

无框电机+空心杯新品发布，机器人业务有望贡献新增量

2023 年 11 月 30 日

➤ 事件：近期，雷赛智能发布 FM1 系列高密度无框电机和微型伺服驱动器产品。公司承购切入机器人电机行业，有望推动国内机器人企业进行进口替代和升级降本。此外，在德国 SPS 大展上，公司发布空心杯微型伺服系统。

➤ 空心杯电机达到国际较强水平，适配人形机器人灵巧手。2023 年 11 月 14 日，在德国 SPS 大会上，雷赛展出的空心杯微型伺服系统，其电机尺寸覆盖 8-36mm 范围，EtherCAT 总线微型驱动器小于名片尺寸，适合于人形机器人灵巧手等新兴领域。

➤ 无框电机+微型伺服驱动器有望拓展国内人形机器人客户。2023 年 11 月 24 日，雷赛智能基于二十余年伺服行业成功经验，历经一年多努力，成功研发 FM1 系列高密度无框电机和微型伺服驱动器。1) 设计方面，FM1 系列无框电机采用多槽极配合优化的定转子设计以及日系真空灌封工艺，总体上达到世界一流技术水平；2) 对标全球最优秀无框电机同行，具有转矩密度高、功率密度高、体积小、重量轻、转子内径大、发热小、转矩波动小等众多优点，公司提供 25/38/50/60/70/85/115mm 等七个标准的框架尺寸，还可以根据客户需求进行电机尺寸和电气参数的优化定制；3) 应用场景上，公司产品可以适配协作机器人、人形机器人、四足机器人、医疗手术及康复机器人等场景。

➤ 盈利预测：我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别是 1.40、2.19、2.82 亿元，同比增长-36%、56%和 29%，截止 11 月 30 日的市值对应 23-24 年 PE 为 45、29 倍。

➤ 风险因素：人形机器人落地不及预期、竞争格局恶化、宏观经济周期性波动、产业政策调整、原材料价格上涨风险等。

重要财务指标	单位：百万元				
主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,203	1,338	1,496	1,780	2,096
同比 (%)	27.1%	11.2%	11.8%	19.0%	17.7%
归属母公司净利润	218	220	140	219	282
同比 (%)	24.0%	0.9%	-36.4%	56.1%	29.0%
毛利率 (%)	41.6%	37.6%	37.0%	37.3%	37.8%
ROE (%)	20.5%	18.3%	10.9%	17.9%	24.4%
EPS（摊薄）（元）	0.71	0.71	0.45	0.71	0.91
P/E	29.16	28.89	45.43	29.10	22.56
P/B	5.97	5.29	4.96	5.20	5.51
EV/EBITDA	29.79	34.58	31.30	22.49	17.96

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 11 月 30 日收盘价

资产负债表						利润表					
单位：百万元						单位：百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,213	1,471	1,519	1,573	1,623	营业总收入	1,203	1,338	1,496	1,780	2,096
货币资金	230	442	546	302	204	营业成本	702	835	942	1,116	1,305
应收票据	44	74	92	106	127	营业税金及附加	9	10	10	12	15
应收账款	299	486	428	561	661	销售费用	90	113	139	142	168
预付账款	6	2	3	3	4	管理费用	64	85	97	98	115
存货	394	395	416	546	578	研发费用	136	163	224	214	231
其他	240	71	35	55	48	财务费用	-6	9	2	1	5
非流动资产	434	723	741	748	750	减值损失合计	0	-3	0	0	0
长期股权投资	69	19	19	19	19	投资净收益	-5	85	4	5	6
固定资产(合计)	86	416	429	435	437	其他	37	31	67	36	42
无形资产	17	15	15	15	15	营业利润	240	236	152	238	307
其他	261	273	278	278	278	营业外收支	1	0	0	0	0
资产总计	1,647	2,194	2,260	2,320	2,372	利润总额	241	236	152	238	307
流动负债	432	700	683	802	919	所得税	13	11	11	17	21
短期借款	89	56	56	56	56	净利润	228	225	142	221	285
应付票据	77	170	222	243	301	少数股东损益	9	5	2	2	3
应付账款	175	232	213	283	260	归属母公司净利润	218	220	140	219	282
其他	91	242	191	220	302	EBITDA	262	200	198	286	363
非流动负债	121	277	277	277	277	EPS(当年)(元)	0.73	0.72	0.45	0.71	0.91
长期借款	104	270	270	270	270						
其他	17	7	7	7	7						
负债合计	553	977	960	1,080	1,196						
少数股东权益	27	14	15	18	21						
归属母公司股东权益	1,067	1,203	1,285	1,223	1,155						
负债和股东权益	1,647	2,194	2,260	2,320	2,372						
重要财务指标						现金流量表					
单位：百万元						单位：百万元					
主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,203	1,338	1,496	1,780	2,096	经营活动现金流	111	216	232	101	316
同比(%)	27.1%	11.2%	11.8%	19.0%	17.7%	净利润	228	225	142	221	285
归属母公司净利润	218	220	140	219	282	折旧摊销	22	39	47	53	58
同比(%)	24.0%	0.9%	-36.4%	56.1%	29.0%	财务费用	6	20	10	10	10
毛利率(%)	41.6%	37.6%	37.0%	37.3%	37.8%	投资损失	5	-85	-4	-5	-6
ROE(%)	20.5%	18.3%	10.9%	17.9%	24.4%	营运资金变动	-151	18	38	-178	-31
EPS(摊薄)(元)	0.71	0.71	0.45	0.71	0.91	其它	2	-3	0	0	0
P/E	29.16	28.89	45.43	29.10	22.56	投资活动现金流	-328	-114	-61	-55	-54
P/B	5.97	5.29	4.96	5.20	5.51	资本支出	-173	-230	-65	-60	-60
EV/EBITDA	29.79	34.58	31.30	22.49	17.96	长期投资	-158	112	0	0	0
						其他	3	4	4	5	6
						筹资活动现金流	-86	108	-69	-290	-360
						吸收投资	2	60	34	0	0
						借款	195	304	0	0	0
						支付利息或股息	-121	-83	-102	-290	-360
						现金净增加额	-302	210	103	-244	-98

研究团队简介

武浩，电力设备新能源首席分析师，中央财经大学金融硕士，7 年新能源行业研究经验，曾任东兴证券基金业务部研究员，2020 年加入信达证券研发中心，负责电力设备新能源行业研究。

王锐，吉林大学学士、北京师范大学硕士，曾就职于方正证券、光大证券、国泰君安，10 年行业研究经验，其中 7 年机械行业研究经验。2023 年加入信达证券研发中心，负责机械行业研究工作。

韩冰，浙江大学经济学学士、硕士，曾就职于东方证券、中泰证券，2023 年加入信达证券研发中心，主要覆盖通用设备、检测、科学仪器等领域。

孙然，新能源与电力设备行业研究助理，山东大学金融硕士，2022 年加入信达证券研发中心，负责工控、充电桩及机器人产业链研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。