1120、1200、1300 万台,均价分别为 35、37、38 元/台,毛利率分别为 26%、27%、27%。

假设 3: 根据《电机能效提升计划(2021-2023 年)》,2023 年在役高效节能电机占比达到 20%以上,将大幅带动 ECM 电机需求增长;同时冷链行业发展带动公司 ECM 电机替代传统冷柜电机占比提升,考虑到公司 2022 年 Q1 ECM 电机下游需求旺盛,2022-2024 年预计 ECM 电机销量分别为 310、470、670 万台,均价分别为 101、108、116 元/台,毛利率分别为 36%、38%、40%。

假设 4: 伺服电机业务目前规模较小,未来随着公司产能扩大与市场开拓,市占率将逐步提升,同时规模效应显现叠加新产品不断推出,2022-2024 年预计伺服电机销量分别为 24、30、35 万台,均价分别为 455、480、500 元/台,毛利率分别为 21%、23%、25%。

基于以上假设,我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表:

表 1: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
外转子风机	收入	486.33	665.00	840.00	1008.00
	增速	38.35%	36.74%	26.32%	20.00%
	毛利率	31.79%	33.00%	34.00%	34.00%
冷柜电机	收入	373.70	392.00	444.00	494.00
	增速	45.38%	4.90%	13.27%	11.26%
	毛利率	24.96%	26.00%	27.00%	27.00%
ECM 电机	收入	155.05	313.10	507.60	777.20
	增速	51.61%	101.93%	62.12%	53.11%
	毛利率	38.91%	36.00%	38.00%	40.00%
伺服电机	收入	50.05	109.20	144.00	175.00
	增速	41.26%	118.18%	31.87%	21.53%
	毛利率	21.31%	21.00%	23.00%	25.00%
其他业务	收入	40.51	56.71	73.73	88.47
	增速	62.82%	40.00%	30.00%	20.00%
	毛利率	11.53%	10.00%	10.00%	10.00%
合计	收入	1111.61	1536.01	2009.33	2542.67
	增速	39.27%	38.18%	30.81%	26.54%
	毛利率	29.27%	30.12%	31.79%	33.02%

数据来源: Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1111.61	1536.01	2009.32	2542.67	净利润	254.41	344.91	463.71	594.51
营业成本	786.27	1073.32	1370.46	1703.09	折旧与摊销	21.24	15.11	15.11	15.11
营业税金及附加	8.03	10.87	14.03	17.93	财务费用	4.68	7.21	8.17	9.74
销售费用	14.59	21.50	28.13	38.14	资产减值损失	-1.94	0.00	0.00	0.00
管理费用	24.03	87.55	108.50	139.85	经营营运资本变动	0.14	-30.91	-61.20	-67.20
财务费用	4.68	7.21	8.17	9.74	其他	-101.81	-63.36	-67.81	-64.70
资产减值损失	-1.94	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	176.72	272.97	357.98	487.45
投资收益	62.13	65.00	65.00	65.00	资本支出	6.13	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.45	0.50	0.50	0.50	其他	-64.94	65.50	65.50	65.50
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-58.81	65.50	65.50	65.50
营业利润	292.18	401.05	545.53	699.42	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.29	0.01	0.01	0.01	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	291.89	401.06	545.54	699.43	股权融资	0.38	0.00	0.00	0.00
所得税	37.48	56.15	81.83	104.91	支付股利	-91.85	-50.89	-68.99	-92.75
净利润	254.41	344.91	463.71	594.51	其他	-1.91	-7.21	-8.17	-9.74
少数股东损益	-0.02	-0.03	-0.05	-0.06	筹资活动现金流净额	-93.39	-58.10	-77.16	-102.49
归属母公司股东净利润	254.43	344.95	463.76	594.57	现金流量净额	22.00	280.37	346.33	450.46
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	174.47	454.83	801.16	1251.62	成长能力				
应收和预付款项	183.67	300.77	382.49	477.89	销售收入增长率	39.27%	38.18%	30.81%	26.54%
存货	160.81	218.17	282.06	350.21	营业利润增长率	30.54%	37.26%	36.02%	28.21%
其他流动资产	784.78	734.59	735.34	736.19	净利润增长率	31.56%	35.57%	34.44%	28.21%
长期股权投资	12.00	12.00	12.00	12.00	EBITDA 增长率	27.78%	33.09%	34.35%	27.33%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	158.60	146.99	135.37	123.75	毛利率	29.27%	30.12%	31.79%	33.02%
无形资产和开发支出	28.18	24.69	21.19	17.70	三费率	3.90%	7.57%	7.21%	7.38%
其他非流动资产	81.75	81.75	81.75	81.75	净利率	22.89%	22.46%	23.08%	23.38%
资产总计	1584.25	1973.78	2451.37	3051.13	ROE	19.03%	21.15%	22.89%	23.52%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	16.06%	17.47%	18.92%	19.49%
应付和预收款项	205.67	324.88	404.27	498.37	ROIC	59.14%	73.84%	85.35%	92.50%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	28.62%	27.56%	28.31%	28.48%
其他负债	41.90	18.20	21.67	25.56	营运能力				
负债合计	247.57	343.07	425.95	523.94	总资产周转率	0.75	0.86	0.91	0.92
股本	229.63	229.63	229.63	229.63	固定资产周转率	7.01	10.24	14.51	20.05
资本公积	115.06	115.06	115.06	115.06	应收账款周转率	6.47	6.72	6.22	6.25
留存收益	991.98	1286.05	1680.81	2182.63	存货周转率	5.48	5.57	5.41	5.35
归属母公司股东权益	1336.68	1630.74	2025.51	2527.33	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	79.67%	—	—	—
少数股东权益	0.00	-0.03	-0.08	-0.14	资本结构				
股东权益合计	1336.68	1630.71	2025.43	2527.19	资产负债率	15.63%	17.38%	17.38%	17.17%
负债和股东权益合计	1584.25	1973.78	2451.37	3051.13	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	5.39	5.06	5.24	5.43
					速动比率	4.72	4.42	4.57	4.76
					股利支付率	36.10%	14.75%	14.88%	15.60%
					每股指标				
					每股收益	1.11	1.50	2.02	2.59
					每股净资产	5.82	7.10	8.82	11.01
					每股经营现金	0.77	1.19	1.56	2.12
					每股股利	0.40	0.22	0.30	0.40
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	318.10	423.37	568.81	724.26					
PE	28.29	20.87	15.52	12.11					
PB	5.39	4.41	3.55	2.85					
PS	6.48	4.69	3.58	2.83					
EV/EBITDA	19.52	14.01	9.82	7.09					
股息率	1.28%	0.71%	0.96%	1.29%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	黄滢	高级销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn