



## 微特电机“小巨人”，扩产把握国产替代机遇

### 投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 公司是线性执行器国内龙头，全球市占率达 10%，具备丝杆和螺母部件独立生产能力；呼吸机配套音圈电机打破国外垄断，深度绑定迈瑞医疗；2) 2023 年，下游 IVD 市场规模、工业机器人销量同比增速将分别达 12.6%、21.5%，人形机器人市场未来 5 年 CAGR 将超 60%，拉动微特电机需求；3) 公司目前产能饱和，募投项目布局高端微电机，建设期 3 年，项目达产后将助推业绩高速增长。
- 公司深耕微特电机行业多年，是国内线性执行器行业龙头。**公司掌握了精密运动控制领域的丝杆滚轧技术、螺纹一体注塑技术、高速无槽无刷电机制造一体化技术等多项核心技术，具备丝杆和螺母部件独立生产能力，在线性执行器领域全球市占率达 10%，仅次于美国海顿；呼吸机配套音圈电机打破国外垄断，批量应用于迈瑞呼吸机。2022 年公司实现营收 3.2 亿元，归母净利润 1.0 亿元。
- 下游 IVD、工业自动化、人形机器人拉动新增量，国产替代逻辑演绎。**在下游 IVD 和工业自动化的拉动下，2021 年国内微特电机市场规模达 1343.7 亿元。随着医疗器械和工业自动化企业技术水平的不断突破，其对微电机产品要求逐步提升，产品性能优良、性价比占优的国内微特电机企业有望持续受益。同时公司已具备空心杯电机量产能力，伴随着下游人形机器人快速发展，有望放量。
- 客户资源优渥，下游应用领域头部企业入股。**公司经过多年的发展，凭借质量和口碑积累，聚集了众多优质的客户资源，客户包括迈瑞医疗、深圳新产业、美国 IDEXX、美国 Adaptas、韩国三星、万孚生物、三诺生物、意大利 SERVO 等知名企业。本次发行中，下游应用领域头部企业深圳迈瑞与浙江三花绿能参与战投，彰显对公司长期发展前景的信心。
- 盈利预测与估值。**预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.2/1.5/1.9 亿元，CAGR 为 22.6%，对应 PE 为 48/39/31 倍。考虑到 2024 年可比公司平均估值为 41 倍，公司作为国内线性执行器龙头，产品性能领先，下游医疗器械、工业自动化带动需求提升，人形机器人空心杯电机有望量产，募投项目突破产能瓶颈，有望推动公司业绩稳步上升，我们给予公司 2024 年 43 倍 PE，对应目标价为 134.16 元，首次覆盖，给予“持有”评级。
- 风险提示:** 技术泄密风险、技术创新风险、原材料价格波动风险、国外市场经营稳定性风险、汇率波动风险、市场竞争加剧风险、募投项目不及预期风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	318.47	383.27	462.17	557.16
增长率	63.99%	20.34%	20.59%	20.55%
归属母公司净利润(百万元)	100.87	120.98	149.76	186.07
增长率	103.39%	19.94%	23.79%	24.24%
每股收益 EPS(元)	2.10	2.52	3.12	3.87
净资产收益率 ROE	37.58%	15.59%	16.61%	17.59%
PE	58	48	39	31
PB	21.65	7.49	6.44	5.49

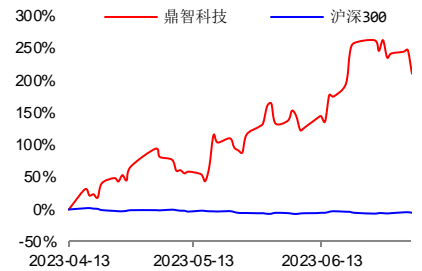
数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 刘言  
执业证号: S1250515070002  
电话: 023-67791663  
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

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: iFinD

### 基础数据

总股本(万股)	4802
流通 A 股(万股)	1797
总市值(亿元)	58.11
总资产(亿元)	4.12
每股净资产(元)	8.82

### 相关研究

## 目 录

<b>1 国家级“专精特新”小巨人，深耕微特电机领域</b> .....	<b>1</b>
1.1 股权结构稳定，核心技术人员行业经验丰富.....	1
1.2 以微特电机为主要构成，形成精密运动控制解决方案矩阵.....	1
1.3 经营业绩高速增长，盈利能力快速提升.....	2
<b>2 下游需求拉动增长，我国微特电机市场规模超千亿</b> .....	<b>5</b>
2.1 技术更迭提高准入门槛，多项政策支持国产微特电机发展.....	5
2.2 下游医疗器械、工业自动化高景气，微特电机市场超千亿.....	8
2.3 微特电机竞争格局分散，进口替代逻辑持续演绎.....	11
<b>3 国内线性执行器龙头，国产替代进程下持续受益</b> .....	<b>12</b>
3.1 线性执行器核心零部件自主可控，掌握多项微特电机核心技术.....	12
3.2 客户资源优渥，下游头部企业参与战投彰显发展信心.....	15
3.3 空心杯电机已可量产，人形机器人市场广阔放量可期.....	16
3.4 布局中高端微电机，募投生产基地打开产能天花板.....	18
<b>4 盈利预测与估值</b> .....	<b>19</b>
4.1 盈利预测.....	19
4.2 相对估值.....	20
<b>5 风险提示</b> .....	<b>21</b>

## 图 目 录

图 1: 公司股权结构 (截至 2023 年 6 月 16 日)	1
图 2: 公司精密运动控制解决方案示意图	2
图 3: 公司营业收入及增速	3
图 4: 归母净利润及增速	3
图 5: 公司分销售区域收入占主营业务收入比例	3
图 6: 公司分销售模式收入占主营业务收入比例	3
图 7: 公司分产品收入占主营业务收入比例	4
图 8: 公司分产品毛利率	4
图 9: 公司毛利率与净利率	4
图 10: 公司销售费用同行对比	4
图 11: 公司管理费用同行对比	5
图 12: 公司财务费用同行对比	5
图 13: 公司所处产业链	6
图 14: 全球医疗器械市场规模及预测 (万亿元)	8
图 15: 我国医疗器械市场规模及预测 (万亿元)	8
图 16: 全球 IVD 市场规模 (亿美元)	9
图 17: 我国 IVD 市场规模 (亿元)	9
图 18: 全球工业自动化市场规模及预测 (亿美元)	9
图 19: 我国工业自动化市场规模 (亿元)	9
图 20: 2021 年世界主要国家工业机器人出货量 (万台)	10
图 21: 我国工业机器人销量及增速	10
图 22: 我国微特电机行业市场规模 (亿元)	11
图 23: 我国微特电机出口规模 (亿美元)	11
图 24: 公司自制及外购丝杆占比	13
图 25: 公司自制及外购螺母占比	13
图 26: 公司全球销售网络	16
图 27: 公司毛利率水平行业领先	16
图 28: 全球人形机器人市场规模 (亿美元)	17
图 29: 机器人产业链各环节成本占比	17
图 30: 公司总产能利用率	18
图 31: 公司分产品产能利用率	18
图 32: 公司总产销率处于较高水平	18
图 33: 公司分产品产销率	18

## 表 目 录

表 1: 公司主要产品及其应用领域.....	2
表 2: 微特电机产品类别.....	5
表 3: 各类别电机具体情况.....	6
表 4: 微特电机行业相关政策.....	7
表 5: 公司主要竞争对手.....	12
表 6: 公司与美国海顿丝杆步进机性能指标对比.....	12
表 7: 公司与美国海顿丝杆及螺母性能指标对比.....	13
表 8: 公司核心技术及其先进性.....	14
表 9: 公司募投“鼎智科技研发中心建设项目”研究课题.....	15
表 10: 人形机器人相关产业政策及消息.....	17
表 11: 分业务收入及毛利率.....	19
表 12: 可比公司估值.....	20
附表: 财务预测与估值.....	22

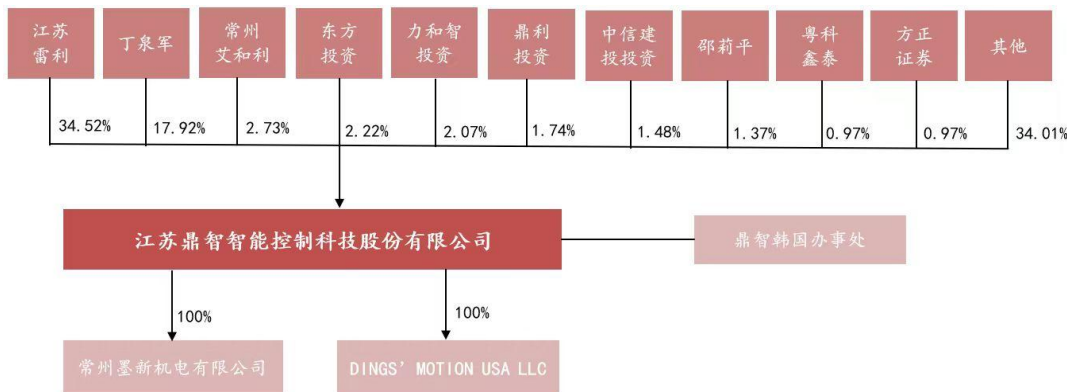
# 1 国家级“专精特新”小巨人，深耕微特电机领域

公司成立于 2008 年 4 月，主要从事线性执行器、混合式步进电机、直流电机、音圈电机及其组件等产品的设计、研发、生产和销售。目前，公司已形成多项核心技术，产品体系不断丰富，电机控制精度、传动效率及使用寿命等得到持续提升，产品已推广至美国、德国、意大利等多个发达国家市场。2021 年 6 月 3 日，公司在全国中小企业股份转让系统挂牌并公开转让，所属层级为基础层。2022 年 8 月，公司入选我国第四批专精特新“小巨人”企业名单。2023 年 1 月 3 日，公司北交所 IPO 获批注册。

## 1.1 股权结构稳定，核心技术人员行业经验丰富

公司股权较为集中，控股股东为江苏雷利。截至 2023 年 6 月 16 日，江苏雷利持有公司 34.5% 的股份，为公司控股股东。江苏雷利主营业务为家用电器微特电机及智能化组件研究、开发与销售，与公司同属电机制造行业，二者在产品类型及下游客户方面有显著差异，在业务上实现了较好的相互补充。苏建国、苏达父子合计控制江苏雷利 67.1% 的表决权，为公司实际控制人。公司控股子公司常州墨新机电有限公司和美国鼎智主营业务均为电机产品的销售与服务，能够协助公司进行产品销售。此外，鼎利投资、鼎惠投资是公司员工持股平台，分别持有公司 1.7%、0.6% 的股份，员工持股调动了员工的工作积极性，有利于稳定核心人员。

图 1：公司股权结构（截至 2023 年 6 月 16 日）



数据来源：同花顺 iFinD，西南证券

核心技术人员在公司任职多年，研发团队经验丰富。公司技术研发实力强劲，截至 2023 年 3 月 27 日，已获得授权专利 97 项，其中发明专利 9 项。公司核心技术人员包括丁泉军、刘飞、何超、王友龙和陆万里，均具有扎实的专业知识与丰富的行业经验，在公司任职多年，先后参与了多项主要产品的研发，是公司多项专利的主要发明人，为公司核心技术开发及推广应用贡献了重要力量。

## 1.2 以微特电机为主要构成，形成精密运动控制解决方案矩阵

公司是以微特电机为主要构成的定制化精密运动控制解决方案提供商，主要产品和服务包括线性执行器、混合式步进电机、直流电机、音圈电机。终端广泛应用于医疗诊断设备、

生命科学仪器等医疗器械领域，以及机器人、流体控制、精密电子设备等工业自动化领域。其中，公司线性执行器为行业领先产品，呼吸机配套音圈电机打破了国外企业的技术垄断。公司作为高新技术企业，专注于精密运动控制系列产品的研究和创新，并以客户需求和市场发展趋势为导向，形成了“整机生产为主、关键零部件生产为支撑”的一体化发展模式，实现了丝杆、螺母等线性执行器核心零部件的自主可控。

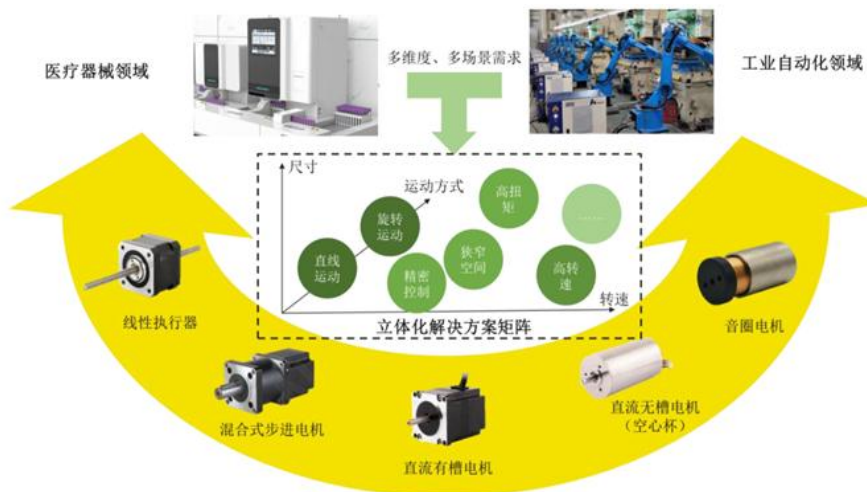
**表 1：公司主要产品及其应用领域**

产品	下游应用领域	主要终端产品
线性执行器	医疗领域、工业自动化领域	体外诊断设备、核酸提取设备、宠物诊断设备、血液分析设备、尿液分析设备等医疗设备、工业机器人等工业设备
混合式步进电机	医疗领域、工业自动化领域	体外诊断设备、工业设备等
直流电机	医疗领域、工业自动化领域	物流自动化设备等工业设备、医学影像分析设备等医疗设备
音圈电机	医疗领域	呼吸机

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

**形成解决方案矩阵，响应客户不同需求。**公司精密运动控制解决方案以微特电机为主要构成，并可配置各类配套部件构建精密运动控制模组，形成立体化精密运动控制解决方案矩阵，满足客户不同应用需求：**在运动方式方面**，公司可直接提供步进电机和直流电机满足用户旋转运动需要，亦可通过步进电机和直流电机组组合丝杆螺母以及音圈电机提供高效的直线运动方案；**在产品尺寸方面**，公司可提供 14-86mm 尺寸的线性执行器及单体电机产品，实现从狭窄空间到高力矩应用场合的全面覆盖。公司线性执行器可以提供最小到 0.0006mm 的分辨率，最高可以提供 2000N 的推力。

**图 2：公司精密运动控制解决方案示意图**



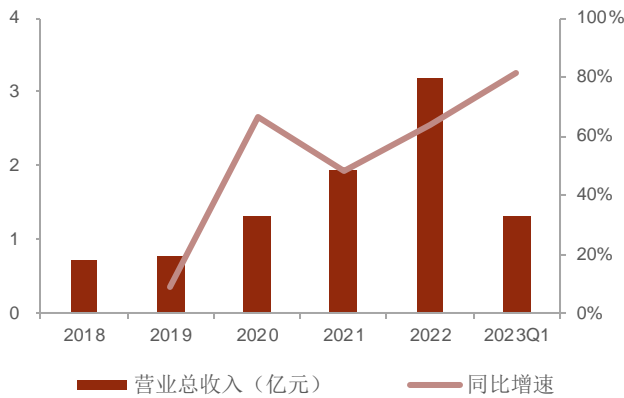
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

### 1.3 经营业绩高速增长，盈利能力快速提升

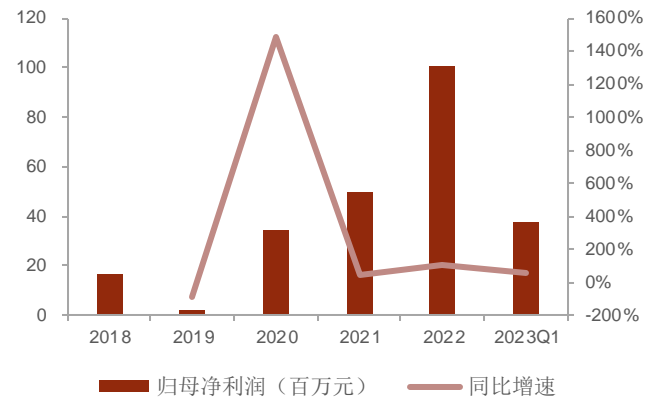
**营收规模高速扩张，归母净利润持续增长。**近年来，由于人口老龄化、新冠疫情等因素的影响，IVD 医疗设备的需求大幅增长；同时，点胶机、锡膏印刷机、3D 打印机等工业自



动化设备的需求量不断上升,带动公司营收规模从 2019 年的 0.8 亿元扩张至 2022 年的 3.2 亿元,年均复合增长率为 58.7%;归母净利润从 2019 年的 216.5 万元扩张至 2022 年的 1.0 亿元,年均复合增长率达到 259.9%,其中,2019 年公司归母净利润较低,主要是受大额股份支付费用拖累。未来,公司下游医疗器械领域和工业自动化领域持续扩张,公司经营业绩有望进一步提升。

**图 3: 公司营业收入及增速**


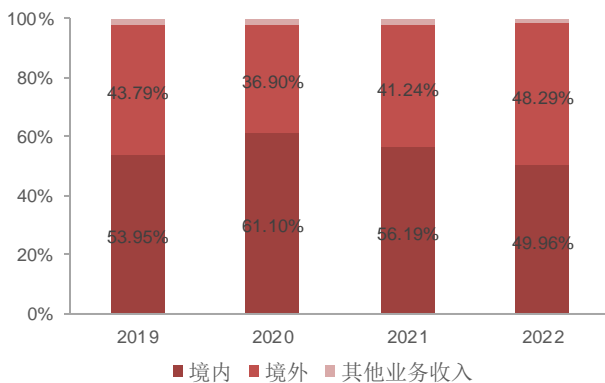
数据来源: 公司招股说明书, 同花顺 iFinD, 西南证券整理

**图 4: 归母净利润及增速**


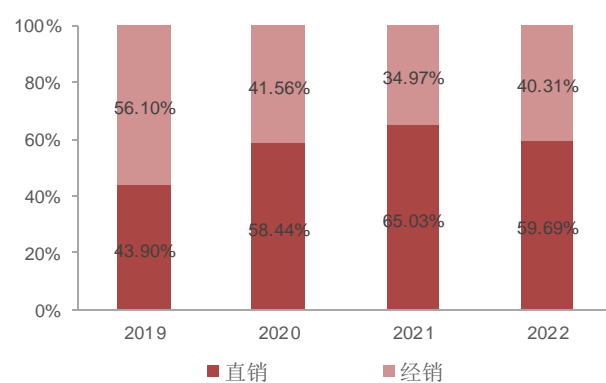
数据来源: 公司招股说明书, 同花顺 iFinD, 西南证券整理

**公司出口业务收入逐年上升, 境内外收入各半。**近年来, 公司主营业务收入的约 50% 来自境内, 其中 2020 年境内销售占比较高, 主要是由于新冠疫情导致医疗 IVD 设备需求激增。境内销售中, 华南、华东、西北和西南地区占比较高, 2022 年前述四个地区销售占比分别为 17.4%、14.6%、9.9% 及 4.6%。公司境外销售逐年提升, 2022 年公司大力开拓海外市场, 实现了直流电机的大幅增长, 境外销售占比略有增长。境外销售的主要国家是美国、意大利与韩国, 2022 年销售占比分别为 15.7%、11.7% 和 9.0%。

**销售模式来看, 公司直销为主, 经销为辅。**近三年来, 公司直销客户收入占比保持在 60% 左右, 呈先上升后下降的趋势。其中, 2021 年直销占比较高, 主要是因为公司国内关联经销商聚光宇业逐步将主要客户资源转移给公司; 2022 年, 公司获取了意大利经销商 Servo 的大额订单, 因此经销占比较 2021 年有所上升。

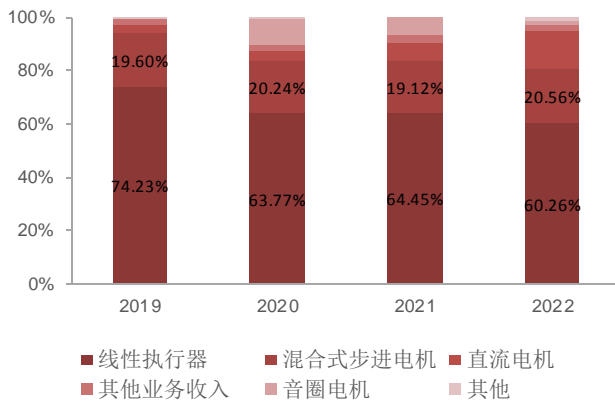
**图 5: 公司分销售区域收入占主营业务收入比例**


数据来源: 公司招股说明书, 同花顺 iFinD, 西南证券整理

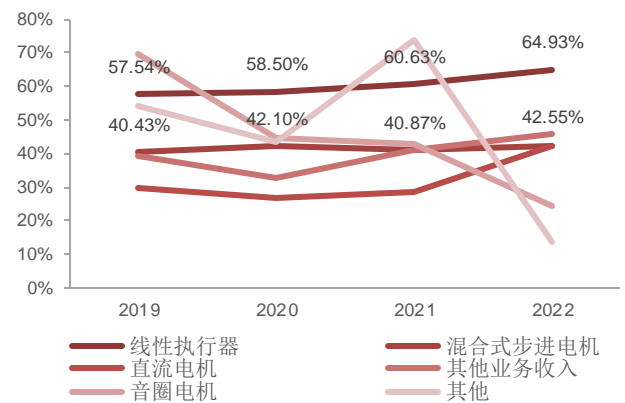
**图 6: 公司分销售模式收入占主营业务收入比例**


数据来源: 公司招股说明书, 同花顺 iFinD, 西南证券整理

线性执行器和混合式步进电机是公司的主要收入来源,毛利率稳步攀升。2020-2022年,公司线性执行器和混合式步进电机收入占主营业务收入的比例较为稳定,分别为60%、20%左右。直流电机产品陆续通过了客户的产品验证,获得大额订单后,销售收入提升较快高,2022年达到14.5%。毛利率来看,线性执行器作为公司核心产品,定位高端市场,竞争企业较少,具有较高的产品议价权,因而毛利率较高,同时公司通过逐步使用自制丝杆取代外购丝杆降低成本,使得线性执行器的毛利率稳步增长,2022年达到64.9%;混合式步进电机和直流电机的毛利率分别维持在40%、30%左右,呈现出逐年上升趋势。未来,伴随着公司自制零部件对外购零部件的继续替代,公司毛利率有望进一步提升。

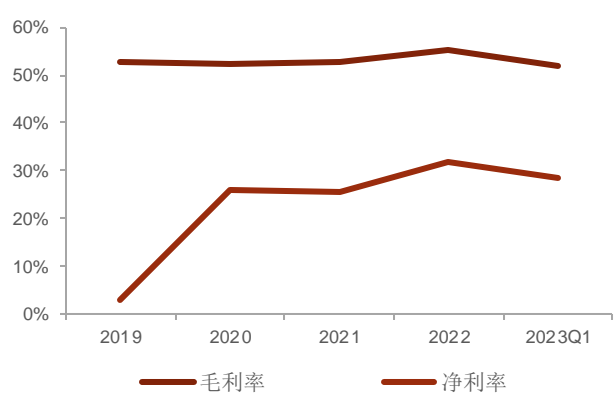
**图 7: 公司分产品收入占主营业务收入比例**


数据来源: 公司招股说明书, 同花顺 iFinD, 西南证券整理

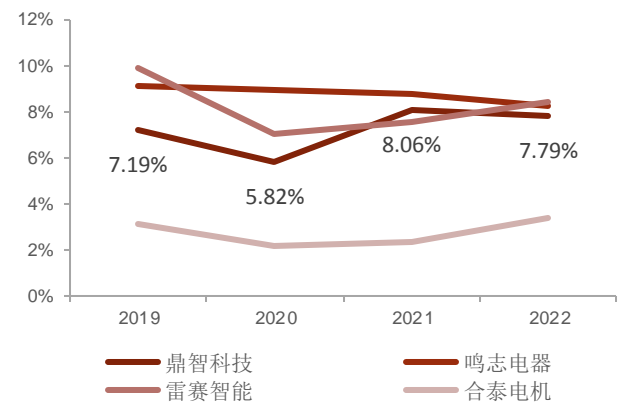
**图 8: 公司分产品毛利率**


数据来源: 公司招股说明书, 同花顺 iFinD, 西南证券整理

公司毛利率稳步攀升,期间费用呈下降趋势。2019-2022年,公司毛利率由52.9%增长2.5pp至55.4%,领先于同行业可比公司的平均毛利率40%。同时,随着公司营收规模的扩大,公司期间费用率逐渐下降。其中,2019年公司管理费用率受大额的股份支付费用的影响,剔除股份支付影响后,公司管理费用率与同行业可比公司相当;由于公司经销模式较为成熟,需要的销售人员较少,公司销售费用率略低于同行业可比公司。受益于毛利率的提升和期间费用率的缩减,公司近年净利率稳步增长,2022年达到31.7%。未来,随着公司规模持续扩大,期间费用率持续下降,公司净利率水平有望进一步提升。

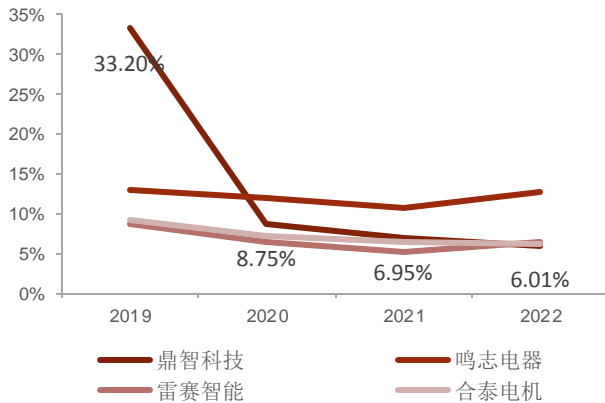
**图 9: 公司毛利率与净利率**


数据来源: 公司招股说明书, 同花顺 iFinD, 西南证券整理

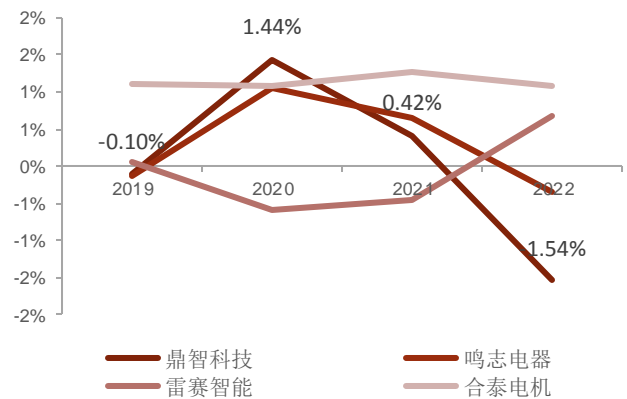
**图 10: 公司销售费用同行对比**


数据来源: 公司招股说明书, 同花顺 iFinD, 西南证券整理



**图 11：公司管理费用同行对比**


数据来源：公司招股说明书，同花顺 iFinD，西南证券整理

**图 12：公司财务费用同行对比**


数据来源：公司招股说明书，同花顺 iFinD，西南证券

## 2 下游需求拉动增长，我国微特电机市场规模超千亿

### 2.1 技术更迭提高准入门槛，多项政策支持国产微特电机发展

微特电机一般指功率在 750 瓦以下，机座外径不大于 160mm 或中心高不大于 90mm 的电机，简称微电机，全称微型特种电机，其综合了电机理论、微电子、电力电子、计算机科学等多门学科，涉及电机技术、材料技术、计算技术、控制技术、微电子技术等技术领域，是典型的机电一体化产品。根据定制化程度可分为标准化微特电机和定制化微特电机，按功用可分为制微特电机、驱动微特电机和电源微特电机。微特电机实现机电信号或能量的检测、解算、放大、执行或转换等功能；此外，微特电机也用于传动机械负载，并可作为设备的交直流电源。我国微特电机工业始于 20 世纪 50 年代初，经过 70 余年的发展后，已形成了完整的工业生产体系。

**表 2：微特电机产品类别**

类别	主要任务	性能要求	常见电机类型
驱动微特电机	主要任务是转换能量	能量转换效率高、结构简单、使用方便、维护容易、坚固耐用、体积小、重量轻、价格低等	异步电机、同步电机、直流电机、直线电机等
控制微特电机	完成信号的传递和转换，其性能的好坏将直接影响整个控制系统的工作性能	高可靠性、高精度和快速响应	自整角机、旋转变压器、伺服电机、步进电机、力矩电机等
电源微特电机	作为独立的小型能量转换装置，用来将机械能转换为电能，或将一种能量转换成另一种能量	输出功率高、稳定性好	变频、变流电机、发电机组等

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

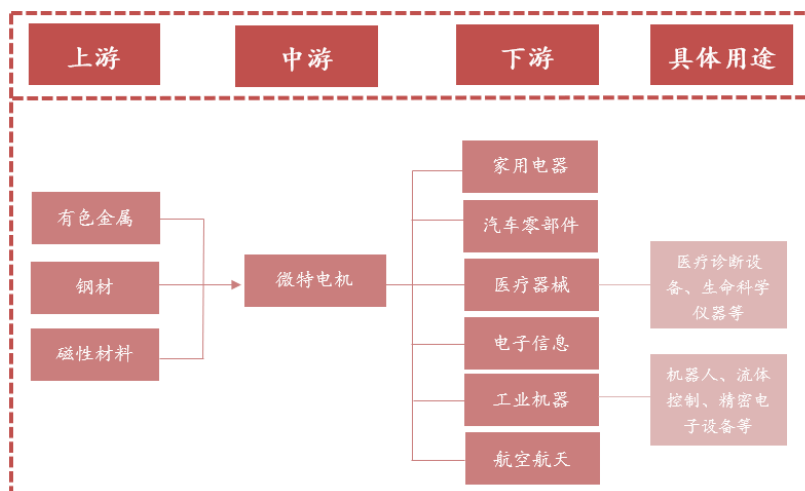
公司主要产品中线性执行器（丝杆步进电机）、混合式步进电机属于步进电机，音圈电机属于直线电机，直流有槽电机、直流无槽电机属于直流电机。

**表 3：各类别电机具体情况**

电机类型	基本介绍	工作原理	主要性能参数	主要优势
步进电机	步进电机是将电脉冲信号转换为相应的角位移或直线位移的一种特殊执行电机，每输入一个电脉冲信号，电机就转动一个角度，它的运动形式是步进式的，所以称为步进电机。	步进电机是由磁性转子铁芯通过与定子产生的脉冲电磁场相互作用而产生转动。	额定电压、额定电流、步距角、转动惯量等。	适于在开环系统中作执行元件，使控制系统大为简化；每转一周都有固定的步数，所以步进电机在不失步的情况下运行，其步距误差不会长期积累；控制性能好，可以在很宽的范围内通过改变脉冲的频率来调节电机的转速，并且能够快速启动、制动和反转。
直线电机	直线电机是不需要任何中间机构而将电能直接转换成直线运动的电气装置。	直线电机工作原理与旋转电机类似，通过把旋转电机的定子、转子和气隙分别展成直线状，而将电能直接转变为直线运动动能。	同步速度、堵转推力、堵转电流、推力常数、定位力、推力波动、推力/动子质量比和移差率等。	具有直接驱动、机械损耗低、噪声低、控制特性好、动态响应快、定位精度高和速度范围宽等特点。
直流电机	直流电机是一种可逆电机，分为直流发电机和直流电动机。输入机械能而输出直流电能的称为直流发电机，输入直流电能而输出机械能的称为直流电动机。	线圈中两个等效载流导体在磁场中产生的电磁力矩相互叠加，带动线圈绕着转轴做圆周运动；直流发电机工作原理：线圈产生的电动势通过转向器和电刷输出而产生直流电。	电枢电动势、电磁转矩、励磁磁通和电磁功率等。	能够在宽广范围内平滑而又方便地无级调速；可实现频繁的快速启动、制动和反转；具有较高的过载能力，能够承受频繁的冲击负载；能适应生产过程自动化的要求，根据不同设备的需要而制造出满足其特殊要求的运行特性。

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

公司处于微特电机产业链中游，行业技术壁垒较高。公司作为以微特电机为主要构成的定制化精密运动控制解决方案提供商，位于产业链中游，上游原材料主要包括有色金属、钢材、磁性材料等，下游早期多应用于军事装备和自动控制系统，随着科学技术的发展和人们生活需求的不断增长，已扩展到家用电器、汽车零部件设备、医疗器械、电子信息、航空航天、工业机器等领域。随着传统行业对微特电机能量转换率、使用寿命、可靠性、控制精度等性能指标要求的不断提高，以及下游应用领域新产品、新技术的不断涌现，对业内企业的技术水平具有较高要求，微特电机行业存在较高的技术壁垒。

**图 13：公司所处产业链**


数据来源：公司招股说明书，西南证券

**多项政策支持，打破进口依赖。**微特电机是国家鼓励发展的电器机械和器材制造产业。近年来，国家制定了多项产业政策，推动了微特电机行业的发展。2015年5月，国务院发布的《中国制造2025》明确提出加强绿色产品研发应用，推广轻量化、低功耗、易回收等技术工艺，持续提升电机、锅炉、内燃机及电器等终端用能产品能效水平，加快淘汰落后机电产品和技术。2017年6月，科技部、发改委等六部门联合印发的《“十三五”健康产业科技创新专项规划》明确提出要突出解决我国高端医疗器械严重依赖进口、核心部件国产化程度低的问题，重点加强数字诊疗装备、体外诊断产品、高值耗材等重大产品攻关。2021年12月，工信部、发改委等九部门联合印发的《“十四五”医药工业发展规划》明确提出要重点发展新型医学影像、体外诊断、疾病康复、肿瘤放疗、应急救治、生命支持、可穿戴监测、中医诊疗等领域的医疗器械。国家产业政策的大力支持，为微特电机行业的发展提供了良好的宏观市场环境。

**表 4：微特电机行业相关政策**

颁布时间	颁布机构		主要内容
2015.05.08	国务院	《中国制造2025》	加强绿色产品研发应用，推广轻量化、低功耗、易回收等技术工艺，持续提升电机、锅炉、内燃机及电器等终端用能产品能效水平，加快淘汰落后机电产品和技术。积极引领新兴产业高起点绿色发展，大力促进新材料、新能源、高端装备、生物产业绿色低碳发展。
2016.05.13	国家发改委、工信部	《国家发展改革委工业和信息化部关于实施制造业升级改造重大工程包的通知》	实施高耗能设备系统节能改造，提升工业锅炉、电机系统、变压器等通用设备运行能效。
2016.06.30	工信部	《工业绿色发展规划（2016-2020）》	以先进适用技术装备应用为手段，强化技术节能。继续推进锅炉、电机、变压器等通用设备能效提升工程，组织实施空压机系统能效提升计划。
2017.01.05	国务院	《“十三五”节能减排综合工作方案》	加快高效电机、配电变压器等用能设备开发和推广应用，淘汰低效电机、变压器、风机、水泵、压缩机等用能设备，全面提升重点用能设备能效水平。
2017.06.14	科技部、发改委、工信部等六部门	《“十三五”健康产业科技创新专项规划》	突出解决我国高端医疗器械严重依赖进口、核心部件国产化程度低的问题，重点加强数字诊疗装备、体外诊断产品、高值耗材等重大产品攻关。
2019.11.26	工信部	《国家工业节能技术装备推荐目录2019》	为将开关磁阻调速电机系统节能技术、绕线转子无刷双馈电机及变频控制系统、低压三相异步电动机、永磁同步电动机、高压异步电动机等技术与产品纳入《国家工业节能技术装备推荐目录》。
2021.10.27	国家卫健委	《“千县工程”县医院综合能力提升工作方案（2021-2025年）》	到2025年，全国至少1000家县医院达到三级医院医疗服务能力水平，依托县医院构建肿瘤防治、慢病管理、微创介入、麻醉疼痛诊疗、重症监护等临床服务五大中心。
2021.11.22	工业和信息化部	《电机能效提升计划（2021-2023年）》	进一步强化重点用能设备节能管理，加快高效节能电机推广应用，持续提高能源资源利用效率，推动工业绿色高质量发展，助力实现碳达峰碳中和目标。
2021.12.21	工业和信息化部、国家卫生健康委员会等十部门	《“十四五”医疗装备产业发展规划》	指出到2025年，医疗装备产业基础高级化、产业链现代化水平明显提升，主流医疗装备基本实现有效供给，高端医疗装备产品性能和质量水平明显提升，初步形成对公共卫生和医疗健康需求的全面支撑能力。
2021.12.22	工信部、发改委、科技部等九部门	《“十四五”医药工业发展规划》	重点发展新型医学影像、体外诊断、疾病康复、肿瘤放疗、应急救治、生命支持、可穿戴监测、中医诊疗等领域的医疗器械。

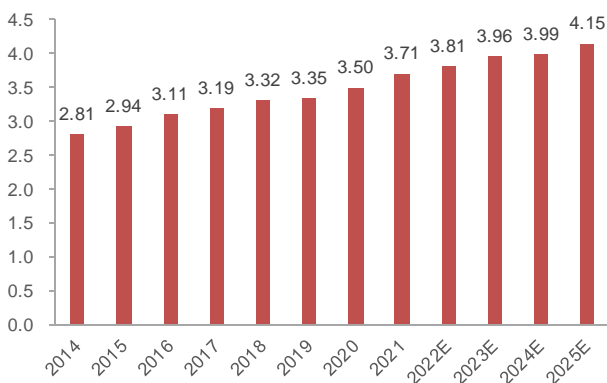
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

## 2.2 下游医疗器械、工业自动化高景气，微特电机市场超千亿

微特电机广泛应用于医疗器械领域，全球医疗器械市场规模稳步增长。在医疗器械领域，微特电机可使治疗和病情监测更简单、侵入性更小、更便携，因此在全球范围内特别是即时诊断领域得到广泛应用。随着居民生活水平的提高和医疗保健意识的增强，各国对诊断、治疗及防护医疗器械的需求进一步上升，艾瑞咨询数据显示，全球医疗器械市场规模从 2014 年的 28065 亿元增长至 2021 年的 37074 亿元，年均复合增长率为 4.1%。“大卫生”、“大健康”产业快速发展，医学服务模式从疾病医学服务向“疾病+健康”医学服务转变，受医疗器械“创新链、产业链、服务链”快速调整变化的驱动，全球医疗器械市场将呈稳步发展态势，据艾瑞咨询预测，2025 年市场规模将达 41503 亿元。

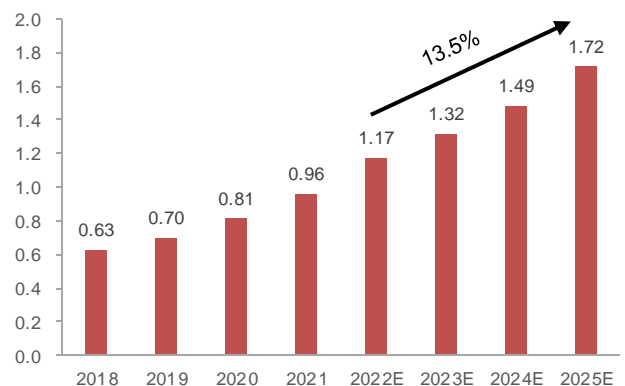
我国医疗器械产业处于快速发展阶段，2022 年市场规模突破万亿。近年来，得益于国内居民生活水平的提高和医疗保健意识的增强，以及医疗行业技术的不断突破与监管机构对于行业的持续规范，我国的医疗器械行业正处于高速发展的阶段，市场规模实现了较快增长。根据艾瑞咨询的统计数据，2021 年我国医疗器械市场规模将达到 9641 亿元，2018-2021 年期间年均复合增长率为 15.4%，中国成为全球重要的医疗装备生产基地。此外，我国医疗器械产业已逐步转向高质量发展阶段，基层对医疗器械的需求大幅增加，艾瑞咨询预计我国医疗器械市场规模将从 2022 年的 11736 亿元增长至 2025 年的 17168 亿元，年均复合增长率为 13.5%。

图 14：全球医疗器械市场规模及预测（万亿元）



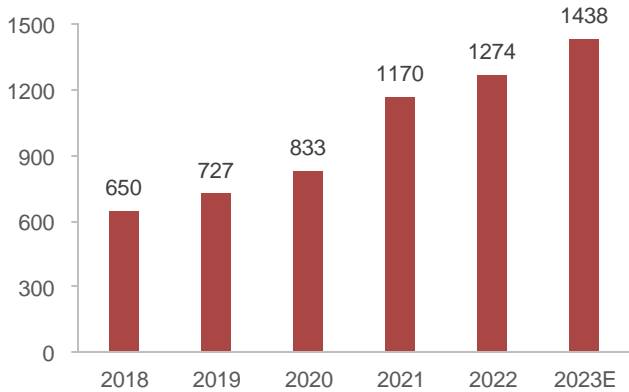
数据来源：艾瑞咨询，公司招股说明书，西南证券整理

图 15：我国医疗器械市场规模及预测（万亿元）

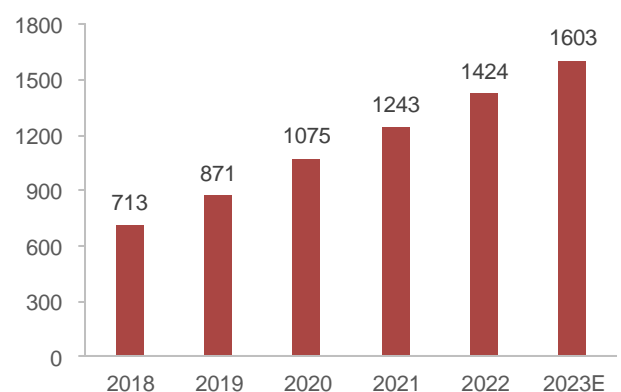


数据来源：艾瑞咨询，公司招股说明书，西南证券整理

IVD 市场快速增长，2023 年国内市场规模将突破 1600 亿元。体外诊断（IVD，In Vitro Diagnosis）是公司线性执行器在医疗器械行业主要的应用市场。体外诊断设备是指对收集、制备的人体样品进行检测，从而对疾病或人体其他状态进行诊断，为减轻、治疗、预防疾病及其并发症提供信息的仪器。随着全球人口老龄化程度加深，慢性病发病率升高，人们对健康管理观念由患病再治疗转变到提前预防，观念的改变带动了疾病预防相关体外诊断设备销量的增长。根据 Kalorama Information 数据，2022 年全球 IVD 市场规模达 1274 亿美元，预计到 2023 年将达到 1438 亿美元。伴随我国经济快速发展，政府对居民健康问题愈加重视，医疗资源逐步下沉至基层医疗系统，对体外诊断设备的需求持续攀升。根据 Frost & Sullivan 数据，2022 年我国 IVD 市场规模达 1424 亿元，预计到 2023 年将达到 1603 亿元。

**图 16: 全球 IVD 市场规模 (亿美元)**


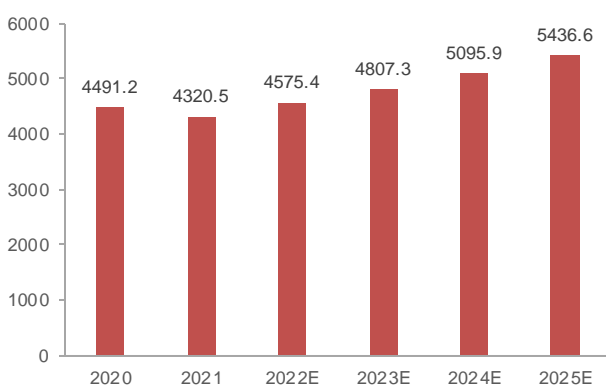
数据来源: Kalorama Information, 中商产业研究院, 西南证券整理

**图 17: 我国 IVD 市场规模 (亿元)**


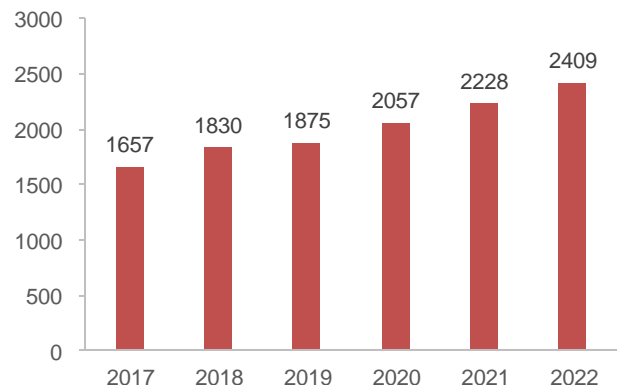
数据来源: Frost &amp; Sullivan, 中商产业研究院, 西南证券整理

**全球工业 4.0 时代持续推进, 工业自动化市场快速发展。**随着工业自动化技术的不断成熟, 生产装置、控制装置、反馈装置和辅助装置等工业自动化设备在机床、风电、纺织、包装、塑料、建筑、采矿、交通运输和医疗等行业的应用规模不断扩大, 工业自动化市场得到了长足的发展。根据 Frost & Sullivan 数据, 2021 年全球工业自动化市场规模达到 4320.5 亿美元。未来随着全球工业 4.0 时代的持续推进各应用领域对工业自动化设备的需求将进一步增加, 预计 2025 年全球工业自动化市场规模到将达 5436.6 亿美元。

**工业经济结构调整, 国内工业自动化市场发展增速。**我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段, 处于转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期, 工业经济结构调整与产业升级发展成为当务之急。工业自动化装备是推动工业制造业从低端向中高端升级转型的关键, 随着我国工业经济结构调整与产业升级的持续推进, 庞大的制造业市场将为国内工业自动化行业提供良好的发展机遇; 同时, 我国人口老龄化现象加剧, 劳动人口短缺促使机器替代人工成为长期趋势, 进一步推动了市场对工业自动化装备的需求。根据智研咨询数据, 2022 年我国工业自动化市场规模达 2409 亿元, 2017-2022 年期间年复合增长率为 7.77%。

**图 18: 全球工业自动化市场规模及预测 (亿美元)**


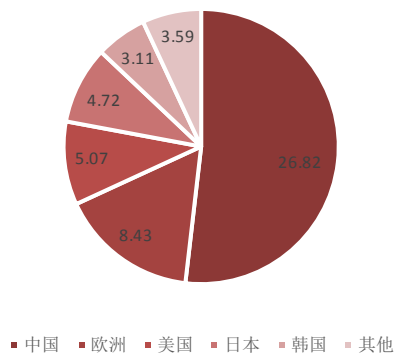
数据来源: Frost &amp; Sullivan, 公司招股说明书, 西南证券整理

**图 19: 我国工业自动化市场规模 (亿元)**


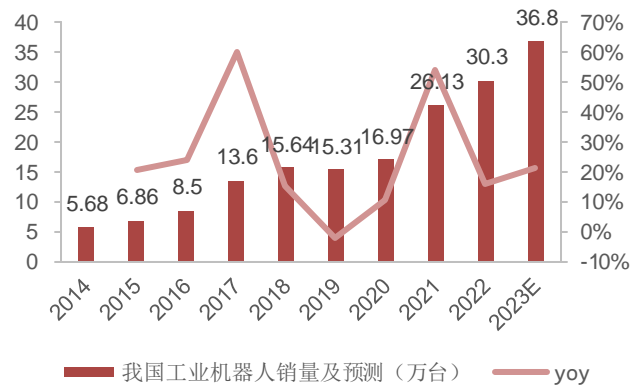
数据来源: 智研咨询, 西南证券整理



**工业机器人响应自动化时代，2023年我国销售量将超36万台。**工业机器人是面向工业领域的多关节机械手或多自由度的机器装置，能自动执行工作，是靠自身动力和控制能力来实现各种功能的一种机器，其作为工业自动化的构成主体，是工业自动化的主要设备。IFR数据显示，我国是全球最大的工业机器人市场，2021年工业机器人出货量占世界主要生产国家出货量的51.8%。受益于新能源汽车、消费电子、锂电池等行业的快速发展，我国工业机器人市场迅速发展。根据GGII数据，2022年中国市场工业机器人销量30.3万台，同比增长15.96%，预计2023年销量有望超过36.5万台，同比增速超过20%。

**图 20：2021 年世界主要国家工业机器人出货量（万台）**


数据来源：IFR，公司招股说明书，西南证券整理

**图 21：我国工业机器人销量及增速**


数据来源：GGII，西南证券整理

**微特电机是工业机器人的重要元件，自动化背景下得到快速发展。**微特电机对工业自动化设备的精度、工作可靠性以及质量的好坏起着重要的作用，是工业机器人产业不可或缺的重要组成部分。目前，丝杆步进电机、混合式步进电机、直流伺服电机等系列微特电机产品在工业自动化领域得到广泛应用，为工业自动化设备实现自动对焦、精准平台移动、自动抓取、精准流量控制等功能提供了重要保障。在全球工业自动化不断升级的背景下，我国微特电机行业将得到进一步发展。

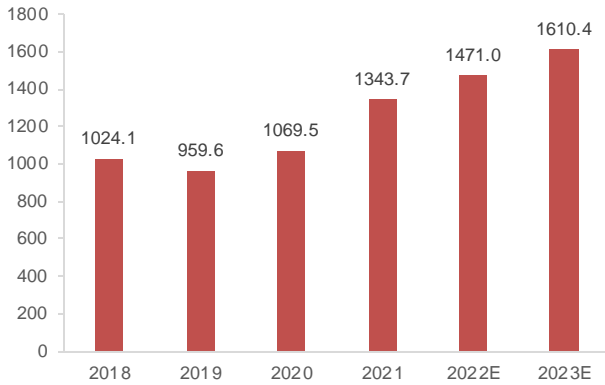
**医疗器械叠加工业自动化，全球微特电机市场将达约561亿美元。**根据Market. Us的统计数据，2022年全球微特电机行业市场规模达到358.5亿美元。据Allied Market Research预测，随着全球制造业工业自动化程度的不断提升、医疗器械行业持续发展，全球微特电机行业将继续呈现稳步发展态势，预计到2030年全球微特电机市场规模将达560.6亿美元。

**国内微特电机市场需求旺盛，海外市场发展潜力巨大。**随着我国工业领域自动化、武器装备现代化、农业产业科技化、家庭生活智能化的持续推进，微特电机作为各领域支撑产品，以及系统中不可缺少的执行元件和动力元件，其市场规模整体保持高位运行状态。智能医疗器械、新能源汽车、可穿戴设备、机器人、无人机、智能家居等领域的兴起，推动我国微特电机行业持续发展。中商产业研究院数据显示，我国微特电机需求量从2014年的100亿台增长至2021年的138亿台，到2023年将达147亿台。根据产业信息网数据，我国微特电机市场规模从2018年的1024.1亿元增长至2021年的1343.7亿元，期间复合增长率为9.5%。

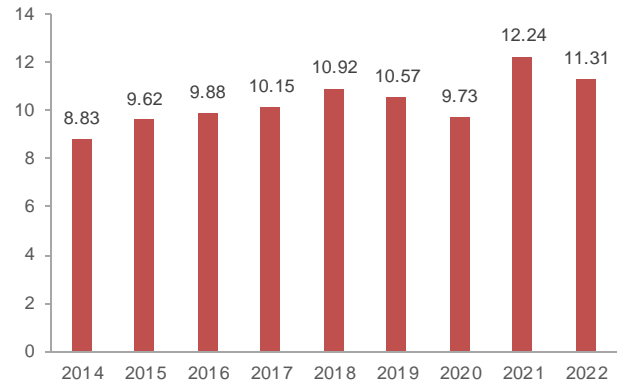
**性能和价格双重优势，国产微特电机出口扩大。**国产微特电机成本低、质量高，使得我国成为微特电机出口大国。2019年，受国际市场经济放缓影响，加之欧美发达国家通过颁布技术法规、推行技术标准、实施认证制度构建技术性贸易壁垒，对我国微特电机出口造成一定不利影响，出口规模有所下滑，但仍保持较高水平，根据产业信息网数据，2022年出



口规模达 11.31 亿美元。随着欧美发达国家下游应用产业的不断升级，对高效节能、智能化等高端微特电机产品的需求将持续增加，海外市场仍有较大发展空间，掌握微特电机核心技术、拥有较高技术研发水平、具备高端微特电机生产与研发能力的微特电机企业将获得发展机遇。

**图 22：我国微特电机行业市场规模（亿元）**


数据来源：wind，公司招股说明书，西南证券整理

**图 23：我国微特电机出口规模（亿美元）**


数据来源：产业信息网，公司招股说明书，西南证券整理

## 2.3 微特电机竞争格局分散，进口替代逻辑持续演绎

**国产微特电机技术水平持续提升，高端产品进口替代逻辑演绎。**微特电机属于技术密集型行业，日本、德国、美国、英国、瑞士、瑞典等国家是传统的微特电机生产强国。我国是微特电机生产大国，但技术水平不高，产品档次集中在中低端领域，在汽车、家电、视听产品、电动玩具等领域占比较大。与国外知名企业产品相比，国内企业生产的高精密、高效能微特电机在性能、质量、可靠性和稳定性方面存在较大差距，存在能效标准执行、技术开发、创新能力、专用化率、体系匹配、工艺水平等方面的差距，因此，在医疗、高端机器人、高精尖国防装备等领域需要的高精密微特电机主要依赖进口。但随着我国微特电机生产企业不断加大技术研发力度，部分龙头企业产品技术已逐步达到国际先进水平，定制化服务能力得到显著提升，国产微特电机正逐渐进入高端市场，未来有望扩大高端产品进口替代规模，并逐步走向海外市场。

**微特电机行业集中度较低，竞争日渐激烈。**当前我国微电机行业仍主要以中低端为主，尚属于劳动密集型行业，多数企业为中小型企业，竞争格局较为分散。公司主要竞争对手包括海顿直线电机有限公司、Geeplus、MAXON、上海鸣志电器以及常州富兴机电有限公司，分别在各细分竞争领域具备优势。未来，随着行业竞争日趋激烈，规模较小、综合竞争力较弱的企业将面临着淘汰的风险。

**表 5：公司主要竞争对手**

企业名称	企业简介	主要竞争领域
海顿直线电机(常州)有限公司	海顿直线电机(常州)有限公司成立于 2003 年, 隶属于阿美特克 (AMETEK) 集团公司, 阿美特克为材料分析、超精密测量、过程分析、测试测量与通讯、电力系统与仪器、仪表与专用控制、精密运动控制、电子元器件与封装、特种金属产品等领域提供技术解决方案。	丝杆步进电机
Geeplus	Geeplus 成立于 2004 年, 专业设计和生产先进的驱动设备, 产品包含音圈电机、步进电机、无刷电机、线性电磁铁、震动执行器等。	音圈电机
MAXON	MAXON 成立于 1961 年, 研发并生产电动驱动器, 主要产品包括有刷和无刷直流电机、无刷盘式电机、行星齿轮箱、正齿轮箱、特殊齿轮箱、传感器、伺服放大器、位置控制器等。	直流无槽电机
上海鸣志电器股份有限公司	鸣志电器成立于 1994 年, 2017 年在上交所主板上市, 是控制电机系统的提供商和生产商, 产品覆盖步进电机、直流无刷电机、伺服电机、无刷无槽电机、直线电机等。	混合式步进电机
常州富兴机电有限公司	常州富兴机电有限公司成立于 2001 年, 生产各类混合式步进电机、直流无刷电机、伺服电机及相关的驱动器。	步进电机、无刷电机

数据来源: 各公司官网, 公司招股说明书, 西南证券整理

### 3 国内线性执行器龙头, 国产替代进程下持续受益

#### 3.1 线性执行器核心零部件自主可控, 掌握多项微特电机核心技术

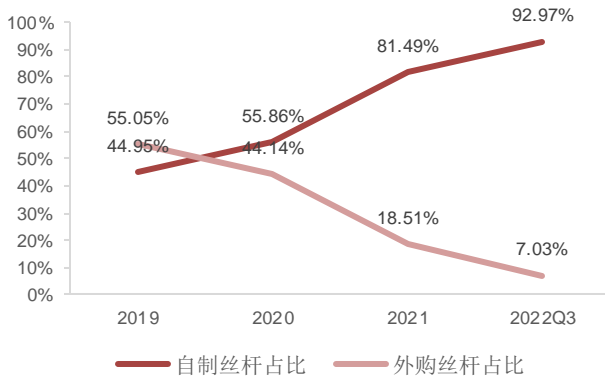
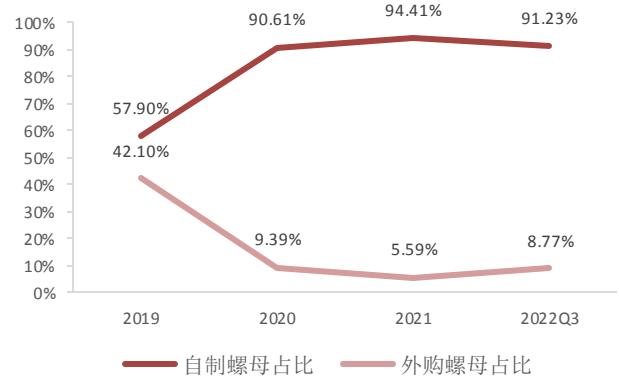
线性执行器性能指标比肩美国海顿, 达到行业领先水平。公司业务形态以线性执行器为主导, 音圈电机、混合式步进电机、直流电机等多种产品快速发展。在线性执行器领域, 美国海顿为国际领先的线性执行器制造商, 公司线性执行器主要性能指标均与美国海顿相当, 可以达到国际领先企业的技术水平。目前, 国内尚无专业从事线性执行器的研发、生产及制造的上市公司, 根据下游相关客户反馈, 公司技术指标已达到美国海顿水平, 公司是国内线性执行器行业的龙头企业。

**表 6：公司与美国海顿丝杆步进机性能指标对比**

主要指标	鼎智科技	美国海顿
应用领域	医疗领域、工业、通信	医疗领域、工业、通信
温升	≤80K	≤80K
寿命	20000 小时	20000 小时
最小厚	20mm	20mm
最大力矩	13Nm	12Nm
驱动最大功率	20W	20W
噪音	≤35dB	≤35dB

数据来源: 公司招股说明书, 公司官网, 美国海顿官网, 西南证券整理

具备核心零部件的生产能力, 实现微特电机核心零部件自主可控。核心零部件是微特电机的重要组成部分, 对微特电机性能的发挥有着重要作用, 其中丝杆、螺母是线性执行器的关键零部件。在全球线性执行器产品领域内, 公司是极少数具备丝杆部件和螺母部件独立生产能力的企业。2022 年自制丝杆及螺母占比均达 90% 以上, 通过核心零部件的自制, 公司在保证产品技术工艺与品质的同时使得产品材料成本降低, 降低外购材料成本上涨的风险。

**图 24：公司自制及外购丝杆占比**

**图 25：公司自制及外购螺母占比**


数据来源：公司问询函回复，西南证券整理

数据来源：公司问询函回复，西南证券整理

**自制核心零部件性能指标逼近美国海顿，具备多方面竞争优势。**公司积极推进丝杆、螺母等核心零部件的自制工艺，通过核心零部件的自制，公司在保证产品技术工艺与品质的同时，使得产品材料成本降低，降低外购材料成本上涨的风险。在丝杆方面，公司通过独立设计的工艺装置可自主生产 ACME、公制螺纹和特殊螺纹形式丝杆，丝杆精度、光洁度及传动效率等性能优异，种类较美国海顿更为丰富，在产品精度和定制化程度上与美国海顿相当。在螺母方面，公司拥有 5 种不同的设计方案，且可根据客户要求定制化服务，产品使用寿命优于美国海顿。可见，公司自制核心零部件丝杆及螺母相比于美国海顿的产品在精度、定制化程度、种类、寿命等方面均具备优势。

**表 7：公司与美国海顿丝杆及螺母性能指标对比**

项目	指标	鼎智科技	美国海顿
丝杆	种类	包含 ACME、公制螺纹和特殊螺纹形式	包括公制和左旋螺纹形式
	直径	2mm-16mm	2mm-23mm
	导程范围	0.3mm-25.4mm	0.3mm-92mm
	一致性精度	丝杆标准的一致性精度可达 0.0006mm/mm（配套 DINGS 消间隙螺母）	丝杆标准的一致性精度高于 0.0006mm/mm（配套 Kerk 的消间隙螺母）
	定制化程度	丝杆尺寸和形式可以根据客户要求进行定制	丝杆尺寸和导程可以根据客户要求进行定制
螺母	种类	拥有 5 种消间隙螺母的设计方案，并且可以根据客户要求进行定制化螺母	拥有 7 种标准的消间隙螺母设计，并且可以根据客户要求进行定制化螺母
	生产方式	可以根据客户要求采用机械加工和注塑两种形式	注塑成型
	使用材料	选用标准自润滑聚缩醛材料（Derlin）和高性能聚合物材料（PBT），还可根据特殊的使用环境定制高性能聚合物供客户选择	使用自润滑乙缩醛螺母材料，并提供定制的 Kerkite 复合聚合物材料
	寿命	传动寿命可达 500 万次（150mm 行程往返）以上	螺母寿命可达 300million inches 运动形成
综合先进性		国内先进	国际先进

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

**国产替代进程加速，公司有望持续受益。**根据江苏雷利公告，在全球医疗器械设备市场，公司的丝杆组件市占率约为 10%，仅次于美国海顿。在国内市场，公司产品符合客户的性能要求，具备价格优势，并且公司能为客户提供更加稳定的供货渠道，因此公司业务在国内占优。未来，随着我国医疗器械和工业自动化企业技术水平的不断突破，其对微电机产品要求

逐步提升，带来中高端微电机的旺盛需求，产品性能优良、性价比占优的国内微特电机企业有望持续受益。

**加快布局其他电机领域，掌握多项产品核心技术。**目前，公司已掌握精密运动控制领域的丝杆滚轧技术、螺纹一体注塑技术、高速无槽无刷电机制造一体化技术等多项核心技术，产品体系不断丰富，电机控制精度、传动效率及使用寿命等指标持续改善，公司生产技术在国内外微特电机行业企业中具有先进性。其中，音圈电机的核心技术“音圈电机制造一体化技术”涵盖了 10 项专利技术，该产品能将电能直接转化成直线运动的机械能而不需要任何中间转换机构的传动装置，可应用于光学系统、医疗设备、航空航天及半导体制造设备等领域，公司通过自主创新，攻克了低摩擦、高动态响应、长寿命等核心技术难题，打破国外垄断，已与迈瑞医疗达成深度合作关系；公司自主研发的“混合式丝杆步进电机”、“混合式旋转步进电机”被认定为常州市高新技术产品。

**表 8：公司核心技术及其先进性**

产品	主要应用技术	技术介绍	技术的先进性及具体表征
线性执行器	丝杆滚轧技术	独立设计 T 型丝杆的牙形及滚压轮，采用目前国际先进 Kinefac 滚压设备和生产工艺，具有良好的丝杆精度、光洁度及传动效率。	丝杆表面光洁度 Ra<0.2，导程精度±0.002mm，行程误差<0.1mm@300mm；最小产品外径 φ2mm，最小导程 0.3mm，最大产品外径 φ15.875mm，最大导程 25.4mm。
	螺纹一体注塑技术	配合 T 型丝杆的传动，依托自主研发的材料配方，自主研发设计的模芯牙形及独特的脱模装置，采用 TOYO 注塑机，产品外形和传动螺纹一体注塑成型。	公司通过螺纹一体注塑技术生产的螺母，配合精度高，一致性好，与丝杆配合使用背隙可达 0.01mm 以内，传动寿命可达 500 万次以上，具有良好的传动精度、传动效率及寿命。
	丝杆与电机直连一体技术	丝杆步进电机的丝杆与电机转子的直接连接，省去联轴器的转接方式，使原先的组件结构变得更加简单，也减少了联轴器的精度损失，从而使精度更高。	公司通过丝杆与电机转子直接连接，并配备螺母通过与丝杆的相对位移实现电机旋转运动向直线运动的转化，外形尺寸从 14mm 到 86mm，从 0.0015mm/步到 0.127mm/步，多种步长可选，最大推力可达到 2400N。
直流无槽电机	高速无槽无刷电机制造一体化技术	公司根据产品构思、结构设计，确定绕线原理，攻克了绕线工艺、绕线成型、线包固化等多项技术难点。该技术的掌握，为高端医疗装备及国防航天生产单位用高速无槽无刷电机的进口替代提供了解决方案。	公司高速无槽无刷电机可实现平稳的高低速切换、精准控制、高效率 and 功率密度，目前电机最大效率达到 90%，转矩波动<3%，调速范围大于 200，齿槽转矩<额定转矩 5%。
齿轮箱	高精行星齿轮制造一体化技术	采用先进齿轮设计软件，具有体积小、纯扭矩传动、工作平稳等特点，自主研发微型齿轮箱在 2 万转高速工况下，可实现低噪音、低背隙、高精度的运行效果。	公司行星齿轮箱结构是多个行星齿轮围绕一个太阳轮转动，从而将转速降低，成比例增大电机扭力，可 2 万转高速工况实现低噪音、低背隙、高精度。
新能源电机	新能源电机制造一体化技术	通过 JMAG 电磁仿真优化设计和 MotorCAD 进行电机散热分析，对标同行类似电机公司同等功率下电机重量下降 10%，通过技术革新降低了成本，提高了公司竞争力。目前样机已经通过整车测试。	公司新能源电机在同等功率下电机重量更轻，具有较大的功率密度、过载能力及高效率。
音圈电机	音圈电机制造一体化技术	公司通过自主创新，研发音圈电机制造一体化技术攻克了低摩擦、高动态响应、长寿命等核心技术难题，打破了国外垄断，成为迈瑞医疗有创呼吸机供货产品。	公司通过自主创新，攻克了低摩擦、高动态响应、长寿命等核心技术难题，开发了标准圆形音圈电机、标准弧形音圈电机、标准矩形音圈电机产品。

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

新建研发中心，进一步提升公司技术研发水平和产品竞争力。公司募投项目“鼎智科技研发中心建设项目”建设期为 3 年，公司将通过搭建专业实验室，购置先进的研发、分析、检测等硬件设备，配置设计、流体仿真、电磁仿真软件，吸引行业内高端技术人才，进一步完善公司研发平台建设，并对“医疗器械核心零部件”、“工业自动化领域线性运动智能化解决方案”、“塑料齿轮及齿轮箱”、“高精度传动组件”等课题进行研究，以提高核心技术研发水平和产品核心竞争力，增强自主创新能力、研发实力和产品竞争力，丰富公司产品结构并实现现有产品迭代，满足客户不断提高的产品需求。

表 9：公司募投“鼎智科技研发中心建设项目”研究课题

项目研发课题名称	项目研发课题概述
医疗器械核心零部件	本课题研究的是一种具有高动态响应、低摩擦力、低迟滞力及超长寿命的医医疗器械核心零部件疗器械核心零部件，是广泛应用各类型呼吸机、麻醉机等医疗器械呼、吸气阀控制及快速响应部位的核心零部件，其产品结构紧凑，控制简单，具有良好的气密性，经过对核心技术的攻关，其性能可靠性优于其它产品。
工业自动化领域线性运动智能化解决方案	本课题是关于单轴工业机器人的研究与开发，通过在工业自动化领域将线性工业自动化领域线性运动智能化解决方案运动解决方案与智能化(IOT)结合，实现运动解决方案的模块化、小型化、智能化，助力工业自动化领域客户高速发展。
军用级无槽无刷电机效率性能提升技术	本课题研究的是无刷无槽电机效率及性能提升的解决办法，是能使得电机更军用级无槽无刷电机效率性能提升技术加高效、节能、低成本、批量化生产的技术。
直线电机	本课题研究的是一种可以将电能直接转换成直线运动机械能而不需要任何中间转换机构的传动装置，该产品可以视为旋转电机按径向剖开并展为平面而成的新产品，由于该产品无需借助于其他转换机构进行能量转换，因此可以大大提高电机效率。
高精度高性能混合式步进电机	本课题研究的是一种步进角小、高速力矩大、运行平稳的混合式步进电机，高精度高性能混合式步进电机适用于有精度高、运行平滑、安静要求的应用场合。
塑料齿轮及齿轮箱	本课题研究的是塑料齿轮及齿轮箱产品。齿轮传动作为机械传动中应用最广泛的方式之一，近几十年来，随着高分子合成材料工业的发展，塑料作为一种齿轮材料得到了越来越广泛的应用。塑料齿轮作为齿轮的一个分支，因其轻量化、低噪音、低成本、适应复杂结构及其自润滑特性，已广泛应用于玩具、家电、汽车、航空、医疗、能源、化工等行业。
高精度传动组件	本课题研究的是具有高定位精度的滑动丝杆和使用高性能聚合物材料制造的高精度传动组件消隙螺母配套而成的组件，该组件可以将旋转运动与直线运动功能相互转换，具有高重复定位精度、高使用寿命、适应多种环境等优良性能。

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

### 3.2 客户资源优渥，下游头部企业参与战投彰显发展信心

深耕行业十余年，赢得下游客户一致认可。公司经过多年的发展，凭借质量和口碑积累，聚集了众多优质的客户资源，产品及服务获得了客户的普遍认可。目前，公司已与多家国内外知名医疗器械和工业自动化企业建立了稳定的合作关系。公司生产的线性执行器为行业领先产品，在迈瑞医疗、深圳新产业、美国 IDEXX、美国 Adaptas、韩国三星等国内外知名企业产品中得到应用；呼吸机配套音圈电机打破国外垄断，已在迈瑞医疗呼吸机中批量应用；混合式步进电机、直流电机产品受到了万孚生物、三诺生物、美国 Adaptas、意大利 SERVO 等客户认可。公司产品受到众多客户的一致好评，先后荣获迈瑞医疗抗疫突出贡献奖、优利特最佳合作伙伴奖、万孚生物卓越质量奖、帝迈生物优秀供应商奖等奖项。



**完善国内运营网络布局，设立海外办事处，快速响应客户需求。**公司在国内外建立了较为完善的营销网络，公司总部设立于江苏常州，在深圳、美国、韩国、德国设有办事处，可覆盖华东区域、华南区域、北美地区、亚太地区、欧洲地区，形成了广泛且稳定的销售服务网络。此外，经销商遍布国内外多座城市，可对直销未覆盖区域提供必要补充，是直销网络的必要补充，有利于公司业务进一步扩大。

