

## 证券研究报告—动态报告/公司快评

机械

**科力尔 (002892.SZ)**
**买入**

重大事件快评

(首次覆盖)

2019年09月20日

# 高端微特电机需求快速增长，国产龙头受益

证券分析师： 龚诚

010-88005306

gongcheng@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519040001

证券分析师： 贺泽安

hezean@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517080003

## 事项：

1.公司发布 2019 半年报。2019 年上半年，公司实现营业收入 39,907.45 万元，较上年同期增长 25.75%；实现营业利润 4,934.46 万元，较上年同期增长 67.83%；实现利润总额 4,924.04 万元，较上年同期增长 61.69%；实现归母净利润 4298.78 万元，较上年同期增长 61.13%。2.公司全资子公司深圳市科力尔运动控制技术有限公司完成工商登记。

## 国信化工观点：

**1) 公司有望受益于国产高端微特电机需求快速增长。**公司是国内微特电机龙头企业，微特电机年生产能力已超过 4500 万台，其中主要产品单相罩极电机年产销量超过 3600 万台，产销量在国内处于领先地位。微特电机作为电能转换为动能的核心部件，广泛应用在家用电器、办公自动化、安防监控、医疗器械、工业自动化与机器人等多个领域，目前行业市场空间在 2800 亿左右，未来 3-5 年仍将保持 15% 的增速。从技术角度，高端微特电机（具备节能环保、机电一体化、智能化和高可靠性）需求逐渐增长。因而，我们认为兼具高端微特电机产能和性价比优势的国产龙头企业有望加速替代国内低端产能，同时进军海外市场，扩大市场份额。

**2) 人工智能机器人产业爆发在即，伺服电机需求有望快速增长。**2019 年，政府工作报告着重强调发展人工智能产业，为制造业转型升级赋能。伺服系统是人工智能机器人核心部件。人工智能伺服系统研发难度非常大，核心技术长期掌握在日本、德国、美国等发达国家。公司作为异军突起的高科技企业，产品得到包括韩国三星、日本松下、美国通用等客户认可。目前，伺服电机 80% 市场份额被国外公司垄断，进口替代空间大。公司设立深圳市科力尔运动控制技术有限公司，有望加快技术研发，率先推动人工智能机器人领域伺服电机的国产化进程。

**3) 2019H1 公司业绩快速增长，外销稳步增长，内销客户结构优化。**2019H1 公司业绩大幅增长主要由于销售订单激增。公司单相罩极电机（含贯流风机）销售收入达到 27,884.66 万元，同比增长 20.86%，串激电机销售收入达到 9,141.92 万元，同比增长 39.15%，步进电机、直流无刷电机、伺服电机等产品销售收入也快速增长，同比增长 78.08%。客户结构方面，外销稳步增长，欧洲区实现销售收入 13,586.67 万元，同比增长 32.83%；美洲区实现销售收入 10,651.33 万元，同比增长 20.59%。国内市场，以国内高端品牌家电为主，客户结构进一步优化。未来，公司将进一步加大步进电机、直流无刷电机和伺服系统等产品的持续研发和市场拓展，打造新的增长点，逐步向机器人、工业自动化和人工智能领域转型升级。

**4) 投资建议：“买入”评级。**首次覆盖，给予“买入”评级。我们预计 2019-2021 年公司净利润分别为 1.19/1.48/1.81 亿元，对应 PE 分别为 61.7、49.9、40.6 倍。随着下游订单数量快速增长，以及经营管理效率的提升，公司盈利能力有望快速改善。此外，公司较早布局伺服系统，批量投入市场，已具备技术领先优势，并逐步向机器人、工业自动化和人工智能领域转型升级。公司有望加速伺服电机的国产化进程，并将该领域打造成为公司新盈利亮点。

**5) 风险提示。**中美贸易摩擦可能会抑制下游需求，影响到公司出口订单；伺服电机需求不及预期；汇率大幅波动；客原材料价格波动等风险。

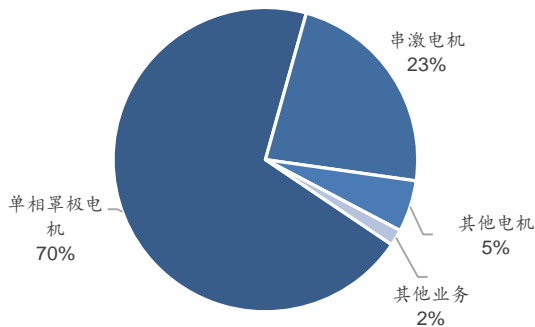
评论:

