

业绩稳步增长, 看好节能高效电机加速替代

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年年报, 2022 年实现营收 12.1 亿元, 同比增长 8.4%; 实现归母净利润 3.1 亿元, 同比增长 21.0%。Q4 单季度实现营收 2.7 亿元, 同比减少 14.3%, 环比减少 2.6%; 归母净利润为 0.6 亿元, 同比减少 30.9%, 环比减少 31.9%。Q4 单季度业绩下滑, 2022 年业绩低于预期。
- **积极开拓国内外市场, 收入稳步增长; 产品结构优化, 毛利率提升明显。** 2022 年新冠疫情影响国内电机需求, 公司积极开拓海外市场, 境外营收 6.9 亿, 同比增长 27.1%, 占比由 48.9% 提升至 57.3%, 贡献主要业绩增量。2022 年公司毛利率为 33.9%, 同比增加 4.6 个百分点; Q4 单季度毛利率为 36.0%, 同比增加 4.9 个百分点, 环比增加 0.7 个百分点; 毛利率提升主要系高毛利 ECM 电机产品占比提升和外转子风机、冷柜电机等产品毛利率提升; 其中, 2022 年 ECM 电机实现营收 2.4 亿元, 同比增长 54.5%, 占比由 14.0% 提升至 19.9%, 毛利率保持高位达 39.3%, 外转子风机营收为 5.4 亿元, 同比增长 10.3%, 占比为 44.5%, 占比最高且相对稳定, 毛利率为 38.4%, 同比增加 6.6 个百分点; 冷柜电机营收为 3.4 亿, 同比下降 10.6%, 毛利率增加 6.0 个百分点提升至 30.9%。
- **公司期间费用率持续下降, 公司净利率上升。** 2022 年公司期间费用率为 6.0%, 同比下降 1.9 个百分点, 期间费用率下降主要系汇率波动导致财务费用率下降 1.9 个百分点; Q4 单季度期间费用率为 12.5%, 同比增加 0.7 个百分点, 环比增加 0.3 个百分点。2022 年公司净利率为 25.5%, 同比增加 2.6 个百分点; Q4 单季度为 21.4%, 同比下降 5.5 个百分点, 环比下降 9.7 个百分点。
- **行业高效节能趋势明确, 公司积极布局新产能、新产品, 产品结构将持续优化。** 1) 国内外需求共振: 海外电价高企, 国内《电机能效提升计划(2021-2023 年)》和《工业能效提升行动计划》政策持续推动(到 2023 年/2025 年在役/新增高效节能电机占比达 20%/70% 以上), 行业高效节能发展趋势明显; 公司 ECM 电机产品能耗低、使用寿命长, 盈利能力强, 代替传统电机是发展趋势。2) 产能扩张方面: 2022 年公司启动临平 670 万台 ECM 电机、风机机自动化装备和泰国 800 万台微电机项目扩产项目, 分别计划于 2024 年、2023 年竣工, 本轮产能扩张后, 将进一步优化公司产品结构, 应用领域更广、毛利率更高的外转子风机、ECM 电机产能占比将大幅提升; 泰国子公司的设立也将进一步打开海外市场, 提升公司竞争力和盈利能力。3) 新品研发方面: 2022 年, 公司 ECM53 系列、EC137 风机两款产品实现批量化生产, EC183 风机和 WA200ST 伺服电机等 4 款产品实现小批量生产, 新产品有望助力公司深入拓展数据中心、储能等下游行业, 预计每款产品将分别为公司带来 1000-3000 万/年新增收入。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 3.6、4.6、6.0 亿元, 未来三年归母净利润复合增长率为 25.2%, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格波动; 下游需求不及预期; 扩产项目建设不及预期。

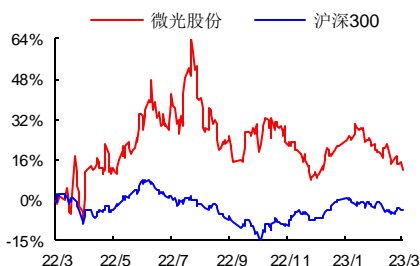
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1204.77	1714.83	2133.71	2670.46
增长率	8.38%	42.34%	24.43%	25.16%
归属母公司净利润(百万元)	307.93	362.27	457.89	603.71
增长率	21.03%	17.65%	26.39%	31.85%
每股收益 EPS(元)	1.34	1.58	1.99	2.63
净资产收益率 ROE	20.02%	19.78%	20.65%	22.12%
PE	19	16	13	10
PB	3.78	3.16	2.61	2.12

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

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)	20.55-36.66
总市值(亿元)	57.87
总资产(亿元)	15.84
每股净资产(元)	5.82

相关研究

1. 微光股份(002801): 加大新能源领域布局, Q3 业绩符合预期 (2022-10-26)
2. 微光股份(002801): Q3 业绩持续向好, ECM 电机表现亮眼 (2022-10-13)
3. 微光股份(002801): 设立泰国子公司, 加大海外市场布局 (2022-09-29)
4. 微光股份(002801): 业绩整体符合预期, ECM 电机维持高增长 (2022-08-15)
5. 微光股份(002801): ECM 电机持续放量, 上半年业绩高增长 (2022-07-13)
6. 微光股份(002801): 需求旺盛, ECM 电机扩产助力高增长 (2022-07-06)

盈利预测

关键假设：

假设 1：冷链物流发展前景广阔，公司深耕冷链微电机领域，凭借一体化优势及稳定优质的客户资源，冷柜电机和外转子风机业务确定性受益，加之公司在新风、储能等市场的开拓，公司外转子风机业务订单增加，预计 2023-2025 年外转子风机销量分别为 333、382、440 万台。

假设 2：海外电价高企，国内电机能效提升计划政策推动，公司 ECM 电机市场需求有望维持高景气，预计 2023-2025 年 ECM 电机销量分别为 301、452、667 万台，考虑到公司低成本 ECM 电机 2023 年有望实现产业化生产，带动产品毛利率稳中有升。

假设 3：伺服电机业务目前规模较小，未来随着公司产能扩大与市场开拓，市占率将逐步提升，预计 2023-2025 年伺服电机销量分别为 27、40、52 万台。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 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		2022A	2023E	2024E	2025E
外转子风机	收入	536.27	656.40	792.60	957.06
	增速	10.27%	22.40%	20.75%	20.75%
	毛利率	38.36%	38.00%	38.00%	38.00%
ECM 电机	收入	239.55	341.36	486.44	707.76
	增速	54.50%	42.50%	42.50%	45.50%
	毛利率	38.91%	39.00%	40.00%	40.00%
冷柜电机	收入	334.01	343.70	353.66	363.92
	增速	-10.62%	2.90%	2.90%	2.90%
	毛利率	30.94%	27.00%	26.00%	26.00%
磷酸铁锂	收入	0.29	200.20	247.25	305.35
	增速	—	68461.64%	23.50%	23.50%
	毛利率	—	12.00%	13.00%	15.00%
其他	收入	38.95	50.64	60.76	72.91
	增速	-3.85%	30.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	-6.60%	10.00%	10.00%	10.00%
合计	收入	1204.77	1714.83	2133.71	2670.46
	增速	8.38%	42.34%	24.43%	25.16%
	毛利率	33.89%	30.56%	30.96%	31.72%

数据来源：Wind, 西南证券

相对估值

我们选取和公司业务类似的汇川技术、鸣志电器、江苏雷利 3 家公司作为可比公司，其中汇川技术主要生产工业自动化控制产品，鸣志电器主要从事控制电机及驱动系统的研发和制造，江苏雷利是生产家用电器微特电机产品的领先企业。3 家可比公司 2023-2025 年平均 PE 分别为 39、26、20 倍。

微光股份是冷链微电机龙头企业，公司的主要产品外转子风机、ECM 电机销量国内第一，冷柜电机销量世界第一，在政策以及市场需求的双重驱动下，公司业绩迎来快速发展的阶段。另外，公司专注微电机生产，原材料到成品制造的一体化生产优势明显，具备更高的毛利率水平。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 3.6、4.6、6.0 亿元，未来三年归母净利润复合增长率 25%，结合公司三年复合增长率及公司龙头地位，理应享受估值溢价。给予公司 2023 年 25 倍 PE，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值（截至 2023 年 3 月 28 日）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			23E	24E	25E	23E	24E	25E
300124.SZ	汇川技术	69.96	2.05	2.60	/	34.20	26.89	/
603728.SH	鸣志电器	44.54	0.70	1.27	2.22	64.09	35.10	20.10
300660.SZ	江苏雷利	30.58	1.52	2.06	/	20.16	14.84	/
可比公司平均值						39.48	25.61	20.10

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)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1204.77	1714.83	2133.71	2670.46	净利润	307.04	362.23	457.84	603.65
营业成本	796.50	1190.77	1473.03	1823.27	折旧与摊销	22.92	20.73	20.73	20.73
营业税金及附加	8.95	12.27	15.49	19.37	财务费用	-18.13	7.19	8.19	9.47
销售费用	15.14	20.58	23.47	29.38	资产减值损失	-3.02	0.00	0.00	0.00
管理费用	26.26	102.89	123.76	133.52	经营营运资本变动	-15.78	-49.54	-52.51	-72.08
财务费用	-18.13	7.19	8.19	9.47	其他	-35.54	-17.14	-30.88	-29.36
资产减值损失	-3.02	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	257.49	323.48	403.38	532.41
投资收益	32.57	30.00	30.00	30.00	资本支出	-6.49	-5.00	-5.00	-5.00
公允价值变动损益	-14.23	0.50	0.50	0.50	其他	-33.20	30.50	30.50	30.50
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-39.69	25.50	25.50	25.50
营业利润	347.97	411.62	520.27	685.96	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.06	0.01	0.01	0.01	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	347.91	411.63	520.28	685.97	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	40.87	49.40	62.43	82.32	支付股利	-114.82	-61.59	-72.45	-91.58
净利润	307.04	362.23	457.84	603.65	其他	0.00	-11.85	-8.19	-9.47
少数股东损益	-0.89	-0.04	-0.05	-0.06	筹资活动现金流净额	-114.82	-73.43	-80.65	-101.05
归属母公司股东净利润	307.93	362.27	457.89	603.71	现金流量净额	114.06	275.54	348.23	456.87
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	288.87	564.41	912.65	1369.51	成长能力				
应收和预付款项	170.02	278.25	331.61	414.99	销售收入增长率	8.38%	42.34%	24.43%	25.16%
存货	178.26	264.65	327.66	406.43	营业利润增长率	19.09%	18.29%	26.39%	31.85%
其他流动资产	753.63	694.55	695.34	696.36	净利润增长率	20.69%	17.98%	26.39%	31.85%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	10.90%	24.60%	24.95%	30.40%
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	174.05	165.99	157.93	149.87	毛利率	33.89%	30.56%	30.96%	31.72%
无形资产和开发支出	72.08	64.47	56.86	49.25	三费率	1.93%	7.62%	7.28%	6.45%
其他非流动资产	134.07	134.01	133.95	133.89	净利率	25.49%	21.12%	21.46%	22.60%
资产总计	1770.98	2166.33	2616.00	3220.31	ROE	20.02%	19.78%	20.65%	22.12%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	17.34%	16.72%	17.50%	18.75%
应付和预收款项	186.90	309.73	370.82	459.09	ROIC	58.83%	63.77%	71.19%	81.90%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	29.28%	25.63%	25.74%	26.82%
其他负债	50.42	25.24	28.43	32.40	营运能力				
负债合计	237.32	334.97	399.25	491.48	总资产周转率	0.72	0.87	0.89	0.92
股本	229.63	229.63	229.63	229.63	固定资产周转率	7.47	10.72	14.53	19.95
资本公积	115.06	115.06	115.06	115.06	应收账款周转率	6.89	7.77	7.01	7.21
留存收益	1185.10	1485.78	1871.22	2383.35	存货周转率	4.67	5.35	4.94	4.94
归属母公司股东权益	1532.74	1830.48	2215.91	2728.05	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	83.77%	—	—	—
少数股东权益	0.92	0.88	0.84	0.78	资本结构				
股东权益合计	1533.66	1831.36	2216.75	2728.82	资产负债率	13.40%	15.46%	15.26%	15.26%
负债和股东权益合计	1770.98	2166.33	2616.00	3220.31	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	6.17	5.57	5.85	6.02
					速动比率	5.38	4.76	5.01	5.17
					股利支付率	37.29%	17.00%	15.82%	15.17%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	352.76	439.54	549.19	716.15	每股收益	1.34	1.58	1.99	2.63
PE	18.79	15.97	12.64	9.59	每股净资产	6.67	7.97	9.65	11.88
PB	3.78	3.16	2.61	2.12	每股经营现金	1.12	1.41	1.76	2.32
PS	4.80	3.37	2.71	2.17	每股股利	0.50	0.27	0.32	0.40
EV/EBITDA	13.25	10.00	7.37	5.02					
股息率	1.98%	1.06%	1.25%	1.58%					

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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 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：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

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	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
北京	卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	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
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
广深	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn