

**投资评级 优于大市 维持**

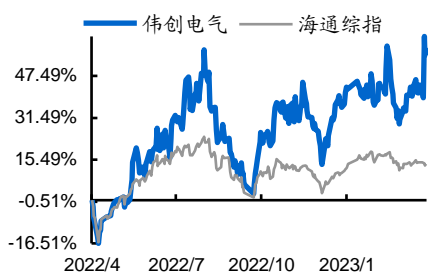
## 变频、伺服业务持续增长，新兴行业布局+海外拓展打造新增长点

**股票数据**

04月18日收盘价(元)	26.83
52周股价波动(元)	13.32-27.50
总股本/流通A股(百万股)	180/45
总市值/流通市值(百万元)	4829/1207

**相关研究**

《专机、通用齐发力，新兴行业深度布局》  
 2023.03.24

**市场表现**


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	23.5	18.5	12.8
相对涨幅 (%)	18.4	15.3	12.0

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:**

- 2022年营收同比增10.64%，归母净利润同比增10.37%。**2022年，公司实现营收9.06亿元，同比增10.64%；综合毛利率35.88%，同比增2.80pct；归母净利润1.40亿元，同比增长10.37%。  
 2022年利润分配预案：每10股派发现金红利2.50元（含税）。
- 2022年期间费率同比增4.37pct。**2022年，公司期间费率22.66%，同比增4.37pct。**销售费率、管理费率、研发费率均不同程度上升，财务费率同比下降。**  
 具体来看：  
 (1)销售费率7.52%，同比增1.35pct。(2)管理费率4.30%，同比增0.71pct。  
 (3)财务费率-0.98%，同比降0.24pct。(4)研发费率11.83%，同比增2.55pct。
- 2022年第四季度营收同比增18.44%，归母净利润同比降3.38%。**2022年第四季度，公司实现营收2.40亿元，同比增18.44%；综合毛利率35.80%，同比增4.02pct；归母净利润0.25亿元，同比降3.38%。
- 2022年第四季度期间费率同比增9.08pct。**2022年第四季度，公司期间费率29.53%，同比增9.08pct。**销售费率、管理费率、研发费率、财务费率均不同程度上升。**  
 具体来看：  
 (1)销售费率9.37%，同比增2.13pct；(2)管理费率5.87%，同比增1.79pct。  
 (3)财务费率-2.30%，同比增0.57pct；(4)研发费率16.60%，同比增4.59pct。
- 2023年第一季度预计收入同比增38%至45%，归母净利润同比增加35%至45%。**2023年第一季度，公司预计实现营收2.74-2.88亿元，同比增38%至45%；归母净利润0.40-0.43亿元，同比增35%至45%。
- 通用变频器、伺服系统及控制系统快速增长。**2022年，细分板块看：  
 (1)**变频器**：收入6.27亿元，同比增长4.92%。毛利率41.11%，同比增3.70pct。其中行业专机收入3.16亿元，同比降低16.12%。毛利率37.71%，同比增3.31pct；通用变频器收入3.11亿元，同比增长40.81%。毛利率44.55%，同比增2.01pct；  
 (2)**伺服系统及控制系统**：收入2.38亿元，同比增长26.84%。毛利率24.29%，同比增2.73pct。

**主要财务数据及预测**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	819	906	1312	1820	2501
(+/-)YoY(%)	43.1%	10.6%	44.8%	38.8%	37.4%
净利润(百万元)	127	140	203	277	377
(+/-)YoY(%)	44.8%	10.4%	45.1%	36.6%	35.9%
全面摊薄EPS(元)	0.70	0.78	1.13	1.54	2.09
毛利率(%)	33.1%	35.9%	36.2%	35.9%	35.6%
净资产收益率(%)	14.6%	14.3%	17.2%	19.0%	20.5%

资料来源：公司年报(2021-2022)，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

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

- 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。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。
- 伺服市占率持续提升，战略布局新兴行业。**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，公司海外营业收入为 2.03 亿元，同比增长 184.27%。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。
- 盈利预测与估值：**我们预计公司 2023-2025 年归母净利润 2.03 亿元、2.77 亿元、3.77 亿元。对应 EPS 分别为 1.13 元、1.54 元、2.09 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 33.90 元-39.55 元，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 伟创电气主要财务指标

指标	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1	2021Q4
营业收入(万元)	24038.86	22520.08	24155.21	19884.86	20296.38
综合毛利率(%)	35.80	39.50	34.50	33.57	31.78
期间费用率(%)	29.53%	23.65%	16.98%	20.11%	20.46%
净利润率(%)	9.72	15.92	20.24	15.06	12.82
经营活动净现金流/营业收入(%)	47.90	23.84	7.03	-2.98	20.81

资料来源：wind，海通证券研究所

表 2 伟创电气 2022 年资产负债表主要指标

	指标	数值	同比变动
2022 年	应收账款(亿元)	2.52	19.48%
	应付账款(亿元)	1.53	24.85%
	预付账款(亿元)	0.06	71.42%
	存货(亿元)	2.31	9.77%

资料来源：wind，海通证券研究所

表 3 可比公司估值表

代码	简称	收盘价(元/股) 04月18日	总市值(亿元) 04月18日	2023E EPS(元)	2023PE(倍)
002334.SZ	英威腾	12.09	96.02	0.55	21.96
002747.SZ	埃斯顿	25.88	224.93	0.35	73.38
300024.SZ	机器人	11.58	179.51	0.12	99.74
300124.SZ	汇川技术	65.01	1728.28	2.04	31.94
603416.SH	信捷电气	39.40	55.38	2.43	16.21
688320.SH	禾川科技	38.98	58.87	1.47	26.44
均值					44.94

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	2022	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标(元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>906</b>	<b>1312</b>	<b>1820</b>	<b>2501</b>
每股收益	0.78	1.13	1.54	2.09	营业成本	581	837	1166	1612
每股净资产	5.45	6.57	8.11	10.21	毛利率%	35.9%	36.2%	35.9%	35.6%
每股经营现金流	1.00	-0.21	0.86	0.12	营业税金及附加	6	8	11	15
每股股利	0.25	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
<b>价值评估(倍)</b>					营业费用	68	98	137	185
P/E	34.52	23.79	17.42	12.82	营业费用率%	7.5%	7.5%	7.5%	7.4%
P/B	4.93	4.08	3.31	2.63	管理费用	39	56	78	105
P/S	5.33	3.68	2.65	1.93	管理费用率%	4.3%	4.3%	4.3%	4.2%
EV/EBITDA	23.98	19.63	14.30	10.76	EBIT	129	218	295	397
股息率%	<b>0.9%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	-9	-7	-7	-7
<b>盈利能力指标(%)</b>					财务费用率%	-1.0%	-0.5%	-0.4%	-0.3%
毛利率	35.9%	36.2%	35.9%	35.6%	资产减值损失	-4	-4	-4	-4
净利润率	15.4%	15.5%	15.2%	15.1%	投资收益	4	7	9	13
净资产收益率	14.3%	17.2%	19.0%	20.5%	<b>营业利润</b>	<b>142</b>	<b>211</b>	<b>290</b>	<b>396</b>
资产回报率	9.5%	11.3%	12.4%	13.2%	营业外收支	6	7	7	7
投资回报率	12.0%	16.8%	18.5%	19.9%	<b>利润总额</b>	<b>147</b>	<b>217</b>	<b>297</b>	<b>403</b>
<b>盈利增长(%)</b>					EBITDA	149	242	323	429
营业收入增长率	10.6%	44.8%	38.8%	37.4%	所得税	9	14	19	26
EBIT 增长率	6.7%	69.4%	35.3%	34.8%	有效所得税率%	6.2%	6.5%	6.5%	6.5%
净利润增长率	10.4%	45.1%	36.6%	35.9%	少数股东损益	-2	0	0	0
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>140</b>	<b>203</b>	<b>277</b>	<b>377</b>
资产负债率	33.5%	34.1%	34.7%	35.7%					
流动比率	2.37	2.43	2.48	2.50	<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
速动比率	1.71	1.75	1.78	1.79	货币资金	181	117	247	246
现金比率	0.39	0.20	0.33	0.25	应收账款及应收票据	422	685	845	1264
<b>经营效率指标</b>					存货	231	324	446	621
应收账款周转天数	91.80	80.00	80.00	80.00	其它流动资产	275	297	325	355
存货周转天数	136.63	120.00	120.00	120.00	流动资产合计	1108	1422	1864	2486
总资产周转率	0.66	0.80	0.90	0.98	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	8.23	10.55	12.58	15.90	固定资产	112	137	153	162
					在建工程	75	59	49	41
					无形资产	12	11	11	11
					非流动资产合计	364	370	372	371
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>资产总计</b>	<b>1471</b>	<b>1793</b>	<b>2236</b>	<b>2857</b>
净利润	140	203	277	377	短期借款	17	17	17	17
少数股东损益	-2	0	0	0	应付票据及应付账款	248	357	485	679
非现金支出	33	36	40	44	预收账款	2	3	4	5
非经营收益	-14	-13	-16	-18	其它流动负债	200	209	245	295
营运资金变动	23	-263	-147	-381	流动负债合计	467	585	751	995
<b>经营活动现金流</b>	<b>180</b>	<b>-37</b>	<b>155</b>	<b>21</b>	长期借款	0	0	0	0
资产	-90	-24	-24	-24	其它长期负债	26	26	26	26
投资	-150	-10	-10	-10	非流动负债合计	26	26	26	26
其他	6	7	9	13	<b>负债总计</b>	<b>492</b>	<b>610</b>	<b>777</b>	<b>1021</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-234</b>	<b>-27</b>	<b>-24</b>	<b>-21</b>	实收资本	180	180	180	180
债权募资	16	0	0	0	归属于母公司所有者权益	980	1183	1461	1837
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	-1	-1	-1	-1
其他	-36	0	0	-1	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>1471</b>	<b>1793</b>	<b>2236</b>	<b>2857</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-20</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-73</b>	<b>-64</b>	<b>130</b>	<b>-1</b>					

备注:(1)表中计算估值指标的收盘价日期为04月18日;(2)以上各表均为简表

资料来源:公司年报(2022),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 电力设备及新能源行业, 公用事业, 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: 思源电气, 许继电气, 信捷电气, 炬华科技, 汇川技术, 伟创电气, 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
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 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。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> 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。