



## 买入 (维持)

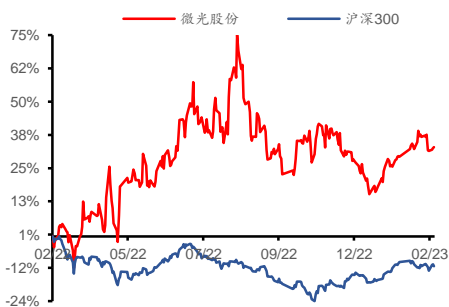
行业： 电力设备  
日期： 2023年02月23日

分析师： 开文明  
Tel: 021-53686172  
E-mail: kaiwenming@shzq.com  
SAC 编号: S0870521090002  
分析师： 王璘  
Tel: 021-53686164  
E-mail: wangjin@shzq.com  
SAC 编号: S0870521120003  
联系人： 马雨池  
Tel: 021-53696139  
E-mail: mayuchi@shzq.com  
SAC 编号: S0870122010004

## 基本数据

最新收盘价 (元)	27.93
12mth A 股价格区间 (元)	18.90-36.66
总股本 (百万股)	229.63
无限售 A 股/总股本	50.43%
流通市值 (亿元)	32.34

## 最近一年股票与沪深 300 比较



## 相关报告:

《复盘 ebm-papst 成功之路，探寻国内微电机明日之星》

——2022 年 11 月 11 日

《盈利能力创新高，加码新能源赛道》

——2022 年 10 月 26 日

《产能扩张提速，ECM 电机高增长可期》

——2022 年 08 月 10 日

## ■ 2022 年公司营收同比+8%，归母净利同比+21%

2023 年 2 月 21 日，公司发布 2022 年度业绩快报，22 全年实现营业收入 12.05 亿元，同比+8%；归母净利 3.08 亿元，同比+21%；扣非归母净利 2.89 亿元，同比+47%。22Q4，公司实现营收 2.72 亿元，同比-14%，环比-3%；归母净利 0.59 亿元，同比-31%，环比-32%；扣非归母净利 0.61 亿元，同比+20%，环比-24%。业绩不及预期。

## ■ 海外市场开拓加速，境内需求有望恢复

2022 年受疫情影响，国内需求下滑，但公司加快开拓海外市场，实现境外收入高增。2022 年，公司实现境内收入 5.15 亿元，同比-9%；境外收入 6.90 亿元，同比+27%。

## ■ 产品结构持续优化，盈利能力持续提升

ECM 电机收入高增，产品结构优化带动公司盈利能力向上。2022 年，公司 ECM 电机收入 2.40 亿元，同比+55%；ECM 电机收入占比为 20%，同比+5.9pct。ECM 电机盈利能力较优，占比提升将优化公司盈利能力。此外，公司成本费用管控有效，进一步实现盈利能力提升。

## ■ 高效节能趋势明确，公司产能扩张加速

高效节能行业趋势：国内《工业能效提升行动计划》和《电机能效提升计划（2021-2023）》政策推动，叠加海外电价高启，预计未来 ECM 电机需求将迎来国内外共振，有望长期高增长。公司在新品开发和产能建设上齐发力：1) 新品研发和产业化方面，公司完成了 ECM53 系列、WA200ST 等电机的开发，多款 3KW~5.5KW 高效节能风机投入量产。2) 产能方面，公司新建 PCBA 车间，大幅提升节能高效电机产能，ECM 电机产能达到 30 万台/月。同时，公司规划在泰国和杭州新建产能，完善产业布局，提升公司竞争力和盈利能力。

## ■ 盈利预测与投资建议

公司是 HVAC 领域微电机龙头，长期受益于高效节能趋势。受需求下降和 ECM 占比提升不及预期的影响，我们下调公司业绩预测，2022~2024 年营收分别从 14.9、19.4 和 25 亿元下调到 12.1、18.1、24.1 亿元，同比分别+8%、+50%和+34%；归母净利润分别从 3.4、4.9 和 6.2 亿元下调到 3.1、3.9 和 5 亿元，同比分别+21%、+27%和+29%。当前股价对应 2022~2024 年 PE 分别为 21、16 和 13 倍，维持“买入”评级。

## ■ 风险提示

原材料价格波动、人民币汇率波动、市场开拓不及预期

## ■ 数据预测与估值

单位：百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1112	1205	1806	2414
年增长率	39.3%	8.4%	49.9%	33.6%
归母净利润	254	308	390	504
年增长率	31.5%	21.0%	26.7%	29.3%
每股收益 (元)	1.11	1.34	1.70	2.20
市盈率 (X)	25.21	20.84	16.45	12.72
市净率 (X)	4.80	4.13	3.51	2.94

资料来源：Wind，上海证券研究所 (2023 年 02 月 22 日收盘价)

**公司财务报表数据预测汇总**
**资产负债表 (单位: 百万元)**

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	174	422	692	1076
应收票据及应收账款	179	293	305	362
存货	161	149	363	360
其他流动资产	789	794	825	855
流动资产合计	1304	1659	2184	2653
长期股权投资	12	12	12	12
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	156	147	140	129
在建工程	3	0	0	0
无形资产	28	27	31	35
其他非流动资产	82	85	88	91
非流动资产合计	281	271	271	267
<b>资产总计</b>	<b>1584</b>	<b>1929</b>	<b>2455</b>	<b>2919</b>
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	165	344	580	672
合同负债	27	0	0	0
其他流动负债	50	29	45	61
流动负债合计	242	373	626	733
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	6	6	6	6
非流动负债合计	6	6	6	6
<b>负债合计</b>	<b>248</b>	<b>379</b>	<b>631</b>	<b>739</b>
股本	230	230	230	230
资本公积	115	115	115	115
留存收益	992	1207	1481	1834
归属母公司股东权益	1337	1552	1825	2179
少数股东权益	0	-2	-1	2
<b>股东权益合计</b>	<b>1337</b>	<b>1551</b>	<b>1824</b>	<b>2181</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>1584</b>	<b>1929</b>	<b>2455</b>	<b>2919</b>
<b>现金流量表 (单位: 百万元)</b>				
指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流量</b>	<b>177</b>	<b>330</b>	<b>361</b>	<b>486</b>
净利润	254	306	390	508
折旧摊销	21	38	43	47
营运资金变动	-46	22	-5	21
其他	-53	-36	-66	-91
<b>投资活动现金流量</b>	<b>-59</b>	<b>10</b>	<b>25</b>	<b>50</b>
资本支出	-14	-28	-43	-43
投资变动	-117	0	0	0
其他	72	38	68	93
<b>筹资活动现金流量</b>	<b>-93</b>	<b>-92</b>	<b>-117</b>	<b>-151</b>
债权融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
其他	-93	-92	-117	-151
<b>现金净流量</b>	<b>22</b>	<b>247</b>	<b>270</b>	<b>384</b>

资料来源: Wind, 上海证券研究所

**利润表 (单位: 百万元)**

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>1112</b>	<b>1205</b>	<b>1806</b>	<b>2414</b>
营业成本	786	797	1280	1734
营业税金及附加	8	9	13	17
销售费用	15	11	27	36
管理费用	24	23	40	48
研发费用	44	40	72	97
财务费用	5	19	-1	-4
资产减值损失	-2	-4	-4	-4
投资收益	62	42	72	97
公允价值变动损益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>292</b>	<b>348</b>	<b>448</b>	<b>584</b>
营业外收支净额	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>292</b>	<b>348</b>	<b>448</b>	<b>584</b>
所得税	37	42	58	76
净利润	254	306	390	508
少数股东损益	0	-2	0	4
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>254</b>	<b>308</b>	<b>390</b>	<b>504</b>
<b>主要指标</b>				
指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	29.3%	33.8%	29.2%	28.2%
净利率	22.9%	25.5%	21.6%	20.9%
净资产收益率	19.0%	19.8%	21.4%	23.1%
资产回报率	16.1%	16.0%	15.9%	17.3%
投资回报率	15.3%	18.9%	18.3%	19.6%
<b>成长能力指标</b>				
营业收入增长率	39.3%	8.4%	49.9%	33.6%
EBIT 增长率	27.2%	41.6%	15.2%	28.3%
归母净利润增长率	31.5%	21.0%	26.7%	29.3%
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.11	1.34	1.70	2.20
每股净资产	5.82	6.76	7.95	9.49
每股经营现金流	0.77	1.44	1.57	2.12
每股股利	1	0	0	0
<b>营运能力指标</b>				
总资产周转率	0.70	0.62	0.74	0.83
应收账款周转率	6.42	4.11	5.93	6.67
存货周转率	4.89	5.34	3.53	4.82
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	15.6%	19.6%	25.7%	25.3%
流动比率	5.39	4.45	3.49	3.62
速动比率	4.71	4.02	2.89	3.10
<b>估值指标</b>				
P/E	25.21	20.84	16.45	12.72
P/B	4.80	4.13	3.51	2.94
EV/EBITDA	17.71	16.18	13.45	9.91

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

### 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

### 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

#### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

### 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断