

鸣志电器(603728)

报告日期: 2023年08月14日

## 微特电机龙头，人形机器人有望打开空心杯电机新成长空间

### ——鸣志电器深度报告

#### 投资要点

- 微特电机龙头，2012-2022年归母净利润 CAGR 约 16%**  
 公司是全球运动控制领域的知名制造商，专注于运动控制、智能 LED 照明控制和工业设备管理的关键部件制造。公司与全球 30 多家国际性公司合作，产品广泛应用于工业自动化、通信、安防、通讯、汽车工业、消费等下游领域。2012-2022 年公司营收、归母净利润 CAGR 分别约 13%、16%。
- 微特电机市场空间大，2030 年全球市场规模有望达 561 亿美元**  
**市场规模:** 2022 年全球微特电机行业市场规模达到 358.5 亿美元，预计到 2030 年将达 561 亿美元，CAGR 约 6%。我国微特电机市场规模有望从 2018 年的 1024 亿元增长至 2023 年的 1610 亿元，CAGR 约 9.5%。  
**行业驱动因素:** 1) 海外开拓: 海外市场对高效节能、智能化等高端微特电机产品的需求将持续增加; 2) 新领域拓展: 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，推动行业发展。  
**竞争格局:** 仍以日企为主导。其中细分 HB 步进电机方面，市场高度集中，前五厂商全球市占率超 80%，其中日企占据 4 席，2015 年公司在全球 HB 步进电机市占率约 10%，PM 步进电机方面，2015 年日企占据全球市占率超 65%。
- 外延完善产品矩阵，海外拓展发展迅速**  
**外延拓宽产品线:** 通过 4 次重要收购实现产品矩阵拓宽，协同作用下，公司产品覆盖多种电机、驱动器、编码器和集成模组等。  
**内生:** 公司研发实力强，积极布局工厂自动化、医疗器械和生化分析、移动服务机器人、太阳能光伏、新能源&智能汽车等新兴领域。  
**海外拓展:** 公司经销商遍布全球，2012-2022 年公司海外营收 CAGR 约 16%，占比总营收从 36%提升至 48%。
- 人形机器人风起，空心杯电机有望迎来新增长空间**  
 以特斯拉人形机器人为例，其手部的结构大致可拆解为空心杯电机+丝杠+传感器。未来人形机器人规模化应用有望重塑行业需求空间，带来新增量市场。我们测算 2030 年空心杯电机在人形机器人领域具备约 104 亿元的增量市场空间。
- 盈利预测与估值**  
 预计 2023-2025 年的归母净利润分别为 3.8 亿元、6.0 亿元、8.4 亿元，分别同比增长 55%、55%、41%，分别对应 PE 约 67、43、31 倍。公司作为国内微特电机领军企业，人形机器人有望打开新市场空间。首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示**  
 1) 技术突破不及预期; 2) 市场需求不及预期; 3) 人形机器人进展不及预期

#### 投资评级: 增持(首次)

分析师: 王华君  
执业证书号: S1230520080005  
wanghuajun@stocke.com.cn

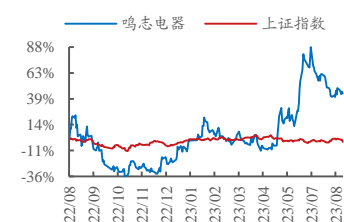
分析师: 林子尧  
执业证书号: S1230522080004  
linziyao@stocke.com.cn

研究助理: 姬新悦  
18863879909  
jixinyue@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 61.35
总市值(百万元)	25,770.87
总股本(百万股)	420.06

#### 股票走势图



#### 相关报告

#### 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2960	3801	5049	6482
(+/-) (%)	9%	28%	33%	28%
归母净利润	247	384	597	840
(+/-) (%)	-12%	55%	55%	41%
每股收益(元)	0.59	0.92	1.42	2.00
P/E	104	67	43	31

资料来源: 浙商证券研究所

## 投资案件

### ● 盈利预测、估值与目标价、评级

预计 2023-2025 年的归母净利润分别为 3.8 亿元、6.0 亿元、8.4 亿元，分别同比增长 55%、55%、41%，分别对应 PE 约 67、43、31 倍。公司作为国内微特电机领军企业，人形机器人有望打开新市场空间。首次覆盖，给予“增持”评级。

### ● 关键假设

1) 人形机器人行业发展顺利；2) 传统电机业务中步进电机业务稳健增长，新品类无刷、伺服电机等维持较高增速。

### ● 我们与市场的观点的差异

**市场认为：**步进电机市占率提升空间小，人形机器人行业发展存在不确定性，对公司远期成长能力存在担忧。

**我们认为：**1) 公司在 HB 步进电机领域于 2015 年市占率达 10%，为亚洲第一，全球第四水平，足以证明公司在电机领域实力。电机行业天花板高，其他产品仍处于高速发展阶段，公司通过收购及协同，不断完善品类，在电机领域边界不断拓宽，有望打开新成长空间；2) 人形机器人行业可作为“AI”载体，目前行业正处于百花齐放阶段。未来社会老龄化加剧下，机器替人大势所趋。人形机器人伴随技术革新，有望进入 B 端和 C 端市场，为公司空心杯电机等产品打开巨大的增量市场空间。

### ● 股价上涨的催化因素

人形机器人产业化进展速度超预期；空心杯电机订单。

### ● 风险提示

1) 技术突破不及预期；2) 市场需求不及预期；3) 人形机器人进展不及预期

## 正文目录

<b>1 微特电机头部企业，2012-2022 年归母净利润 CAGR 约 16%</b> .....	<b>6</b>
1.1 微特电机头部企业，专注电机研发与生产 .....	6
1.2 股权比例集中，实控人持股比例 56% .....	7
1.3 盈利成长性强，2012-2022 年归母净利润 CAGR 达 16% .....	7
<b>2 微特电机全球市场空间超千亿元，2018-2023 年 CAGR 约 10%</b> .....	<b>9</b>
2.1 市场规模：2022 年全球微特电机市场规模约 358.5 亿美元 .....	10
2.2 行业驱动因素：海外开拓、新领域开拓 .....	10
2.3 竞争格局：日企为主导，国内品牌逐渐崛起 .....	13
<b>3 外延完善产品矩阵，一体化布局打造系统级解决方案供应商</b> .....	<b>15</b>
3.1 外延完善产品矩阵，协同打开新成长空间 .....	15
3.2 海外拓展：发展迅速，2012-2022 年海外营收 CAGR 约 16% .....	18
3.3 人形机器人风起，空心杯电机有望使成长空间进一步打开 .....	20
<b>4 盈利预测</b> .....	<b>22</b>
4.1 核心假设与盈利预测 .....	22
4.2 估值分析 .....	23
<b>5 风险提示</b> .....	<b>24</b>

## 图表目录

图 1: 公司 1994 年成立, 2017 年上市 .....	6
图 2: 2022 年公司控制电机及其驱动系统占比总营收约 78% .....	7
图 3: 实控人合计持股比例约 56% .....	7
图 4: 2012-2022 年公司营业收入 CAGR13% .....	8
图 5: 2012-2022 年公司归母净利润 CAGR16% .....	8
图 6: 近年来毛利率较为平稳, 2022 年净利率约 8.4% .....	8
图 7: 2012-2022 年公司控制电机及驱动系统毛利率中枢约 40% .....	8
图 8: 2022 年国内、海外业务毛利率分别约 34%、43% .....	8
图 9: 公司 2022 年期间费用率约 28% .....	8
图 10: 鸣志主要聚焦于 HB、PM、步进伺服电机 .....	9
图 11: 步进电机属于微特电机 .....	9
图 12: 步进电机由定子、转子等构成 .....	9
图 13: 全球微特电机市场规模 2030 年有望达 561 亿美元 .....	10
图 14: 2018-2023 年中国微特电机市场规模 CAGR 约 9.5% .....	10
图 15: 2017-2023 年中国微特电机需求量 CAGR 约 3% .....	10
图 16: 2014-2022 年中国微特电机出口规模 CAGR 约 3% .....	11
图 17: 2014-2025 年全球医疗器械市场规模 CAGR 约 4% .....	11
图 18: 2018-2025 年我国医疗器械市场规模 CAGR 约 18% .....	11
图 19: 2020-2026 年全球可穿戴医疗设备市场规模 CAGR 约 28% .....	12
图 20: 2020-2025 年全球工业自动化市场规模 CAGR 约 4% .....	13
图 21: 2015-2021 年中国工业自动化市场规模 CAGR 约 10% .....	13
图 22: 2022 年 AMP 营收同比增长约 35% .....	15
图 23: 2022 年 AMP 净利润同比增长约 10% .....	15
图 24: M3 产品 .....	16
图 25: 2022 年 LIN 营收同比增长约 27% .....	17
图 26: 2022 年 LIN 净利润同比增长约 19% .....	17
图 27: 2022 年运控电子营收同比增长约 23% .....	17
图 28: T Motion 2022 年营收同比增长约 5% .....	18
图 29: 公司控制电机产品 2016-2022 年 CAGR 约 17% .....	18
图 30: 2012-2022 年海外营收 CAGR 约 16% .....	19
图 31: 2022 年海外营收占比约 48% .....	19
图 32: 公司在美国、亚洲、欧洲均有公司布局 .....	19
图 33: 人形机器人产业化趋势提升, 行业正处于百花齐放阶段 .....	20
图 34: 特斯拉 AI Day 展示人形机器人手部结构 .....	21
图 35: 特斯拉 AI Day 展示人形机器人关节驱动结构 .....	21
表 1: 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 .....	13
表 2: 2015 年鸣志电器在 HB 步进电机领域的市占率水平已经达到 10.18% .....	14
表 3: 2015 年全球超过 65% 的 PM 步进电机由日本厂商生产 .....	14
表 4: 公司通过 4 次收并购, 综合实力逐渐增强 .....	15
表 5: 预计 2030 年人形机器人潜在市场空间有望达 1692 亿元, 对应需求约 177 万台 .....	21
表 6: 2025、2030 年人形机器人有望为空心杯电机市场规模 20、104 亿元的市场增量空间 .....	22

---

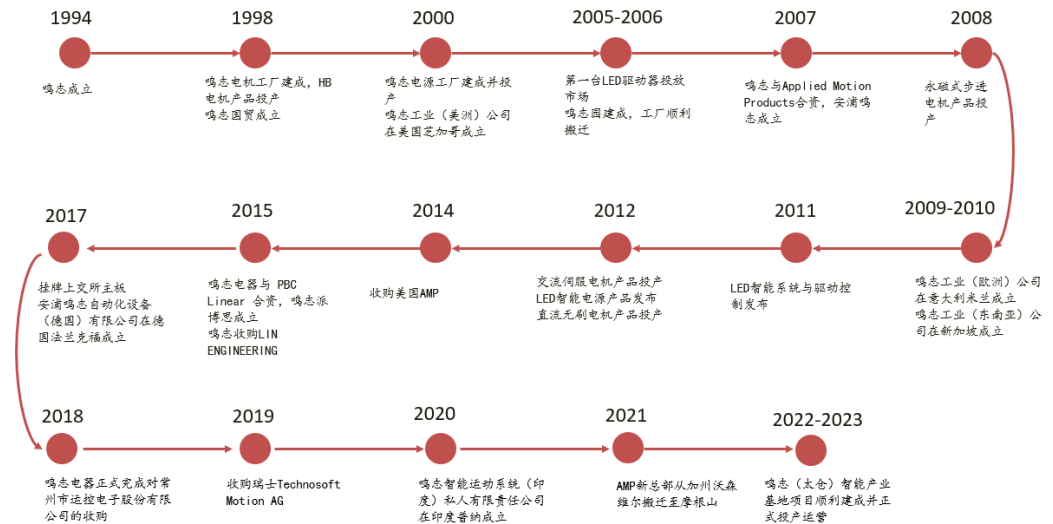
表 7: 鸣志电器业务拆分.....	22
表 8: 估值对比 .....	24
表附录: 三大报表预测值.....	25

## 1 微特电机头部企业，2012-2022 年归母净利润 CAGR 约 16%

### 1.1 微特电机头部企业，专注电机研发与生产

公司是全球运动控制领域的知名制造商，专注于运动控制、智能 LED 照明控制和工业设备管理的关键部件制造。公司与全球 30 多家国际性公司合作，产品广泛应用于工业自动化、通信、安防、通讯、汽车工业、消费等下游领域。

图1: 公司 1994 年成立，2017 年上市



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

从产品来看，公司主营业务为控制电机及其驱动系统业务，2022 年该业务总营收约 23 亿元，占比总营收约 78%。控制电机及其驱动系统业务主要包含步进电机、直流无刷电机、无齿槽电机、空心杯电机、伺服电机等控制电机类，步进电机驱动系统、步进伺服系统、通用无刷驱动系统、运动控制器等驱动控制类以及编码器。主要应用于医疗、安防、通信设备、光伏设备、汽车等各领域。

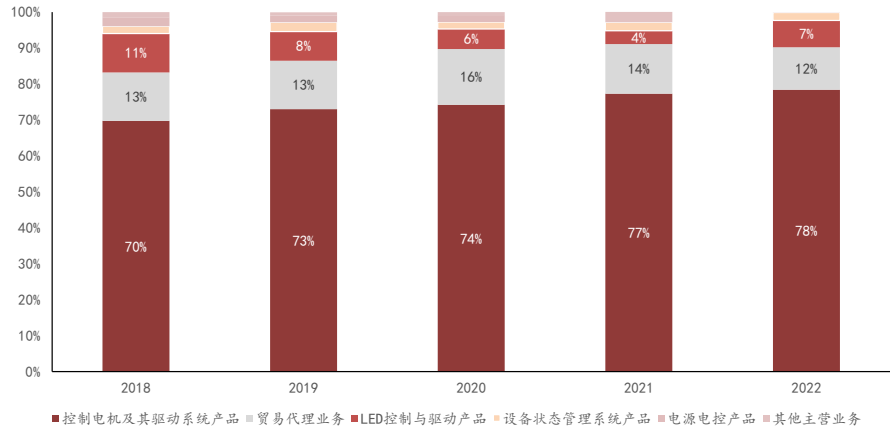
电源与照明系统控制类占比公司 2022 年总营收约 7.5%，业务主要包含 LED 驱动以及灯光控制，主要下游为户外、商业、医疗、安防、工业等各类照明领域。

设备状态管理系统占比公司 2022 年总营收约 2%，业务主要包含设备资产管理系统、点检仪及点检管理软件、状态检测及故障诊断系统及设备诊断等，主要下游为电力、冶金、石化、煤炭、汽车、烟草、市政等领域。

贸易类产品占比公司 2022 年总营收约 12%，业务主要系代理松下继电器业务，下游主要为电力系统继电器保护装置。

其他业务占比公司 2022 年总营收约 0.1%，主要系标准电源以及电控装备等电源电控类产品，主要下游为打印设备、电力保护设备、家用锅炉等。

图2: 2022年公司控制电机及其驱动系统占比总营收约78%

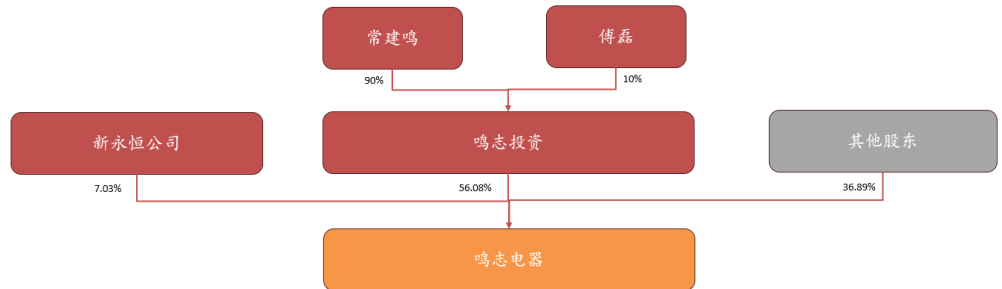


资料来源: wind, 浙商证券研究所

### 1.2 股权比例集中，实控人持股比例56%

股权结构清晰稳定。董事长常建鸣和傅磊夫妇通过鸣志投资直接或间接合计持有公司56%的股份，为公司实际控制人，股权结构稳定。

图3: 实控人合计持股比例约56%



资料来源: 公司公告(截至2023年3月31日), 浙商证券研究所

### 1.3 盈利成长性强，2012-2022年归母净利润CAGR达16%

**营收、归母净利润:** 公司2022年营收约29.6亿元，同比增长约9%，归母净利润约2.5亿元，同比下滑约11.6%，主要系上海及太仓工厂停工停产所致。2012-2022年公司营收、归母净利润CAGR分别达13%、16%。

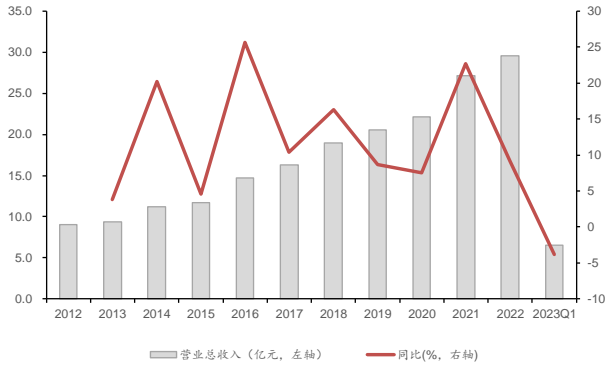
**净利率、毛利率:** 毛利率较为稳定，净利率稳步提升。公司销售毛利率由2012年的32.5%变动至2022年的38.2%，毛利率稳步提升；公司销售净利率由2012年的7.3%提升至2022年的8.4%，净利率中枢约8%，基本维持稳定。

从细分看，2012-2022年公司控制电机及驱动系统毛利率中枢约40%，2022年约40.6%，我们认为伴随高端品类增长，海外拓展，公司主业毛利率有望维持较高水平。

**期间费用率:** 2022年期间费用率约28%，近年来基本维持平稳。2019年以来公司研发费率维持6%以上，销售费率维持8%以上。我们认为原因可能系：1) 海外持续拓展，

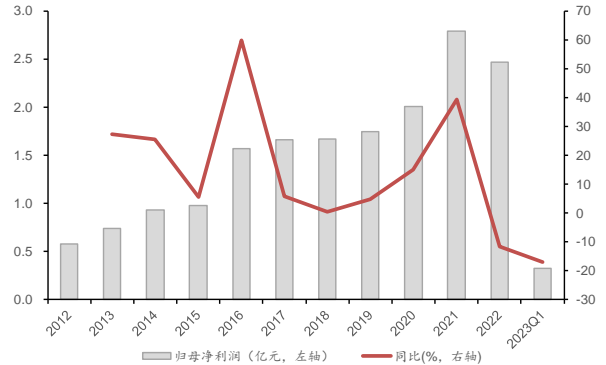
销售费用较高，此外 AMP、Lin、T motion 等子公司均为海外公司，各项费用较高；2）研发：高端市场壁垒较高，需持续投入研发维持产品不断创新。

图4： 2012-2022 年公司营业收入 CAGR13%



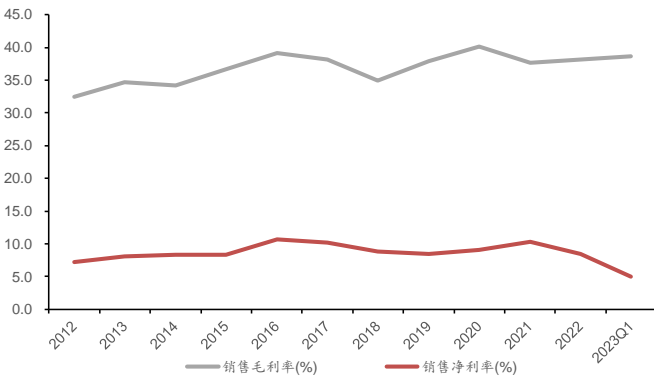
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图5： 2012-2022 年公司归母净利润 CAGR16%



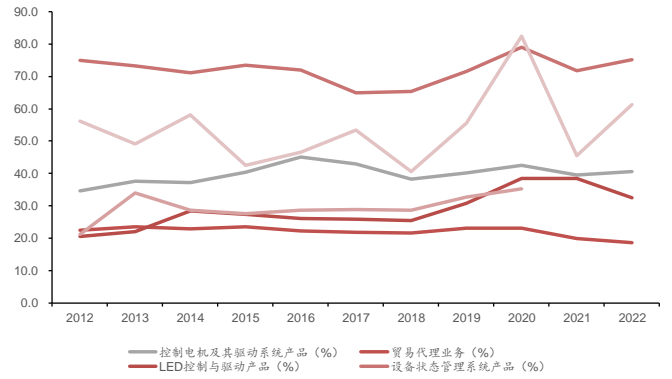
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图6： 近年来毛利率较为平稳，2022 年净利率约 8.4%



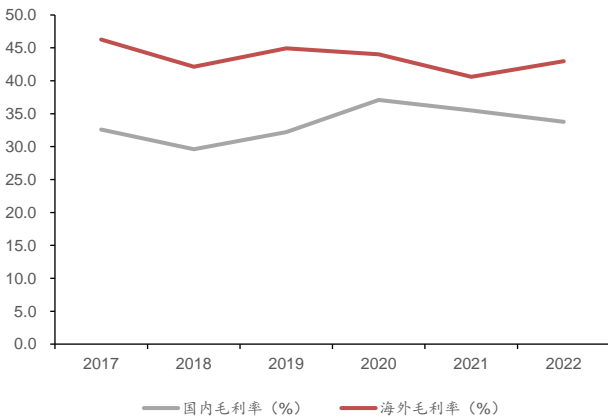
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图7： 2012-2022 年公司控制电机及驱动系统毛利率中枢约 40%



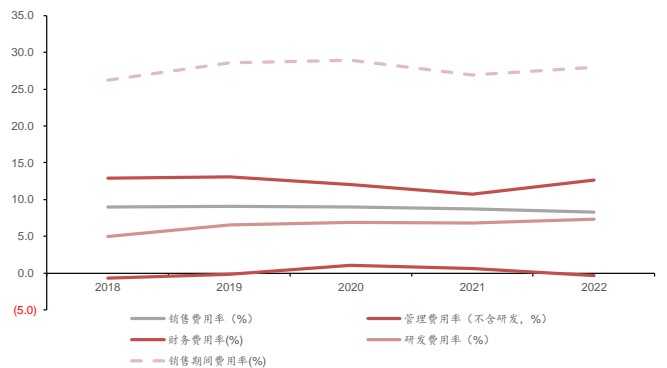
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图8： 2022 年国内、海外业务毛利率分别约 34%、43%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图9： 公司 2022 年期间费用率约 28%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

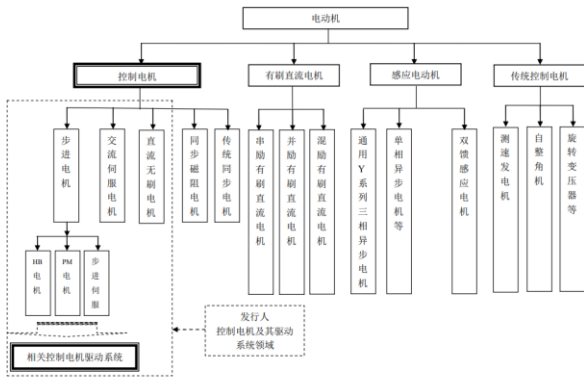


## 2 微特电机全球市场空间超千亿元，2018-2023 年 CAGR 约 10%

电机广义上来说包括电动机、发动机和原动机等所有可实现电能、机械能相互转化的装置，但通常情况下指的是电动机。电动机是指依据电磁感应定律实现电能转换或传递的一种电磁装置，其利用通电线圈（也就是定子绕组）产生旋转磁场并作用于转子形成磁电动力旋转扭矩，即将电能转化为机械能，被用做电器或各种机械的动力源。

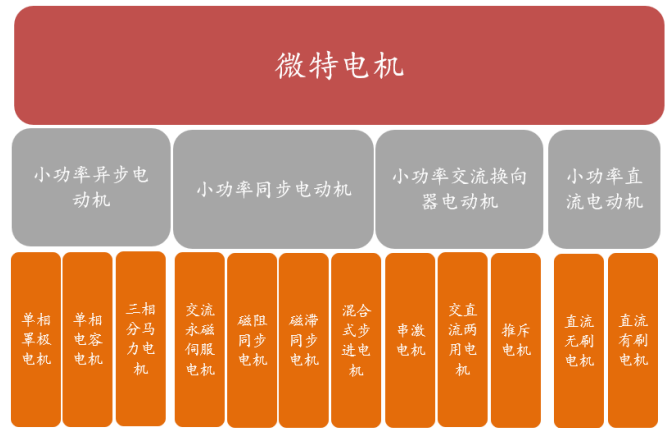
公司电机产品主要由步进电机、直流无刷电机、空心杯电机等组成，属于微特电机。

图10： 鸣志主要聚焦于 HB、PM、步进伺服电机



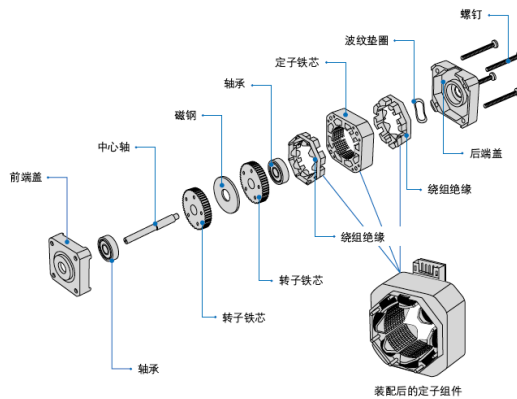
资料来源：鸣志电器招股说明书，浙商证券研究所

图11： 步进电机属于微特电机



资料来源：智研咨询，浙商证券研究所

图12： 步进电机由定子、转子等构成



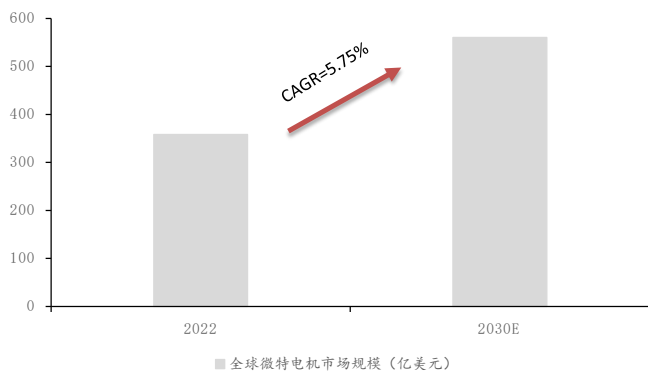
资料来源：汉德保(HDB MOTOR)电机，浙商证券研究所

## 2.1 市场规模：2022 年全球微特电机市场规模约 358.5 亿美元

据 Market.Us 数据，2022 年全球微特电机行业市场规模达到 358.5 亿美元。随着全球制造业工业自动化程度的不断加深，加之医疗器械行业的不断发展，全球微特电机行业将继续呈现稳步发展态势，Allied Market Research 数据显示，预计到 2030 年全球微特电机市场规模将达 560.60 亿美元，年均复合增长率为 5.75%。

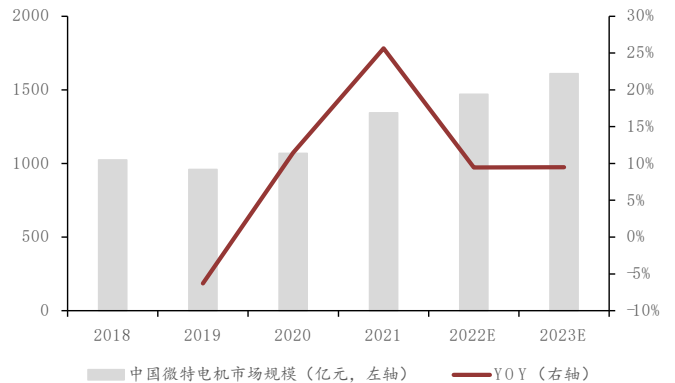
我国微特电机市场规模有望从 2018 年的 1024 亿元增长至 2023 年的 1610 亿元，CAGR 约 9.5%。

图13：全球微特电机市场规模 2030 年有望达 561 亿美元



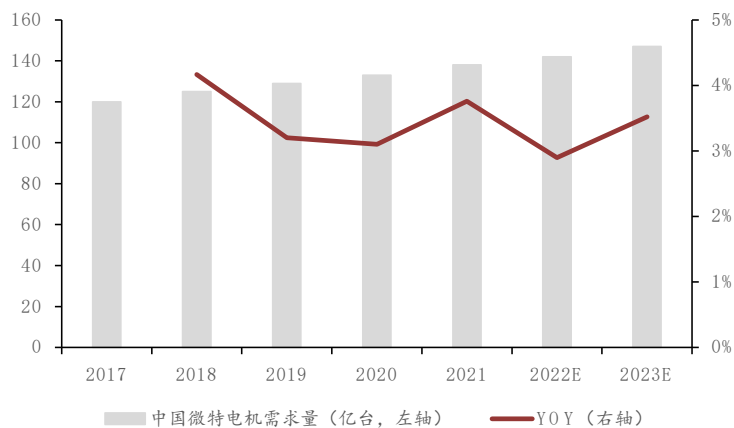
资料来源：Allied Market Research，浙商证券研究所

图14：2018-2023 年中国微特电机市场规模 CAGR 约 9.5%



资料来源：鼎智科技招股书，浙商证券研究所

图15：2017-2023 年中国微特电机需求量 CAGR 约 3%



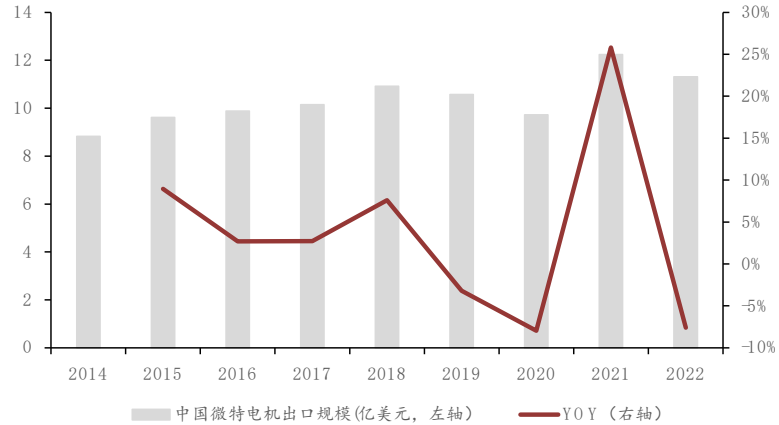
资料来源：鼎智科技招股书，浙商证券研究所

## 2.2 行业驱动因素：海外开拓、新领域开拓

**海外开拓：** 高端微特电机海外需求依旧强劲。国产微特电机成本低、质量高的优势推动我国成为微特电机出口大国。近年来，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，出口规模从 2019 年开始有所下滑，但仍保持较高水平，产业信息网数据显示，我国 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，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16: 2014-2022年中国微特电机出口规模 CAGR 约 3%



资料来源: 鼎智科技招股书, 浙商证券研究所

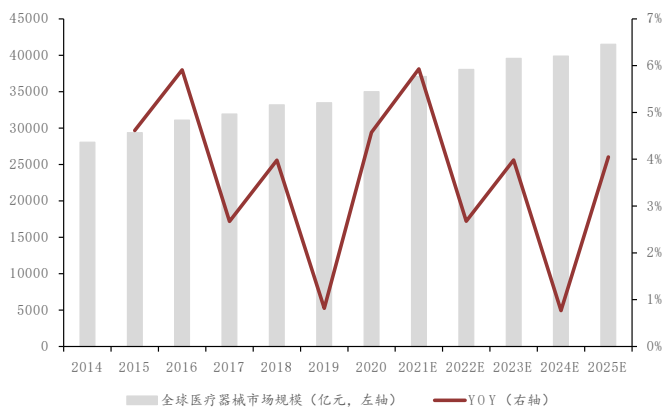
**新领域拓展: 智能医疗器械、新能源汽车、可穿戴设备、机器人、无人机、智能家居等领域的兴起, 推动行业发展**

微特电机在医疗器械领域的应用广泛, 包括各种医疗检测设备、手术器械、医疗康复器械都离不开微特电机的参与。在医疗检测领域, 微特电机可实现诸如自动化核酸分析仪、自动尿液分析仪和自动血液分析仪器等设备的精准平台移动、自动对焦扫描、自动加样取样、自动混匀抓取等功能; 在手术器械领域, 可实现微机器人在人体内精确地进行诊断和手术作业; 在医疗康复领域, 微特电机可为肢体运动提供支撑动力。因此, 微特电机产品作为医疗器械设备重要的零部件, 将随着医疗器械行业的发展而不断壮大。

艾瑞咨询数据显示, 全球医疗器械市场规模从2014年的28,065亿元增长至2021年的37,074亿元, 预计市场规模到2025年将达41,503亿元, 2014-2025年CAGR约4%。

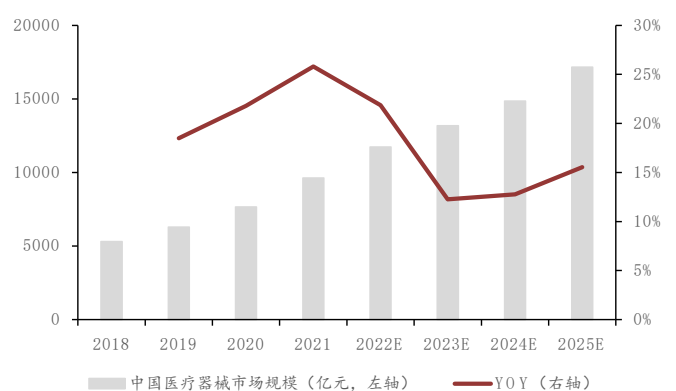
艾瑞咨询数据显示, 我国医疗器械市场规模预计将从2018年的5304亿元增长至2025年的17168亿元, CAGR约18%, 处于快速发展阶段。

图17: 2014-2025年全球医疗器械市场规模 CAGR 约 4%



资料来源: 艾瑞咨询, 鼎智科技招股书, 浙商证券研究所

图18: 2018-2025年我国医疗器械市场规模 CAGR 约 18%



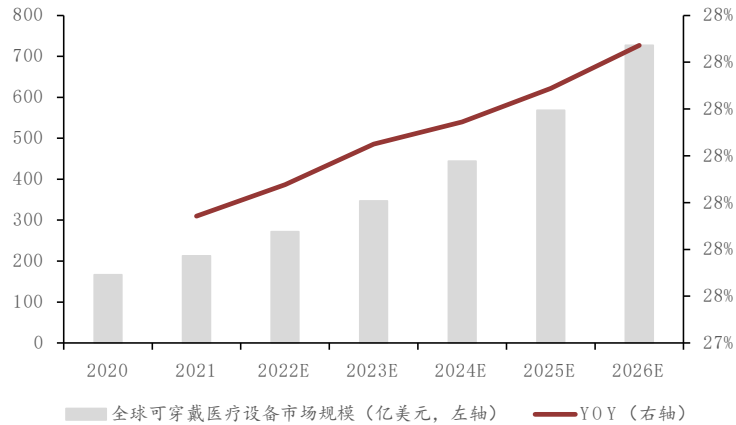
资料来源: 艾瑞咨询, 鼎智科技招股书, 浙商证券研究所

### 可穿戴医疗：高速发展将为微特电机发展提供新的增量

可穿戴医疗设备是指可以直接穿戴在身上的便携式医疗或健康设备，在软件支持下感知、记录、分析、调控、干预甚至治疗疾病或维护健康状态。在传感器、芯片、无线通信等技术日益成熟的推动下，可穿戴医疗设备在健康监测、疾病管理、康复理疗等医疗健康领域被广泛应用，Grand View Research 数据显示，2021 年全球可穿戴医疗设备市场规模达 212.7 亿美元，同比增长 28%。未来随着可穿戴医疗设备的智能化、轻量化、便捷化程度进一步提高，预计 2026 年全球可穿戴医疗设备市场规模将达 727.5 亿美元，2020-2026 年 CAGR 达 28%。

当前，微特电机在可穿戴医疗设备中的应用不断扩大，以可穿戴外骨骼机器人为例，其原理是电机转动带动丝杆的螺母转动，利用螺旋副的原理推动丝杆做直线运动，从而使丝杆带动外骨骼机器人的大腿、小腿、足部分别绕髋关节、膝关节和踝关节做旋转运动，实现髋关节、膝关节和踝关节在矢状面内的屈伸运动，为肢体障碍人员的康复与日常生活提供力的支撑。微特电机作为可穿戴医疗设备的核心驱动零部件，其市场规模将随着可穿戴医疗设备的高速发展而进一步壮大。

图19： 2020-2026 年全球可穿戴医疗设备市场规模 CAGR 约 28%



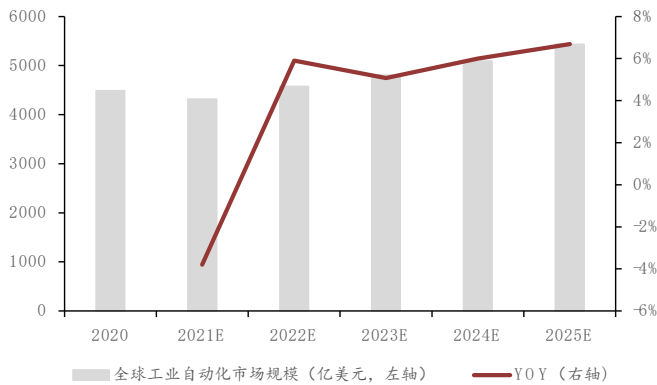
资料来源：Grand View Research，鼎智科技招股书，浙商证券研究所

**工业自动化：**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。微特电机是工业自动化设备的重要元件，其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。

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。Frost&Sullivan 数据显示，2020 年全球工业自动化市场规模达到 4491.2 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，预计到 2025 年全球工业自动化市场规模将达 5436.6 亿美元。

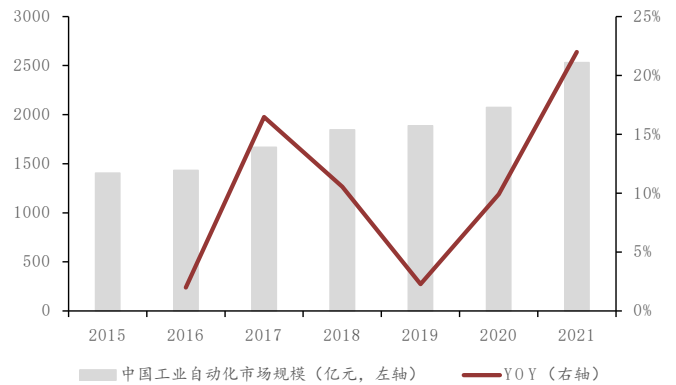
工控网数据显示，2021 年我国工业自动化市场规模达 2530 亿元，2015-2021 年期间年复合增长率为 10.30%。

图20: 2020-2025 年全球工业自动化市场规模 CAGR 约 4%



资料来源: 鼎智科技招股书, 浙商证券研究所

图21: 2015-2021 年中国工业自动化市场规模 CAGR 约 10%



资料来源: 鼎智科技招股书, 浙商证券研究所

### 2.3 竞争格局: 日企为主导, 国内品牌逐渐崛起

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,市场集中度较低。

表1: 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

公司	国家/地区	成立时间	主要产品	主要销售国家	主要应用领域
NIDEC	日本	1973	精密小型电机、中型电机、机器装置、电子/光学零部件等	日本、中国、韩国、美国、欧洲等	IT 硬件、办公设备、通信设备、汽车、家电等
SPG	韩国	1973	罩极电机、减速电机、直流无刷电机,交流电机等	韩国、美国、中国、欧洲、日本	家用电器、精密机械、自动化设备、电子机械等
EBM-PAPST	德国	1963	紧凑型风电、轴流风机、离心风机、阴极电机等	德国、美国、中国、意大利等	通讯电子、家用电器、制冷、净化、通风、采暖、汽车等
德昌电机	中国香港	1959	直流电机、交流电机、步进电机、单相罩极电机等	中国、德国、北美、亚洲等	汽车、国防及航天、家用设备、工业设备、医疗设备等
大洋电机	中国大陆	2000	空调负载类/洗衣机电机、水泵、新能源汽车驱动电机等	中国、韩国、日本、北美、欧洲、印度等	家电、汽车、摩托车、电机机车面包机等、自动控制等
微光股份	中国大陆	2009	冷柜电机、外转子风机等	中国、俄罗斯、意大利、巴西、新西兰等	HVAC(采暖、通风、空调与制冷)等领域
汇川技术	中国大陆	2003	变频器、伺服系统、控制系统工业机器人、编码器等	中国、意大利、德国、印度	空压机、3C 制造、锂电、光伏、塑胶、石油、化工、电线电缆等
鸣志电器	中国大陆	1994	步进电机、直流无刷电机、空心杯电机、伺服电机等	中国、美国、意大利、新加坡、德国等	工业自动化、医疗器械、自主移动机器人、通信设备、汽车等
江苏雷利	中国大陆	2006	空调/洗衣机/冰箱电机及组件循环泵、汽车季部件等	中国、美国、欧洲、韩国、东南亚等	家电、汽车、医疗及运动健康等

资料来源: 观研天下, 浙商证券研究所

从步进电机领域来看,HB 步进电机竞争格局较为稳定,日本企业占据绝对优势。根据 EMJ 估计,全球 HB 步进电机市场竞争格局相对稳定,市场集中度较高,2015 年 CR5 全球市占率约 82%,且前五大生产商中日本企业占据了四家。根据公司招股说明书数据,2015 年日本企业生产了全球 70%以上的 HB 步进电机,在高端步进电机领域处于绝对垄断地位。公司为 2015 年唯一一家在步进电机领域进入前 7 的中国企业,2015 年在 HB 步进电机领域市占率约 10.18%。

**表2: 2015年鸣志电器在HB步进电机领域的市占率水平已经达到10.18%**

序号	生产商	2013		2014		2015	
		数量(万台)	市占率	数量(万台)	市占率	数量(万台)	市占率
1	日本信浓	2144	27.56%	2244	28.41%	2244	28%
2	日本美蓓亚	2200	28.28%	2000	25.32%	2200	27.50%
3	日本电产伺服	885	11.38%	960	12.15%	990	12.38%
4	中国鸣志电器	734	9.43%	808	10.23%	814	10.18%
5	日本山洋电机	245	3.15%	380	4.81%	290	3.63%
6	日本东方马达	240	3.08%	270	3.42%	263	3.29%
7	日本多摩川精机	220	2.83%	220	2.78%	240	3%
	前七大厂合计	6668	85.71%	6882	87.11%	7041	88.01%
	全球预计	7780		7900		8000	

资料来源: 鸣志电器招股书, 浙商证券研究所

PM 步进电机控制精度较 HB 步进电机更低, 转矩、体积、输出力矩更小, 但也因其成本较低, 其使用量和需求量较 HB 步进电机更大。与 HB 步进电机类似, PM 电机仍然是日本企业的天下, 2015 年全球 PM 步进电机中日本厂商市占率超 65%。

**表3: 2015年全球超过65%的PM步进电机由日本厂商生产**

序号	生产商	2013		2014		2015	
		数量(万台)	市占率	数量(万台)	市占率	数量(万台)	市占率
1	日本电产三协	39750	30.88%	41850	30.94%	43150	30.36%
2	美蓓亚	21700	16.86%	22500	16.64%	24000	16.88%
3	东京 MICRO	4520	3.51%	4820	3.56%	4620	3.25%
4	三美电机	3500	2.72%	4000	2.96%	4000	2.81%
5	日本电产精密	1507	1.17%	1105	0.82%	2505	1.76%
6	冲 MICRO 科技	1920	1.49%	2100	1.55%	2400	1.69%
7	日本电产三协 CMI	1400	1.09%	1400	1.04%	1400	0.98%
8	日本电产科宝	1050	0.82%	1000	0.74%	1100	0.77%
9	日本贵弥功	950	0.74%	950	0.70%	950	0.67%
10	日本脉冲马达	850	0.66%	870	0.64%	860	0.61%
11	兄弟工业	730	0.57%	740	0.55%	800	0.56%
12	佳能电子	900	0.70%	700	0.52%	700	0.49%
13	ASMO	560	0.44%	590	0.44%	600	0.42%
14	三菱电机	500	0.39%	520	0.38%	530	0.37%
15	Seiko Precision	410	0.32%	410	0.30%	330	0.23%
16	日本电产科宝电子	360	0.28%	310	0.23%	320	0.23%
17	CKD	155	0.12%	155	0.11%	165	0.11%
	上述小计	80762	62.76%	84020	62.12%	88420	62.19%
	全球合计	128705		135243		142148	

资料来源: 鸣志电器招股书, 浙商证券研究所

### 3 外延完善产品矩阵，一体化布局打造系统级解决方案供应商

#### 3.1 外延完善产品矩阵，协同打开新成长空间

公司对步进电机领域进行三次收购，对无刷电机及空心杯电机领域进行一次收购，综合实力逐渐增强。

表4: 公司通过4次收并购，综合实力逐渐增强

收购对象	收购时间	交易对价	技术	领域	市场	收购年份后至2022年收入/利润 CAGR
美国 AMP	2014.6	约 1658 万美元, 收购 99% 股权	步进电机驱动技术	信息化、工业自动化、医疗/生命科学领域	北美	13%/27% (2015~2022)
美国 LIN ENGINEERING	2015.6	约 2924 万美元, 收购 100% 股权	0.9° HB 步进电机、1.8° HB 步进电机、无齿槽空心杯无刷电机	医疗仪器设备、高端安防等	北美	14%/15% (2016-2022)
运控电子	2018.3	约 3 亿元人民币, 收购 99.36% 股权	HB 步进电机	国内安防、纺织领域	国内	16%/-15% (2018-2022)
瑞士 T-Motion	2019.3	约 3120 万瑞士法郎 (约 2.18 亿元人民币), 收购 100% 股权	步进、伺服、无刷电机、无齿槽电机驱动控制技术	高端医疗、半导体设备、AGV 机器人	欧洲	-2%/-13% (2020-2022)

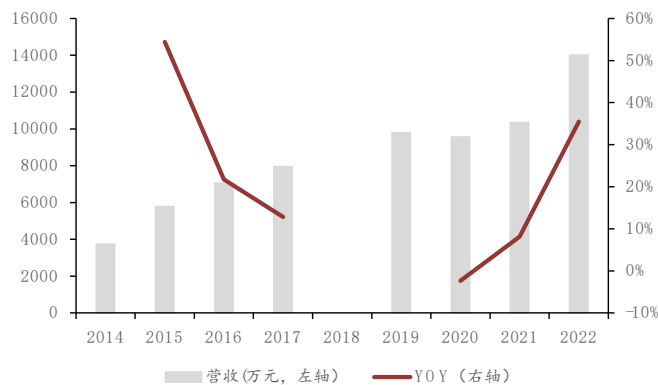
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

**收购一: 收购 AMP, 获得全球领先步进&伺服电机驱动技术, 成功拓展北美市场 FA 客户群。**

美国 AMP 公司在步进电机驱动器、集成式智能步进伺服控制技术处于全球领先地位, 在信息化、工业自动化、医疗/生命科学领域具有优势。

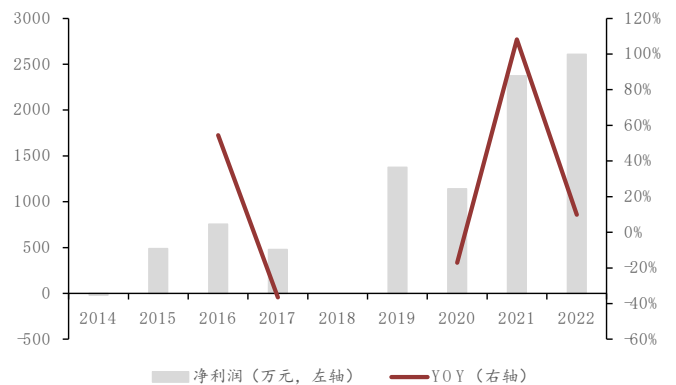
收购 AMP 后, 公司与 AMP 实现协同发展: **1) 技术协同:** 控制驱动系统取得长足发展, 通过资源有效整合, 降低研发成本、缩短研发时间; **2) 渠道协同:** 收购 AMP 后, 工厂自动化产品线可在美国设桥头堡, 合理分布 FA 产线和产品分销渠道; **3) 便于人才培养:** 依靠这个美国子公司平台吸引世界顶尖人才和权威专家参与公司的技术创新, 也可对公司内部人员进行定向指导和培养; **4) 全球化网络市场布局。** 2022 年, AMP 公司实现营收约 1.4 亿元, 同比增长 35%, 贡献净利润 2610 万元, 同比增长 10%。

图22: 2022 年 AMP 营收同比增长约 35%



资料来源: 鸣志电器招股书, 公司公告, 浙商证券研究所

图23: 2022 年 AMP 净利润同比增长约 10%



资料来源: 鸣志电器招股书, 公司公告, 浙商证券研究所

通过协同，公司已开发出全新设计的高性能交流伺服系统 M3 系列产品，该系列产品具备：1) 产品阵容丰富：M3 系列伺服电机提供 40-130mm 多种机座，覆盖低、中、高转动惯量，功率范围从 100W 到 3kW；2) 高精度编码器：M3 系列可配备 20bit 光电编码器、17bit 无电池绝对编码器、17bit 增量式磁性编码器等高分辨率编码器，使得伺服系统运行更加平稳、精度更高；3) 低齿槽转矩：M3 系统伺服电机大幅降低了电机的齿槽转矩，使得电机的转速及转矩波动更小；4) 尺寸更小、更高效等优势。

相较于上一代产品，M3 系列电机采用全新的磁路设计，提高了伺服电机的效率，降低发热，同时使得电机尺寸更小，如机型长度较以往产品缩短 17%。我们认为公司以 M3 系列交流伺服驱动器为代表的新一代伺服产品具备较强市场竞争力，有望持续扩大市场份额，贡献利润。

图24： M3 产品



资料来源：MM 自动化驱动，浙商证券研究所

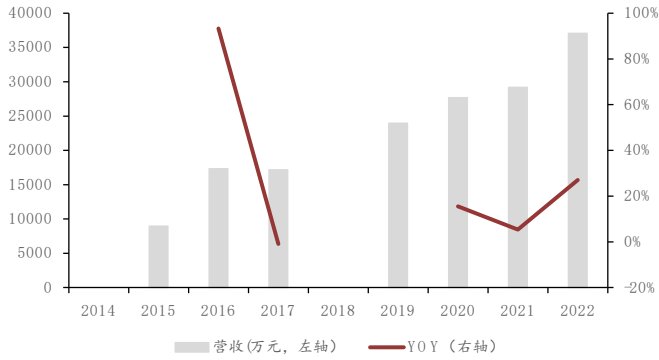
**收购二：收购 Lin Engineering，掌握尖端 0.9 度 HB 步进电机等技术，在医疗、安防、机器人等高端领域实现突破。**

LIN ENGINEERING（简称 LIN）成立于 1987 年，是步进电机、BLDC、驱动器、控制器等运动产品综合制造商，掌握 0.9°混合式步进电机（HB 步进电机）的前沿核心技术。公司位于美国硅谷的摩根希尔，产品主要应用于生命科学、航空航天、半导体、机器人、医疗、汽车行业、印刷与雕刻、工业自动化、安防、包装行业等。

收购 LIN 公司后，鸣志电器拓展至高端步进电机领域，成为 HB 步进电机领域技术实力与销售规模居全球前列的制造商。2022 年，LIN 公司实现收入 3.7 亿元，同比增长 27%，贡献净利润 4791 万元，同比增长 19%。

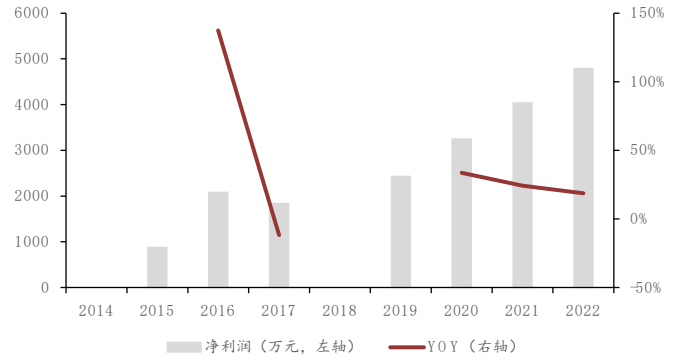


图25: 2022年LIN营收同比增长约27%



资料来源: 鸣志电器招股书, 公司公告, 浙商证券研究所

图26: 2022年LIN净利润同比增长约19%



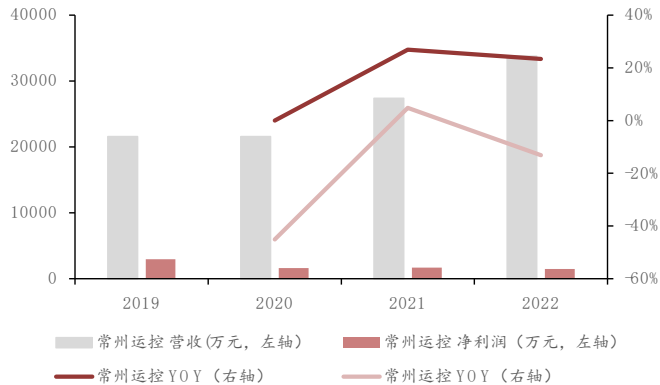
资料来源: 鸣志电器招股书, 公司公告, 浙商证券研究所

### 收购三: 收购国内第二大步进电机厂商常州运控, 行业龙头地位进一步巩固, 安防领域取得突破

常州市运控电子有限公司是专业提供精密电机、驱动、高精度减速机及解决方案的制造商, 主要产品包括混合式步进电机、直流无刷电机、伺服电机、减速机等, 混合式步进电机产量中国第二, 全球第五, 主要下游为安防设备、纺织机械等领域。

运控电子小机座号系列的步进电机产品线和公司既有产品线有较强互补性, 收购有助于巩固公司在国内混合式步进电机市场地位, 提升公司在国内乃至全球市场的市占率, 进一步扩大规模效应。2022年, 运控电子实现收入3.4亿元, 同比增长23%, 贡献净利润1467万元, 同比下滑13%。

图27: 2022年运控电子营收同比增长约23%



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

### 收购四: 并购 T Motion 公司完善电机驱动技术。

2019年公司以3120万瑞士法郎收购瑞士T Motion公司100%股权, 取得无刷电机、空心杯电机驱动及控制领域全球领先的技术。

T Motion 公司在智能电机驱动和控制的技术研发和市场应用的最前沿积累了二十多年的经验，并主要专注于高端医疗/生命科学及实验室仪器、超细微加工、半导体设备、AGV 和机器人等应用领域，在相关领域拥有稳定的高端客户资源。

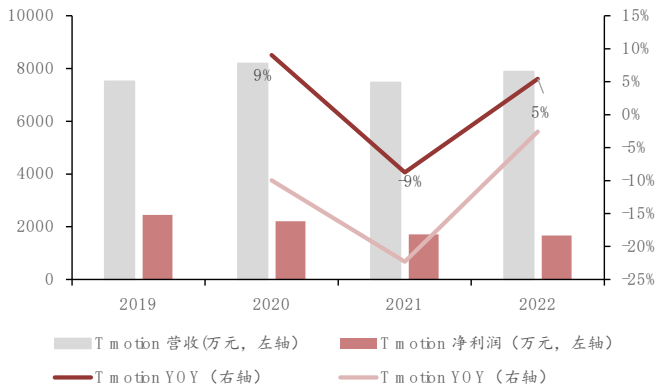
T-motion 在步进和伺服技术领域表现突出，核心技术包括 all in one（单台电机驱动控制器兼具有控制器和驱动器功能）和 one for all（单台电机驱动控制器同时实现对直流电机、步进电机、无刷电机以及直线电机等多种控制电机的驱动功能），其设计的 MotionChip™（一种专用于运动控制的 DSP 解决方案）被嵌入到各种智能伺服驱动器产品中。

此外，T Motion 公司在空心杯和无齿槽电机的驱动控制领域始终保持着全球领先的技术水平，并拥有专门为无齿槽和空心杯电机开发的驱动控制器产品系列。近年来，公司不断在空心杯和无齿槽电机产品开发项目上的增加投入，T Motion 公司在无齿槽和空心杯电机驱动控制器领域的技术将帮助公司快速推进空心杯和无齿槽电机的批量化，并帮助公司完善无齿槽和空心杯电机+驱动控制器的系统级平台产品，进一步释放产品的协同效应。

T Motion 公司可以充分利用公司宽广的运动控制产品线进行有效组合，进一步加大优势应用领域的市场深度开拓，而公司也可以通过技术平台的共享优势，进一步发挥技术、产品、业务、市场、管理的协同效应，从而提升公司在整个运动控制行业的核心竞争力。

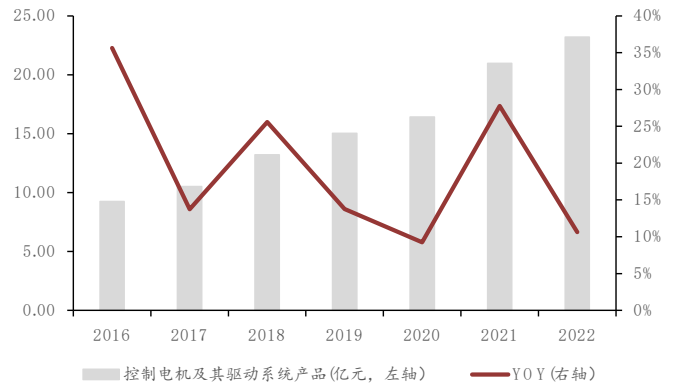
通过收购并购整合，公司逐渐打造出“运动控制器+电机驱动器+控制电机+精密直线传动系统”的综合解决方案。得益于电机与运动控制系统一体化布局形成的业务协同效应，公司控制电机及其驱动系统产品收入实现长期正增长，2016-2022 年 CAGR 达 17%。公司一体化运动控制解决方案布局不断深入，正在向平台型公司加速迈进。

图28: T Motion 2022 年营收同比增长约 5%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图29: 公司控制电机产品 2016-2022 年 CAGR 约 17%



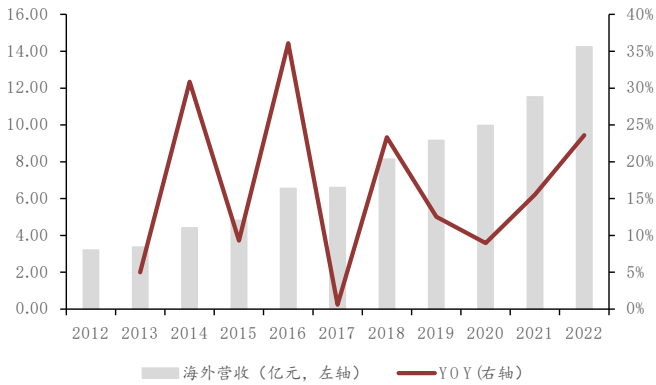
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 3.2 海外拓展：发展迅速，2012-2022 年海外营收 CAGR 约 16%

#### 海外拓展：

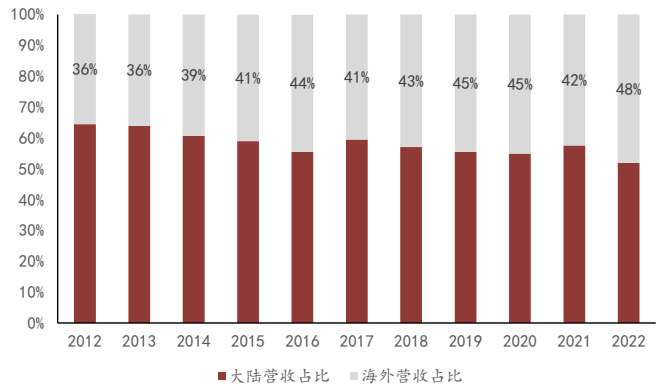
盈利能力：2012-2022 年公司海外营收由 3.21 亿元上升至 14.25 亿元，CAGR 约 16%，营收占比由 36%提升至 48%，海外业务发展迅速。

图30: 2012-2022年海外营收 CAGR 约 16%



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图31: 2022年海外营收占比约 48%



资料来源: wind, 浙商证券研究所

公司国内现有工厂包含江苏太仓、上海、江苏常州（原运控电子产能）、江苏南京等地，海外 Lin 和 AMP 都在硅谷有部分产能，公司积极扩建越南工厂规避全球贸易风险。目前两大工厂产能释放在即，持续布局下基本盘将进一步稳固。

**太仓工厂：**鸣志（太仓）智能产业基地项目位于太仓港区，用地面积 150 亩，总建筑面积 123,691.72 平方米，投资约 5.5 亿元。主要从事步进电机、直流无刷电机、智能 LED 驱动电源、电源供应设备、工业控制系统主要部件的生产制造，以及相关产品的配套工艺、工程技术的设计、开发。

**越南工厂：**2019 年 6 月公司与全资子公司 LIN 共同出资 2200 万美元在越南设厂，建设年产 400 万台混合式步进电机生产基地项目。2021 年 4 月，公司拿到了越南政府出具的公司注册设立批准文件，完成了鸣志工业越南的公司的注册备案。2022 年下半年公司正式向越南派驻了项目建设管理团队工，项目建设正式启动。截至 2022 年年报披露日，鸣志工业越南生产基地的装修、生产设备的安装调试已经全部完成并已交付验收，公司计划于 2023 年第二季度启动越南工厂的试生产。

图32: 公司在美国、亚洲、欧洲均有公司布局



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

### 3.3 人形机器人风起，空心杯电机有望使成长空间进一步打开

人形机器人行业正处于百花齐放阶段，产业化有望提速：

按时间线看，特斯拉于 2022 年 AI day 发布人形机器人 Optimus。2022 年 10 月至 2023 年 5 月，特斯拉人形机器人从需要搀扶出场到能在车间灵活行走、抓取物体，特斯拉人形机器人产业化显著提速。

2023 年 ChatGPT 领头羊 OpenAI 投资 2350 万美元到挪威人形机器人公司 1X Technologies；Engineered Arts 旗下的产品 Ameca 接入了 GPT-4，回答语句更具智能。

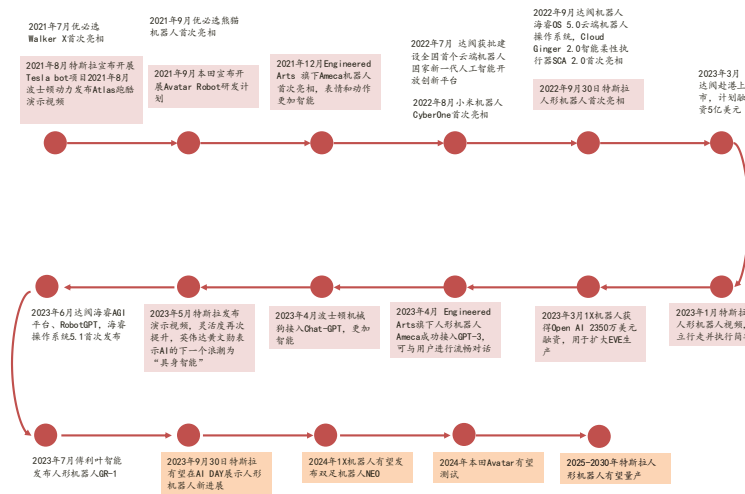
2023 年 4 月，波士顿动力为机械狗 Spot 装上 ChatGPT，大幅简化人机交互。

2023 年 6 月 7 日-11 日，EX 仿生机器人参展深圳文博会。EX 仿生机器人全身具有 140 多个自由度，能与人进行沟通，未来将可投入 AI 教育、企业前台、无人零售等工作。

2023 年 7 月 WAIC（世界人工智能大会）：傅利叶智能以底层技术革新，正式切入人形机器人领域，发布通用型人形机器人。达闼机器人将推出首个机器人制造领域的多模态认知大模型——RobotGPT。

我们认为人形机器人产业化趋势提速，行业正处于百花齐放阶段，大语言模型的意义在于简化人机交互，将赋予机器人更高级的智能。未来人形机器人+大模型有望应用于更多的商业化场景。

图33：人形机器人产业化趋势提升，行业正处于百花齐放阶段



资料来源：特斯拉，本田，Engineered Arts，小米，WAIC 等，浙商证券研究所整理（红色为海外事件，黄色为未来海外可能发生的事件）

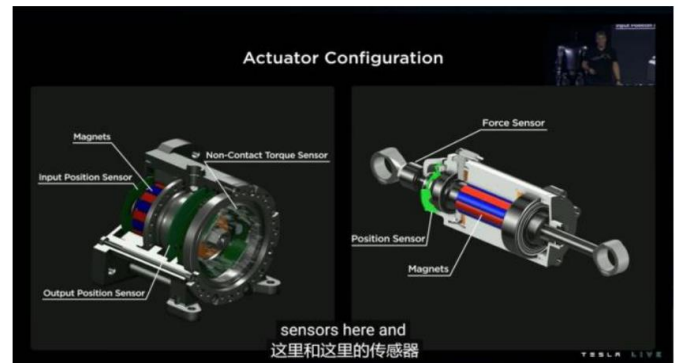
根据特斯拉机器人拆解，特斯拉人形机器人躯干有 28 个关节驱动器，手部有 6 个驱动器。我们认为手部的结构大致可拆解为空心杯电机+丝杠+传感器的结构。

图34: 特斯拉 AI Day 展示人形机器人手部结构



资料来源: 特斯拉, 浙商证券研究所

图35: 特斯拉 AI Day 展示人形机器人关节驱动结构



资料来源: 特斯拉, 浙商证券研究所

伴随技术迭代, 一方面各大国内厂商如小米、优必选等企业有望快速拓展人形机器人领域, 有望拉动核心零部件需求, 另一方面人形机器人成本高昂, 如小米、波士顿动力研发的人形机器人成本在几十万到上百万元人民币, 未来特斯拉机器人若要将售价低于 2 万美元, 核心零部件国产替代势在必行, 有望使机器人上游核心零部件需求量提升。相对瑞士 maxon、德国 faulhaber 两大巨头, 我们认为公司空心杯电机在性价比优势、响应速度方面均具备一定优势, 未来公司空心杯电机业务有望打开新成长空间。按假设全球人形机器人销量 2030 年达到 177 万台, 按单台机器人对应 12 个空心杯, 单价 490 元/个进行测算, 对应空心杯电机在人形机器人领域具备增量市场约 104 亿元。

表5: 预计 2030 年人形机器人潜在市场空间有望达 1692 亿元, 对应需求约 177 万台

	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
世界总人口 (亿人)	80	80	81	82	83	83	84	85	85
YOY	1.0%	1.0%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.8%
0-14 岁人口占比	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	24%	24%
TO C 端									
65 岁以上人口占比	10%	10%	10%	10%	11%	11%	11%	11%	12%
15-64 岁人口占比	65%	65%	65%	65%	64%	64%	64%	64%	64%
目标收入群体: 前百分比	1.1%	1.3%	1.7%	2.3%	3.1%	4.1%	5.0%	5.9%	6.8%
目标市场渗透率	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%	0.8%	0.9%
TO C 端人形机器人需求量 (万台)	1.7	2.8	5.3	9.5	15.7	25.8	34.1	43.9	54.8
全球工业就业人数 (亿人)	7.6	7.7	7.7	7.8	7.9	7.9	8.0	8.1	8.2
TO B 端									
全球服务业就业人数 (亿人)	16.7	17.0	17.3	17.7	18.0	18.3	18.7	19.0	19.4
人形机器人替代比例	0.002%	0.004%	0.01%	0.01%	0.02%	0.04%	0.06%	0.09%	0.13%
TO B 端人形机器人需求量 (万台)	2.5	4.3	6.7	14.3	22.5	40.3	60.2	89.3	122.4
人形机器人保有量 (万台)	7.9	15.0	27.0	50.8	89.0	155.0	249.4	382.5	559.7
合计									
人形机器人需求量 (万台)	4.2	7.1	12.0	23.7	38.2	66.0	94.4	133.1	177.2
人形机器人均价 (万元, 人民币)	70	60	50	38	30	24	20	17	14
人形机器人潜在市场空间 (亿元, 人民币)	254	346	449	578	740	973	1220	1449	1692

YOY 36% 30% 29% 28% 31% 25% 19% 17%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表6: 2025、2030年人形机器人有望为空心杯电机市场规模20、104亿元的市场增量空间

	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年
<b>空心杯电机</b>									
单机用量(个)	12	12	12	12	12	12	12	12	12
均价(元/个)	918	842	772	709	650	597	547	502	490
当年需求量(万个)	50	85	144	285	459	792	1133	1598	2126
市场空间(亿元)	4.6	7.2	11.1	20.2	29.8	47.3	62.0	80.2	104.2
<b>丝杠</b>									
单机用量(个)	14	14	14	14	14	14	14	14	14
均价(元/个)	2639	2322	2043	1797	1581	1391	1224	1077	1080
当年需求量(万个)	58	99	168	332	535	924	1321	1864	2481
市场空间(亿元)	15.4	23.0	34.3	59.8	84.6	128.6	161.7	200.7	267.9
YOY		50%	49%	74%	42%	52%	26%	24%	33%

资料来源: 特斯拉 AI DAY 2022, 浙商证券研究所测算(产品价格和使用数量为预估值)

## 4 盈利预测

### 4.1 核心假设与盈利预测

1) 控制电机及其驱动系统产品: 产量方面, 公司的太仓工厂和越南工厂稳步投产。需求方面, 伴随工业自动化、医疗设备、移动机器人等下游行业发展, 公司步进电机、伺服电机和无刷电机等产品销量有望维持较快增速, 预计 2023-2025 该品类销量同比增长分别为 25%、30%、25%, 价格方面伴随产品升级, 有望稳步提升, 预计 2023-2025 年实现营业收入分别为 31、44、58 亿元, 分别同比增长 35%、39%、33%。毛利率方面, 随着驱动系统产品占比提升, 毛利率有望逐年提升趋势, 分别为 41%、41.5%、42%。

2) LED 控制与驱动产品: 现代电子技术的进步, LED 照明突破了传统照明在远程、自动、集中管理等方面的限制, 有望受益于智能化 LED 发展, 需求增长。公司该类产品具备单个产品价值高, 对价格的敏感度较低等特点, 未来伴随智能 LED 驱动、防爆 LED 驱动业务、LED 照明控制系统和大功率体育馆 LED 照明业务持续扩张, 有望稳健增长。

3) 其他如贸易代理业务(主要代理松下继电器)、设备状态管理系统产品(故障诊断系统、点检管理信息系统)等业务占比较小, 贸易业务伴随和客户之间紧密度加深, 设备状态管理系统业务伴随工业自动化行业发展, 预计维持稳健发展。

表7: 鸣志电器业务拆分

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>控制电机及其驱动系统产品</b>						
营收(亿元)	16.42	20.98	23.21	31.33	43.58	57.75
YOY	9%	28%	11%	35%	39%	33%

成本 (亿元)	9.44	12.70	13.78	18.49	25.50	33.49
YOY	5%	35%	8%	34%	38%	31%
毛利率	43%	39%	41%	41%	42%	42%
贸易代理业务						
营收 (亿元)	3.44	3.75	3.50	3.57	3.61	3.65
YOY	24%	9%	-7%	2%	1%	1%
成本 (亿元)	2.65	3.00	2.85	2.89	2.91	2.92
YOY	24%	14%	-5%	1%	0%	0%
毛利率	23%	20%	19%	19%	20%	20%
LED 控制与驱动产品						
营收 (亿元)	1.23	1.00	2.21	2.48	2.68	2.83
YOY	-26%	-19%	121%	12%	8%	6%
成本 (亿元)	0.76	0.61	1.49	1.66	1.77	1.84
YOY	-35%	-19%	142%	11%	6%	4%
毛利率	39%	39%	33%	33%	34%	35%
设备状态管理系统产品						
营收 (亿元)	0.43	0.65	0.64	0.63	0.62	0.60
YOY	-19%	51%	-2%	-2%	-2%	-3%
成本 (亿元)	0.09	0.18	0.16	0.16	0.16	0.15
YOY	-40%	103%	-14%	0%	-2%	-3%
毛利率	79%	72%	75%	75%	75%	75%
其他主营业务						
营收 (亿元)	0.18	0.78	0.03	0.00	0.00	0.00
YOY	-5%	333%	-96%	0%	0%	0%
成本 (亿元)	0.03	0.43	0.01	0.00	0.00	0.00
YOY	-63%	1250%	-97%	0%	0%	0%
毛利率	0.83	0.45	0.61	-	-	-
综合						
总营收	22.13	27.16	29.60	38.01	50.49	64.82
YOY	8%	23%	9%	28%	33%	28%
总成本	13.24	16.93	18.29	23.20	30.33	38.40
YOY	4%	28%	8%	27%	31%	27%
综合毛利率	40%	38%	38%	39%	40%	41%

资料来源：浙商证券研究所测算

## 4.2 估值分析

我们选取工控领域汇川技术以及同为国内人形机器人行业可选标的绿的谐波、鼎智科技、兆威机电作为对标可比公司，截止 8 月 11 日，2023-2025 年可比公司综合平均估值约为 51、38、26 倍。

基于以上假设，我们预计 2023-2025 年的归母净利润分别为 3.8 亿元、6.0 亿元、8.4 亿元，分别同比增长 55%、55%、41%，2023-2025 年 CAGR 约 48%，对应 2023-2025 年 PE

分别约 67、43、31 倍。公司作为国内微特电机领军企业，人形机器人有望打开新市场空间。首次覆盖，给予“增持”评级。

表8: 估值对比

证券代码	可比公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			EPS			PE			PB (LF)	ROE 2022
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E		
300124.SZ	汇川技术	1,797	52.32	67.05	84.50	1.96	2.52	3.17	34	27	21	9.0	22%
003021.SZ	兆威机电	116	2.20	3.08	6.30	1.29	1.80	3.68	52	37	18	3.9	5%
688017.SH	绿的谐波	207	2.43	3.35	4.52	1.44	1.99	2.68	85	62	46	10.6	8%
873593.BJ	鼎智科技	44	1.29	1.72	2.29	2.69	3.59	4.77	34	25	19	6.4	38%
	行业平均								51	38	26	7.5	18%
603728.SH	鸣志电器	258	3.84	5.97	8.40	0.92	1.42	2.00	67	43	31	9.5	9%

资料来源: wind 一致预期 (8月11日), 浙商证券研究所

## 5 风险提示

### 1) 研发与技术突破不及预期

若公司新产品研发不及预期, 可能会影响公司产品竞争力, 进而导致公司盈利能力不及预期。

### 2) 市场需求不及预期

受国内经济环境影响, 若下游景气度不达预期, 整体行业规模可能面临继续缩减的风险, 公司盈利能力可能会受影响。

### 3) 人形机器人进展不及预期

目前人形机器人尚未量产, 最终结构尚未确定, 若发展进展不及预期, 可能对公司部分产品需求产生影响。



## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	2358	2446	3121	3913
现金	560	882	600	698
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	762	610	1176	1459
其它应收款	123	68	109	175
预付账款	36	42	57	73
存货	748	779	1098	1417
其他	128	65	80	91
<b>非流动资产</b>	1507	1784	2134	2453
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	647	957	1257	1546
无形资产	111	107	104	99
在建工程	46	77	106	133
其他	703	643	668	676
<b>资产总计</b>	3866	4229	5255	6366
<b>流动负债</b>	1032	1010	1393	1630
短期借款	314	128	242	198
应付款项	471	590	799	992
预收账款	0	0	0	0
其他	247	292	352	440
<b>非流动负债</b>	117	82	102	100
长期借款	0	0	0	0
其他	117	82	102	100
<b>负债合计</b>	1149	1091	1495	1730
少数股东权益	6	22	46	81
归属母公司股东权益	2711	3117	3714	4554
<b>负债和股东权益</b>	3866	4229	5255	6366

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	8	855	(18)	519
净利润	249	400	622	875
折旧摊销	64	52	69	85
财务费用	(10)	(17)	(19)	(16)
投资损失	0	(0)	(0)	(0)
营运资金变动	(237)	443	(323)	(61)
其它	(57)	(23)	(365)	(364)
<b>投资活动现金流</b>	(342)	(387)	(394)	(395)
资本支出	(163)	(381)	(386)	(391)
长期投资	0	(0)	0	0
其他	(180)	(6)	(8)	(4)
<b>筹资活动现金流</b>	228	(146)	131	(26)
短期借款	294	(186)	115	(44)
长期借款	(1)	0	0	0
其他	(65)	40	16	18
<b>现金净增加额</b>	(105)	321	(281)	98

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	2960	3801	5049	6482
营业成本	1829	2320	3033	3840
营业税金及附加	17	11	12	13
营业费用	244	304	389	486
管理费用	375	456	581	713
研发费用	218	266	353	454
财务费用	(10)	(17)	(19)	(16)
资产减值损失	(26)	(38)	(35)	(32)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
其他经营收益	25	24	28	25
<b>营业利润</b>	285	448	694	986
营业外收支	(0)	(0)	(0)	(0)
<b>利润总额</b>	285	448	693	985
所得税	36	47	71	110
<b>净利润</b>	249	400	622	875
少数股东损益	2	16	25	35
<b>归属母公司净利润</b>	247	384	597	840
EBITDA	356	501	761	1073
EPS (最新摊薄)	0.59	0.92	1.42	2.00

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	9.05%	28.42%	32.83%	28.38%
营业利润	-6.62%	56.94%	54.89%	42.08%
归属母公司净利润	-11.58%	55.47%	55.35%	40.74%
<b>获利能力</b>				
毛利率	38.20%	38.98%	39.94%	40.76%
净利率	8.41%	10.53%	12.32%	13.51%
ROE	9.58%	13.13%	17.31%	20.02%
ROIC	8.19%	12.13%	15.39%	18.16%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	29.72%	25.80%	28.44%	27.18%
净负债比率	28.83%	13.43%	17.24%	12.46%
流动比率	2.28	2.42	2.24	2.40
速动比率	1.56	1.65	1.45	1.53
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.83	0.94	1.06	1.12
应收账款周转率	4.68	5.97	6.43	5.72
应付账款周转率	3.97	4.44	4.45	4.37
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.59	0.92	1.42	2.00
每股经营现金	0.02	2.04	-0.04	1.24
每股净资产	6.45	7.42	8.84	10.84
<b>估值比率</b>				
P/E	104.23	67.04	43.15	30.66
P/B	9.51	8.27	6.94	5.66
EV/EBITDA	71.91	50.12	33.56	23.71

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>