

鸣志电器 (603728.SH)

持有 (维持评级)

短期业绩受制于供应链去库，机器人领域引领长期发展

当前价格: 56.31元

投资要点:

► **事件:** 2023 年收入 25.43 亿元 (同比-14%)，归母净利润 1.40 亿元 (同比-43%)，扣非 1.26 亿元 (同比-46%)。23Q4 收入 6.27 亿元 (同比-25%)，归母净利润 0.56 亿元 (同比-35%)，扣非 0.46 亿元 (同比-39%)。24Q1 收入 6.08 亿元 (同比-6%)，归母净利润 0.06 亿元 (同比-80%)，扣非 0.04 亿元 (同比-87%)。

► **收入略低于预期，受制于供应链去库。** 2023 年下半年，海外市场供应链处于去库存阶段，境外全年收入 10.84 亿元，其中下半年仅 4.79 亿元，同比下降 34.6%。**分行业看:** 自动化整体需求相对平稳，增量来自在光伏/锂电/半导体 (同比+22%)、智能汽车及自动驾驶/激光雷达 (同比+35%)。电源与照明系统控制类、设备状态管理系统以及贸易代理业务的收入均同比下降超 20%。**展望未来:** 工业电机订单前置约一个季度，自 23 年下半年开始，各细分行业处于需求复苏阶段，订单同比预计有所增长，24Q1 收入增速回暖，后续海内外进入加库周期，将是公司业绩修复的核心驱动力。

► **毛利管控持续改善，研发为本加大投入。** **毛利端:** 2023 年为 37.2% (同比-1.0pct)，23Q4 为 38.7%，24Q1 为 38.1%，均高于 2023 年前三季度，毛利控制能力持续加强。**利润端:** 23 年净利率 5.6%，公司针对管理和销售费用实现有效管控，研发投入继续加大，研发费用 0.24 亿元，同比增长 9%。24Q1 净利率 1.1%，主要由约 2000 万资产减值损失影响，海外客户因供应链焦虑催生短期强劲备库需求，公司加大了大宗原材料及关键元器件等紧缺原材料的采购量，但实际订单需求或有取消和延迟，存货跌价准备上升。

► **产能布局持续推进，机器人领域蓄势待发。** 公司继“年产 400 万台混合式步进电机项目”后，2024 年 2 月在鸣志越南工厂加码“控制电机及驱动控制产品新增产能项目”，加强海外产品生产和组件配套能力，满足国际市场的客户需求，避免可能存在的贸易风险，巩固公司在全球市场的竞争力和服务能力。在机器人领域，公司的无刷电机模组、无齿槽空心杯电机模组、无框和交流伺服电机及驱动与控制系统、精密丝杠传动模组、轮毂/轮边电机模组、旋转/顶升机构模组等产品广泛适用。公司及子公司安浦鸣志、美国 AMP、美国 LIN、瑞士 T Motion、鸣志派博思、常州运控等均积极布局于机器人应用领域，具备技术、商务、量产的竞争优势。

► **盈利预测与投资建议:** 公司主业基本盘随经济复苏边际改善，空心杯电机业务随人形机器人打开长期价值空间。考虑到短期复苏势头不强，且公司一季度计提较多减值，我们预计 2024-2026 年归母净利润为 1.9/2.6/3.6 亿元 (前值 24-25 年为 2.5/3.8 亿元)，对应当前股价的 PE 估值 132/93/68 倍，维持公司“持有”评级。

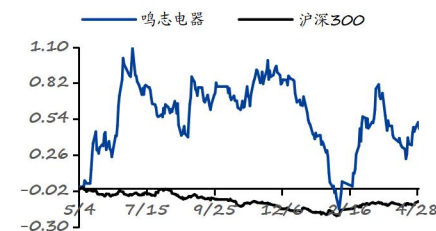
风险提示

人形机器人商业化程度不及预期风险；下游市场需求波动风险；国际贸易环境恶化风险；产能释放不及预期风险。

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	420.07/418.88
流通 A 股市值(百万元)	23,587.27
每股净资产(元)	6.82
资产负债率(%)	25.52
一年内最高/最低价(元)	82.50/31.03

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 邓伟(S0210522050005)

DW3787@hfzq.com.cn

分析师: 游宝来(S0210523030002)

YBL3804@hfzq.com.cn

相关报告

1、控制电机“鸣”四海，新兴产业“志”凌云——2024.02.07

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,960	2,543	3,028	3,730	4,600
增长率	9%	-14%	19%	23%	23%
净利润(百万元)	247	140	185	263	359
增长率	-12%	-43%	32%	42%	37%
EPS(元/股)	0.59	0.33	0.44	0.63	0.86
市盈率(P/E)	98.9	174.0	132.0	93.0	68.0
市净率(P/B)	9.0	8.6	8.2	7.6	6.9

数据来源: 公司公告、华福证券研究所



图表 1: 财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	551	303	373	460
应收票据及账款	638	759	936	1,154
预付账款	26	31	38	46
存货	643	765	927	1,126
合同资产	2	3	3	4
其他流动资产	351	417	514	634
流动资产合计	2,208	2,276	2,788	3,419
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	678	801	909	1,006
在建工程	87	87	87	87
无形资产	112	111	106	102
商誉	526	526	526	526
其他非流动资产	231	232	234	238
非流动资产合计	1,633	1,756	1,862	1,959
资产合计	3,842	4,032	4,649	5,378
短期借款	184	159	430	699
应付票据及账款	316	376	455	552
预收款项	0	0	0	0
合同负债	16	19	23	29
其他应付款	286	286	286	286
其他流动负债	114	123	142	165
流动负债合计	914	962	1,335	1,730
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	72	72	72	72
非流动负债合计	72	72	72	72
负债合计	986	1,034	1,407	1,802
归属母公司所有者权益	2,848	2,989	3,230	3,561
少数股东权益	7	9	12	16
所有者权益合计	2,855	2,998	3,242	3,576
负债和股东权益	3,842	4,032	4,649	5,378

现金流量表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	203	20	48	90
现金收益	229	290	388	508
存货影响	105	-122	-162	-198
经营性应收影响	149	-92	-148	-192
经营性应付影响	100	60	80	97
其他影响	-381	-116	-109	-126
投资活动现金流	-41	-220	-216	-221
资本支出	-156	-218	-214	-216
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	115	-2	-2	-5
融资活动现金流	-188	-48	238	218
借款增加	-130	-25	271	269
股利及利息支付	-43	-28	-41	-65
股东融资	1	0	0	0
其他影响	-16	5	8	14

利润表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,543	3,028	3,730	4,600
营业成本	1,597	1,901	2,304	2,796
税金及附加	15	17	21	27
销售费用	203	233	287	354
管理费用	348	393	485	598
研发费用	238	275	338	417
财务费用	3	7	12	22
信用减值损失	4	4	4	4
资产减值损失	-15	-35	-35	-35
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	-3	-1	0	-1
其他收益	26	26	26	26
营业利润	151	196	278	380
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	3	1	1	1
利润总额	149	196	278	380
所得税	7	9	12	17
净利润	142	187	266	363
少数股东损益	1	2	3	4
归属母公司净利润	141	185	263	359
EPS (按最新股本摊薄)	0.33	0.44	0.63	0.86

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	-14.1%	19.1%	23.2%	23.3%
EBIT 增长率	-45.0%	33.8%	43.2%	38.8%
归母公司净利润增长率	-43.2%	31.8%	42.0%	36.8%
获利能力				
毛利率	37.2%	37.2%	38.2%	39.2%
净利率	5.6%	6.2%	7.1%	7.9%
ROE	4.9%	6.2%	8.1%	10.1%
ROIC	6.4%	8.0%	9.5%	11.0%
偿债能力				
资产负债率	25.7%	25.6%	30.3%	33.5%
流动比率	2.4	2.4	2.1	2.0
速动比率	1.7	1.6	1.4	1.3
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.9
应收账款周转天数	93	79	78	78
存货周转天数	157	133	132	132
每股指标 (元)				
每股收益	0.33	0.44	0.63	0.86
每股经营现金流	0.48	0.05	0.11	0.21
每股净资产	6.78	7.11	7.69	8.48
估值比率				
P/E	174	132	93	68
P/B	9	8	8	7
EV/EBITDA	125	98	73	56

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn