

2025 年 02 月 24 日

赵旭东

H70556@capital.com.tw

目标价(元)

98

## 公司基本信息

产业别	电气设备
A 股价(2025/2/24)	84.68
上证指数(2025/2/24)	3379.11
股价 12 个月高/低	90.74/30.4
总发行股数(百万)	418.88
A 股数(百万)	418.88
A 市值(亿元)	354.71
主要股东	上海鸣志投资管理 有限公司 (56.08%)
每股净值(元)	6.87
股价/账面净值	12.32
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	38.7 60.8 96.9

## 近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

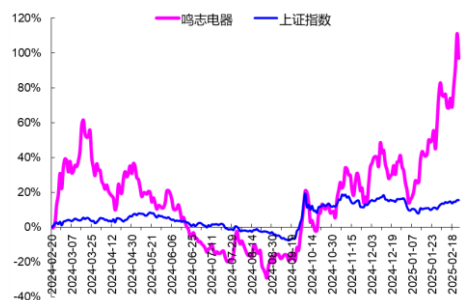
## 产品组合

控制电机及其驱动系统	85.6%
电源与照明系统控制类	5.5%
设备状态管理系统类	0.9%
贸易类产品	3.4%

## 机构投资者占流通 A 股比例

基金	1.8%
一般法人	72.7%

## 股价相对大盘走势



## 鸣志电器 (603728.SH)

买进 (Buy)

## 深耕空心杯电机业务，人形机器人业务进度领先

## 结论与建议：

公司是国内步进电机龙头，通过外延、并购等方式提高运控技术水平的同时，成功开拓美洲、欧洲、东南亚等海外市场。而公司在空心杯电机领域的前瞻布局，将使公司在人形机器人浪潮中抢占先机。我们看好公司在空心杯电机领域的领先优势，首次覆盖，给予“买进”的投资建议。

- **公司深耕控制电机业务，下游应用向高附加值领域开拓：**控制电机及其驱动系统是公司主要的收入来源，营收占比超 85%，其中，控制电机包括步进电机、无刷电机、伺服电机、空心杯电机等具体商品。从市场地位看，公司打破了日本企业对步进电机行业的垄断，混合式步进电机产品全球市场份额稳居前三；其他产品如直流无刷电机和空心杯无齿槽电机也在国际市场上享有良好声誉。从下游应用看，公司产品用于工控自动化、纺织、安防等传统行业，并且向医疗、半导体、锂电、机器人等新兴高附加值领域开拓，特别是在半导体元件和锂电生产的制程以及自动跟踪装置等领域，公司拥有完整、高效的解决方案。2024 年上半年公司控制电机及其驱动系统业务实现收入 10.4 亿元，同比下降 3.0%，主要是因为国内自动化行业需求疲弱，叠加海外供应链去库存，使得公司运动控制解决方案实现收入 3.5 亿元，同比下降 15.2%；但是公司控制电机业务合计实现收入 6.8 亿元，同比增长 3.2%，其中，高端产品如无刷电机业务实现收入 1.3 亿，同比增长 82.2%，主要受益于相关产品在新能源汽车、机器人、半导体和锂电储能应用领域的业务增长。

- **公司前瞻布局海外市场，越南工厂一期已经投产：**2014 年，公司收购美国 AMP，解决合资企业安浦鸣志的专利问题，并获得了 AMP 的步进电机驱动器及控制技术，以及北美市场的客户资源；2015 年，公司收购美国 Lin Engineering，旨在突破 0.9° 步进电机技术，进一步提高公司产品的核心竞争力；2018 年，公司收购 T Motion，取得其全球领先的无刷、无齿槽电机、控制驱动系统技术，以及欧洲高端客户资源，公司进入海外医疗、仪器等高端市场。此外，2018 年，公司横向并购国内常州运控电子（国内仅次于公司的混合式步进电机制造商），巩固龙头地位的同时向东南亚市场拓展。2024 年上半年公司外销收入占比达 46.2%，毛利率为 49.9%，高于国内毛利率 23.0 pcts，主要是因为海外销售结构以高端领域产品为主。而产能方面，公司越南一期项目厂房改造和设备调试于 2023 年 7 月完工，估计 2024 年末将建成产能接近 400 万台。公司正对越南子公司增资，计划未来 2-3 年内进一步扩大越南公司的生产规模，为公司在亚太、一带一路沿线和欧洲市场的业务拓展提供支持，并减轻国际贸易摩擦对公司的影响，保障公司营收增长。

- **公司毛利率水平稳定，后续业绩有望好转：**近年来公司毛利率保持稳定，2021、2022、2023、2024Q1-Q3 公司毛利率分别为 37.7%、38.2%、37.2%、37.6%，其中，2024Q1-Q3 同比提高 0.9 pcts，主要是因为高毛利率的无刷电机业务收入占比提升。费用方面，2024 年前三季度公司期间费用率为 33.45%，同比提高 2.65pcts，分项来看，销售、管理、研发、财务费用率同比分别变动+0.02、+2.23、+0.64、-0.24pcts，管理、研发费用率提高，既受收入下降影响，也因为公司布局半导体、储能等新兴行业投入较大。盈利方面，受费用率提升影响，2024 年前三季度公司归母净利润率为 2.58%，同比下降 1.80pcts。当前公司太仓、越南生产基地已经投产，随着产能利用率的逐步提升，公司盈利能力有望恢复。
- **人形机器人浪潮将加速空心杯电机市场扩容：**作为人形机器人最重要的末端执行器，灵巧手需满足各类柔性制造需求，因而其对电机的精度、稳定、体积等要求较高。而空心杯电机采用无铁芯转子，具备高速响应、轻量化等特点，是当前灵巧手的主流方案。早期灵巧手仅有 11 个自由度（6 个主动自由度），而特斯拉新一代灵巧手自由度达 22 个（17 个主动自由度），我们推测单手机数量从 6 个增加至 17 个，这将显著提高空心杯电机的单机价值量。我们认为未来人形机器人放量将助力空心杯电机市场成长，并且采用高自由度灵巧手的机器人机型将不断增加，空心杯电机市场增速有望超预期。据此我们预计国内市场规模将从 2023 年的 2.9 亿美元成长至 2028 年的 7.2 亿美元，CAGR 达 20%。
- **公司是国内空心杯电机龙头，人形机器人业务进度领先：**从竞争格局来看，尽管 2023 年国内厂商占全球空心杯电机市场份额仅为 15%，但是人形机器人降本需求将为国内厂商提供弯道超车的窗口。公司作为国内空心杯电机龙头，在产品力、技术、全球化布局等方面均领先。公司产品矩阵丰富，能够提供  $\Phi 8\text{mm}-24\text{mm}$  多种外径型号，在额定转矩、转速等指标方面和 MAXON 性能相近，并且价格更低；公司通过外延并购丰富了自身的驱动控制技术，并具备线圈设计、线圈生产、绕线加工等核心加工技术，整体技术水平行业领先；公司出海布局领先，市场拓展至欧美及东南亚等重要市场，能够适配各地区机器人、医疗生物等行业客户。从最新的信息看，公司在机器人领域，特别是人形机器人及灵巧手方面进展情况顺利，与中美两地该领域超 20 家企业（含该头部企业在内）建立了实质性的合作关系，进展领先于同类企业。我们看好公司在人形机器人业务的布局，有望为公司未来发展奠定坚实基础。
- **盈利预测及投资建议：**预计 2024-2026 年公司实现净利润 0.8 亿元、1.5 亿元、2.2 亿元，yoy 分别为-46%、+92%、+52%，EPS 为 0.2 元、0.4 元、0.5 元，当前 A 股价对应 PE 分别为 469 倍、245 倍、162 倍，我们看好公司在空心杯电机领域的领先优势，对此给予“买进”的投资建议。
- **风险提示：**行业竞争加剧、海外供应链恢复不及预期、灵巧手进度不及预期、股价大幅波动风险

年度截止 12 月 31 日		2022	2023	2024F	2025F	2026F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	247	140	76	145	220
同比增减	%	-11.58	-43.20	-46.04	91.52	51.66
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.59	0.34	0.18	0.35	0.52
同比增减	%	-11.62	-43.17	-46.48	91.52	51.66
A 股市盈率(P/E)	X	142.75	251.20	469.36	245.08	161.59
股利 (DPS)	RMB 元	0.07	0.04	0.05	0.11	0.17
股息率 (Yield)	%	0.08	0.05	0.06	0.13	0.20

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq$ 35%
买进 (Buy)	15% $\leq$ 潜在上涨空间<35%
区间操作 (Trading Buy)	5% $\leq$ 潜在上涨空间<15%
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等
	预期近期股价将处于盘整
	建议降低持股

附一：合并损益表

百万元	2022	2023	2024F	2025F	2026F
营业收入	2960	2543	2439	2725	3218
经营成本	1829	1597	1513	1679	1978
营业税金及附加	17	15	14	15	18
销售费用	244	203	195	211	241
管理费用	375	348	376	374	417
财务费用	-10	3	-3	-2	-2
资产减值损失	-15	-15	-32	-21	-22
投资收益	0	-3	1	2	2
营业利润	285	151	75	155	241
营业外收入	0	1	0	0	1
营业外支出	1	3	2	0	0
利润总额	285	149	73	155	242
所得税	36	7	-5	5	17
少数股东损益	2	1	2	5	5
归属于母公司所有者的净利润	247	140	76	145	220

附二：合并资产负债表

百万元	2022	2023	2024F	2025F	2026F
货币资金	2439	2725	3218	2439	2725
应收帐款	1513	1679	1978	1513	1679
存货	14	15	18	14	15
流动资产合计	195	211	241	195	211
长期投资净额	376	374	417	376	374
固定资产合计	-3	-2	-2	-3	-2
在建工程	-32	-21	-22	-32	-21
无形资产	1	2	2	1	2
资产总计	75	155	241	75	155
流动负债合计	0	0	1	0	0
长期负债合计	2	0	0	2	0
负债合计	73	155	242	73	155
少数股东权益	-5	5	17	-5	5
股东权益合计	2	5	5	2	5
负债和股东权益总计	76	145	220	76	145

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2022	2023	2024F	2025F	2026F
经营活动产生的现金流量净额	8	203	241	234	275
投资活动产生的现金流量净额	-342	-41	-179	-188	-75
筹资活动产生的现金流量净额	228	-188	194	120	-253
现金及现金等价物净增加额	-55	-8	256	166	-53

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证@持意见或立场，或会买进，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证@。此份报告，不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。