

Q1 业绩表现亮眼，变频器出海节奏加快

投资要点

- **事件：**公司 2023Q1 实现营业收入 2.8 亿元，同比增长 43%；实现归母净利润 0.4 亿元，同比增长 43%；实现扣非归母净利润 0.4 元，同比增长 110.2%，主要系 2023Q1 公司收到政府补助 252.8 万元，相比于 2022Q1 的 1067 万元有所减少及其他营业外收入减少，因此扣非归母净利润同比大幅上升。
- **盈利能力同比大幅提升，费用率管控良好。**盈利端：2023Q1 公司毛利率为 38.2%，同比增长 4.7pp，产品迭代及原材料自制降本优势彰显；净利率为 14.8%，同比下降 0.3pp。费用端：2023Q1 公司销售费用率为 6.2%，同比增长 0.7pp；管理费用率为 14.5%，同比下降 0.3pp；财务费用率为 0.2%，同比增长 0.4pp，伴随 2023 年公司各业务规模向上，费用率有望摊薄向下。
- **海外业务快速放量，驱动整体盈利提升。**受俄乌战争等因素，公司变频器 2022 年切入俄罗斯市场，有望持续贡献业绩增量。此外，公司行业专机核心产品光伏扬水主要应用于东南压、土耳其、澳大利亚等地区，行业增长态势清晰，且公司拥有“变频器平台+海外”优势，具备更高毛利率。未来，公司海外业务有望维持高增，带动公司整体盈利向上。
- **研发投入持续加大，核心产品更具竞争力。**伺服系统发展的核心在于降本+产品迭代，公司目前在研项目中，①**磁电编码器：**位于开发验证阶段，2024 年有望实现批量出货，公司将在已实现光编自研基础上，进一步降低伺服电机成本。②**SiC 驱动器：**位于开发验证阶段，SiC 驱动器相比于传统 IGBT 驱动器，具备更高的开关频率与更低的损耗，并且公司已申请碳化硅 MOS 管驱动电路专利，有望在氢能新能源汽车、超高速电机等新兴应用中率先占据一席之地。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2023-2025 年营收分别为 12.8 亿元、17.1 亿元、21.1 亿元，未来三年归母净利润增速分别为 44%、36.1%、26.1%。公司一体化布局工控自动化产品品类丰富，有望充分受益下游传统行业复苏及原材料自制降本，驱动公司盈利趋稳向上，给予公司 2023 年 30 倍 PE，对应目标价 33.6 元，上调至“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动的风险；IGBT 等原材料涨价风险；新产品开发不及预期的风险；汇率波动影响公司外销收入的风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	905.99	1282.83	1708.36	2108.88
增长率	10.64%	41.59%	33.17%	23.44%
归属母公司净利润（百万元）	139.89	201.46	274.09	345.51
增长率	10.37%	44.01%	36.05%	26.06%
每股收益 EPS（元）	0.78	1.12	1.52	1.92
净资产收益率 ROE	14.10%	17.37%	19.66%	20.50%
PE	35	24	18	14
PB	4.99	4.24	3.53	2.92

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：韩晨
执业证号：S1250520100002
电话：021-58351923
邮箱：hch@swsc.com.cn

联系人：李昂
电话：021-58351923
邮箱：liang@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：Wind

基础数据

总股本(亿股)	1.80
流通 A 股(亿股)	0.45
52 周内股价区间(元)	14.55-28.28
总市值(亿元)	48.96
总资产(亿元)	14.71
每股净资产(元)	5.45

相关研究

1. 伟创电气（688698）：伺服盈利提升显著，海外业务驶入快车道（2023-04-18）
2. 伟创电气（688698）：盈利能力持续提升，海外业务快速发展（2022-11-01）
3. 伟创电气（688698）：经营状况良好，看好中长期业绩兑现（2022-08-25）
4. 伟创电气（688698）：经营状况良好，伺服及控制系统表现两翼（2022-04-18）

盈利预测

关键假设：

假设 1：公司各业务产销率达到 90%及以上。

假设 2：公司苏州二期基地有望在 2023 年投产，产能进一步释放打开增长空间，预计 2023-2025 年公司行业专机产量增速分别为 45%/30%/20%，通用变频器产量增速分别为 25%/20%/20%。

假设 3：伺服及运动控制器下游需求高速增长，预计 2023-2025 年公司伺服系统及运动控制器销量增速分别约为 35%/47%/30%。

假设 4：伺服系统行业竞争激烈，未来可能存在价格战，假设公司伺服产品单价年降。

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
行业专机	收入	315.8	511.7	700.3	840.3
	增速	-16.1%	62.0%	36.8%	20.0%
	毛利率	37.7%	38.5%	38.5%	38.5%
通用变频器	收入	310.8	408.6	501.7	615.7
	增速	40.8%	31.5%	22.8%	22.7%
	毛利率	44.6%	46.0%	46.0%	46.0%
伺服系统及运动控制器	收入	237.8	312.3	445.7	579.5
	增速	26.8%	31.3%	42.7%	30.0%
	毛利率	24.3%	25.5%	28.2%	30.9%
其他业务	收入	34.6	41.1	48.9	58.1
	增速	18.8%	18.8%	18.8%	18.8%
	毛利率	22.5%	22.5%	22.5%	22.5%
其他主营业务	收入	7.0	9.1	11.8	15.3
	增速	37.9%	30.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	28.7%	28.7%	28.7%	28.7%
合计	收入	906.0	1282.8	1708.4	2108.9
	增速	10.6%	41.6%	33.2%	23.4%
	毛利率	35.9%	37.1%	37.5%	38.1%

数据来源：Wind，西南证券

相对估值

综合公司业务范围，我们选取工控行业中与公司业务相近的汇川技术、英威腾进行估值比较，并考虑到公司积极拓展协作机器人、AGV 等应用领域，增加具备相同业务的鸣志电器参与比较，较为合理。从 PE 角度看，2023 年公司估值为 24.3 倍，行业可比公司估值为 31.5 倍。公司一体化布局工控自动化产品品类丰富，有望充分受益下游传统行业复苏及原材料自制降本，驱动公司盈利趋稳向上，给予公司 2023 年 30 倍 PE，对应目标价 33.6 元，上调至“买入”评级。

表 2：可比公司估值（截止到 4 月 28 日）

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
603728.SH	鸣志电器	38.96	0.59	0.96	1.69	1.96	66.03	40.58	23.05	19.88
300124.SZ	汇川技术	61.80	1.62	1.91	2.48	3.00	38.15	32.36	24.92	20.60
002334.SZ	英威腾	11.34	0.35	0.53	0.73	0.90	32.40	21.40	15.53	12.60
平均值							45.53	31.45	21.17	17.69
688698.SH	伟创电气	27.20	0.78	1.12	1.52	1.92	35.00	24.30	17.86	14.17

数据来源：Wind，西南证券整理 注：各公司 EPS 为西南证券预测

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	905.99	1282.83	1708.36	2108.88	净利润	138.06	200.00	271.81	342.49
营业成本	580.88	806.29	1068.03	1305.41	折旧与摊销	17.48	17.02	17.02	17.02
营业税金及附加	6.11	7.33	9.95	14.55	财务费用	-8.91	-6.41	0.00	0.00
销售费用	68.09	83.38	111.04	137.08	资产减值损失	-3.83	-4.35	-4.24	-4.21
管理费用	38.92	189.86	240.88	297.35	经营营运资本变动	16.74	-139.72	-142.97	-126.58
财务费用	-8.91	-6.41	0.00	0.00	其他	20.37	5.16	6.21	13.16
资产减值损失	-3.83	-4.35	-4.24	-4.21	经营活动现金流净额	179.90	71.70	147.83	241.88
投资收益	4.27	3.51	3.81	3.79	资本支出	-54.38	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-179.89	70.31	3.81	3.79
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-234.28	20.31	-46.19	-46.21
营业利润	141.57	210.24	286.50	362.49	短期借款	16.66	-16.66	0.00	0.00
其他非经营损益	5.65	5.53	5.74	5.65	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	147.22	215.77	292.24	368.14	股权融资	5.88	0.00	0.00	0.00
所得税	9.16	15.77	20.43	25.65	支付股利	-31.68	-27.98	-40.29	-54.82
净利润	138.06	200.00	271.81	342.49	其他	-10.97	3.81	0.00	0.00
少数股东损益	-1.83	-1.45	-2.28	-3.02	筹资活动现金流净额	-20.11	-40.82	-40.29	-54.82
归属母公司股东净利润	139.89	201.46	274.09	345.51	现金流量净额	-73.28	51.19	61.34	140.84
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	180.68	231.87	293.21	434.05	成长能力				
应收和预付款项	435.40	598.21	801.63	991.15	销售收入增长率	10.64%	41.59%	33.17%	23.44%
存货	230.72	324.94	437.96	532.91	营业利润增长率	8.63%	48.51%	36.27%	26.52%
其他流动资产	260.89	182.05	184.39	186.59	净利润增长率	9.14%	44.87%	35.90%	26.00%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	7.86%	47.09%	37.44%	25.03%
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	186.80	221.32	255.84	290.35	毛利率	35.88%	37.15%	37.48%	38.10%
无形资产和开发支出	11.73	10.41	9.09	7.76	三费率	10.83%	20.80%	20.60%	20.60%
其他非流动资产	165.13	164.92	164.71	164.50	净利率	15.24%	15.59%	15.91%	16.24%
资产总计	1471.36	1733.72	2146.83	2607.33	ROE	14.10%	17.37%	19.66%	20.50%
短期借款	16.66	0.00	0.00	0.00	ROA	9.38%	11.54%	12.66%	13.14%
应付和预收款项	308.51	394.83	523.81	648.93	ROIC	25.51%	31.14%	32.64%	33.18%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	16.57%	17.22%	17.77%	18.00%
其他负债	167.09	187.56	240.16	287.87	营运能力				
负债合计	492.26	582.39	763.98	936.81	总资产周转率	0.66	0.80	0.88	0.89
股本	180.00	180.00	180.00	180.00	固定资产周转率	8.23	12.30	19.23	28.75
资本公积	470.94	470.94	470.94	470.94	应收账款周转率	3.61	3.97	3.93	3.78
留存收益	329.69	503.17	736.97	1027.66	存货周转率	2.55	2.82	2.77	2.67
归属母公司股东权益	980.42	1154.11	1387.91	1678.60	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	67.78%	—	—	—
少数股东权益	-1.32	-2.78	-5.05	-8.07	资本结构				
股东权益合计	979.10	1151.33	1382.85	1670.53	资产负债率	33.46%	33.59%	35.59%	35.93%
负债和股东权益合计	1471.36	1733.72	2146.83	2607.33	带息债务/总负债	3.38%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.37	2.40	2.33	2.35
					速动比率	1.88	1.82	1.73	1.77
					股利支付率	22.65%	13.89%	14.70%	15.87%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	150.14	220.84	303.52	379.50	每股收益	0.78	1.12	1.52	1.92
PE	35.00	24.30	17.86	14.17	每股净资产	5.45	6.41	7.71	9.33
PB	4.99	4.24	3.53	2.92	每股经营现金	1.00	0.40	0.82	1.34
PS	5.40	3.82	2.87	2.32	每股股利	0.18	0.16	0.22	0.30
EV/EBITDA	29.29	19.59	14.05	10.87					
股息率	0.65%	0.57%	0.82%	1.12%					

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。

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
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfiiyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
北京	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
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@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	cyrif@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