

投资评级 **优于大市** 首次覆盖

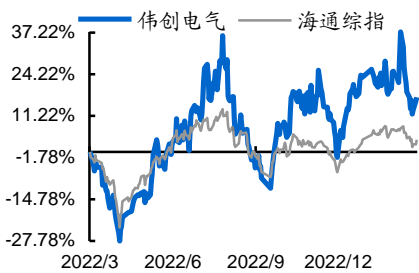
专机、通用齐发力，新兴行业深度布局

股票数据

03月23日收盘价(元)	22.25
52周股价波动(元)	13.32-27.28
总股本/流通A股(百万股)	180/45
总市值/流通市值(百万元)	4005/1001

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-7.4	-6.0	17.9
相对涨幅(%)	-5.8	-2.6	12.4

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 房青

Tel: (021)23219692

Email: fangq@haitong.com

证书: S0850512050003

分析师: 吴杰

Tel: (021)23154113

Email: wj10521@haitong.com

证书: S0850515120001

投资要点:

- 深耕电气传动和工业控制领域。**公司成立以来一直专注于电气传动和工业控制领域，主营业务为变频器、伺服系统及运动控制器等产品。2022年前三季度，变频器收入4.54亿元，占收入比重为68.21%。变频器板块中，行业专机占比52.82%，通用变频器占比47.18%；伺服系统及运动控制器收入1.78亿元，占收入比重为26.80%。
- 业绩快速增长，盈利能力持续提升。**公司收入、归母净利润持续快速增长，分别从2017年的3.23亿元、0.32亿元增长至2021年的8.19亿元、1.27亿元，年均复合增速分别为26.20%、41.51%。2022年前三季度，公司实现收入6.66亿元，同比增加8.07%；归母净利润1.15亿元，同比增加13.94%；毛利率、归母净利率分别为35.92%、17.22%，同比增加2.40pct、0.89pct。
- 低压变频器、伺服系统市场持续增长。**根据公司2022年半年报援引中国工控网数据，我国低压变频器市场规模从2018年的202亿元增长至2021年的283亿元，年均复合增速约11.90%。伺服系统市场规模从2018年的106亿元增长至2021年的212亿元，年均复合增速约25.99%。我们预计，未来随着制造业数字化转型进程的加速推进、“中国制造2025”战略的实施以及国产替代趋势日益显著，工业自动化程度有望进一步提升，变频器、伺服系统市场规模有望进一步扩大，公司将持续受益。

- 变频器全产品线覆盖，行业差异化战略持续开拓下游市场。**公司全面布局高、中、低压变频器市场。

(1) 低压变频器领域: 公司采用深耕细分行业的差异化战略，经过多年技术研发与产品推广经验积累，深入布局起重、轨道交通、光伏扬水、矿山机械、高效能源、智能装备、印刷包装、纺织、石油化工等多个细分领域，并在起重等行业占据了一定的市场份额和行业地位。2017至2021年，公司在低压变频器市场占有率整体呈增长态势，市场份额由1.61%增长至2.20%。我们认为，未来伴随公司研发持续投入及品牌知名度进一步提升，公司的业务规模和市场份额将稳步提升。

(2) 中高压变频器领域: 公司已经掌握高压变频器控制的核心技术，预计2023年会推出新一代高压变频器产品。

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	572	819	906	1202	1597
(+/-)YoY(%)	28.2%	43.1%	10.6%	32.7%	32.8%
净利润(百万元)	88	127	140	189	249
(+/-)YoY(%)	52.1%	44.8%	10.4%	35.0%	31.5%
全面摊薄EPS(元)	0.49	0.70	0.78	1.05	1.38
毛利率(%)	38.0%	33.1%	35.6%	35.5%	35.3%
净资产收益率(%)	11.5%	14.6%	14.4%	16.2%	17.6%

资料来源: 公司年报(2020-2021), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

- **伺服市占率持续提升，战略布局新兴行业。**2017至2021年，公司伺服系统市场份额由0.19%增长至0.88%。目前公司伺服产品在总线同步控制技术方面取得了一定的技术突破与积累，在多轴联动控制的机加工中能实现了更优异的加工效果。未来公司将优化伺服电机生产工艺，提升产品质量，利用产品规模化效应进一步降低产品供应成本；同时完善现有机床、纺织机械等行业运用，在物流、3C电子制造、锂电设备等行业进行战略布局。
- **布局PLC产品打造整体解决方案，显著提升客户粘性。**2021年，公司推出PLC产品。公司控制层、驱动层、执行层的产品系列已经齐全，补齐战略短板以后形成的系统解决方案会加强公司竞争力，与现有产品线形成合力，进一步带动变频器和伺服系统产品的业绩增长。
- **布局新兴行业，持续拓展海外市场。**
 - (1) 公司积极布局3C、锂电、物流、半导体、机器人等新兴产业，重点布局光伏领域和氢能源领域，深入探索节能、高效电机驱动、新能源、储能等领域，培育公司未来可持续增长新引擎。
 - (2) 海外业务：公司在印度、北非、中东、东南亚、欧洲以及美洲等区域均有市场布局，并在印度成立了印度子公司。2022年前三季度，公司海外营业收入为1.29亿元，同比增长149.19%。我们认为，公司新兴行业布局及海外业务拓展有望为公司开拓新的利润增长点。
- **分项业务预测主要假设。**

(1) 变频器

(1.1) 变频器-行业专机

收入：我们认为，2022年受建筑起重机械市场增速放缓、行业竞争加剧影响，公司行业专机收入有所下滑。随着起重行业的回暖和公司新行业的布局，2023-2024年，公司该业务增速将有所提升。我们预计，2022-2024年，公司该业务收入变动分别为-15.00%、30.00%、30.00%。

毛利率：我们认为，公司降本增效措施的推进，将拉动变频器-行业专机业务毛利率提升。我们预计，2022-2024年，公司该业务毛利率分别为37%、37.5%、37.5%。

(1.2) 变频器-通用变频器

收入：我们认为，(1) 技术方面：公司在电机控制算法方面掌握了异步感应/永磁同步/同步磁阻电机的矢量控制技术，电机高频注入控制技术、电机参数辨识技术、高速弱磁等关键核心技术，未来将继续加大关键技术的研发和产品迭代，着眼自主创新能力及产品性能的提升，促进产品和服务的进步。(2) 公司拓宽变频器产品系列，全面布局高、中、低产品，进一步打开市场空间。将共同推动变频器-通用变频器业务快速增长。我们预计，2022-2024年，公司该业务收入增速分别为35.00%、30.00%、30.00%。

毛利率：我们认为，该板块毛利率基本维持稳定。我们预计，2022-2024年，公司该业务毛利率分别为44%、44%、44%。

(1.3) 变频器-合计

基于以上假设，我们预计，2022-2024年，公司变频器板块，收入增速分别为3.48%、30%、30%。毛利率分别为40.38%、40.63%、40.63%。

(2) 伺服系统及运动控制器

收入：我们认为，(1) 产品方面：公司优化伺服电机生产工艺，提升产品质量，利用产品规模化效应进一步降低产品供应成本，随着自制编码器投产、新一代伺服和新一代电机的投产与量产，将会为公司产品提供成本优势。(2) 市场开拓方面：公司依托控制系统、伺服系统为客户提供完整的行业解决方案，完善现有机床、纺织机械等行业运用，同时在物流、3C电子制造、锂电设备等行业进行战略布局。我们预计，2022-2024年，公司该业务收入增速分别为30.00%、40.00%、40.00%。

毛利率：我们认为，该板块毛利率基本维持稳定。我们预计，2022-2024年，公司该业务毛利率分别为26%、26%、26%。

(3) 其他

我们预计, 公司该板块 2022-2024 年收入增速为 29.5%、30%、30%。毛利率基本维持稳定, 2022-2024 年毛利率分别为 21%、21%、21%。

(4) 合计

基于对主要业务板块的假设, 我们预计, 公司 2022-2024 年合计收入增速 10.64%、32.69%、32.84%。毛利率 35.56%、35.54%、35.34%。

- **盈利预测与估值。** 我们预计公司 2022-2024 年归母净利润 1.40 亿元、1.89 亿元、2.49 亿元。对应 EPS 分别为 0.78 元、1.05 元、1.38 元。参考可比公司估值, 给予公司 2023 年 PE30-35X, 对应合理价格区间 31.50 元-36.75 元, 首次覆盖, 给予“优于大市”评级。
- **风险提示:** 经济波动导致工控产业需求不达预期; 市场竞争激烈导致产品盈利水平下降。

表 1 公司分项业务预测 (百万元)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
变频器-行业专机					
收入	275.65	376.49	320.01	416.02	540.82
YoY		67.08%	-15.00%	30.00%	30.00%
成本	170.42	246.98	201.61	260.01	338.01
毛利率(%)	38.18%	34.40%	37.00%	37.50%	37.50%
变频器-通用变频器					
收入	179.52	220.72	297.97	387.36	503.57
YoY		61.32%	35.00%	30.00%	30.00%
成本	94.05	126.83	166.86	216.92	282.00
毛利率(%)	47.61%	42.54%	44.00%	44.00%	44.00%
变频器-合计					
收入	455.17	597.20	617.98	803.38	1044.39
YoY		31.21%	3.48%	30.00%	30.00%
成本	264.47	373.81	368.47	476.93	620.01
毛利率(%)	41.90%	37.41%	40.38%	40.63%	40.63%
伺服系统及运动控制器					
收入	102.80	187.48	243.72	341.21	477.69
YoY		141.94%	30.00%	40.00%	40.00%
成本	78.09	147.05	180.35	252.49	353.49
毛利率(%)	24.04%	21.56%	26.00%	26.00%	26.00%
其他					
收入	14.26	34.20	44.28	57.57	74.84
YoY		139.81%	29.50%	30.00%	30.00%
成本	12.09	27.06	34.98	45.48	59.12
毛利率(%)	15.24%	20.87%	21.00%	21.00%	21.00%
合计					
收入	572.23	818.87	905.98	1202.15	1596.92
YoY		43.10%	10.64%	32.69%	32.84%
成本	354.64	547.92	583.81	774.90	1032.62
毛利率(%)	38.02%	33.09%	35.56%	35.54%	35.34%

资料来源: 公司 2020-2021 年报, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

代码	简称	收盘价 (元/股) 3月22日	总市值 (亿元) 3月22日	EPS (元) 2023E	PE (倍) 2023E
002334.SZ	英威腾	10.33	80.81	0.53	19.43
002747.SZ	埃斯顿	25.77	223.97	0.35	73.06
300024.SZ	机器人	10.99	170.37	0.12	94.66
300124.SZ	汇川技术	68.00	1807.77	2.05	33.24
603416.SH	信捷电气	45.28	63.65	2.43	18.63
688320.SH	禾川科技	40.95	61.84	1.51	27.14
	均值				44.36

资料来源: wind 一致预测, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	819	906	1202	1597
每股收益	0.70	0.78	1.05	1.38	营业成本	548	584	775	1033
每股净资产	4.81	5.41	6.46	7.85	毛利率%	33.1%	35.6%	35.5%	35.3%
每股经营现金流	0.17	1.69	-0.62	1.84	营业税金及附加	4	7	9	12
每股股利	0.18	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.4%	0.8%	0.8%	0.8%
价值评估 (倍)					营业费用	50	60	78	104
P/E	31.60	28.61	21.19	16.11	营业费用率%	6.2%	6.6%	6.5%	6.5%
P/B	4.62	4.11	3.44	2.84	管理费用	29	38	49	65
P/S	4.89	4.42	3.33	2.51	管理费用率%	3.6%	4.2%	4.1%	4.1%
EV/EBITDA	33.22	20.31	16.22	11.55	EBIT	121	152	201	263
股息率%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-6	-5	-5	-5
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.7%	-0.6%	-0.4%	-0.3%
毛利率	33.1%	35.6%	35.5%	35.3%	资产减值损失	-5	-5	-4	-4
净利润率	15.5%	15.5%	15.7%	15.6%	投资收益	4	4	5	6
净资产收益率	14.6%	14.4%	16.2%	17.6%	营业利润	130	141	193	256
资产回报率	10.0%	9.9%	10.6%	11.7%	营业外收支	7	6	6	6
投资回报率	12.8%	14.8%	16.4%	17.7%	利润总额	137	147	199	262
盈利增长 (%)					EBITDA	138	173	224	289
营业收入增长率	43.1%	10.6%	32.7%	32.8%	所得税	10	7	10	13
EBIT 增长率	24.3%	26.4%	32.2%	30.5%	有效所得税率%	7.6%	4.9%	4.9%	4.9%
净利润增长率	44.8%	10.4%	35.0%	31.5%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	127	140	189	249
资产负债率	31.7%	31.2%	34.6%	33.7%					
流动比率	2.38	2.48	2.36	2.51	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
速动比率	1.82	2.08	1.79	2.02	货币资金	253	501	365	674
现金比率	0.66	1.18	0.61	0.96	应收账款及应收票据	410	342	651	673
经营效率指标					存货	210	165	330	333
应收账款周转天数	77.88	77.80	77.80	77.80	其它流动资产	43	47	64	78
存货周转天数	117.41	117.00	117.00	117.00	流动资产合计	915	1055	1410	1758
总资产周转率	0.70	0.67	0.75	0.82	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	8.08	7.91	9.55	11.89	固定资产	108	121	131	138
					在建工程	24	24	24	24
					无形资产	9	9	8	8
					非流动资产合计	353	363	370	374
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	资产总计	1269	1418	1780	2131
净利润	127	140	189	249	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	174	172	287	324
非现金支出	29	32	34	37	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-11	-9	-11	-12	其它流动负债	210	253	311	376
营运资金变动	-114	142	-324	58	流动负债合计	384	425	598	700
经营活动现金流	30	305	-111	331	长期借款	0	0	0	0
资产	-41	-24	-24	-24	其它长期负债	18	18	18	18
投资	-208	-5	-5	-5	非流动负债合计	18	18	18	18
其他	4	4	5	6	负债总计	402	443	616	718
投资活动现金流	-245	-26	-24	-23	实收资本	180	180	180	180
债权募资	-15	0	0	0	归属于母公司所有者权益	866	975	1164	1412
股权募资	1	0	0	0	少数股东权益	1	1	1	1
其他	-36	-32	0	0	负债和所有者权益合计	1269	1418	1780	2131
融资活动现金流	-50	-32	0	0					
现金净流量	-265	248	-136	308					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 23 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

房青 电力设备及新能源行业
吴杰 公用事业, 电力设备及新能源行业, 煤炭行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解, 清晰准确地反映了作者的研究观点, 结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 许继电气, 信捷电气, 炬华科技, 汇川技术, 宏力达, 国电南瑞, 威胜信息, 宏发股份, 平高电气

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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。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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下, 海通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。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。