

24H1 业绩改善, 空心杯电机等业务拓展顺利

投资要点

- **事件:** 公司发布 2024 年半年报, 24H1 实现营收 6.8 亿, 同比+4.8%; 归母净利润 1.5 亿, 同比-4.0%; 单 24Q2 实现营收 3.7 亿, 同比+5.0%, 环比+16.2%, 实现归母净利润 0.8 亿, 同比-4.1%, 环比+12.7%。24H1 业绩改善, 内销营收同比增长 11.0%。
- **24H1 公司加大内销市场开拓, 内销营收实现增长, 边际改善显现。** 24H1, 公司实现内销 3.2 亿元, 同比+11.0%, 占比提升 2.6pp 至 47.6%, 毛利率提升 0.94pp 至 28.27%; 实现外销 3.6 亿, 同比微降 0.2%, 占比下降 2.6pp 至 52.4%, 毛利率下降 1.16pp 至 36.7%。2023 年公司及子公司购买中融信托产品 4.08 亿元逾期/延期兑付, 公司基于谨慎性原则于 2023 年确认公允价值变动损失 2.04 亿, 此前业绩受信用减值影响阶段性承压; 目前公司经营良好, 后续随着信托负面影响减弱, 基本面有望迎来持续改善。
- **海外业务占比下降使综合毛利率小幅下滑, 整体盈利能力仍表现优异。** 2024H1 公司综合毛利率为 32.7%, 同比-0.44pp, 毛利率下降主要系毛利率较高的海外业务占比下降、ECM 电机占比下降; 净利率为 22.7%, 同比-1.48pp; 期间管理费用率为 5.6%, 同比+0.72pp; 其中, 销售、管理、研发和财务费用率同比 +0.11pp、-0.01pp、+0.11pp、+0.51pp。单 2024Q2 来看, 公司毛利率为 33.2%, 同比+1.09pp, 环比+1.11pp; 净利率为 22.4%, 同比-1.09pp, 环比-0.70pp; 期间费用率为 6.65%, 同比+2.71pp, 环比+2.25pp, 其中, 销售、管理、研发和财务费用率分别同比+0.11pp、+0.27pp、+0.28pp、+2.61pp。
- **产品结构持续优化, 空心杯电机等新业务拓展顺利。** 24H1, 公司稳固冷链行业地位, 积极拓展热泵、储能、锂电、工业自动化、机器人等领域, 已完成储能行业 EC 防爆推杆电机的开发, A2 系列 EC 高效机翼型离心风机、P2 系列 EC 高效机翼型轴流风机、6-90kWh 储能用散热风机外转子风机等产品实现量产, 外转子风机业务实现营收 3.3 亿、同比+12.3%, 伺服电机业务实现营收 0.6 亿, 同比+52.6%; 冷柜电机、ECM 电机短期业绩承压, 24H1 营收分别同比-1.2%、-17.7%。另外, 公司紧跟机器人产业方向, 积极培育增长新动能, 加大驱动器、控制器、空心杯电机等研发投入, 未来有望受益人形机器人产业红利。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 24-26 年净利润为 3.4、4.0、4.7 亿元, 对应 PE 为 11、10、8 倍, 未来三年净利润复合增长率 57%。给予公司 2024 年 15X 目标 PE, 目标价 22.05 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 下游需求或不及预期, 扩产项目建设或不及预期, 理财项目减值风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1268.01	1461.78	1682.52	1944.69
增长率	5.25%	15.28%	15.10%	15.58%
归属母公司净利润(百万元)	121.08	337.24	401.28	468.62
增长率	-60.68%	178.51%	18.99%	16.78%
每股收益 EPS(元)	0.53	1.47	1.75	2.04
净资产收益率 ROE	7.66%	18.69%	18.77%	18.55%
PE	32	11	10	8
PB	2.58	2.14	1.80	1.53

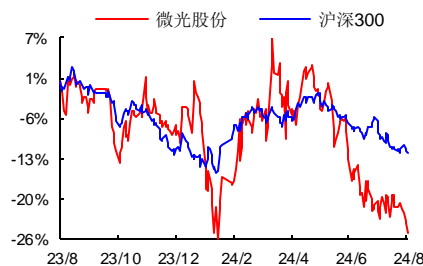
数据来源: Wind, 西南证券

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

分析师: 张艺蝶
执业证号: S1250524070008
电话: 021-58351893
邮箱: zydyf@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)	16.75-24.39
总市值(亿元)	38.53
总资产(亿元)	19.17
每股净资产(元)	6.86

相关研究

1. 微光股份(002801): Q2 业绩转为正增长, 盈利能力依旧突出 (2023-08-10)

盈利预测

关键假设：

假设 1：外转子风机：公司外转子风机优势显著，受益于我国冷链物流快速发展、新风系统等新市场开拓，预计公司该板块 2024-2026 年销量订单增速有望为 20%、15%、15%；受益于公司外转子风机大型化，产品单价及毛利率有望稳中有升。

假设 2：ECM 电机：公司 ECM 电机具有节能高效的特点，有望持续受益于电机行业能效提升政策刺激，实现业绩增长；预计公司该板块 2024-2026 年销量订单增速有望为 10%、15%、15%；公司低成本 ECM 电机已实现量产，未来产品平均单价或将下降，但新产品毛利率高。未来产品平均毛利率有望稳中有升。

假设 2：伺服电机：公司伺服电机业务目前规模较小，仍处于市场开拓中，随着公司产品提升和客户验证持续进行，该产品市占率有望逐步提升，预计公司该板块 2024-2026 年销量订单增速有望为 45%、40%、30%；受益于公司规模效益及产品迭代，产品单价及毛利率有望稳中有升。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 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		2023A	2024E	2025E	2026E
外转子风机	收入	594.08	734.28	869.76	1030.23
	增速	10.78%	23.60%	18.45%	18.45%
	毛利率	36.75%	37.00%	38.00%	38.00%
ECM 电机	收入	227.62	248.67	277.40	315.82
	增速	-4.98%	9.25%	11.55%	13.85%
	毛利率	38.91%	40.00%	40.50%	41.00%
冷柜电机	收入	314.70	301.95	295.82	289.82
	增速	-5.78%	-4.05%	-2.03%	-2.03%
	毛利率	30.98%	30.00%	30.00%	30.00%
伺服电机	收入	90.40	131.53	189.67	253.97
	增速	62.30%	45.50%	44.20%	33.90%
	毛利率	23.13%	23.00%	24.00%	25.00%
其他业务	收入	41.22	45.34	49.88	54.86
	增速	5.05%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	-9.22%	5.00%	5.00%	5.00%
合计	收入	1268.01	1461.79	1682.53	1944.70
	增速	5.25%	15.28%	15.10%	15.58%
	毛利率	33.69%	33.81%	34.45%	34.67%

数据来源：Wind，西南证券

相对估值

我们选取与公司同属于机电设备行业的汇川技术、卧龙电驱、江苏雷利 3 家公司作为可比公司，3 家可比公司 2024-2026 年平均 PE 分别为 17、14、9 倍。

公司是行业领先的冷链微电机企业，预计公司 2024-2026 年净利润分别为 3.4、4.0、4.7 亿元，当前股价对应 PE 为 11、10、8 倍，未来三年净利润复合增长率 57%，给予公司 2024 年 15X 目标 PE，目标价 22.05 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值（截至 2024 年 8 月 22 日）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			24E	25E	26E	24E	25E	26E
300124.SZ	汇川技术	40.05	2.07	2.53	3.05	19.39	15.85	13.12
600580.SH	卧龙电驱	10.37	0.89	1.03	1.18	11.68	10.04	8.82
300660.SZ	江苏雷利	22.21	1.14	1.37	1.56	19.56	16.27	14.23
可比公司平均值						16.88	14.05	8.82

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1268.01	1461.78	1682.52	1944.69	净利润	114.63	337.20	401.24	468.57
营业成本	840.83	967.52	1102.91	1270.54	折旧与摊销	26.64	22.29	22.29	22.29
营业税金及附加	9.42	10.81	12.47	14.41	财务费用	-13.56	5.21	5.58	5.97
销售费用	21.87	24.85	26.92	29.17	资产减值损失	-8.20	5.00	5.00	5.00
管理费用	26.90	95.02	104.32	118.63	经营营运资本变动	52.04	5.08	-20.54	-25.22
财务费用	-13.56	5.21	5.58	5.97	其他	88.36	-29.53	-30.12	-25.70
资产减值损失	-8.20	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	259.91	345.26	383.46	450.92
投资收益	19.82	25.00	25.00	25.00	资本支出	-247.34	-150.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	-207.12	0.50	0.50	0.50	其他	359.63	25.50	25.50	25.50
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	112.29	-124.50	-74.50	-74.50
营业利润	129.31	378.87	450.83	526.47	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.45	0.01	0.01	0.01	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	128.86	378.88	450.84	526.48	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	14.23	41.68	49.59	57.91	支付股利	-114.82	-24.22	-67.45	-80.26
净利润	114.63	337.20	401.24	468.57	其他	-44.88	-10.04	-5.58	-5.97
少数股东损益	-6.45	-0.03	-0.04	-0.05	筹资活动现金流净额	-159.69	-34.26	-73.03	-86.23
归属母公司股东净利润	121.08	337.24	401.28	468.62	现金流量净额	217.17	186.50	235.93	290.19
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	505.02	691.52	927.45	1217.64	成长能力				
应收和预付款项	218.64	236.14	273.00	318.24	销售收入增长率	5.25%	15.28%	15.10%	15.58%
存货	140.54	163.33	189.24	216.95	营业利润增长率	-62.84%	192.99%	18.99%	16.78%
其他流动资产	324.03	262.94	263.93	265.12	净利润增长率	-62.67%	194.16%	18.99%	16.78%
长期股权投资	26.37	26.37	26.37	26.37	EBITDA 增长率	-59.64%	185.39%	17.80%	15.88%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	379.63	514.94	600.26	685.58	毛利率	33.69%	33.81%	34.45%	34.67%
无形资产和开发支出	68.85	61.24	53.63	46.02	三费率	2.78%	8.56%	8.13%	7.91%
其他非流动资产	136.63	136.63	136.63	136.63	净利率	9.04%	23.07%	23.85%	24.09%
资产总计	1799.71	2093.11	2470.52	2912.55	ROE	7.66%	18.69%	18.77%	18.55%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.37%	16.11%	16.24%	16.09%
应付和预收款项	259.37	267.31	309.10	360.57	ROIC	16.60%	44.45%	45.16%	46.39%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	11.23%	27.80%	28.45%	28.53%
其他负债	44.33	21.63	23.45	25.70	营运能力				
负债合计	303.69	288.94	332.55	386.27	总资产周转率	0.71	0.75	0.74	0.72
股本	229.63	229.63	229.63	229.63	固定资产周转率	7.31	8.45	10.63	13.54
资本公积	115.06	115.06	115.06	115.06	应收账款周转率	6.44	6.42	6.57	6.55
留存收益	1191.37	1504.39	1838.22	2226.59	存货周转率	5.12	6.17	6.14	6.17
归属母公司股东权益	1496.01	1804.21	2138.04	2526.40	销售商品提供劳务收到现金营业收入	77.06%	—	—	—
少数股东权益	0.00	-0.03	-0.07	-0.12	资本结构				
股东权益合计	1496.01	1804.17	2137.97	2526.28	资产负债率	16.87%	13.80%	13.46%	13.26%
负债和股东权益合计	1799.71	2093.11	2470.52	2912.55	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.03	4.83	5.11	5.34
					速动比率	3.55	4.25	4.52	4.77
					股利支付率	94.82%	7.18%	16.81%	17.13%
					每股指标				
					每股收益	0.53	1.47	1.75	2.04
					每股净资产	6.51	7.86	9.31	11.00
					每股经营现金	1.13	1.50	1.67	1.96
					每股股利	0.50	0.11	0.29	0.35
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	142.39	406.38	478.70	554.74					
PE	31.82	11.43	9.60	8.22					
PB	2.58	2.14	1.80	1.53					
PS	3.04	2.64	2.29	1.98					
EV/EBITDA	20.75	6.81	5.29	4.04					
股息率	2.98%	0.63%	1.75%	2.08%					

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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

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 21 世纪大厦 10 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：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 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	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gonggy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
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
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn

	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn
