

雷赛智能（002979.SZ）

智能运控领域领先企业，充分受益人形机器人产业发展

优于大市

核心观点

2024 年营业收入同比增长 11.93%，归母净利润同比增长 44.67%。2024 年公司实现营收 15.84 亿元，同比增长 11.93%；归母净利润 2.00 亿元，同比增长 44.67%。单季度看，2024 年第四季度公司实现营收 4.29 亿元，同比增长 18.71%；归母净利润 0.56 亿元，同比增长 21.50%。全年收入增长主要受益于伺服系统及控制技术类产品的快速放量，叠加降本增效措施成效显著。2025 年第一季度实现营收 3.90 亿元，同比增长 2.36%；归母净利润 0.56 亿元，同比增长 2.25%。盈利能力方面，2024 年公司毛利率/净利率为 38.27%/12.65%，同比提升 0.20/2.62 个百分点，高端产品结构优化及供应链成本管控推动毛利改善。2025 年第一季度毛利率/净利率为 38.07%/14.30%，同比持平。费用率方面，2024 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.75%/4.68%/12.30%/0.30%，同比变动 -5.94/-3.22/-2.56/-3.90pct，精细化管控下费用率显著优化。

深耕智能制造主航道，控制技术类收入增长迅速。公司深耕智能制造主航道，伺服系统及 PLC 产品在 3C、半导体设备领域市占率稳步提升。2024 年伺服系统类产品收入 7.09 亿元（同比+11.37%），L8 高端伺服及直线伺服在半导体、光伏设备领域实现进口替代；控制技术类收入 2.52 亿元（同比+46.68%），SC/MC 系列 PLC 凭借高性价比快速渗透。步进系统收入 6.06 亿元（同比+3.01%），DM5 五相步进产品在高端市场占比提升。全年新增专利 78 项，13GHz 编码器、微型伺服系统等产品性能对标国际一线。

积极布局移动机器人辅航道，推出通用机器人运动控制系统。公司从 2018 年起持续耕耘机器人行业（AGV/AMR、协作机器人等），并于 2023 年底成功研发出高密度无框力矩电机、伺服驱动器、中空编码器、空心杯电机及配套的微型伺服系统等核心产品。2024 年公司推动通用机器人运动控制系统相关产品进入研发阶段，子公司上海雷赛及灵巧驱控在无框力矩电机和空心杯电机领域进展顺利。2025 年公司规划加快人形机器人关节模组量产，并推出通用机器人运动控制系统，有望进一步打开成长空间。

投资建议：公司是智能运动控制领域领先企业，智能制造主航道发展良好；人形机器人产品拓展至高密度无框力矩电机、灵巧手及关节模组，逐渐成长为人形机器人核心部件及解决方案领航者。我们预计 2025 年-2027 年归属母公司净利润分别为 2.69/3.60/4.69 亿元，对应 PE 52/39/30 倍，一年期合理估值为 52.62-61.27 元（对应 2025 年 PE 60-70x），首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示：行业竞争加剧的风险；客户突破不及预期；新产品拓展不及预期；下游需求波动可能拖累短期业绩。

公司研究·财报点评

机械设备·自动化设备

证券分析师：吴双

0755-81981362

wushuang2@guosen.com.cn

S0980519120001

证券分析师：杜松阳

0755-81981934

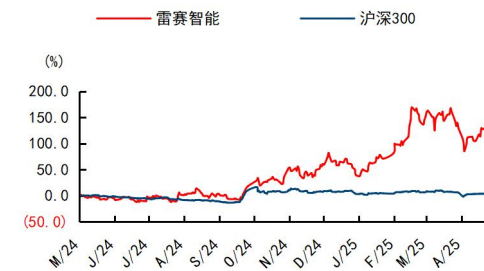
dusongyang@guosen.com.cn

S0980524120002

基础数据

投资评级	优于大市（首次评级）
合理估值	52.62 - 61.27 元
收盘价	44.80 元
总市值/流通市值	13782/9751 百万元
52 周最高价/最低价	57.40/17.34 元
近 3 个月日均成交额	1000.86 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,415	1,584	1,994	2,538	3,151
(+/-%)	5.8%	11.9%	25.9%	27.3%	24.2%
归母净利润(百万元)	139	200	269	360	469
(+/-%)	-37.1%	44.7%	34.3%	33.9%	30.2%
每股收益(元)	0.45	0.65	0.88	1.17	1.53
EBIT Margin	7.2%	13.0%	15.0%	16.2%	17.0%
净资产收益率(ROE)	10.5%	13.5%	16.5%	20.0%	22.5%
市盈率(PE)	102.0	70.1	52.2	39.0	29.9
EV/EBITDA	116.1	63.2	44.0	33.7	26.7

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

市净率 (PB)	10.71	9.45	8.63	7.78	6.75
----------	-------	------	------	------	------

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

Nm

智能装备运动控制领先企业

智能装备运动控制领域领先企业，开拓移动机器人领域

雷赛智能是智能装备运动控制领域的领先企业。公司成立于 1997 年，公司成立初期以研发突破为核心，1998 年推出国内首款 PC 运动控制卡，1999 年自主研发步进驱动器，迅速打开自动化设备市场；2003 年启动伺服系统研发并于 2007 年实现 BLM 系列电机量产，突破高端市场技术壁垒；2012 年推出智能一体式电机，完成产品总线化与智能化升级，形成三大核心业务架构。2020 年 4 月在深交所上市后，公司加速产业链整合，同年推出 HMI 触摸屏和运动控制 PLC 系列产品，并启动全球化布局。2023 年战略转型进入人形机器人赛道，成立上海雷赛机器人和深圳灵巧驱控子公司，推出高密度无框力矩电机、空心杯电机等核心部件。

公司围绕聚焦“智能装备运动控制”产业方向，制定坚守“智能制造”主航道+开拓“移动机器人”辅航道的战略目标，主要产品为伺服系统、步进系统、控制技术类产品三大类，为下游设备客户提供完整的运动控制系列产品及整体解决方案，帮助客户构建出快速、精准、稳定、智能的运动控制设备。公司产品以适用面广泛的通用型系列产品为主，极少数情况下也为大行业和大客户提供针对性定制产品。公司产品已经广泛应用于智能制造和智能服务领域的各种精密设备，例如 3C 制造设备、半导体设备、机器人、PCB/PCBA 制造设备、物流设备、特种机床、包装设备、医疗设备、锂电设备、光伏设备等。

具体来说，公司的主营业务分四类：

- 1) **伺服系统类**：主要应用于智能制造领域的交流伺服驱动器、交流伺服电机、低压伺服驱动器、低压伺服电机、一体式伺服电机、编码器等；以及主要应用于机器人领域的高密度无框力矩电机、中空编码器、空心杯电机及配套的微型伺服系统等。
- 2) **步进系统类**：数字式步进驱动器、数字式步进电机、闭环步进驱动器、闭环步进电机、一体式步进电机等。
- 3) **控制技术类**：运动控制器、运动控制卡、大中小型 PLC、远程 IO 模块等。
- 4) **移动机器人**：核心零部件、组件和解决方案，包括高密度无框力矩电机、伺服驱动器、中空编码器、空心杯电机及配套的微型伺服系统等核心产品。

表1: 公司业务介绍

业务类别	介绍	2024 年进展
步进系统业务方面	步进市场还有很大增长空间，通过研发中高端产品技术例如多总线、多合一、多认证、高精度 步进等，同时拓展新行业新应用、进一步提升了步进产品线的市场占有率和市场领导地位。推出的全新一代旗舰型五相步 进产品—DM5 步进系统类产品实现销售收入 60,584.85 万元。	
伺服系统业务方面	近年来公司持续不断地在交流伺服领域加强投入，成功构建“多层次、多合一、多总线、多认 证”的四多产品架构，驱动器、电机、编码器等方面的产 品技术突飞猛进；交流伺服 L7 通用型系列、L8 高端型以及直线 伺服系列，性能总体达到国外同类产品水平，获得众多市场客户青睐和大量进口品牌替代的机会。此外，公司自主研发的 27 位超高精度光编编码器已成功量产。	伺服系统类产品实现销售收入 70,873.59 万元。
控制技术业务方面	公司持续加大对控制技术类产品的研发投入，尤其是大/中/小型 PLC 和远程 IO 模块等产品系列；近两年推出的小型 SC 系列、中型 MC 系列、大型 LC 系列，三大类运动控制 PLC 都取得了较好的市场突破。研发的 S 系列“超强”运动控制 PLC，以 Small、Slim、Strong、Simple 四大亮点，重构小型 PLC 的能力边界，以极简架构实现主控产品的全面升级，革新传统小型 PLC 的能控制技术类业务实现销售收入 25,179.38 万元；其中 PLC 相 力上限；公司在 PC-Based 产品领域实现技术突破，重磅推出 DMC-S 系列超产品销售收入同比增长 88.16%。	
人形机器人业务方面	公司人形机器人业务定位是核心零部件、组件和解决方案提供商，为众多整 机厂家提供系列 化伺服控制核心部件和模组级解决方案。公司从 2018 年起 持续耕耘机器人行业（AGV/AMR、协作机器人等），并于 2023 年 底成功研 发出高密度无框力矩电机、伺服驱动器、中空编码器、空心杯电机及配套的 微型伺服系统等核心产品。	公司围绕发展“移动机器人”辅赛道，成立子公司上海雷赛 机器人科技有限公司，聚焦“超高密度”无框电机、关节模 组 解决方案；成立子公司深圳市灵巧驱控技术有限公司，聚 焦空心杯电机以及灵巧手解决方案。同时积极布局相关产 建设，持续为客户创造价值，加速人形机器人产业的商业化 应用，进而打造公司业务第二增长曲线。

