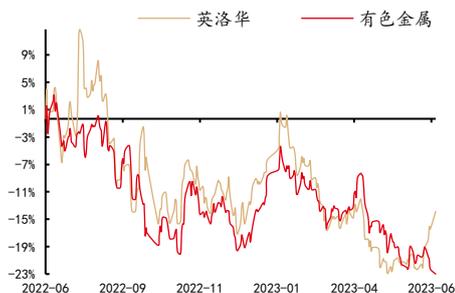




股票投资评级

增持|首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	6.74
总股本/流通股本(亿股)	11.34 / 11.34
总市值/流通市值(亿元)	76 / 76
52周内最高/最低价	8.66 / 6.08
资产负债率(%)	44.9%
市盈率	29.47
第一大股东	横店集团控股有限公司
持股比例(%)	39.5%

研究所

分析师:李帅华
SAC 登记编号:S1340522060001
Email:lishuaihua@cnpsec.com
研究助理:魏欣
SAC 登记编号:S1340123020001
Email:weixin@cnpsec.com

英洛华(000795)

三大板块齐头并进，机器人需求有望爆发

● 投资要点

三大板块齐头并进。公司围绕“做精机电、做强磁材、做优下游应用”的发展战略，实现机电、磁材、康复器材三大业务板块齐头并进，其中子公司联宜电机负责机电板块，主要产品有伺服电机、行星齿轮减速器等，部分产品已应用于工业机器人，赣州东磁、东阳东磁负责磁材板块，主要产品为钕铁硼永磁材料，英洛华康复负责电动轮椅、老年代步车等康复器材产品。

营收规模稳步增长，盈利能力受稀土磁材价格波动影响。2018-2022年，公司营业收入规模稳步提升，其中2021和2022年受益于稀土磁材均价上涨和下游需求景气，公司营业收入同比增长44.55%和25.85%，归母净利润同比增长32.62%和90.91%。分业务看，2022年公司钕铁硼磁材较上年增长37.06%，带动整体收入增长，收入贡献上，电机业务/电机业务/电动轮椅及代步车业务分别占比65.95%/20.54%/8.13%，毛利贡献分别占比达60.89%/27.30%/10.09%。此外，电机系列、电动轮椅及代步车业务毛利率分别为24.24%/22.63%，高于钕铁硼磁材业务的16.84%，体现出较大的增长潜力。

22年钕铁硼、电机销量有所下滑，电动轮椅需求景气。2019-2021年公司钕铁硼、电机业务产销两旺，年复合增长率为13.10%和13.65%，2022年由于下半年需求不振，全年产销量有所下滑，电动轮椅受公共事件放松影响，市场需求增加，公司加大销售力度，全年销量增长38.84%。

投资建议：公司长期深耕机电、磁材板块，技术、人才积累雄厚，产品已部分用于工业机器人领域，未来有望在人型、类人型机器人需求带动下迎来新的发展机遇，我们预计公司2023/2024/2025年实现营业收入48.21/50.17/53.11亿元，分别同比增长1.88%/4.06%/5.85%；归母净利润分别为2.83/3.30/3.90亿元，分别同比增长9.40%/16.52%/18.45%，对应EPS分别为0.25/0.29/0.34元。以2023年6月26日收盘价6.74元为基准，对应2023-2025E对应PE分别为27.01/23.18/19.57倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

● 风险提示：

稀土磁材价格波动风险，市场竞争风险，需求不及预期风险，国际贸易风险，汇率变动风险等。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	4732	4821	5017	5311
增长率 (%)	25.85	1.88	4.06	5.85
EBITDA (百万元)	396.35	370.46	419.04	482.22
归属母公司净利润 (百万元)	258.54	282.86	329.59	390.39
增长率 (%)	90.91	9.40	16.52	18.45
EPS (元/股)	0.23	0.25	0.29	0.34
市盈率 (P/E)	29.55	27.01	23.18	19.57
市净率 (P/B)	2.83	2.66	2.38	2.12
EV/EBITDA	19.61	20.94	17.72	14.65

