

## 业绩整体符合预期, ECM 电机维持高增长

### 投资要点

- 业绩概述:** 公司公布 2022 半年报, 2022H1 公司实现营收 6.53 亿元, 同比增长 24.61%, 实现归母净利润 1.62 亿元, 同比增长 57.46%; Q2 单季度看, 实现营收 3.23 亿元, 同比增长 9.66%, 环比下降 2.31%; 实现归母净利润 0.85 亿元, 同比增长 34.90%, 环比增长 9.70%。上半年收入与利润保持高增长, Q2 单季度利润继续环比改善, 公司业绩整体符合预期。
- 盈利能力改善, 经营效率提升; 期间费用率同比下降, 毛利率、净利润率同比提升。** 22H1 毛利率为 32.44%, 同比增加 5.43 个百分点; 净利率为 24.82%, 同比增加 5.18 个百分点; 期间费用率为 4.88%, 同比降低 1.67 个百分点; 其中, 销售费用率为 1.02%, 同比降低 0.16 个百分点; 管理费用率为 1.94%, 同比降低 0.10 个百分点; 研发费用率为 3.27%, 同比增加 0.34 个百分点; 财务费用率为 -1.35%, 同比降低 1.74 个百分点。高毛利率的 ECM 电机销量占比提升是公司综合毛利率提升的主要原因: ECM 电机毛利率为 38.05%, 高于冷柜电机毛利率 29.18%、外转子风机毛利率 36.33%; 22H1 公司 ECM 电机销量同比大幅增长 109.31%, 收入占比提升至 22.16%, 同比增加 8.97 个百分点。同时, 公司加强成本费用管控, 延伸产业链、增加设备和产线, 突出一体化优势, 净利润率提升。
- 海外需求向好, 收入高增长, 占比继续提升。** 22H1 境外收入 3.74 亿元, 同比增长 58.47%, 收入占比 57.19%, 欧美国家大客户占比上升, 客户结构不断优化, 境内收入 2.80 亿元, 同比下降 3.06%。22H1 公司对“一带一路”国家和地区的出口收入占整个出口收入比例为 45.39%, “一带一路”国家多为新兴经济体和发达国家, 经济发展处于上升期, 需求向好, 市场空间广阔。国内市场受新冠疫情短期影响, 22H1 收入小幅下滑。
- 政策支持叠加需求驱动, ECM 电机产品结构继续优化, 公司产能有序扩产释放。** 《电机能效提升计划(2021-2023年)》和《工业能效提升行动计划》要求在役(到 2023 年)和新增(到 2025 年)高效节能电机占比分别超 20%和 70%, 市场需求向好, 随着人们对美好生活追求的不断提高以及储能、热泵、通信、现代农业、畜牧业等发展, 行业具有较大的增长空间; 电机、风机、微特电机具备更广泛的应用领域, 包括汽车、家用电器、军工等。公司前期公告 670 万台电机扩产项目, 伴随产能逐步扩充和释放, ECM 电机销售收入持续增长。
- 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、4.60、5.95 亿元, 未来三年归母净利润复合增长率 33%, 公司为冷链微电机龙头企业具备估值优势, 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。

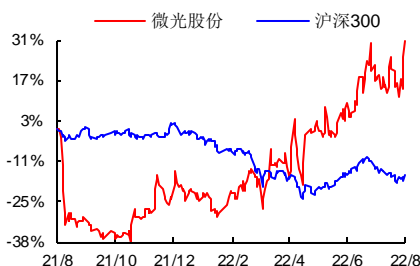
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1111.61	1528.41	2009.32	2542.67
增长率	39.27%	37.50%	31.46%	26.54%
归属母公司净利润(百万元)	254.43	344.20	459.50	594.63
增长率	31.53%	35.29%	33.50%	29.41%
每股收益 EPS(元)	1.11	1.50	2.00	2.59
净资产收益率 ROE	19.03%	21.12%	22.74%	23.56%
PE	30	22	17	13
PB	5.69	4.67	3.77	3.02

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)	1.16
52 周内股价区间(元)	16.0-33.24
总市值(亿元)	76.12
总资产(亿元)	15.84
每股净资产(元)	5.82

### 相关研究

- 微光股份(002801): ECM 电机持续放量, 上半年业绩高增长 (2022-07-13)
- 微光股份(002801): 需求旺盛, ECM 电机扩产助力高增长 (2022-07-06)
- 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、储能等市场的开拓，公司外转子风机业务订单增加，预计 2022-2024 年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，冷链行业发展促使产品销量将稳中有增，公司 2022H1 冷柜电机销售同比增长超 10%，预计 2022-2024 年冷柜电机销量分别为 1150、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：** 公司 ECM 电机海外市场需求高景气，叠加电机能效提升计划政策推动，ECM 电机将保持高增长，预计 2022-2024 年 ECM 电机销量分别为 320、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，预计 2022-2024 年伺服电机销量分别为 18、30、35 万台，均价分别为 440、450、480 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	402.50	444.00	494.00
	增速	45.38%	7.71%	10.31%	11.26%
	毛利率	24.96%	26.00%	27.00%	27.00%
ECM 电机	收入	155.05	323.20	507.60	777.20
	增速	51.61%	108.45%	57.05%	53.11%
	毛利率	38.91%	36.00%	38.00%	40.00%
伺服电机	收入	50.05	81.00	144.00	175.00
	增速	41.26%	61.84%	77.78%	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	1528.41	2009.33	2542.67
	增速	39.27%	37.50%	31.46%	26.54%
	毛利率	29.27%	30.30%	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	1528.41	2009.32	2542.67	净利润	254.41	344.17	459.45	594.57
营业成本	786.27	1065.28	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	10.81	14.03	17.93	财务费用	4.68	7.17	8.17	9.75
销售费用	14.59	19.87	26.12	33.05	资产减值损失	-1.94	0.00	0.00	0.00
管理费用	24.03	85.59	110.51	139.85	经营营运资本变动	0.14	-30.21	-61.89	-67.20
财务费用	4.68	7.17	8.17	9.75	其他	-101.81	-58.36	-62.81	-59.70
资产减值损失	-1.94	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>176.72</b>	<b>277.88</b>	<b>358.04</b>	<b>492.53</b>
投资收益	62.13	60.00	60.00	60.00	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	60.50	60.50	60.50
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-58.81</b>	<b>60.50</b>	<b>60.50</b>	<b>60.50</b>
<b>营业利润</b>	<b>292.18</b>	<b>400.19</b>	<b>540.52</b>	<b>699.49</b>	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
<b>利润总额</b>	<b>291.89</b>	<b>400.20</b>	<b>540.53</b>	<b>699.50</b>	股权融资	0.38	0.00	0.00	0.00
所得税	37.48	56.03	81.08	104.92	支付股利	-91.85	-50.89	-68.84	-91.90
净利润	254.41	344.17	459.45	594.57	其他	-1.91	-7.17	-8.17	-9.75
少数股东损益	-0.02	-0.03	-0.05	-0.06	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-93.39</b>	<b>-58.06</b>	<b>-77.02</b>	<b>-101.65</b>
归属母公司股东净利润	254.43	344.20	459.50	594.63	<b>现金流量净额</b>	<b>22.00</b>	<b>280.32</b>	<b>341.52</b>	<b>451.37</b>
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	454.79	796.31	1247.68	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	183.67	299.27	382.49	477.89	销售收入增长率	39.27%	37.50%	31.46%	26.54%
存货	160.81	216.50	282.06	350.21	营业利润增长率	30.54%	36.97%	35.07%	29.41%
其他流动资产	784.78	734.58	735.34	736.19	净利润增长率	31.56%	35.28%	33.50%	29.41%
长期股权投资	12.00	12.00	12.00	12.00	EBITDA 增长率	27.78%	32.81%	33.46%	28.48%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	158.60	146.99	135.37	123.75	毛利率	29.27%	30.30%	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%	7.37%	7.21%	7.18%
其他非流动资产	81.75	81.75	81.75	81.75	净利率	22.89%	22.52%	22.87%	23.38%
<b>资产总计</b>	<b>1584.25</b>	<b>1970.56</b>	<b>2446.52</b>	<b>3047.18</b>	ROE	19.03%	21.12%	22.74%	23.56%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	16.06%	17.47%	18.78%	19.51%
应付和预收款项	205.67	322.49	404.27	498.37	ROIC	59.14%	73.78%	84.69%	92.52%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	28.62%	27.64%	28.06%	28.49%
其他负债	41.90	18.10	21.67	25.56	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>247.57</b>	<b>340.60</b>	<b>425.95</b>	<b>523.94</b>	总资产周转率	0.75	0.86	0.91	0.93
股本	229.63	229.63	229.63	229.63	固定资产周转率	7.01	10.19	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	6.71	6.24	6.25
留存收益	991.98	1285.30	1675.96	2178.69	存货周转率	5.48	5.55	5.43	5.35
归属母公司股东权益	1336.68	1630.00	2020.65	2523.39	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	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1336.68</b>	<b>1629.96</b>	<b>2020.57</b>	<b>2523.25</b>	资产负债率	15.63%	17.28%	17.41%	17.19%
负债和股东权益合计	1584.25	1970.56	2446.52	3047.18	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	5.39	5.09	5.23	5.43
					速动比率	4.72	4.44	4.55	4.75
					股利支付率	36.10%	14.78%	14.98%	15.45%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.11	1.50	2.00	2.59
					每股净资产	5.82	7.10	8.80	10.99
					每股经营现金	0.77	1.21	1.56	2.14
					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	422.47	563.81	724.35					
PE	29.92	22.12	16.57	12.80					
PB	5.69	4.67	3.77	3.02					
PS	6.85	4.98	3.79	2.99					
EV/EBITDA	20.82	15.02	10.65	7.66					
股息率	1.21%	0.67%	0.90%	1.21%					

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
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	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
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@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
	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
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn