


2024年09月01日
鸣志电器(603728.SH)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

电机

Q2 单季盈利大幅改善，关注机器人产品进展

事件：

鸣志电器发布 2024 年半年报，2024H1 公司实现营业收入 12.65 亿元，同比减少 3.14%；归母净利润 0.4 亿元，同比减少 24.88%。2024Q2 单季实现营业收入 6.56 亿元，同比增长 0.02%；归母净利润 0.34 亿元，同比增长 61.28%。

海外去库存影响接近尾声，Q2 单季盈利大幅改善。2024H1，受海外供应链去库存，及公司生产基地搬迁和越南新建生产基地启用，设计产能尚未达成等影响，公司营业收入及利润均出现一定幅度的下降。但海外去库存接近尾声及国内市场需求总体回升，2024Q2 单季盈利改善明显，收入端恢复至持平微增水平。2024H1，公司综合毛利率同比上升 0.80pct 至 37.50%，主要系公司电源与照明系统控制等多类产品毛利率提升。归母净利率约 3.16%，同比下降 0.92pct，主要系前期为满足客户需求增加库存，客户实际订单需求随着市场环境变动出现取消和延期导致存货跌价准备增加，因此资产减值损失提升较多所致。

持续开发高附加值产品，机器人、汽车智能化、锂电储能和半导体领域增速较快。控制电机及其驱动系统为公司核心业务。公司持续保持高比例研发投入，积极开发高附加值应用领域的新产品，例如空心杯电机在内的无刷电机、精密直线传动系统、系统级驱动控制系统等。从下游应用领域来看，2024H1 公司在锂电储能/半导体、机器人和新能源汽车智能应用领域增长迅速。锂电储能/半导体领域收入同比增长超过 70%；机器人领域收入同比增长约 15%；新能源汽车智能应用领域收入同比增长 210%。因此，无刷电机业务实现营收 1.25 亿元，同比增长 82.2%，伺服系统业务实现营收 1.41 亿元，同比增长 7.4%。考虑到公司的空心杯电机、配套驱动与控制系统及精密直线传动系统等产品在机器人等新增高附加值领域的广泛适用性，长期有望成为重要应用下游。

研发端持续高投入，期间费用率保持平稳。2024H1，公司期间费用率 31.54%，同比下降 0.12pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 8.76%、14.03%、9.40%、-0.65%，同比下降 0.38pct、上升 0.63pct、下降 0.03pct、下降 0.34pct。其中，销售费用率下降主要系公司销售和市场活动趋于平稳，相关销售服务、咨询和

投资评级 **增持-A**
维持评级

6 个月目标价 **39.1 元**
股价 (2024-08-30) **35.82 元**

交易数据

总市值(百万元)	15,046.76
流通市值(百万元)	15,004.37
总股本(百万股)	420.07
流通股本(百万股)	418.88
12 个月价格区间	30.5/76.69 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.4	-17.6	-31.4
绝对收益	-1.8	-25.2	-43.8

郭倩倩 分析师

SAC 执业证书编号：S1450521120004

guoqq@essence.com.cn

赵梦妮 分析师

SAC 执业证书编号：S1450523120001

zhaomn@essence.com.cn

相关报告

去库存及基地搬迁影响盈利，积极开拓高附加值产品	2024-05-05
HB 步进电机龙头平台化发展，空心杯电机领跑人形市场	2023-12-03

市场费用减少；研发费用率略微下降，但仍保持在近年来高水平以持续推进新产品新应用领域的技术研究开发。

目以灵巧手电机为核心，积极布局机器人零部件。空心杯电机是机器人灵巧手关节模组中的核心零部件，公司空心杯电机产品布局较早，2015年已具备相关专利，并通过收购 T Motion 强化了公司产品优势，至今已有约 9 年研发积累，先发优势明确，产业链供应商地位确定性相对较强，有望率先受益。此外，公司的无刷电机、无刷无齿槽电机、无框电机、配套驱动与控制系统、精密直线传动系统及配套减速机产品在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。

目投资建议：

我们维持公司 2024-2026 年归母净利润预测分别为 1.92/2.81/3.69 亿元，同增 36.5%/46.3%/31.6%，对应 PE 水平分别为 79/54/41 倍。考虑到公司主业 HB 步进电机业务稳步增长，人形机器人领域多款产品有望受益，微电机平台建设日臻完善，给予 6 个月目标价 39.1 元，对应 2024 年 PE 85X，维持“增持-A”评级。

目风险提示：制造业投资低迷、机器人推广不及预期、市场竞争加剧。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	2,960.0	2,542.8	2,949.2	3,506.6	4,345.5
净利润	247.2	140.4	191.7	280.5	369.3
每股收益(元)	0.59	0.33	0.46	0.67	0.88
每股净资产(元)	6.45	6.78	7.15	7.75	8.50

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	60.9	107.1	78.5	53.6	40.7
市净率(倍)	5.5	5.3	5.0	4.6	4.2
净利润率	8.4%	5.5%	6.5%	8.0%	8.5%
净资产收益率	9.1%	4.9%	6.4%	8.6%	10.3%
股息收益率	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.4%
ROIC	13.9%	6.4%	8.5%	12.1%	15.8%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,960.0	2,542.8	2,949.2	3,506.6	4,345.5	成长性					
减:营业成本	1,829.4	1,597.2	1,867.6	2,212.7	2,710.0	营业收入增长率	9.1%	-14.1%	16.0%	18.9%	23.9%
营业税费	17.2	14.7	14.3	17.5	22.6	营业利润增长率	-6.6%	-47.1%	35.7%	46.2%	31.7%
销售费用	244.4	203.2	235.9	280.5	347.5	净利润增长率	-11.6%	-43.2%	36.5%	46.3%	31.6%
管理费用	374.6	348.2	373.6	413.8	521.5	EBITDA 增长率	-3.2%	-33.6%	24.3%	33.4%	25.2%
研发费用	218.4	238.2	265.4	300.3	369.8	EBIT 增长率	-5.1%	-47.4%	33.1%	44.5%	31.1%
财务费用	-10.0	2.8	-0.7	-4.5	-7.7	NOPLAT 增长率	-19.3%	-39.0%	31.9%	44.5%	31.1%
资产减值损失	-15.4	-14.6	-12.5	-14.2	-13.8	投资资本增长率	33.5%	-1.6%	1.8%	0.3%	1.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	11.1%	5.1%	5.5%	8.5%	9.7%
投资和汇兑收益	-	-2.8	-0.9	-1.2	-1.7						
营业利润	285.4	150.8	204.6	299.2	393.9	利润率					
加:营业外净收支	-0.4	-2.3	-1.2	-1.3	-1.6	毛利率	38.2%	37.2%	36.7%	36.9%	37.6%
利润总额	285.0	148.5	203.5	297.9	392.3	营业利润率	9.6%	5.9%	6.9%	8.5%	9.1%
减:所得税	35.9	6.6	10.2	14.9	19.6	净利润率	8.4%	5.5%	6.5%	8.0%	8.5%
净利润	247.2	140.4	191.7	280.5	369.3	EBITDA/营业收入	11.9%	9.2%	9.9%	11.1%	11.2%
						EBIT/营业收入	9.8%	6.0%	6.9%	8.4%	8.9%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	59	94	82	66	51
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动运营资本周转天数	107	144	118	104	87
货币资金	560.4	550.8	589.8	788.7	1,064.5	流动资产周转天数	262	323	283	260	247
交易性金融资产	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	85	112	103	92	85
应收帐款	826.0	760.2	927.4	864.8	1,187.2	存货周转天数	130	157	120	110	95
应收票据	58.6	31.4	142.0	34.8	174.6	总资产周转天数	433	546	482	426	380
预付帐款	36.5	26.2	40.6	42.2	59.3	投资资本周转天数	246	325	280	238	194
存货	748.3	642.8	602.2	750.0	680.3						
其他流动资产	128.4	196.7	123.7	149.6	156.7	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	9.1%	4.9%	6.4%	8.6%	10.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	6.4%	3.7%	4.8%	6.7%	7.6%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	13.9%	6.4%	8.5%	12.1%	15.8%
投资性房地产	1.3	1.2	1.2	1.1	1.0	费用率					
固定资产	647.2	677.8	663.9	631.5	593.1	销售费用率	8.3%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
在建工程	46.4	87.2	118.1	130.8	135.8	管理费用率	12.7%	13.7%	12.7%	11.8%	12.0%
无形资产	111.2	111.8	109.8	105.9	101.9	研发费用率	7.4%	9.4%	9.0%	8.6%	8.5%
其他非流动资产	701.2	755.5	732.7	752.6	762.9	财务费用率	-0.3%	0.1%	0.0%	-0.1%	-0.2%
资产总额	3,865.5	3,841.6	4,051.3	4,252.0	4,917.2	四费/营业收入	28.0%	31.2%	29.6%	28.2%	28.3%
短期债务	313.8	183.7	82.1	50.0	50.0	偿债能力					
应付帐款	494.6	601.1	663.9	658.8	1,014.9	资产负债率	29.7%	25.7%	25.7%	23.2%	27.1%
应付票据	6.1	-	14.9	2.2	15.4	负债权益比	42.3%	34.5%	34.5%	30.2%	37.2%
其他流动负债	217.7	129.7	175.9	174.4	160.0	流动比率	2.28	2.41	2.59	2.97	2.68
长期借款	-	-	5.0	5.0	5.0	速动比率	1.56	1.71	1.95	2.12	2.13
其他非流动负债	116.6	71.9	98.5	95.7	88.7	利息保障倍数	-29.11	54.61	-289.03	-65.55	-50.45
负债总额	1,148.8	986.4	1,040.3	986.1	1,334.0	分红指标					
少数股东权益	5.6	7.1	8.7	11.1	14.5	DPS(元)	0.07	0.04	0.05	0.07	0.13
股本	420.1	420.1	420.1	420.1	420.1	分红比率	11.9%	12.0%	10.0%	10.0%	15.0%
留存收益	2,292.9	2,409.7	2,582.2	2,834.7	3,148.6	股息收益率	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.4%
股东权益	2,716.8	2,855.2	3,011.0	3,265.9	3,583.2						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	0.59	0.33	0.46	0.67	0.88
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	BVPS(元)	6.45	6.78	7.15	7.75	8.50
净利润	249.1	141.9	191.7	280.5	369.3	PE(X)	60.9	107.1	78.5	53.6	40.7
加:折旧和摊销	64.0	84.5	87.3	93.7	100.1	PB(X)	5.5	5.3	5.0	4.6	4.2
资产减值准备	15.4	14.6	-	-	-	P/FCF	-491.8	323.4	288.2	61.6	44.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	5.1	5.9	5.1	4.3	3.5
财务费用	-10.1	6.5	-0.7	-4.5	-7.7	EV/EBITDA	38.5	115.6	49.3	36.3	28.4
投资收益	-	2.8	0.9	1.2	1.7	CAGR(%)	4.3%	38.0%	-11.8%	4.3%	38.0%
少数股东损益	1.8	1.5	1.6	2.5	3.4	PEG	14.0	2.8	-6.7	12.3	1.1
营运资金的变动	-432.3	-263.2	-2.5	-49.4	-78.7	ROIC/WACC	1.0	0.5	0.6	0.9	1.1
经营活动产生现金流量	8.5	203.1	278.3	324.0	388.1	REP	5.9	26.3	10.2	7.1	5.2
投资活动产生现金流量	-341.9	-40.5	-103.1	-71.3	-64.3						
融资活动产生现金流量	228.5	-187.6	-136.1	-53.8	-48.0						

资料来源:Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034