

产能搬迁利润短期承压，关注公司三大核心变化

2023 年 08 月 28 日

► **业绩：**公司 23H1 实现营业收入 13.06 亿元，同比增长 3.02%；实现归母净利润 0.53 亿元，同比下滑 24.35%；实现扣非归母净利润 0.49 亿元，同比下滑 28.33%。单季度来看，23Q2 公司实现收入 6.56 亿元，同比增长 10.89%；实现归母净利润 0.21 亿元，同比下降 33.59%。利润承压主要因为公司太仓智能制造基地和越南生产制造基地相继建成并投入使用，受新基地启用和工厂搬迁的影响，制造成本在此过渡期有所提升。

海外市场方面，凭借海外运营机构和销售渠道的优势，23H1 境外业务保持增长，实现营业收入 6.67 亿元，同比增长 10.43%。

盈利能力方面，公司 23H1 毛利率/净利率分别为 36.7%/4.12%，分别同比下滑 1.79pcts/1.45pcts（其中公司核心业务运动控制领域业务的毛利率 39.5%，较上年度末下降 1.2pcts）。毛利率波动原因主要系公司太仓生产制造基地实际产量没有达到原设计生产制造产能规模。

费用管控方面，公司 23H1 期间费用率为 31.65%，相比于 22 年提升 3.7pcts，其中，研发费用方面，公司围绕核心业务持续保持高研发投入，2023 年上半年公司研发投入 12,317 万元，较上年同期增长 16.21%，研发费用率为 9.43%。

► **产能：新基地释放有望突破生产瓶颈。**公司在前期因产能制约而面临规模增长难题，其控制电机与驱动系统的产销比已经接近 1:1，生产计划处于饱和状态。目前，新的生产基地已经基本完成布局，同时引入了自动化技术和新的产能规划策略，使得公司有望突破生产瓶颈，进一步提升市场份额。

► **战略：扩充产品品类，完善整体解决方案。空心杯电机：**23H1 同比增长 67%，主要源于产能的稳步释放以及相关产品在移动机器人、医疗器械及生化分析仪器应用领域的业务增长；**精密传动业务：**23H1 实现营业收入 4,410 万元，同比增长 29%；**运动控制解决方案：**23H1 合计实现营业收入 3.48 亿元，同比增长 12%。其中，伺服系统业务同比增长 62%，取得更快速增长。增长主要源于光伏加工设备与工业与工厂自动化应用领域的业务增长。

► **下游：新兴高附加值应用领域业务保持增长。**公司运动控制领域业务在光伏设备、工业和工厂自动化、智能驾驶汽车、移动机器人、智能泵阀控制等新兴高附加值应用领域取得了较快速的成长。

► **投资建议：**我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 33.51、43.52、56.88 亿元，对应增速分别为 13.2%、29.8%、30.7%；归母净利润分别为 2.7、4.72、7 亿元，对应增速分别为 9.1%、75.1%、48.1%，以 8 月 25 日收盘价作为基准，对应 2023-2025 年 PE 为 85x、49x、33x。维持“推荐”评级。

► **风险提示：**国际经贸摩擦风险；原材料供应不稳定和价格上涨的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2960	3351	4352	5688
增长率 (%)	9.1	13.2	29.8	30.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	247	270	472	700
增长率 (%)	-11.6	9.1	75.1	48.1
每股收益 (元)	0.59	0.64	1.12	1.67
PE	93	85	49	33
PB	8.5	7.7	6.7	5.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 8 月 25 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

54.80 元


分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

电话：021-60876734

邮箱：dengyongkang@mszq.com

研究助理 李佳

执业证书：S0100121110050

电话：021-60876734

邮箱：lijia@mszq.com

研究助理 许俊哲

执业证书：S0100123020010

电话：021-60876734

邮箱：xujunzhe@mszq.com

相关研究

1. 鸣志电器 (603728.SH) 2022 年报及 2023 年一季报点评：盈利能力改善，新兴、高附加值领域布局成效显著-2023/05/05
2. 鸣志电器 (603728.SH) 2022 年三季报点评：Q3 业绩超预期，营业收入创单季新高-2022/10/29
3. 鸣志电器 (603728.SH) 2022 年半年报点评：业绩短期承压，新增产能有望打开公司成长空间-2022/08/30
4. 鸣志电器 (603728.SH) 2021 年年报点评：业绩稳步增长，产品结构持续优化-2022/04/23

目录

1 业绩：23H1 收入实现增长，利润受产能搬迁影响短期承压	3
2 三大变化：产能、战略、下游	5
2.1 产能：新基地释放有望突破生产瓶颈	5
2.2 战略：扩充产品品类，完善整体解决方案	6
2.3 下游：新兴高附加值应用领域占比提升	8
3 投资建议	9
4 风险提示	10
插图目录	12
表格目录	12

1 业绩: 23H1 收入实现增长, 利润受产能搬迁影响

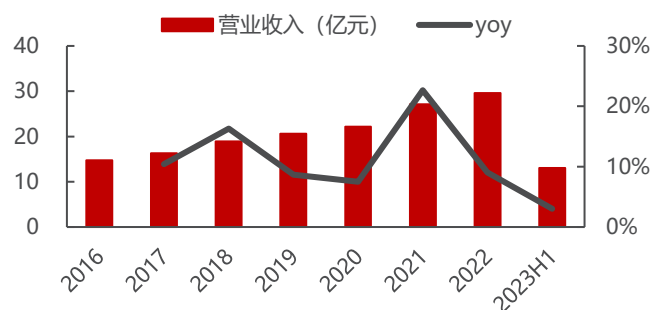
短期承压

公司历年业绩稳健增长, 22 年受到停工及搬迁扰动。公司 2016-2021 年收入及归母净利润 CAGR 分别为 13%/12%, 实现稳健增长。2022 年实现收入 29.60 亿元, 同比增长 9.05%, 实现归母净利润 2.47 亿元, 同比下降 11.58%, 主要系公司上海及周边地区的生产基地经历了较长时间的停工停产, 叠加产能陆续搬迁至太仓新基地影响。

23H1 受搬迁工厂影响利润短期承压。公司 2023 年上半年实现营业收入 13.06 亿元, 同比增长 3.02%; 实现归母净利润 0.53 亿元, 同比下滑 24.35%; 实现扣非归母净利润 0.49 亿元, 同比下滑 28.33%。利润承压主要因为公司太仓智能制造基地和越南生产制造基地相继建成并投入使用, 受新基地启用和工厂搬迁的影响, 制造成本在此过渡期有所提升。

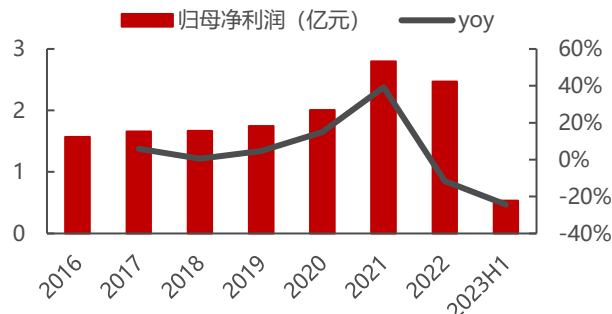
海外市场方面,凭借海外运营机构和销售渠道的优势, 公司 2023 年上半年境外业务保持增长, 实现营业收入 6.67 亿元, 同比增长 10.43%。

图1: 2016-2023H1 收入情况



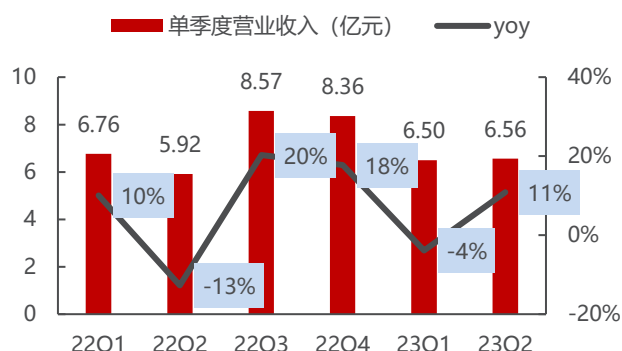
资料来源: wind, 民生证券研究院

图2: 2016-2023H1 归母净利润情况

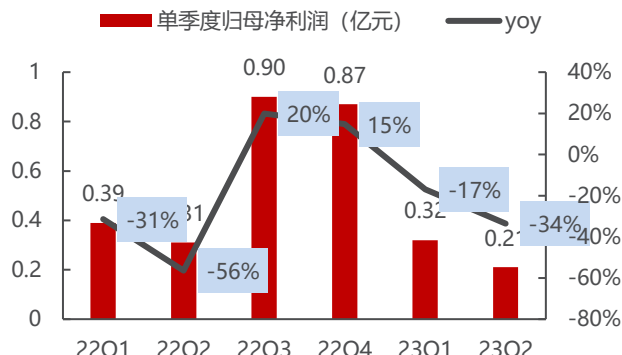


资料来源: wind, 民生证券研究院

单季度来看,23Q1 公司实现收入 6.5 亿元, 同比下滑 3.87%; 实现归母净利润 0.32 亿元, 同比下降 16.95%。23Q2 公司实现收入 6.56 亿元, 同比增长 10.89%; 实现归母净利润 0.21 亿元, 同比下降 33.59%。

图3：22Q1-23Q2 季度收入情况


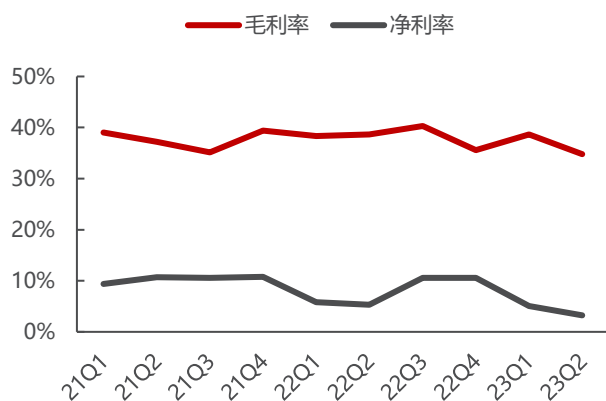
资料来源：wind，民生证券研究院

图4：22Q1-23Q2 季度归母净利润情况


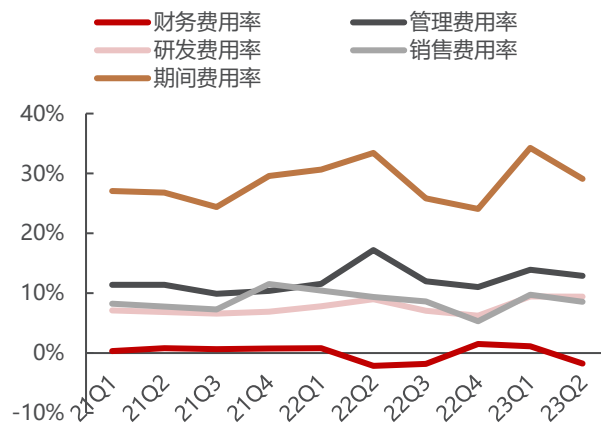
资料来源：wind，民生证券研究院

盈利能力方面，公司 23H1 毛利率/净利率分别为 36.7%/4.12%，分别同比下滑 1.79pcts/1.45pcts（其中公司核心业务运动控制领域业务的毛利率 39.5%，较上年度末下降 1.2pcts）。毛利率波动原因主要系公司太仓生产制造基地实际产量没有达到原设计生产制造产能规模。

费用管控方面，公司 23H1 期间费用率为 31.65%，相比于 22 年提升 3.7pcts，其中，研发费用方面，公司围绕核心业务持续保持高研发投入，2023 年上半年公司研发投入 12,317 万元，较上年同期增长 16.21%，研发费用率为 9.43%。

图5：21Q1-23Q2 盈利能力情况


资料来源：wind，民生证券研究院

图6：21Q1-23Q2 费用率情况


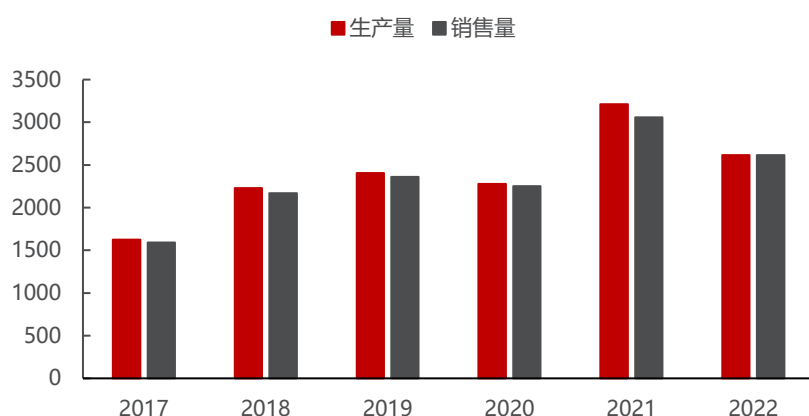
资料来源：wind，民生证券研究院

2 三大变化：产能、战略、下游

2.1 产能：新基地释放有望突破生产瓶颈

公司在前期因产能制约而面临规模增长难题，其控制电机与驱动系统的产销量比已经接近 1:1，生产计划处于饱和状态。此外，2022 年上海工厂向太仓的产线迁移使得产能短期内无法得到满足，从而导致相关业务的产销量同比下滑。目前，新的生产基地已经基本完成布局，同时引入了自动化技术和新的产能规划策略，使得公司有望突破生产瓶颈，进一步提升市场份额。

图7：公司控制电机及其驱动系统产销量情况分析（万台）



资料来源：Wind，民生证券研究院

目前公司拥有两大核心生产基地。

太仓智能制造产业基地：公司目前规模最大，产品线最完整的生产基地。项目于 2019 年 5 月开始建设，2022 年主体建成并交付使用。公司于 2022 年第三季度开始启动由上海工厂向太仓基地的产能搬迁，截至 2023 年上半年公司各主要业务组织的产能搬迁已经全部完成，实现了产能的平稳过渡。目前，太仓基地的各项产能正在按项目计划有序扩张，平稳释放。

越南投资设厂项目：鸣志工业越南工厂位于越南的海防市，公司于 2019 年 6 月决定了本项投资，建设年产 400 万台混合式步进电机项目。2021 年 4 月，越南政府核准了鸣志越南的公司注册设立申请并颁发了工厂建设的批准文件。截至 2023 年半年报披露，鸣志越南的工厂已经装修完成并已投入批量试生产。

2.2 战略：扩充产品品类，完善整体解决方案

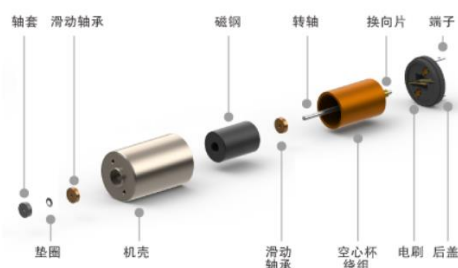
➤ 空心杯电机具备全球竞争力

23H1 公司空心杯无齿槽电机产品业务同比增长 67%，主要源于产能的稳步释放以及相关产品在移动机器人、医疗器械及生化分析仪器应用领域的业务增长。

公司产品型号覆盖齐全，无刷空心杯电机方面，目前开发出 $\phi 13\text{mm}$ 、 $\phi 16\text{mm}$ 、 $\phi 22\text{mm}$ 、 $\phi 30\text{mm}$ 机座尺寸，电机的空载转速可以达到 15000rpm~50000rpm；在有刷空心杯电机产品领域，开发了 $\phi 8\text{mm}$ 、 $\phi 10\text{mm}$ 、 $\phi 13\text{mm}$ 、 $\phi 16\text{mm}$ 、 $\phi 17\text{mm}$ 、 $\phi 24\text{mm}$ 等众多机座尺寸，电机的空载转速在 10000rpm~16000rpm。

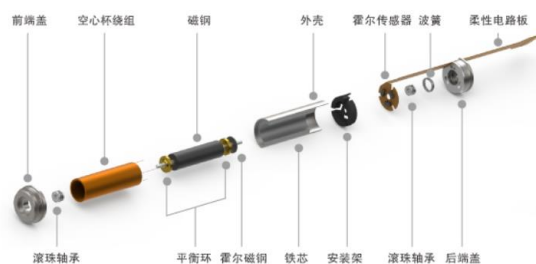
在人形机器人应用领域，公司专注于手掌模组及指模所用的控制电机模组的研发和制造。基于公司具备了该类控制电机模组的核心研发与制造技术，因此公司获得了该领域头部企业的关注以及合作意向。公司目前已经向该领域头部客户提交了全套技术方案及样机，供客户作可靠性及实际应用的测试验证。

图8：有刷空心杯结构图



资料来源：鸣志电器官网，民生证券研究院

图9：无刷空心杯结构图

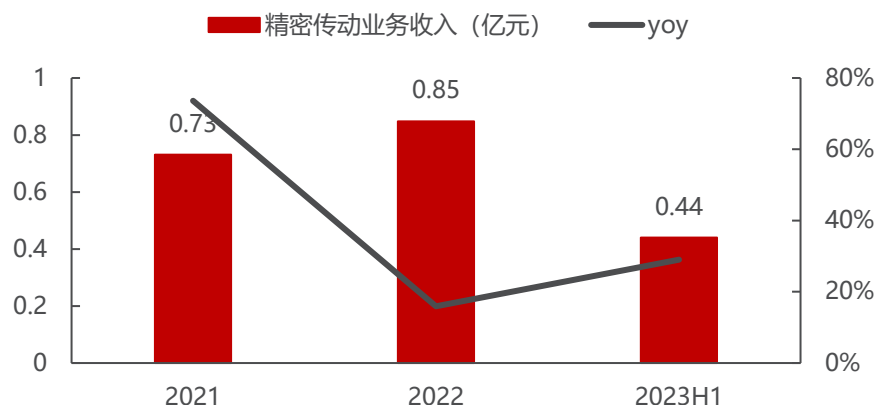


资料来源：鸣志电器官网，民生证券研究院

➤ 布局精密传动业务

公司精密传动业务 2023 年上半年实现营业收入 4,410 万元,同比增长 29%。

公司精密传动系统业务组建于 2015 年，专注于打造电机与丝杠一体化设计的模组化产品，与公司控制电机及其驱动系统产品配套，进而实现高精度直线传动的系统化解决方案。公司精密传动系统业务在工业与工厂自动化、移动机器人、医疗器械和生化分析设备、激光设备、半导体设备和太阳能光伏设备等自动化生产领域应用广泛。目前主要有三类产品：直线步进电机、微型电缸、直线模组。

图10：公司精密传动业务收入情况


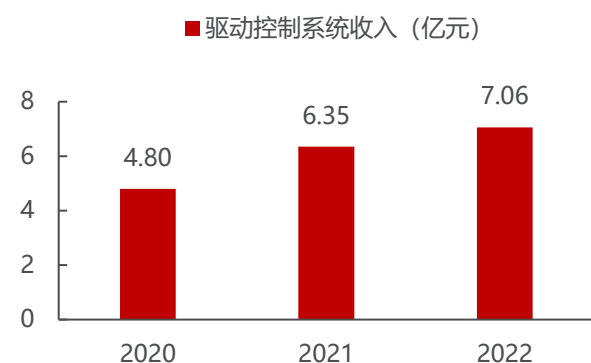
资料来源：Wind，民生证券研究院

➤ 驱动控制系统占比提升

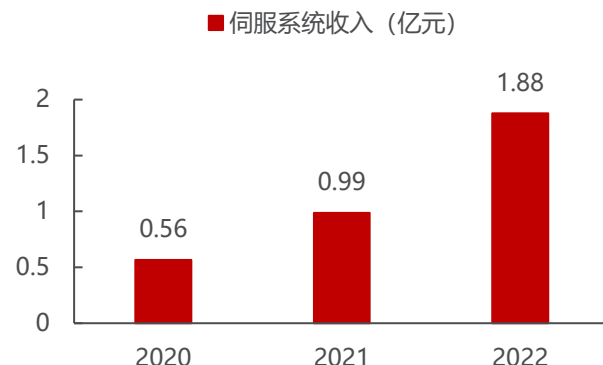
2023 年上半年，公司运动控制解决方案业务合计实现营业收入 3.48 亿元，同比增长 12%。其中，伺服系统业务同比增长 62%，取得更快速增长。增长主要源于光伏加工设备及工业与工厂自动化应用领域的业务增长。

公司运动控制解决方案业务平台主要由上海安浦鸣志、美国 AMP、瑞士 TMotion 公司设计、开发和运营，专注于智能电机驱动和控制产品及系统级解决方案的技术研发、软件开发和产品制造。聚焦战略性行业和战略性客户，重点布局太阳能光伏设备、移动服务机器人、3C 非标自动化、激光设备、半导体加工设备及医疗器械和生化分析应用领域。同时，公司在 2021 年发布了公司的第一款运动控制器产品，进一步拓展了公司在运动控制领域的产品平台的外延和夯实了公司运动控制解决方案级供应商的实力。

公司在过去几年持续高额投入运动控制领域产品研发，为公司在运动控制领域未来取得更大增长奠定了基础。**目前已经实现“运动控制器+电机驱动器+控制电机+精密直线传动系统”的组合**，形成了内部完整的运动控制业务系统，标志着公司在自动化领域具备整体解决方案的能力。

图11：驱动控制系统收入情况


资料来源：wind，民生证券研究院

图12：伺服系统收入情况


资料来源：wind，民生证券研究院

2.3 下游：新兴高附加值应用领域占比提升

新兴高附加值应用领域业务保持增长。公司运动控制领域业务在光伏设备、工业和工厂自动化、智能驾驶汽车、移动机器人、智能泵阀控制等新兴高附加值应用领域取得了较快速的成长。

➤ **工业和工厂自动化领域：22 年/23H1 收入分别同比增长 32%/12%。**

公司的步进电机、无刷电机、驱动与控制系统、精密直线传动系统和减速机产品在 3C 制造设备、半导体加工设备、PCB/PCBA 制造设备、特种机床、工业机器人、激光设备及数字化制造等工业自动化领域中运用广泛。

➤ **光伏设备领域：23H1 收入同比增长 80%。**

公司控制电机及其驱动控制系统产品在太阳能面板的自动化生产设备、太阳能自动跟踪装置等应用领域拥有完整、灵活、经济高效的解决方案，在国内、外市场占有重要的市场份额。

➤ **移动机器人：22 年/23H1 收入分别同比增长 103%/33%。**

公司重点布局移动机器人应用领域，业务主要覆盖商业服务机器人、移动服务机器人、AGV、AMR 等。公司的步进电机、无刷电机、空心杯电机、无刷无齿槽电机、驱动与控制系统、精密直线传动系统和减速机产品在移动机器人的移动控制模块、关节模组、手指模组等主要运动功能模块中广泛适用。公司及子公司安浦鸣志、美国 AMP、美国 LIN、瑞士 TMotion、鸣志派博思均深度布局于移动机器人应用领域。

➤ **智能汽车：22 年/23H1 收入分别同比增长 20%/144%。**

截至 2023 年上半年，公司配套国内主流整车厂客户实现了雷达电机模组、智能座舱电机及车载热管理系统定点开发，主要生产线及仪器设备的设计、安装和调试，并实现了小批量订单交付。

3 投资建议

我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 33.51、43.52、56.88 亿元，对应增速分别为 13.2%、29.8%、30.7%；归母净利润分别为 2.7、4.72、7 亿元，对应增速分别为 9.1%、75.1%、48.1%，以 8 月 25 日收盘价作为基准，对应 2023-2025 年 PE 为 85x、49x、33x。维持“推荐”评级。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2960	3351	4352	5688
增长率（%）	9.1	13.2	29.8	30.7
归属母公司股东净利润（百万元）	247	270	472	700
增长率（%）	-11.6	9.1	75.1	48.1
每股收益（元）	0.59	0.64	1.12	1.67
PE	93	85	49	33
PB	8.5	7.7	6.7	5.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 8 月 25 日收盘价）

4 风险提示

1) 国际经贸摩擦风险。公司的控制电机及其驱动系统、电源与照明系统控制产品均直接出口美国、欧盟等全球主要经济发达地区国家，且出口业务总体占比较高。近几年，中美贸易摩擦长期化、复杂化，经济全球化遭遇逆流，单边主义、贸易保护主义抬头，全球贸易增长动力减弱，2022 年的俄乌冲突加剧地缘政治危机，可能导致经济的全球化中断，最终引发贸易冲突的盛行。多重因素交织导致全球经济面临极大的不确定性，将可能对公司国际业务的发展带来不利影响。

2) 原材料供应不稳定和价格上涨的风险。公司控制电机产品的主要原材料包括磁性材料、轴承、铝端盖、线束、硅钢片、漆包线、轴等，电机驱动控制产品和 LED 驱动控制产品的主要原材料为电子电器元件，相关原材料的价格可能会受到宏观经济变化及相关产业政策的影响，价格波动较大。如果未来原材料价格大幅度的变动，将对公司生产成本控制造成不利影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2960	3351	4352	5688
营业成本	1829	2011	2555	3327
营业税金及附加	17	20	26	34
销售费用	244	302	361	455
管理费用	375	436	522	626
研发费用	218	295	383	501
EBIT	275	315	538	790
财务费用	-10	7	7	7
资产减值损失	-15	-15	-20	-26
投资收益	0	0	0	0
营业利润	285	292	512	758
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	285	292	512	758
所得税	36	20	36	53
净利润	249	272	476	705
归属于母公司净利润	247	270	472	700
EBITDA	355	403	642	906

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	560	552	577	813
应收账款及票据	762	819	1063	1390
预付款项	36	40	51	67
存货	748	756	960	1251
其他流动资产	252	237	290	361
流动资产合计	2358	2404	2942	3881
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	647	756	807	811
无形资产	111	111	111	111
非流动资产合计	1507	1737	1821	1809
资产合计	3866	4141	4763	5690
短期借款	314	314	314	314
应付账款及票据	471	501	637	829
其他流动负债	247	253	296	382
流动负债合计	1032	1068	1247	1526
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	117	94	94	94
非流动负债合计	117	94	94	94
负债合计	1149	1163	1341	1620
股本	420	420	420	420
少数股东权益	6	7	11	16
股东权益合计	2717	2978	3422	4071
负债和股东权益合计	3866	4141	4763	5690

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	9.05	13.22	29.85	30.71
EBIT 增长率	-14.66	14.25	71.11	46.79
净利润增长率	-11.58	9.09	75.14	48.14
盈利能力 (%)				
毛利率	38.20	40.01	41.29	41.51
净利率	8.35	8.05	10.86	12.30
总资产收益率 ROA	6.40	6.51	9.92	12.30
净资产收益率 ROE	9.12	9.08	13.85	17.26
偿债能力				
流动比率	2.28	2.25	2.36	2.54
速动比率	1.45	1.45	1.50	1.64
现金比率	0.54	0.52	0.46	0.53
资产负债率 (%)	29.72	28.07	28.15	28.47
经营效率				
应收账款周转天数	86.68	80.00	80.00	80.00
存货周转天数	149.30	140.00	140.00	140.00
总资产周转率	0.83	0.84	0.98	1.09
每股指标 (元)				
每股收益	0.59	0.64	1.12	1.67
每股净资产	6.45	7.07	8.12	9.65
每股经营现金流	0.02	0.77	0.66	0.98
每股股利	0.07	0.08	0.13	0.20
估值分析				
PE	93	85	49	33
PB	8.5	7.7	6.7	5.7
EV/EBITDA	63.93	56.35	35.34	25.04
股息收益率 (%)	0.13	0.14	0.24	0.36

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	249	272	476	705
折旧和摊销	80	88	104	116
营运资金变动	-316	-42	-344	-462
经营活动现金流	8	324	278	410
资本开支	-199	-264	-171	-87
投资	-35	0	0	0
投资活动现金流	-342	-272	-171	-87
股权募资	1	0	0	0
债务募资	294	2	-20	0
筹资活动现金流	228	-59	-83	-87
现金净流量	-55	-8	24	236

插图目录

图 1: 2016-2023H1 收入情况	3
图 2: 2016-2023H1 归母净利润情况	3
图 3: 22Q1-23Q2 季度收入情况	4
图 4: 22Q1-23Q2 季度归母净利润情况	4
图 5: 21Q1-23Q2 盈利能力情况	4
图 6: 21Q1-23Q2 费用率情况	4
图 7: 公司控制电机及其驱动系统产销量情况分析 (万台)	5
图 8: 有刷空心杯结构图	6
图 9: 无刷空心杯结构图	6
图 10: 公司精密传动业务收入情况	7
图 11: 驱动控制系统收入情况	7
图 12: 伺服系统收入情况	7

表格目录

盈利预测与财务指标	1
盈利预测与财务指标	9
公司财务报表数据预测汇总	11

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026