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

1 磁材业务稳步增长，机电/康复器材板块潜力巨大

公司是集钕铁硼永磁材料、电机系列产品以及康复器材产品的研发、生产和销售为一体的多元化发展的高新技术企业，主要业务为机电、磁材、康复器材三大板块，围绕“做精机电、做强磁材、做优下游应用”的发展战略，实现三大业务板块齐头并进。

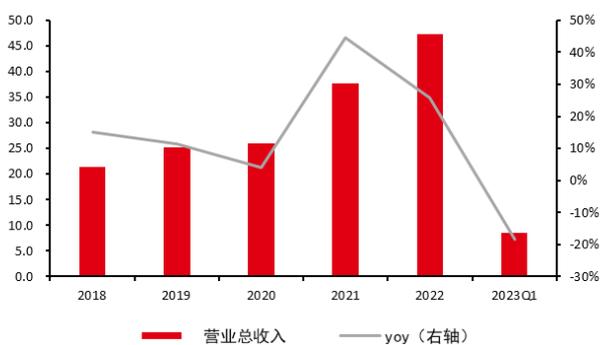
子公司赣州东磁、东阳东磁主要供应烧结、粘结钕铁硼永磁材料及磁性组件，产品广泛应用于节能电机、风力发电、智能家电、汽车类（包括新能源汽车）、扬声器、空调压缩机、智能消费电子、工业电机、电动工具等领域。

联宜电机在电机行业长期深耕，具有较高的知名度和品牌影响力，与众多细分行业内的龙头客户均建立了良好的合作关系，主要客户遍布北美、欧洲、东南亚等地区的数十个国家。其电机系列产品主要包括交流、永磁直流、无刷、步进、伺服电机等微特电机和电动推杆执行器，平行轴、蜗轮、行星齿轮减速器，电机驱动及代步车等专业控制器，产品广泛应用于健康出行、园林农机、特色家电、安防领域、智能物流等领域。根据公司投资者交流披露，公司具备行星减速器的量产能力，目前有小批量应用于工业机器人领域。

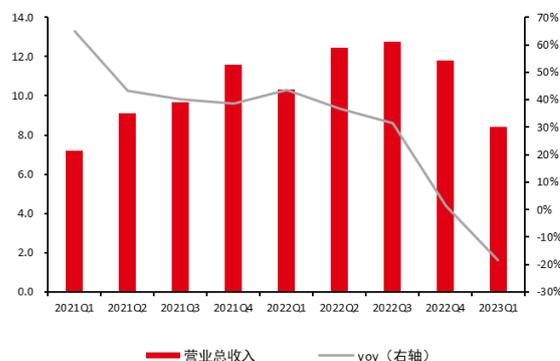
此外公司还依托子公司英洛华康复向下游电动轮椅、老年代步车等康复器材产品延伸。

营收规模稳步增长，与稀土价格走势关系密切。2018-2022年，公司营业收入规模稳步提升，其中2021和2022年受益于稀土磁材均价上涨和下游需求景气，公司营业收入同比增长44.55%和25.85%，归母净利润同比增长32.62%和90.91%。分季度看，由于公司钕铁硼价格通常之后稀土价格一个季度，公司营收在2022年Q3达到12.75亿元，随后进入下行通道，2023年Q1公司实现营收/归母净利润8.43/0.39亿元，同比减少18.31%/32.00%。

图表1：公司年度营收和同比情况（亿元）



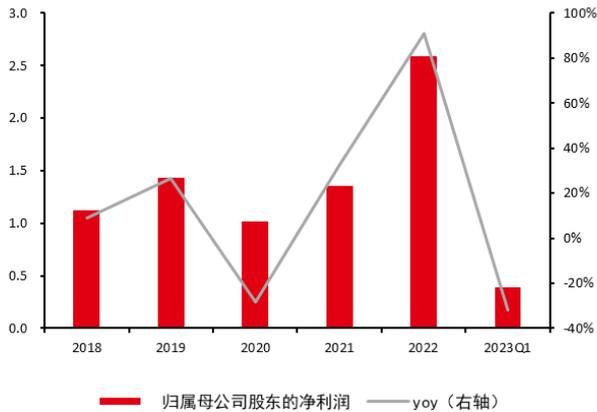
图表2：公司季度营收和同比情况（亿元）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表3：公司年度归母净利润和同比情况（亿元）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

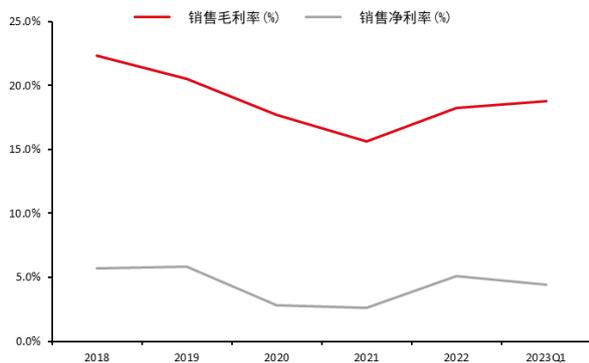
图表4：公司季度归母净利润和同比情况（亿元）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

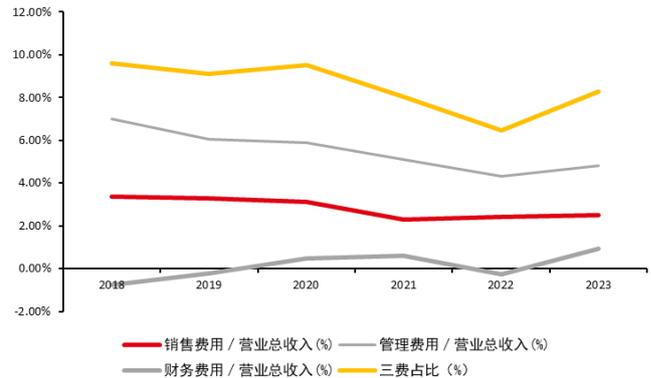
盈利稳定，三费占比维持较低水平。从历史盈利能力变化看，公司毛利、净利率整体跟随稀土价格变动，2020-2023年Q1毛利率均维持在15-20%区间，三费占比整体成下降趋势，主要由于营收规模扩大，从2020年的9.50%跌至2022年的6.45%，虽然2023年Q1回升至8.26%，但整体维持在较低水平。

图表5：公司年度盈利能力情况



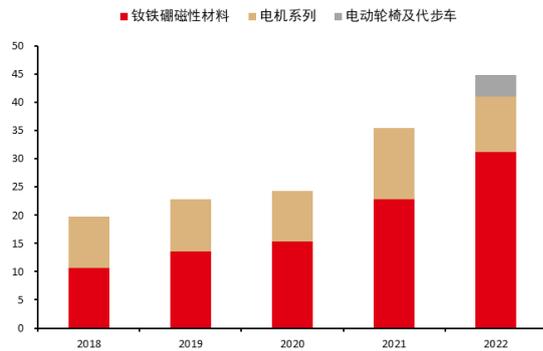
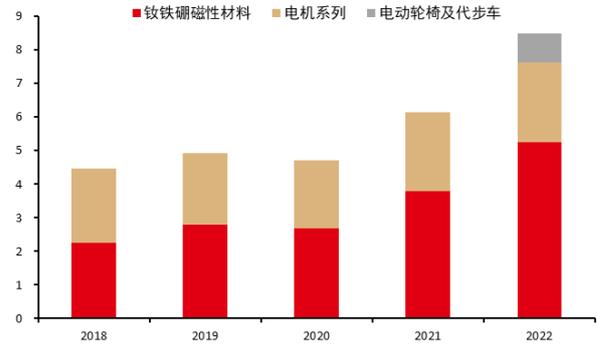
资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表6：公司年度三费占比情况



资料来源：iFind，中邮证券研究所

磁材业务稳健，电机/电动轮椅业务潜力巨大。分业务看，2022年公司钕铁硼磁材较上年增长37.06%，带动整体收入增长，收入贡献上，电机业务/电机业务/电动轮椅及代步车业务分别占比65.95%/20.54%/8.13%，毛利贡献分别占比达60.89%/27.30%/10.09%。此外，电机系列、电动轮椅及代步车业务毛利率分别为24.24%/22.63%，高于钕铁硼磁材业务的16.84%，体现出较大的增长潜力。

图表7：公司年度分业务营收情况（亿元）

图表8：公司年度分业务毛利情况（亿元）


资料来源：iFind，中邮证券研究所

资料来源：iFind，中邮证券研究所

2019-2021年公司钕铁硼、电机业务产销两旺，年复合增长率为13.10%和13.65%，2022年由于下半年需求不振，全年产销量有所下滑，电动轮椅受公共事件放松影响，市场需求增加，公司加大销售力度，全年销量增长38.84%。

图表9：2019-2022年公司产量变化（吨）

行业分类	项目	单位	2019年	2020年	2021年	2022年
钕铁硼	销售量	吨	4,368.52	5,243.17	5,587.55	5,262.10
	生产量	吨	4,363.16	5,339.50	5,635.79	5,228.63
电机系列	销售量	万台	449.88	473.41	586.97	491.85
	生产量	万台	441.59	474.21	630.7	491.12
电动轮椅及代步车	销售量	万台			10.04	13.94
	生产量	万台			10.16	13.61

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

2 风险提示

稀土磁材价格波动风险，市场竞争风险，需求不及预期风险，国际贸易风险，汇率变动风险等。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	4732	4821	5017	5311	营业收入	25.9%	1.9%	4.1%	5.8%
营业成本	3869	3955	4079	4274	营业利润	89.3%	9.1%	16.5%	18.4%
税金及附加	18	22	22	24	归属于母公司净利润	90.9%	9.4%	16.5%	18.4%
销售费用	115	117	122	129	获利能力				
管理费用	204	207	216	228	毛利率	18.2%	18.0%	18.7%	19.5%
研发费用	223	227	236	250	净利率	5.5%	5.9%	6.6%	7.4%
财务费用	-13	0	0	0	ROE	9.6%	9.8%	10.3%	10.9%
资产减值损失	-93	0	0	0	ROIC	6.6%	6.4%	6.9%	7.6%
营业利润	269	294	342	405	偿债能力				
营业外收入	1	0	0	0	资产负债率	44.9%	43.8%	41.6%	39.5%
营业外支出	2	0	0	0	流动比率	1.87	1.96	2.13	2.31
利润总额	268	294	342	405	营运能力				
所得税	27	29	34	41	应收账款周转率	4.31	4.08	4.12	4.16
净利润	242	264	308	365	存货周转率	4.48	5.05	5.12	5.22
归母净利润	259	283	330	390	总资产周转率	1.00	0.96	0.95	0.94
每股收益(元)	0.23	0.25	0.29	0.34	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.23	0.25	0.29	0.34
货币资金	843	1139	1471	1834	每股净资产	2.38	2.54	2.83	3.17
交易性金融资产	106	106	106	106	估值比率				
应收票据及应收账款	1190	1213	1262	1336	PE	29.55	27.01	23.18	19.57
预付款项	48	49	50	53	PB	2.83	2.66	2.38	2.12
存货	943	964	994	1042	现金流量表				
流动资产合计	3920	4149	4564	5052	净利润	242	264	308	365
固定资产	777	701	626	550	折旧和摊销	106	77	77	77
在建工程	75	73	72	71	营运资本变动	-383	87	-52	-79
无形资产	131	131	131	131	其他	101	0	0	0
非流动资产合计	1034	981	904	827	经营活动现金流净额	65	427	332	363
资产总计	4954	5130	5468	5879	资本开支	-133	0	0	0
短期借款	1168	1168	1168	1168	其他	71	-24	0	0
应付票据及应付账款	631	645	665	697	投资活动现金流净额	-62	-24	0	0
其他流动负债	295	301	311	326	股权融资	0	-20	0	0
流动负债合计	2094	2114	2144	2191	债务融资	339	2	0	0
其他	132	131	131	131	其他	128	-92	0	0
非流动负债合计	132	131	131	131	筹资活动现金流净额	467	-110	0	0
负债合计	2226	2245	2275	2322	现金及现金等价物净增加额	483	296	332	363
股本	1134	1134	1134	1134					
资本公积金	1061	1061	1061	1061					
未分配利润	560	712	992	1324					
少数股东权益	26	8	-14	-40					
其他	-52	-29	20	78					
所有者权益合计	2728	2885	3193	3557					
负债和所有者权益总计	4954	5130	5468	5879					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048