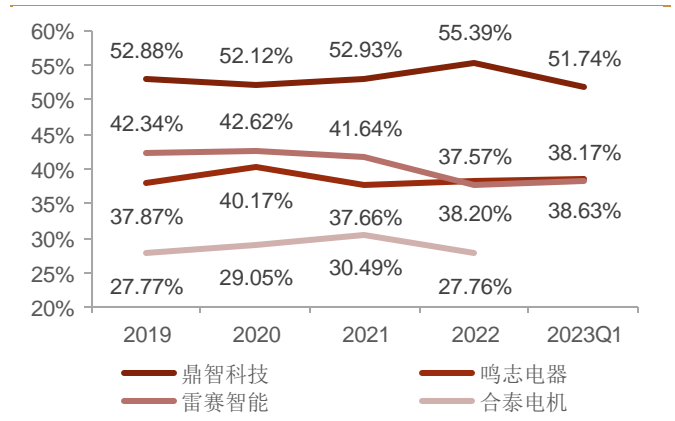
**一体化研发团队迅速响应客户需求，客户粘性强。**公司技术研发团队由电机设计与制造、机电工程、化学工程与工艺、机电一体化、机械制造及其自动化等专业人员组成，按照项目组、品线模式进行各类产品的多角度技术研发，可以迅速反应，响应客户需求。此外，公司下游客户对于供应商的选择有严格的标准，从产品质量、产品供应能力、生产技术标准、经营状况、企业信誉等多个方面进行考核，并且从产品设计、产品试制、模具开发到产品批量化生产一般会经历较长的时间周期，尤其是医疗器械领域客户，在医疗设备注册审批时需要零部件进行同步备案，一旦更换零部件则需要重新进行备案审批，因此客户一旦选定供应商，通常会形成长期稳定的合作关系。对比同行业其他公司，公司毛利率处于领先水平。

图 26：公司全球销售网络



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 27：公司毛利率水平行业领先



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

**下游头部公司入股，彰显对公司长期发展前景的强劲信心。**公司本次发行的战略配售机构包括了深圳迈瑞与浙江三花绿能。其中深圳迈瑞是迈瑞医疗旗下的投资公司，迈瑞医疗是公司产品在医疗器械应用领域的重要客户之一，公司呼吸机配套音圈电机已在迈瑞医疗呼吸机中批量应用。浙江三花绿能是三花集团旗下的投资公司，三花集团旗下子公司三花智控是国内领先的新能源汽车零部件制造企业，新能源汽车零部件是直流电机产品的主要应用领域之一。

### 3.3 空心杯电机已可量产，人形机器人市场广阔放量可期

**多地出台人形机器人相关政策，利好消息频出。**2023年以来，人形机器人备受关注。3月1日，工信部部长金壮龙提出将加快布局人形机器人；3月14日，上海市印发第一批《上海市智能机器人标杆企业与应用场景推荐目录》，提出到2025年，将打造1000亿元机器人关联产业规模；随后山东、北京、深圳等多地相继发布有关政策。5月，马斯克在特斯拉2023年股东大会上展示了与车同源的人形机器人 Optimus 的全新型号，并宣称未来人形机器人市场需求或将达百亿级，超过电动车。

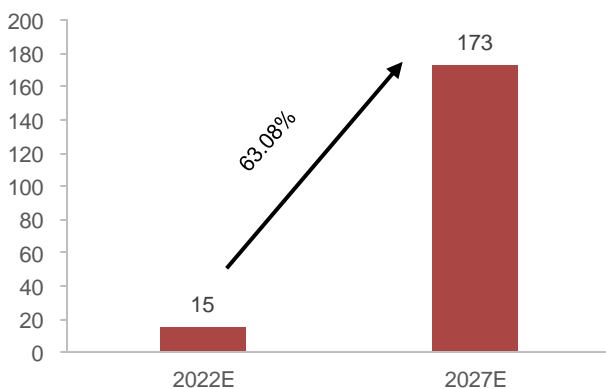


**表 10：人形机器人相关产业政策及消息**

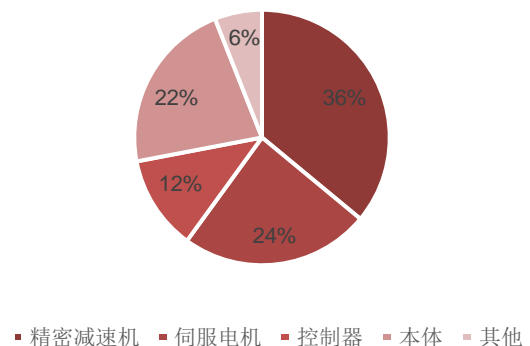
时间	消息
5月	马斯克在特斯拉股东大会上展示了与车同源的人形机器人 Optimus 的全新型号，并宣称未来人形机器人市场需求或将达百亿级，超过电动车。
5月31日	深圳市印发《深圳市加快推动人工智能高质量发展高水平应用行动方案（2023—2024年）》，通知提到，要聚焦通用大模型、智能算力芯片、智能传感器、智能机器人、智能网联汽车等领域；开展通用型具身智能机器人的研发和应用；加快组建广东省人形机器人制造业创新中心。发挥粤港澳大湾区制造业优势，开展人形机器人规模化应用。
4月20日	北京市印发《北京市机器人产业创新发展行动方案（2023—2025年）（征求意见稿）》征求意见，通知指出要发挥人工智能融合创新优势，加紧布局人形机器人整机。
4月29日	山东省印发《山东省制造业创新能力提升三年行动计划（2023—2025年）》，通知指出，要加快布局未来产业。研究制定山东省未来产业高质量发展行动计划，加快布局人形机器人、元宇宙、量子科技、未来网络、碳基半导体、类脑计算、深海极地、基因技术、深海空天开发等前沿领域，推进 6G 技术研发和应用。
3月14日	上海印发第一批《上海市智能机器人标杆企业与应用场景推荐目录》，提出，请各有关机器人企业持续加强新产品、新终端研发创新，加大供给高端装备、拓展应用广度深度；请各相关企业事业单位积极对接推广机器人典型应用场景，支撑城市数字化转型；请各区产业主管部门支持推动以机器人为代表的智能终端产业发展，培育一流营商环境。力争到 2025 年，本市将打造 10 家行业一流的机器人头部品牌、100 个标杆示范的机器人应用场景、1000 亿元机器人关联产业规模。
3月1日	工业和信息化部部长金壮龙在国新办举行的“权威部门话开局”系列主题新闻发布会上表示，工信部将研究制定未来产业发展行动计划，加快布局人形机器人等前沿领域。

数据来源：财联社，36 氪，深圳人民政府，北京市经信局，山东省工业和信息化厅，上海市经济和信息化委员会，西南证券整理

**人型机器人市场有望开启高速增长，新增电机需求。**随着人形机器人相关技术不断发展，功能持续完善，其在教育、零售、医疗等行业的需求不断增长，Markets and Markets 预测全球人形机器人市场规模预计将从 2022 年的 15 亿美元增长到 2027 年的 173 亿美元。以 ROBOT & X 为例，其各活动关节配置有多达 17 个伺服器，具有 17 个自由度，能完成诸如手臂后摆 90 度等动作，自由度要求带来了大量的伺服电机需求。根据 ofweek，在工业机器人产业链中，伺服电机占总成本的 24%，我们判断人形机器人成本中减速器占比较大，假设伺服电机占比为 20%，则 2027 年用于人形机器人的伺服电机市场规模将达 34.6 亿美元。

**图 28：全球人形机器人市场规模（亿美元）**


数据来源：Markets and Markets，西南证券整理

**图 29：机器人产业链各环节成本占比**


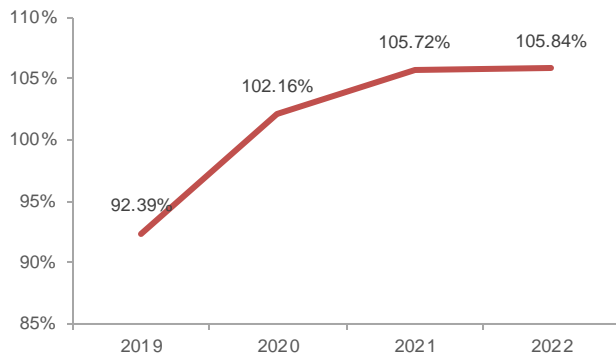
数据来源：ofweek，西南证券整理

空心杯电机是人形机器人核心零部件，公司已具备量产能力。根据母公司江苏雷利的公告，未来人形机器人将是重点布局领域之一，江苏雷利将以鼎智科技的丝杆组件为核心，打造工业自动化及人形机器人的线性传动产品线。目前，鼎智科技的空心杯电机及精密行星齿轮箱也已进入可量产阶段，自研的精密齿轮箱、空心杯电机、滑动丝杆、行星滚柱丝杆等多款产品在工控、军工、机器人等领域小批量验证中，发展空间广阔。

### 3.4 布局中高端微电机，募投生产基地打开产能天花板

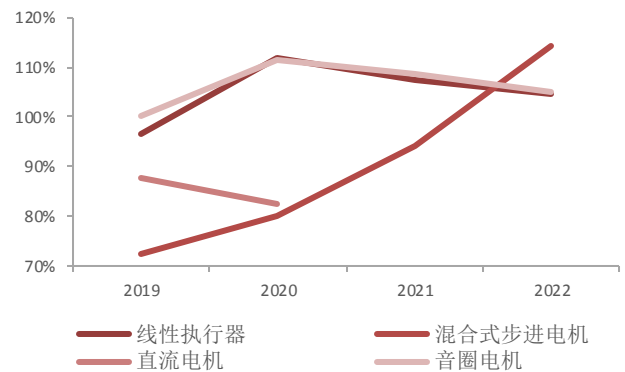
现有产线超负荷运转，募投扩充高端微电机产能。公司产品生产具有“小批量、多批次”的特点，因此公司采用柔性化生产模式，可以根据下游客户订单需求在不同产品之间快速切换。2019-2022年，公司产能利用率自 92.4% 提升至 105.8%，产销率由 90.3% 增长至 102.5%，产能利用率及产销率保持在较高水平。

图 30：公司总产能利用率



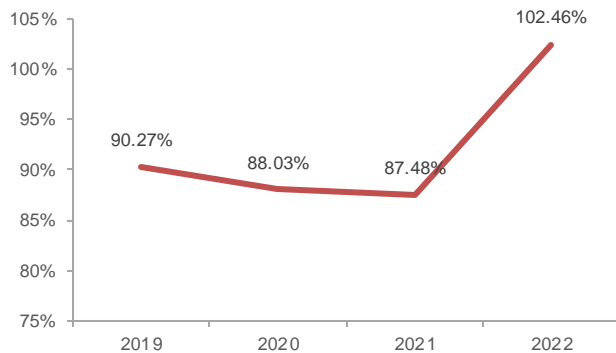
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 31：公司分产品产能利用率



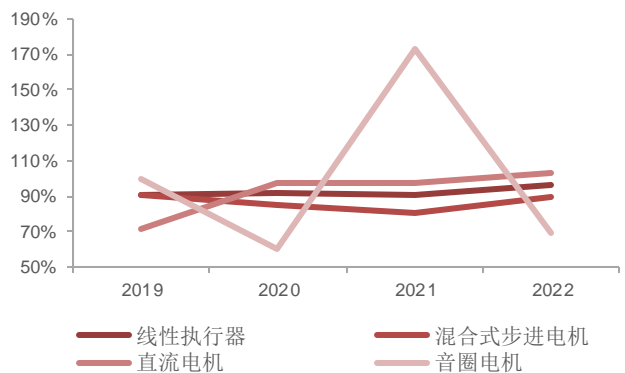
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 32：公司总产销率处于较高水平



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 33：公司分产品产销率



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

募投项目突破产能瓶颈，布局中高端微电机。公司募投“鼎智科技智能制造基地建设项目”建设期为 3 年，预计于 2016 年建成投产，项目将通过新建生产用房及相关配套设施，引进滚丝机、磨齿机、螺旋拉床、气相色谱仪等先进的生产设备及自动化生产线，同时配置 SRM 供应商关系管理系统、MES 生产制造管理系统、WMS 仓储管理系统、BI 商业智能管理等信息化管理系统，升级 SAP 软件系统，进行中高端微电机的产能建设。根据公司对该项目经济效益的测算，该项目达产后，年均将形成收入和净利润分别为 2.5 亿元和 6069.9 万元。

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

#### 关键假设：

假设 1：伴随着募投生产基地项目产能逐渐释放、下游体外诊断设备、工业设备行业带来需求提升，公司线性执行器收入有望稳步增长。我们预计 2023-2025 年，线性执行器产量为 80/95/115 万台，价格保持稳定。

假设 2：在体外诊断设备、工业设备等下游行业高景气背景下，混合式步进电机、直流电机需求旺盛，公司产能逐年释放后，混合式步进电机、直流电机收入有望快速增长。我们预计 2023-2025 年，混合式步进电机产量为 65/80/95 万台，直流电机产量为 15/20/25 万台，价格保持稳定。

假设 3：伴随着公司产能释放，规模效应显现，同时自制核心零部件占比提升，公司经营规模相对小的混合式步进电机、直流电机业务毛利率有望延续上行态势。我们预计 2023-2025 年，混合式步进电机毛利率为 42.0%/43.0%/44.0%，直流电机毛利率为 43.0%/44.0%/45.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入及成本如下表：

表 11：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
线性执行器	收入	191.9	220.7	264.8	317.8
	增速	53.3%	15.0%	20.0%	20.0%
	成本	67.30	79.5	95.3	114.4
	毛利率	64.9%	64.0%	64.0%	64.0%
混合式步进电机	收入	65.5	85.1	102.2	122.6
	增速	76.3%	30.0%	20.0%	20.0%
	成本	37.6	49.4	58.2	68.6
	毛利率	42.6%	42.0%	43.0%	44.0%
直流电机	收入	46.1	59.9	74.8	93.5
	增速	239.0%	30.0%	25.0%	25.0%
	成本	26.6	34.1	41.9	51.5
	毛利率	42.4%	43.0%	44.0%	45.0%
音圈电机	收入	5.2	6.8	8.5	10.1
	增速	-60.9%	30.0%	25.0%	20.0%
	成本	3.9	5.1	6.3	7.4
	毛利率	24.3%	25.0%	26.0%	27.0%
其他	收入	9.8	10.8	11.9	13.1
	增速	95.7%	10.0%	10.0%	10.0%
	成本	6.7	8.1	8.9	9.8
	毛利率	32.1%	25.0%	25.0%	25.0%

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
合计	收入	318.5	383.3	462.2	557.2
	增速	64.0%	20.3%	20.6%	20.6%
	成本	142.1	176.1	210.6	251.7
	毛利率	55.4%	54.0%	54.4%	54.8%

数据来源：Wind，西南证券

## 4.2 相对估值

我们选取了主营电机的鸣志电器、新雷能、雷赛智能和主营机器人核心零部件精密谐波减速器的绿的谐波作为可比公司。对比其他三家电机行业上市公司，鼎智科技产品性能行业领先，毛利率显著高于鸣志电器、新雷能、雷赛智能，具备更强的盈利能力；对比绿的谐波，二者同属于机器人核心部件生产商，同属于人形机器人概念，具备一定可比性。

从 PE 的角度看，23-25 年，四家公司平均估值为 57/41/30 倍。预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 3.8 亿元/4.6 亿元/5.6 亿元，yoy 为 20.3%/20.6%/20.6%；预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.2 亿元/1.5 亿元/1.9 亿元，CAGR 为 22.6%，对应 PE 为 48/39/31 倍。考虑到 2024 年可比公司平均估值为 41 倍，公司作为国内线性执行器龙头企业，深耕精密运动控制系列多年，下游医疗器械、工业自动化行业持续带动需求提升，人形机器人空心杯电机有望量产，募投项目将突破产能瓶颈，扩充高端微电机产能，有望推动公司业绩稳步上升。公司虽处于北交所市场，但近一月区间内，公司成交额占北交所板块总成交额超过 10%，月平均换手率为 9.7%，显著高于可比公司，公司流动性充足，我们给予公司 2024 年 43 倍 PE，对应目标价为 134.16 元，首次覆盖，给予“持有”评级。

表 12：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	月平均换手率 (%)	EPS (元)				PE (倍)			
					22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
603728.SH	鸣志电器	295.51	70.35	3.16	0.59	0.96	1.45	2.00	56.63	73.20	48.59	35.12
002979.SZ	雷赛智能	71.05	22.95	3.37	0.71	0.80	1.01	1.27	31.72	28.61	22.63	18.11
300593.SZ	新雷能	120.61	22.42	3.05	0.68	0.77	1.03	1.36	61.69	28.98	21.78	16.48
688017.SH	绿的谐波	237.64	140.89	6.53	0.92	1.47	2.02	2.70	105.06	96.10	69.66	52.16
平均值									63.78	56.72	40.67	30.47
873593.BJ	鼎智科技	58.11	121.00	9.70	2.10	2.52	3.12	3.87	58	48	39	31

数据来源：Wind，西南证券整理（数据截止日期 2023.7.5）

## 5 风险提示

**技术泄密风险。**公司自主研发形成的核心技术及持续的创新力是公司在行业内保持竞争优势的关键，若核心技术泄密，将会对公司的竞争优势造成不利的影

**技术创新风险。**未来公司可能出现技术研发、创新拘泥于现有产品、技术滞后，甚至偏离市场需求的情况，进而影响公司未来发展的持续性和稳定性。

**原材料价格波动风险。**大宗商品市场上铜、钢等相关金属产品价格波动对公司生产经营具有一定影响。若主要原材料价格持续上涨，在一定程度上影响公司的盈利水平。

**国外市场经营稳定性风险。**近年来，国际贸易摩擦有所加剧，尤其是中美贸易摩擦给产业、经济运行均带来一定不确定性。未来，若中美贸易摩擦进一步升级或公司主要海外客户或主要海外市场所在国家或地区的政治、经济、贸易政策等发生较大变化或经济形势恶化，我国出口政策产生较大变化或我国与这些国家或地区之间发生较大贸易摩擦等情况，均可能对公司的出口业务产生不利影响。

**汇率波动风险。**公司境外销售规模较大，一般以美元结算，美元兑人民币的汇率受国际政治、经济不确定因素影响较大，若人民币持续大幅升值，将产生较大汇兑损益，将对公司经营业绩带来不利影响。

**市场竞争加剧风险。**公司本次募投项目包括鼎智科技智能制造基地建设项目、鼎智科技研发中心建设项目和补充流动资金项目。若本次募集资金投资项目的市场环境发生未能预计的变化，将可能出现销售不及预期导致新增产能无法消化、项目实施受阻等情形，进而影响公司本次募集资金投资项目实现的经济效益。

**募投项目不及预期风险。**若公司募投项目在实施过程及后期经营中，宏观政策、相关行业政策和市场环境等方面发生不利变动，行业竞争加剧、技术水平发生重大更替，或因募集资金不能及时到位等其他不可预见因素等原因造成募投项目不能如期完成或顺利实施，将可能对项目的完成进度和投资收益产生一定影响。

**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	318.47	383.27	462.17	557.16	净利润	100.87	120.98	149.76	186.07
营业成本	142.08	176.13	210.65	251.72	折旧与摊销	6.51	12.54	24.26	31.59
营业税金及附加	2.02	2.38	2.86	3.84	财务费用	-4.89	0.36	-2.34	-4.10
销售费用	24.81	27.68	35.54	42.16	资产减值损失	-0.84	-0.20	-0.20	-0.20
管理费用	19.16	34.49	39.28	44.57	经营营运资本变动	14.32	-27.72	-8.08	-9.74
财务费用	-4.89	0.36	-2.34	-4.10	其他	12.09	-0.24	1.90	-1.06
资产减值损失	-0.84	-0.20	-0.20	-0.20	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>128.07</b>	<b>105.72</b>	<b>165.30</b>	<b>202.56</b>
投资收益	-4.48	0.50	0.50	0.50	资本支出	-53.68	-120.00	-100.00	-35.00
公允价值变动损益	-0.31	-0.10	-0.14	-0.19	其他	-104.17	40.55	-4.00	-3.70
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-157.85</b>	<b>-79.45</b>	<b>-104.00</b>	<b>-38.70</b>
<b>营业利润</b>	<b>119.93</b>	<b>142.82</b>	<b>176.74</b>	<b>219.47</b>	短期借款	10.01	-10.01	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.76	-0.49	-0.55	-0.57	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>119.17</b>	<b>142.34</b>	<b>176.19</b>	<b>218.91</b>	股权融资	98.09	407.22	0.00	0.00
所得税	18.30	21.35	26.43	32.84	支付股利	-42.72	-20.17	-24.20	-29.95
净利润	100.87	120.98	149.76	186.07	其他	-6.67	-1.52	2.34	4.10
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>58.71</b>	<b>375.51</b>	<b>-21.86</b>	<b>-25.85</b>
归属母公司股东净利润	100.87	120.98	149.76	186.07	<b>现金流量净额</b>	<b>33.57</b>	<b>401.79</b>	<b>39.44</b>	<b>138.01</b>
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	83.07	484.86	524.30	662.31	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	46.78	65.71	77.04	91.75	销售收入增长率	63.99%	20.34%	20.59%	20.55%
存货	40.11	49.72	57.46	70.06	营业利润增长率	106.53%	19.09%	23.75%	24.18%
其他流动资产	79.52	39.36	44.16	49.11	净利润增长率	103.39%	19.94%	23.79%	24.24%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	90.60%	28.11%	27.57%	24.32%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	76.75	185.86	263.25	268.30	毛利率	55.39%	54.05%	54.42%	54.82%
无形资产和开发支出	28.73	27.56	26.38	25.20	三费率	12.27%	16.32%	15.68%	14.83%
其他非流动资产	11.19	12.71	14.24	15.77	净利率	31.67%	31.57%	32.40%	33.40%
<b>资产总计</b>	<b>366.15</b>	<b>865.78</b>	<b>1006.83</b>	<b>1182.51</b>	ROE	37.58%	15.59%	16.61%	17.59%
短期借款	10.01	0.00	0.00	0.00	ROA	27.55%	13.97%	14.87%	15.74%
应付和预收款项	61.21	78.19	92.50	110.66	ROIC	86.26%	54.36%	43.59%	46.10%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	38.17%	40.63%	42.98%	44.33%
其他负债	26.50	11.55	12.72	14.12	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>97.72</b>	<b>89.73</b>	<b>105.22</b>	<b>124.78</b>	总资产周转率	1.20	0.62	0.49	0.51
股本	34.71	48.02	48.02	48.02	固定资产周转率	10.48	4.00	2.28	2.20
资本公积	124.30	518.21	518.21	518.21	应收账款周转率	10.15	9.16	8.53	8.76
留存收益	109.00	209.81	335.38	491.49	存货周转率	4.06	3.92	3.86	3.86
归属母公司股东权益	268.43	776.05	901.61	1057.73	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.67%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>268.43</b>	<b>776.05</b>	<b>901.61</b>	<b>1057.73</b>	资产负债率	26.69%	10.36%	10.45%	10.55%
负债和股东权益合计	366.15	865.78	1006.83	1182.51	带息债务/总负债	10.24%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.68	7.51	6.98	7.26
					速动比率	2.25	6.93	6.41	6.68
					股利支付率	42.35%	16.67%	16.16%	16.10%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	121.55	155.72	198.66	246.97	每股收益	2.10	2.52	3.12	3.87
PE	57.61	48.03	38.80	31.23	每股净资产	5.59	16.16	18.77	22.03
PB	21.65	7.49	6.44	5.49	每股经营现金	2.67	2.20	3.44	4.22
PS	18.25	15.16	12.57	10.43	每股股利	0.89	0.42	0.50	0.62
EV/EBITDA	33.34	33.98	26.41	20.67					
股息率	0.74%	0.35%	0.42%	0.52%					

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。

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 21 世纪大厦 10 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：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 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
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@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
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@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
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	徐铭婉	销售经理	15204539291	15204539291	xumw@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtfy@swsc.com.cn
巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn	

**西南证券机构销售团队**

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
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
	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
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn