

鸣志电器 (603728)

步进规模基本稳定，新兴领域表现亮眼

买入 (维持)

2024年09月10日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 谢哲栋

执业证书: S0600523060001
xiezd@dwzq.com.cn

研究助理 许钧赫

执业证书: S0600123070121
xujunhe@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	2960	2543	2724	3002	3339
同比 (%)	9.05	(14.09)	7.12	10.23	11.20
归母净利润 (百万元)	247.24	140.44	144.26	171.09	203.56
同比 (%)	(11.58)	(43.20)	2.72	18.60	18.97
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.59	0.33	0.34	0.41	0.48
P/E (现价&最新摊薄)	60.09	105.79	102.99	86.84	72.99

投资要点

- 全球电机领先企业，业绩符合预期。**鸣志电器是全球运动控制领域知名制造商，围绕自动化和智能化领域有序外延扩张。公司在步进电机、伺服电机、无刷电机、空心杯电机及其驱动器方面深入布局。24H1 公司实现营收 12.65 亿元，同比-3%，归母净利润/扣非净利润 0.40/0.37 亿元，同比-25%/-25%；其中 Q2 实现营收 6.56 亿元，同比持平（连续 6 个季度收入规模在 6-6.6 亿元），归母净利润/扣非净利润 0.34/0.33 亿元，同比+61%/+66%。国内/海外 H1 收入 6.8/5.8 亿元，同比+7%/-13%（海外供应链在去库尾声），业绩整体符合市场预期。
- 基本面步进规模基本稳定、无刷结构性表现亮眼。**H1 控制电机及驱动系统营收 10.4 亿元，同比-3%，其中：1) 电机类 H1 收入 6.8 亿元，同比+3%。无刷电机增长最快，收入 1.3 亿元、同比+82%，系智能汽车、机器人及半导体等行业拉动，同时产能稳步释放。步进电机受下游安防、通信等行业需求承压，预计 24H1 步进收入有所下滑。2) 运控解决方案收入 3.5 亿元，同比-15%。其中伺服系统 H1 收入 1.4 亿元，同比+7%，系半导体及锂电储能拉动。3) 精密传动系统营收 0.4 亿元，同比-5%。
- 新兴高附加值领域半导体/储能/智能车表现亮眼、传统领域 H1 去库进入尾声。**公司持续布局运动控制业务应用于新兴行业（主要对应海外市场）。拆分来看，1) 【新兴领域】H1 收入 1.7 亿元，同比+57%，其中半导体&锂电储能收入同比+70%以上、机器人收入同比+15%（移动机器人为主，23 年收入同比-14%）、智能汽车收入同比+210%（雷达、智能座舱、热管理泵电机）；2) 【传统领域】H1 收入 5.8 亿元，同比-11%，包含工控、医疗设备、舞台灯光、纺织等。其中工控收入同比-12%（23H2 海外市场供应链去库存、24H1 进入去库尾声）、电子泵阀收入同比-20%。
- 空心杯电机性能领先、人形机器人有望打开成长空间。**公司空心杯电机性能接近 Maxon、Faulhaber 两大海外空心杯电机龙头，同时凭借瑞士子公司 T Motion 生产的控制器与美国子公司 AMP、Lin 的运动控制技术与销售网络打造强劲空心杯电机模组研发制造能力。若公司后续人形机器人业务拓展顺利，机器人起量有望带来高业绩弹性。
- 盈利预测与投资评级：**考虑到国内外需求仍处于弱复苏阶段，我们下修 24-26 年归母净利润至 1.4/1.7/2.0 亿元（原值为 1.9/2.4/3.0 亿元），同比+3%/+19%/+19%，对应现价 PE 为 103x、87x、73x，考虑到机器人业务有望打开公司成长空间，维持“买入”评级。
- 风险提示：**宏观经济下行，竞争加剧，机器人新业务进展不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	36.05
一年最低/最高价	30.40/81.11
市净率(倍)	5.28
流通 A 股市值(百万元)	15,100.71
总市值(百万元)	15,143.38

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.83
资产负债率(% ,LF)	27.16
总股本(百万股)	420.07
流通 A 股(百万股)	418.88

相关研究

《鸣志电器(603728): 2023 年年报及 2024 一季报点评: 业绩短期承压, 机器人灵巧手持续推进》

2024-05-04

《鸣志电器(603728): 2023 年三季报点评: Q3 业绩承压, 空心杯电机静待新应用放量》

2023-10-29

1. 全球电机领先企业，业绩符合预期

鸣志电器是全球运动控制领域知名制造商，围绕自动化和智能化领域有序外延扩张。公司在步进电机、伺服电机、无刷电机、空心杯电机及其驱动器方面深入布局，掌握全球领先的电机研发、驱动、制造技术，与全球 30 多家国际性公司合作，下游应用于各类工业（光伏、机器人、汽车等）及大消费场景（医疗、舞台灯光、安防等）。

图1：公司主要业务情况

业务分类	产品类别	主营产品系列	应用行业
运动控制领域业务	控制电机类	步进电机	医疗器械和生化分析仪器、安防、移动服务机器人、通信设备、太阳能光伏设备、智能水阀控制、舞台灯光、纺织机械、航空航天电子、汽车电子等
		直流无刷电机 无齿槽电机 空心杯电机 伺服电机 直线电机模组/电动缸	
	驱动控制类	步进电机驱动系统	
步进伺服系统 伺服系统 通用无刷驱动系统 运动控制器			
	传感器类	编码器	
智能电源领域业务	LED驱动类	基本型LED驱动 智能型LED驱动	户外照明（如路灯照明、隧道灯照明）、高端商业照明、智能楼宇照明、医疗照明、防爆照明、工业照明等
	灯光控制类	智能控制台 单灯控制器 智能监控管理软件 传感器	
工业互联网业务	设备状态管理系统类	设备资产管理系统 点检仪及点检管理软件 状态检测及故障诊断系统 设备诊断及解决方案	电力、冶金、石化、煤炭、汽车、烟草、市政等
贸易代理业务	国际贸易	主要代理松下继电器	电力系统继电器保护装置
其他业务	电源电控类	标准电源 电控装置	金融打印设备、电力保护设备、家用锅炉

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

坚毅发展三十载，历经三大阶段：

1) 业务建设期（1995年-2014年）。公司成立于1995年，1998年HB步进电机（即Hybrid混合步进）产品投产，2000年工业电源工厂建成并投产，2005年LED电源投放市场；2007年开展控制电机驱动系统业务，2008年PM步进电机（即Permanent Magnet永磁步进）产品投产，2011年LED智能系统与驱动控制产品发布，2012年交流伺服产品与无刷产品投产，电机品类扩张打响第一枪。

2) 并购扩张期（2014年-2017年）。2014年收购美国AMP（2007年即与AMP成立合资公司安浦鸣志，合作多年），在原有电机业务基础上补齐驱动层、控制层产品，行业端在医疗、工业自动化等领域取得突破；2015年收购美国LIN，获取高端步进电机技术，进一步突破北美市场客户群；2018年收购常州运控（国内第二大步进电机厂商），HB步进电机出货量再创新高，同时安防等领域取得突破。

3) 均衡发展期 (2017 年至今)。公司近年来积极拓展高附加值产品 (空心杯/无刷/伺服/直线电机) 和新兴下游 (机器人、光伏、新能源车等), 2017 年/2020 年分别在德国/印度成立子公司, 2019 年收购瑞士 T Motion, 掌握无刷无齿槽电机驱动控制技术, 并在欧洲拥有了一个集研发、生产、市场为一体的运营中心, 标志公司在东南亚、北美、欧洲等全球主要工业地区运营网络的建成, 业务在全球主要市场均衡健康发展。

图2: 公司发展历程

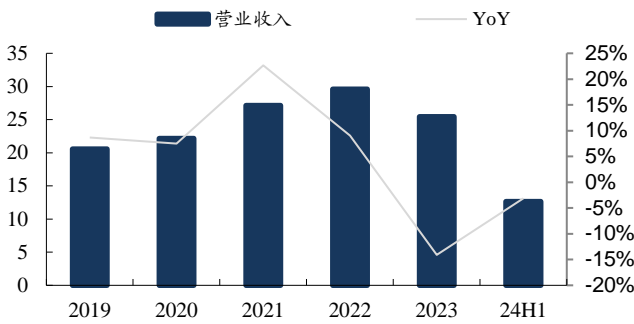


数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

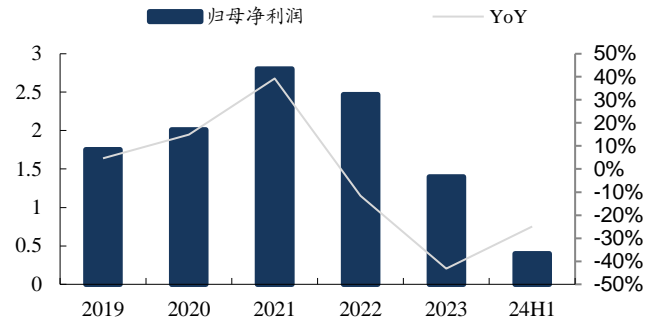
24H1 实现营收 12.65 亿元，同比-3%，归母净利润/扣非净利润 0.40/0.37 亿元，同比-25%/-25%；其中 Q2 实现营收 6.56 亿元，同比持平（连续 6 个季度收入规模在 6-6.6 亿元），归母净利润/扣非净利润 0.34/0.33 亿元，同比+61%/+66%。国内/海外 H1 收入 6.8/5.8 亿元，同比+7%/-13%（海外供应链在去库尾声），业绩整体符合市场预期。

图3: 营业收入情况 (单位: 亿元)

图4: 归母净利率情况 (单位: 亿元)



数据来源：Wind，东吴证券研究所



数据来源：Wind，东吴证券研究所

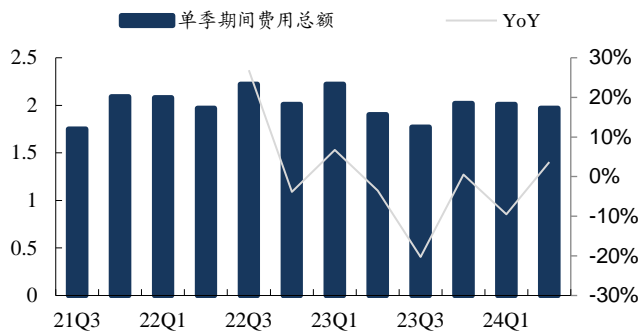
基本面步进规模基本稳定、无刷结构性表现亮眼。H1 控制电机及驱动系统营收 10.4 亿元，同比-3%，其中：1) 电机类 H1 收入 6.8 亿元，同比+3%。无刷电机增长最快，收入 1.3 亿元、同比+82%，系智能汽车、机器人及半导体等行业拉动，同时产能稳步释放。步进电机受下游安防、通信等行业需求承压，预计 24H1 步进收入有所下滑。2) 运控解决方案收入 3.5 亿元，同比-15%。其中伺服系统 H1 收入 1.4 亿元，同比+7%，系半导体及锂电储能拉动。3) 精密传动系统营收 0.4 亿元，同比-5%。

新兴高附加值领域半导体/储能/智能车表现亮眼、传统领域 H1 去库进入尾声。公司持续布局运动控制业务应用于新兴行业（主要对应海外市场）。拆分来看，1)【新兴领域】H1 收入 1.7 亿元，同比+57%，其中半导体&锂电储能收入同比+70%以上、机器人收入同比+15%（移动机器人为主，23 年收入同比-14%）、智能汽车收入同比+210%（雷达、智能座舱、热管理泵电机）；2)【传统领域】H1 收入 5.8 亿元，同比-11%，包含工控、医疗设备、舞台灯光、纺织等。其中工控收入同比-12%（23H2 海外市场供应链去库存、24H1 进入去库尾声）、电子泵阀收入同比-20%。

空心杯电机性能领先、人形机器人有望打开成长空间。公司空心杯电机性能接近 Maxon、Faulhaber 两大海外空心杯电机龙头，同时凭借瑞士子公司 T Motion 生产的控制器与美国子公司 AMP、Lin 的运动控制技术与销售网络打造强劲空心杯电机模组研发制造能力。若公司后续人形机器人业务拓展顺利，机器人起量有望带来高业绩弹性。

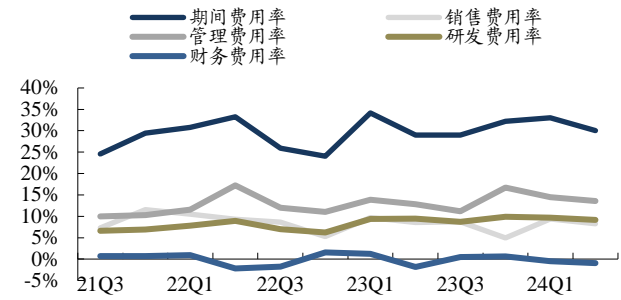
财务数据分析：Q2 毛利率达 37.0%，同环比+2.2pct/-1.1pct。其中核心产品电机及驱动 H1 毛利率 39.0%，同环比-0.5pct，依靠大宗原材料储备、工艺改善等方式对冲其涨价影响。Q2 净利润率达 5.2%，同比/环比+1.9pct/+4.1pct。Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别 8.3%/13.6%/9.1%/-0.9%，同比分别-0.3/+0.7/-0.3/+0.9pct，体现公司在费用端有所控制

图5: 单季期间费用情况 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 单季费用率情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测与投资评级: 考虑到国内外需求仍处于弱复苏阶段, 我们下修 24-26 年归母净利润至 1.4/1.7/2.0 亿元 (原值为 1.9/2.4/3.0 亿元), 同比+3%/+19%/+19%, 对应现价 PE 为 103x、87x、73x, 考虑到机器人业务有望打开公司成长空间, 维持“买入”评级。

风险提示: 宏观经济下行, 竞争加剧, 机器人新业务进展不及预期等

鸣志电器三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,208	2,014	2,187	2,507	营业总收入	2,543	2,724	3,002	3,339
货币资金及交易性金融资产	551	512	543	711	营业成本(含金融类)	1,597	1,708	1,874	2,076
经营性应收款项	737	741	843	933	税金及附加	15	15	17	19
存货	643	619	658	716	销售费用	203	223	246	274
合同资产	2	2	2	2	管理费用	348	376	411	454
其他流动资产	275	140	142	144	研发费用	238	259	282	311
非流动资产	1,633	1,783	1,871	1,917	财务费用	3	(3)	(8)	(10)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	26	27	26	27
固定资产及使用权资产	740	915	1,020	1,073	投资净收益	(3)	0	0	0
在建工程	87	58	41	32	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	112	116	115	117	减值损失	(11)	(15)	(18)	(22)
商誉	526	526	526	526	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	40	40	40	40	营业利润	151	158	187	221
其他非流动资产	129	129	129	129	营业外净收支	(2)	0	0	(1)
资产总计	3,842	3,797	4,058	4,424	利润总额	149	157	186	221
流动负债	914	725	813	974	减:所得税	7	12	14	16
短期借款及一年内到期的非流动负债	201	17	17	17	净利润	142	145	173	205
经营性应付款项	316	426	445	440	减:少数股东损益	1	1	1	2
合同负债	16	26	24	21	归属母公司净利润	140	144	171	204
其他流动负债	382	255	327	496	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.33	0.34	0.41	0.48
非流动负债	72	72	72	72	EBIT	156	142	172	206
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	262	279	324	376
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	37.19	37.28	37.58	37.83
租赁负债	53	53	53	53	归母净利率(%)	5.52	5.30	5.70	6.10
其他非流动负债	19	19	19	19	收入增长率(%)	(14.09)	7.12	10.23	11.20
负债合计	986	797	885	1,046	归母净利润增长率(%)	(43.20)	2.72	18.60	18.97
归属母公司股东权益	2,848	2,992	3,163	3,367					
少数股东权益	7	8	9	11					
所有者权益合计	2,855	3,000	3,173	3,378					
负债和股东权益	3,842	3,797	4,058	4,424					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	203	437	273	387	每股净资产(元)	6.78	7.12	7.53	8.02
投资活动现金流	(41)	(286)	(241)	(217)	最新发行在外股份(百万股)	420	420	420	420
筹资活动现金流	(188)	(189)	(2)	(2)	ROIC(%)	4.81	4.25	5.03	5.72
现金净增加额	(8)	(39)	31	169	ROE-摊薄(%)	4.93	4.82	5.41	6.05
折旧和摊销	105	136	153	170	资产负债率(%)	25.68	20.98	21.81	23.64
资本开支	(195)	(286)	(241)	(217)	P/E(现价&最新股本摊薄)	105.79	102.99	86.84	72.99
营运资本变动	(32)	134	(72)	(12)	P/B(现价)	5.22	4.97	4.70	4.41

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>