■ 微特电机行业龙头，受益于国产高端微特电机需求快速增长。

公司是国内微特电机龙头企业。主营产品包括单相罩极电机（含贯流风机）、串激电机、步进电机、直流无刷电机、伺服电机，目前微特电机年生产能力已超过 4500 万台，其中主要产品单相罩极电机年产销量超过 3600 万台，产销量在国内处于领先地位。目前，公司产品定位于全球中高端市场，主要为全球知名家电生产企业提供配套电机产品。2018 年公司海外营收占总营收比例达 63.8%。

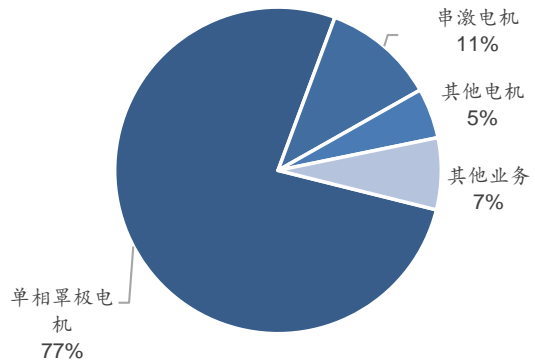
微特电机产品需求快速提升，国产集中度有望向高端龙头集中。微特电机作为电能转换为动能的核心部件，广泛应用在家用电器、办公自动化、安防监控、医疗器械、工业自动化与机器人等多个领域，目前行业市场空间在 2800 亿左右，未来 3-5 年仍将保持 15% 的增速。从技术角度，微特电机技术正在进入一个新的发展阶段，发展趋势逐步向节能环保、机电一体化、智能化和高可靠性方向发展。由于微特电机应用领域非常广阔，行业没有明显的周期性特征，但总体会受到全球经济发展的大环境影响。目前，中国已成为世界微特电机的主要生产大国和出口国。目前我国微特电机行业集中度不高，企业数量众多，行业低端产能竞争激烈。随着下游需求向高端产品迈进，高端龙头企业有望受益。

图 1：2019H1 公司主营产品营收占比



资料来源：WIND、国信证券经济研究所

图 2：2019H1 公司主营产品毛利占比



资料来源：WIND、国信证券经济研究所

表 1：公司主要产品及应用领域

主要产品	应用领域
单相罩极电机（含贯流风机）	烤箱、暖风机、排风扇、空调器、微波炉、商用空调、空气炸锅等家电及雾化器等医疗器械领域
串激电机	食物搅拌机、碎纸机、电吹风、果汁机、豆浆机、咖啡机等家电及切片机、电钻等电动工具领域
步进电机	3D 打印、针式打印机、复印机、舞台灯光、ATM 机、监控云台、绣花机、雕刻机等办公自动化、工业自动化、安防监控等领域
直流无刷电机	白色家电行业，如冰箱、空调、洗衣机、换气扇等家电领域
伺服电机	工业机器人、高端数控机床、自动化生产线、印刷设备、包装设备、纺织设备等

资料来源：招股说明书、国信证券经济研究所

人工智能机器人产业爆发在即，伺服电机需求有望快速增长。2019 年 9 月 10 日，公司全资子公司深圳市科力尔运动控制技术完成工商登记，有望加快技术研发，率先推动人工智能领域伺服电机领域国产化进程。2019 年，政府工作报告着重强调发展人工智能产业，为制造业转型升级赋能。伺服系统是人工智能机器人核心部件。人工智能伺服系统研发难度非常大，核心技术长期掌控在日本、德国、美国等发达国家，公司作为异军突起的高科技企业，产品得到包括韩国三星、日本松下、美国通用等客户认可。目前，伺服电机 80% 市场份额被国外公司垄断，进口替代空间大。公司经

过多年开发，完成 40 机座、60 机座、80 机座、130 机座高性能伺服电机的研发并投产，产品性能达到日系同类产品水平，产品质量与效能同日本松下（世界伺服电机龙头）相似但售价只有其一半，性价比优势明显。2019H1，公司伺服电机在自动化设备、工业机器人和 3C 市场批量投入应用，与国内知名企业建立了良好的合作关系。目前，国内市场开始全面发力，预计未来 3 年占有 2~3% 市场份额（销售收入达到 56~84 亿）。随着公司伺服电机在机器人和工业自动化市场的推广和品牌影响力的扩大，以及国内机器人和工业自动化行业的快速发展，伺服电机市场广阔，为公司带来更大的发展机遇，将成为公司可持续发展新的利润增长点。

**2019H1 公司业绩快速增长，外销稳步增长，内销客户结构优化。**2019 年上半年，公司实现营业收入 39,907.45 万元，较上年同期增长 25.75%；实现营业利润 4,934.46 万元，较上年同期增长 67.83%；实现利润总额 4,924.04 万元，较上年同期增长 61.69%；实现归母净利润 4298.78 万元，较上年同期增长 61.13%。外销稳步增长，欧洲区实现销售收入 13,586.67 万元，同比增长 32.83%；美洲区实现销售收入 10,651.33 万元，同比增长 20.59%。国内市场，以国内高端品牌家电为主，优化客户结构，进一步扩大市场。公司各类电机产量和销量稳步提升，单相罩极电机（含贯流风机）销售收入达到 27,884.66 万元，同比增长 20.86%，串激电机销售收入达到 9,141.92 万元，同比增长 39.15%，步进电机、直流无刷电机、伺服电机等产品销售收入也快速增长，同比增长 78.08%，销售收入稳步提升。

**未来公司业绩增长依靠技术研发和市场推广。**技术研发。公司在微特电机产品的研发、生产过程中，针对电机的可靠性、长寿命、低噪音等关键技术课题进行了长期的专项研发，拥有了多项核心技术，不断提升产品的关键技术性能指标，生产的微特电机产品在可靠性、低噪音、使用寿命等关键性能指标上已达到国际先进水平，先后通过了中国 CCC 认证、美国 UL 认证、德国 VDE 和 TUV 认证，以及 ISO14001 环境体系认证，并且拥有几百项技术专利；市场推广。公司产品远销美国、德国等十几个发达国家，与伊莱克斯、弗兰克林、阿切克利、松下、西门子等多家国际巨头保持了稳定长期的合作关系。公司直流无刷电机和伺服电机作为公司全新开发的新产品，已经小批量投入市场，市场反应良好。公司将进一步加大步进电机、直流无刷电机和伺服系统等产品的持续研发和市场拓展，打造新的增长点，逐步向机器人、工业自动化和人工智能领域转型升级。

**关键假设。**（1）单相罩极电机：单相罩极电机在内外市场的销量维持市场领先优势，内销市场客户开发进展顺利，产品结构不断升级和优化，毛利率稳定提升。预计 2019-2021 年收入分别增长为 15%、13%、12%；毛利率分别为 25%、26%、27%。

（2）串激电机业务增速稳定，预计 2019-2021 年收入增长为 45%、30%、20%，毛利率为 11.5%、12.75%、13.5%。

（3）其他电机业务增速稳定：高效直流无刷电机产业化项目、3KW 及以下伺服电机系统产业化项目顺利完工。伺服系统在机器人、工业自动化和人工智能等领域的应用市场得以开拓，毛利率稳定提升。预计 2019-2021 年收入分别增长为 25%、20%、20%，毛利率分别为 20.8%、21.5%、22.0%。

（4）其他业务增速稳定。假设 2019-2021 年收入增长均为 18%，毛利率分别为 94.0%、94.2%、94.3%。

（4）经营管理效率优化。假设 2019-2021 年管理费用率（不含无形资产摊销）均为 2.9%，较 2018 年下降 0.1pct；销售费用率均为 4.0%，较 2018 年下降 0.45pct。

#### ■ 投资建议。首次覆盖，给予“买入”评级。

我们预计 2019-2021 年公司净利润分别为 1.19/1.48/1.81 亿元，对应 PE 分别为 61.7、49.9、40.6 倍。随着下游订单数量快速增长，以及经营管理效率的提升，公司盈利能力有望快速改善。此外，公司较早布局伺服系统，批量投入市场，已具备技术领先优势，并逐步向机器人、工业自动化和人工智能领域转型升级。公司有望加速伺服电机的国产化进程，并将该领域打造成为公司新盈利亮点。

**表 2: 公司主营产品业绩拆分与预测**

	2018	2019E	2020E	2021E
<b>单相罩极电机</b>				
收入	509.24	585.63	661.76	741.17
收入 YOY	10%	15%	13%	12%
成本	387.74	439.22	489.70	541.05
毛利	121.50	146.41	172.06	200.12
毛利率(%)	23.86	25.00	26.00	27.00
<b>串激电机</b>				
收入	158.12	229.27	298.06	357.67
收入 YOY	61%	45%	30%	20%
成本	144.60	202.91	260.05	309.38
毛利	13.52	26.37	38.00	48.29
毛利率(%)	8.55	11.50	12.75	13.50
<b>其他电机</b>				
收入	35.09	43.86	52.64	63.16
收入 YOY		25%	20%	20%
成本	28.42	34.74	41.32	49.27
毛利	6.67	9.12	11.32	13.90
毛利率(%)	19.02	20.80	21.50	22.00
<b>其他业务</b>				
收入	18.47	21.79	25.72	30.35
收入 YOY	18%	18%	18%	18%
成本	1.28	1.31	1.49	1.73
毛利	17.18	20.49	24.23	28.62
毛利率(%)	93.05	94.00	94.20	94.30
<b>汇总</b>				
收入	720.92	880.56	1,038.17	1,192.34
收入 YOY	22%	22%	18%	15%
成本	562.04	678.17	792.56	901.43
毛利	158.87	202.38	245.60	290.91
毛利率(%)	22.04	22.98	23.66	24.40

资料来源:WIND、国信证券经济研究所整理与预测

- **风险提示。**中美贸易摩擦可能会抑制下游需求，影响到公司出口订单；伺服电机需求不及预期；汇率大幅波动；客原材料价格波动等风险。

## 附表：财务预测与估值

**表 3：财务预测与估值**

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	69	86	128	190	<b>营业收入</b>	<b>721</b>	<b>881</b>	<b>1038</b>	<b>1192</b>
应收款项	142	159	188	216	营业成本	562	678	793	901
存货净额	105	142	166	188	营业税金及附加	5	6	7	8
其他流动资产	232	284	334	384	销售费用	32	35	42	48
流动资产合计	548	670	816	978	管理费用	22	26	30	35
固定资产	186	201	222	242	财务费用	(3)	0	0	0
无形资产及其他	7	6	6	6	投资收益	9	4	6	7
投资性房地产	7	7	7	7	资产减值及公允价值变动	(7)	(7)	(4)	(1)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(27)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>748</b>	<b>885</b>	<b>1051</b>	<b>1233</b>	营业利润	78	133	169	207
短期借款及交易性金融负债	0	2	1	1	营业外净收支	1	5	1	1
应付款项	87	103	136	155	<b>利润总额</b>	<b>79</b>	<b>138</b>	<b>170</b>	<b>208</b>
其他流动负债	31	47	55	63	所得税费用	9	18	22	26
流动负债合计	118	152	192	219	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>70</b>	<b>119</b>	<b>148</b>	<b>181</b>
其他长期负债	4	6	7	8					
长期负债合计	4	6	7	8	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>122</b>	<b>158</b>	<b>199</b>	<b>227</b>	<b>净利润</b>	<b>70</b>	<b>119</b>	<b>148</b>	<b>181</b>
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	1	1	0	1
<b>股东权益</b>	<b>626</b>	<b>727</b>	<b>852</b>	<b>1006</b>	折旧摊销	13	20	23	26
负债和股东权益总计	748	885	1051	1233	公允价值变动损失	7	7	4	1
					财务费用	(3)	0	0	0
关键财务与估值指标					营运资本变动	(59)	(71)	(61)	(72)
每股收益	0.49	0.84	1.04	1.28	其它	(1)	(1)	(0)	(1)
每股红利	0.07	0.13	0.16	0.19	<b>经营活动现金流</b>	<b>31</b>	<b>76</b>	<b>114</b>	<b>136</b>
每股净资产	4.40	5.12	6.00	7.08	资本开支	(33)	(43)	(47)	(47)
ROIC	15%	18%	19%	21%	其它投资现金流	2	0	0	0
ROE	11%	16%	17%	18%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(31)</b>	<b>(43)</b>	<b>(47)</b>	<b>(47)</b>
毛利率	22%	23%	24%	24%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	14%	15%	16%	17%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	16%	18%	18%	19%	支付股利、利息	(11)	(18)	(22)	(27)
收入增长	22%	22%	18%	15%	其它融资现金流	(4)	2	(1)	0
净利润增长率	6%	71%	24%	23%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(25)</b>	<b>(16)</b>	<b>(24)</b>	<b>(27)</b>
资产负债率	16%	18%	19%	18%	<b>现金净变动</b>	<b>(24)</b>	<b>17</b>	<b>43</b>	<b>62</b>
息率	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%	货币资金的期初余额	93	69	86	128
P/E	110.4	61.7	49.9	40.6	货币资金的期末余额	69	86	128	190
P/B	12.3	10.1	8.6	7.3	企业自由现金流	10	24	60	82
EV/EBITDA	68.9	48.4	39.9	33.5	权益自由现金流	6	26	58	82

资料来源:WIND、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。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。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，我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。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032