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图1: 公司产品布局图



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司在全球范围内布局 50 多个销售服务网点，满足客户的差异化需求。公司在全国主要城市和区域设置了营销服务办事处，通过本地化资源部署，快速响应客户需求；通过实施“渠道为主，直销为辅，互补共赢”渠道策略，大力引入外部优秀的渠道合作伙伴加盟，借助渠道伙伴多年的客户群沟通服务经验，共同为全球上万家设备客户提供雷赛精品组合与服务，满足不同细分设备客户群的差异化需求。

图2: 雷赛智能全球服务网点



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

财务情况

公司营收利润均保持稳健增长态势。2019–2024 年公司收入从 6.6 亿元增长至 15.8 亿元，CAGR 19.02%，其中 2025 年一季度收入 3.9 亿元，同比增长 2.36%，保持增长；2019–2024 年公司净利润从 1.08 亿元增长至 2.00 亿元，CAGR 13.25%，其中 2025 年一季度净利润 0.56 亿元，同比增长 2.25%，和收入增速持平。

图3: 雷赛智能 2025 年第一季度营业收入同比增长 2.36%



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

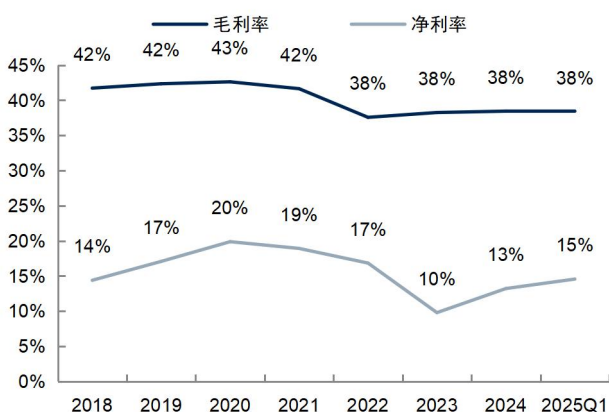
图4: 雷赛智能 2025 年第一季度归母净利润同比增长 2.25%



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

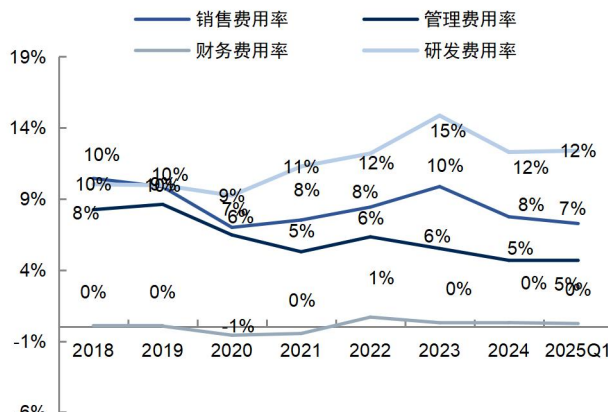
公司盈利能力保持稳定，费用率整体呈下滑趋势。2018-2024 年公司毛利率稳定在 38-43%区间, 2022 毛利率下滑主要系 OEM 自动化市场景气度下滑以及低毛利率的伺服产品占比提升所致。2018-2024 年净利率先降后升, 2023 年降至低点 9.80%，主要系公司切入移动机器人领域后，研发和销售投入大幅增加、非经常性收益同比减少所致。2024 年公司净利率已修复至 13.22%。

图5: 雷赛智能盈利能力保持稳定



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

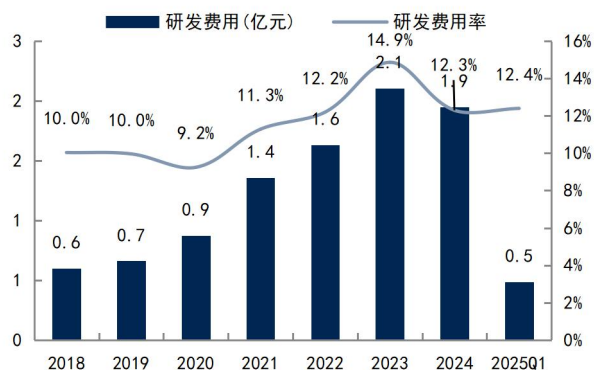
图6: 雷赛智能费用率相对稳定



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

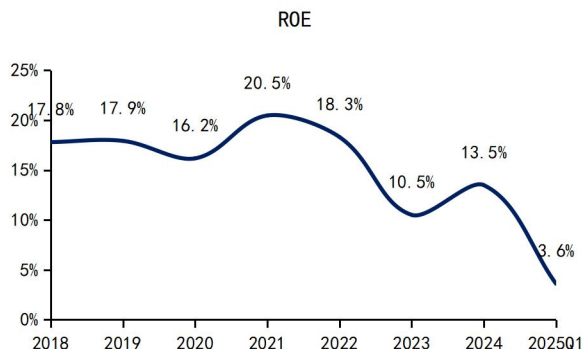
公司研发投入积极，ROE 保持较高水平。公司的研发投入整体呈上升趋势，研发费用率从 2018 年的 10.0%增长至 2024 年的 12.3%，累计增长 2.3 个百分点。公司 ROE 有所下滑但是仍维持在较高水平，2024 年公司 ROE13.5%，同比增长 3.0 个百分点。

图7：雷赛智能保持较高的研发投入



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：雷赛智能 ROE 保持较高水平



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

股权结构：实控人合计持有公司 43.11%股份

公司股权结构稳定。截至 2024 年 12 月 31 日，公司实际控制人为李卫平及其妻子施慧敏，其中李卫平直接持有公司 28.08%股份，通过深圳市雷赛实业发展有限公司间接持有 7.09%股份，其妻子施慧敏持有公司 7.94%股份，二人合计持有公司 43.11%的股份。

图9：公司控股股东及实际控制人情况（20241231）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

积极布局人形机器人解决方案，已获得规模订单

打造机器人第二增长曲线，聚焦无框电机、关节模组解决方案。公司人形机器人业务定位是核心零部件、组件和解决方案提供商，为众多整机厂家提供系列化伺服控制核心部件和模组级解决方案。公司从 2018 年起持续耕耘机器人行业（AGV/AMR、协作机器人等），并于 2023 年底成功研发出高密度无框力矩电机、伺服驱动器、中空编码器、空心杯电机及配套的微型伺服系统等核心产品。

2024 年成立多家子公司，人形机器人领域发展良好。2024 年，公司围绕发展“移

动机器人”辅赛道，成立子公司上海雷赛机器人科技有限公司，聚焦“超高密度”无框电机、关节模组解决方案；成立子公司深圳市灵巧驱控技术有限公司，聚焦空心杯电机以及灵巧手解决方案。同时积极布局相关产能建设，持续为客户创造价值，加速人形机器人产业的商业化应用，进而打造公司业务第二增长曲线。凭借多年深耕人形机器人核心零部件领域的领先技术能力与市场成绩，荣获 2024 金球奖“年度优秀供应链企业”奖项。

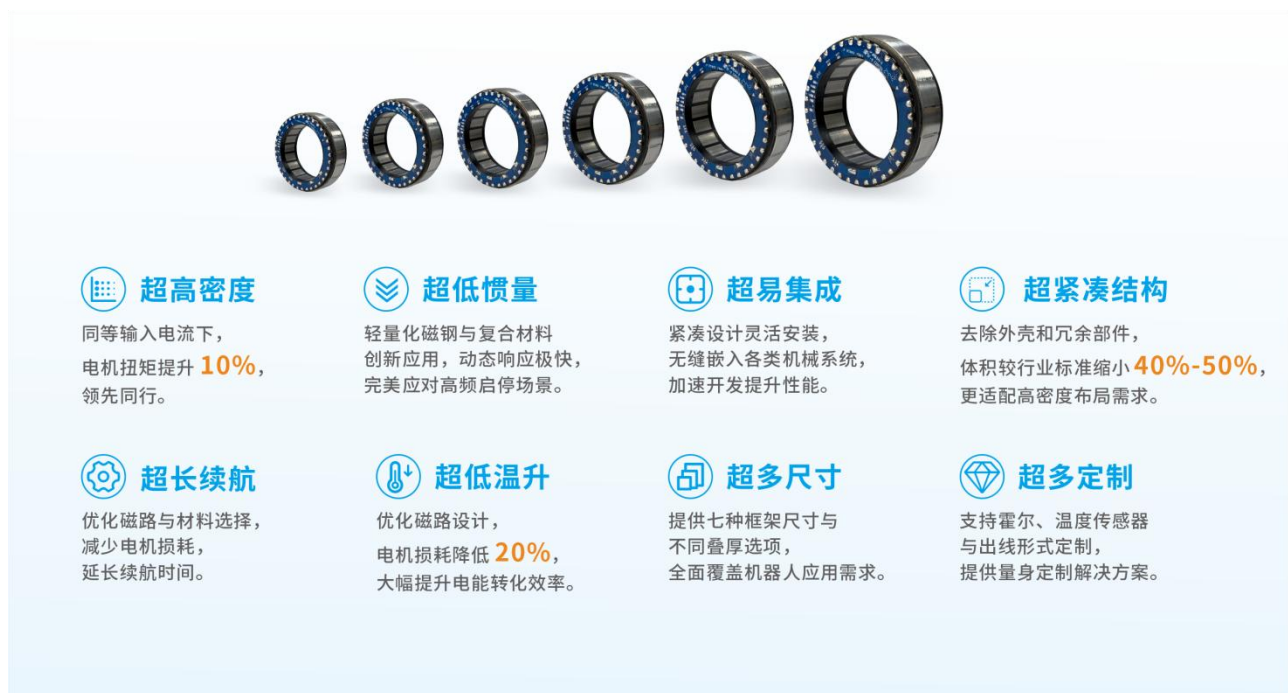
公司人形机器人相关产品获得客户广泛认可。截至 2025 年 4 月，已有数百家机器人公司及模组厂家测试和试用公司产品，产品功能和性能得到市场和客户的广泛认可，公司无框力矩电机、空心杯电机已经取得若干规模商业订单，累计供货超万台。

图10：公司灵巧手展示



资料来源：雷赛智能公众号，国信证券经济研究所整理

图11: 公司超高密度无框力矩电机展示



资料来源：雷赛智能公众号，国信证券经济研究所整理

图12: 公司经济型机器人关节模组展示



资料来源：雷赛智能公众号，国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

伺服系统类：2022–2024 年公司伺服系统领域销售收入分别为 4.02/5.34/7.09 亿元，增速分别为 26.8%/32.9%/32.7%。公司是伺服系统领先供应商，是行业内拥有完整运动控制产品线的少数企业之一。2025 年一季度公司收入利润增速放缓，主要系少量光伏行业尾单在交付所致。考虑到公司的光伏订单占比显著减少和其他订单增速良好，以及行业的发展节奏，我们假设 2025–2027 年伺服系统销售收入分别为 9.57/12.44/15.55 亿元，毛利率分别为 28.5%/29.0%/29.0%。

步进系统：2022–2024 年公司步进系统销售收入分别为 6.41/6.61/6.06 亿元，增速分别为 9.0%/3.2%/–8.3%，整体稳定。公司通过研发中高端产品技术例如多总线、多合一、多认证、高精度步进等，同时拓展新行业新应用、进一步提升了步进产品线的市场占有率和市场领导地位。我们假设 2025–2027 年步进系统销售收入逐年增长，分别为 6.66/8.00/9.60 亿元，毛利率分别为 39.6%/40.1%/40.1%。

可编程逻辑控制器：2022–2024 年公司可编程逻辑控制器销售收入分别为 1.82/1.77/2.52 亿元，增速分别为 0.4%/–2.4%/41.9%，2024 年业务增速较快。公司持续加大对控制技术类产品的研发投入，我们假设未来该业务 2025–2027 年销售收入分别为 3.53/4.76/6.19 亿元，毛利率维持 2024 年水平 66.2%。

表2：公司历史经营数据及关键假设

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
伺服系统类						
收入	4.02	5.34	7.09	9.57	12.44	15.55
增速	26.8%	32.9%	32.7%	35.0%	30.0%	25.0%
成本	2.88	3.82	5.10	6.84	8.83	11.04
毛利	1.14	1.52	1.98	2.73	3.61	4.51
毛利率(%)	28.3%	28.5%	28.0%	28.5%	29.0%	29.0%
步进系统类						
收入	6.41	6.61	6.06	6.66	8.00	9.60
增速	9.0%	3.2%	–8.3%	10.0%	20.0%	20.0%
成本	3.95	4.00	3.69	4.03	4.79	5.75
毛利	2.46	2.61	2.37	2.64	3.20	3.84
毛利率(%)	38.4%	39.4%	39.1%	39.6%	40.1%	40.1%
可编程逻辑控制器						
收入	1.82	1.77	2.52	3.53	4.76	6.19
增速	0.4%	–2.4%	41.9%	40.0%	35.0%	30.0%
成本	0.57	0.57	0.85	1.19	1.61	2.09
毛利	1.25	1.20	1.67	2.33	3.15	4.09
毛利率(%)	68.6%	67.8%	66.2%	66.2%	66.2%	66.2%
其他业务						
收入	1.14	0.43	0.18	0.18	0.18	0.18
增速	–3.1%	–62.1%	–58.5%	0.0%	0.0%	0.0%
成本	0.96	0.35	0.11	0.10	0.10	0.10
毛利	0.18	0.09	0.07	0.07	0.07	0.07
毛利率(%)	15.8%	19.9%	41.4%	41.4%	41.4%	41.4%
营业总收入	13.38	14.15	15.84	19.94	25.37	31.51
增速	11.2%	17.6%	11.9%	25.9%	27.3%	24.2%
营业成本	8.35	8.74	9.75	12.17	15.34	18.99

增速	18.9%	24.5%	11.6%	24.8%	26.1%	23.8%
毛利率	37.59%	38.23%	38.45%	38.97%	39.54%	39.73%
毛利	5.03	5.41	6.09	7.77	10.03	12.52

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

综上所述，预计 2025-2027 年公司营收为 19.94/25.38/31.51 亿元，同比 25.9%/27.3%/24.2%，毛利率 38.97%/39.54%/39.73%，毛利 7.77/10.03/12.52 亿元。

未来 3 年业绩预测

根据上述假设条件，我们测算得到公司 2025-2027 年的营收分别为 19.94/25.38/31.51 亿元，同比 25.9%/27.3%/24.2%；归母净利润分别为 2.69/3.60/4.69 亿元，同比增速 34.32%/33.87%/30.22%。

表3：未来三年盈利预测

利润表（百万 元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1415	1584	1994	2538	3151
营业成本	874	975	1217	1534	1899
营业税金及附加	11	11	15	19	23
销售费用	140	123	144	179	216
管理费用	78	74	83	101	119
研发费用	210	195	235	294	359
财务费用	4	5	5	6	8
投资收益	2	7	31	31	31
资产减值及公允价值变动	3	8	20	20	16
其他收入	(162)	(175)	(275)	(335)	(391)
营业利润	152	237	306	416	543
营业外净收支	(0)	1	0	0	0
利润总额	152	237	306	416	544
所得税费用	13	28	26	40	54
少数股东损益	0	9	12	16	21
归属于母公司 净利润	139	200	269	360	469

资料来源：Wind，国信证券经济研究所测算

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值

首先对资本成本进行假设。

Beta 值：通过 Wind 选取 2019-2024 年可比公司汇川技术、禾川科技、鸣志电器、步科股份的无杠杆 Beta 数据，并参考公司历史无杠杆 Beta，假设无杠杆 Beta 为 1.00；

无风险利率：选取最近发行的 10 年期国债利率 2.70%；

股票风险溢价：以道琼斯指数近 20 年的年复合增长率 4.36%为基准，考虑到我国作为新兴资本市场，给与一定溢价，得出股票风险溢价 6.50%；

K_d：为税前债务成本，一般采用债券的到期收益率来反映，此处我们选取 AA 级中债企业债收益率作为参考，考虑到公司是民企，融资成本较高，给予 2.0%左右的风险溢价，由此假设债务成本 4.50%；

永续增长率：公司的产品主要是伺服系统、可编程逻辑控制器、移动机器人，假设公司永续增长率为 2.00%。

根据以上主要假设条件，测算得出加权平均资本成本 WACC 为 8.58%，考虑到公司作为成熟、且能稳定产生现金流的企业，故采用 FCFF 估值法对公司进行绝对估值，得出公司合理估值为 45.96-62.26 元。

未来 10 年估值假设条件见下表：

表4：绝对估值法资本成本假设（20250427）

	合理值
无杠杆 Beta	0.90
无风险利率	2.70%
股票风险溢价	6.50%
公司股价（元）	45.68
发行在外股数（百万股）	308
股票市值（百万元）	14053
债务总额（百万元）	444
K _d	4.50%
T	8.34%
K _a	8.55%
有杠杆 Beta	0.93
K _e	8.72%
E/(D+E)	96.94%
D/(D+E)	3.06%
WACC	8.58%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表5: FCFF 估值表

单位: 百万元	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	TV
EBIT	299.5	411.1	535.9	688.3	882.1	1,109.3	1,385.3	1,655.3	1,975.1	2,353.6	
所得税税率	8.34%	9.57%	9.88%	9.27%	9.57%	9.57%	9.47%	9.54%	9.53%	9.51%	
EBIT*(1-所得税税率)	274.6	371.8	483.0	624.5	797.7	1,003.1	1,254.1	1,497.4	1,786.9	2,129.7	
折旧与摊销	45.0	46.7	48.3	50.0	51.6	53.2	54.9	56.5	58.1	59.7	
营运资金的净变动	(203.9)	(287.2)	(323.4)	(445.0)	612.9	(286.9)	(303.8)	(330.8)	(367.4)	(402.9)	
资本性投资	(26.0)	(26.0)	(26.0)	(26.0)	(26.0)	(26.0)	(26.0)	(26.0)	(26.0)	(26.0)	
FCFF	89.7	105.2	181.9	203.5	1,436.2	743.4	979.1	1,197.1	1,451.6	1,760.5	27,295.9
PV(FCFF)	82.6	89.2	142.1	146.4	951.7	453.7	550.3	619.7	692.1	773.0	11,985.4
核心企业价值	16,486.1										
减: 净债务	216.0										
股票价值	16,270.2										
每股价值(元)	52.89										

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及测算

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感, 对折现率与永续增长率设置两档分别为 0.2% 的变动幅度, 对应计算出绝对估值法下股价的合理变动区间为 45.96-62.26 元。

表6: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

	52.89	8.2%	8.4%	8.58%	8.8%	9.0%
2.6%	62.26	59.56	57.05	54.70	52.51	
2.4%	60.51	57.96	55.57	53.34	51.26	
2.2%	58.88	56.45	54.19	52.06	50.07	
2.0%	57.35	55.05	52.89	50.86	48.96	
1.8%	55.92	53.72	51.66	49.73	47.90	
1.6%	54.58	52.48	50.51	48.65	46.91	
1.4%	53.31	51.31	49.42	47.64	45.96	

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所分析

相对估值

公司是国内智能装备运动控制领域的领军企业之一, 为国内外数万家智能装备制造企业提供稳定可靠、高附加值的运动控制核心部件及系统级解决方案, 同时布局人形机器人领域业务, 因此我们选择伺服系统、可编程逻辑控制器、人形机器人领域的企业汇川技术、禾川科技、鸣志电器、步科股份作为可比公司。公司和可比公司均属于人形机器人产业链, 人形机器人行业处于 0-1 的变革期, 未来市场空间或达万亿, 公司和可比公司均有望显著受益, 发展空间广阔。在可比公司中, 汇川技术 2024 年正式布局人形机器人, 公司的人形机器人业务布局较早、收入占比较高、且布局方向有所不同(公司在高密度无框力矩电机、灵巧手、伺服驱动器、中空编码器、空心杯电机及配套的微型伺服系统等领域均有布局), 所以估值高于行业龙头汇川技术。

综合考虑可比公司的估值及公司在智能装备运动控制领域的优势和移动机器人领域的拓展, 我们预计 2025 年-2027 年归属母公司净利润分别为 2.69/3.60/4.69 亿元, 对应 PE 52/39/30 倍, 一年期合理估值为 52.62-61.27 元(对应 2025 年 PE 60-70x)。

表7: 可比公司估值表值 (20250425)

日期														
序号	分类	证券代码	证券简称	投资评级	收盘价	总市值 (亿元)	EPS				PE			
							2023A	24E	25E	26E	2023A	24E	25E	26E
1	A 股	300124.SZ	汇川技术	优于大市	64.91	1,749	1.63	1.84	2.19	2.60	40	35	30	25
2	A 股	688320.SH	禾川科技	暂无	41.85	63	0.65	0.35	0.10	0.50	64	120	408	84
3	A 股	603728.SH	鸣志电器	优于大市	64.09	268	0.59	0.33	0.39	0.53	109	192	165	121
4	A 股	688160.SH	步科股份	优于大市	101.47	85	1.08	0.72	1.03	1.47	94	141	99	69
平均值											37	-1	219	55
1	A 股	002979.SZ	雷赛智能	优于大市	45.68	141	0.45	0.65	0.88	1.17	102	70	52	39

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 无评级公司盈利预测系 wind 一致预期, 除汇川技术以外, 其他公司 2024 年业绩为实际值

投资建议

综合以上, 我们预计 2025 年-2027 年归属母公司净利润分别为 2.69/3.60/4.69 亿元, 对应 PE 52/39/30 倍, 一年期合理估值为 52.62-61.27 元 (对应 2025 年 PE 60-70x), 首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 52.62-61.27 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.70%、风险溢价 6.50%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2.0%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的可比公司的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2025 年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司的业务结构，最终给予公司 2025 年 60-70 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

基于工业自动化、移动机器人行业的发展趋势和公司自身的业务发展情况，我们假设公司 2026-2027 年收入增长 25.9%/27.3%/24.2%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。如果工业自动化行业下游需求不达预期，公司未来营收增速可能不达预期。

行业竞争加剧的风险

工控自动化领域外资品牌持续下沉市场，内资企业加速抢占份额，若公司产品竞争力不足或市场响应滞后，可能导致客户拓展受阻，如果出现竞争对手增加、竞争对手采取低价策略等情况，可能面临市场份额被挤压的风险，从而影响公司收入和利润。

客户突破不及预期

公司推行“经销为主”策略（2024 年经销收入占比升至 48.32%），但若渠道商协同效率低或区域覆盖不足，将制约新客户开发，从而影响公司的收入增长。

新产品拓展不及预期

人形机器人业务作为新增长点，该领域技术门槛高、商业化周期长，若核心部件（如无框电机、关节模组）量产进度或客户验证不及预期，可能拖累整体业绩。

下游需求波动可能拖累短期业绩

公司短期业绩受光伏、锂电等下游行业需求下滑拖累，2025 年一季度整体增长放缓。若公司下游光伏、锂电等行业持续低迷，公司短期利润修复可能承压。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	358	286	398	371	367	营业收入	1415	1584	1994	2538	3151
应收款项	592	763	950	1164	1489	营业成本	874	975	1217	1534	1899
存货净额	463	376	557	703	829	营业税金及附加	11	11	15	19	23
其他流动资产	159	202	175	277	341	销售费用	140	123	144	179	216
流动资产合计	1574	1709	2081	2516	3026	管理费用	78	74	83	101	119
固定资产	419	419	430	429	422	研发费用	210	195	235	294	359
无形资产及其他	15	12	12	13	13	财务费用	4	5	5	6	8
投资性房地产	276	212	212	212	212	投资收益	2	7	31	31	31
长期股权投资	22	27	30	33	37	资产减值及公允价值变动	3	8	20	20	16
资产总计	2305	2379	2765	3202	3710	其他收入	(162)	(175)	(275)	(335)	(391)
短期借款及交易性金融负债	260	134	161	185	160	营业利润	152	237	306	416	543
应付款项	369	390	523	640	794	营业外净收支	(0)	1	0	0	0
其他流动负债	133	125	141	198	235	利润总额	152	237	306	416	544
流动负债合计	761	649	825	1023	1189	所得税费用	13	28	26	40	54
长期借款及应付债券	201	223	283	333	383	少数股东损益	0	9	12	16	21
其他长期负债	12	2	2	2	2	归属于母公司净利润	139	200	269	360	469
长期负债合计	213	225	285	335	385	现金流量表（百万元）					
负债合计	974	874	1110	1358	1574	净利润	139	200	269	360	469
少数股东权益	12	18	27	38	54	资产减值准备	(8)	16	(10)	(0)	(0)
股东权益	1319	1487	1628	1806	2082	折旧摊销	28	30	45	47	48
负债和股东权益总计	2305	2379	2765	3202	3710	公允价值变动损失	(3)	(8)	(20)	(20)	(16)
关键财务与估值指标						财务费用	4	5	5	6	8
每股收益	0.45	0.65	0.88	1.17	1.53	营运资本变动	(301)	(42)	(204)	(287)	(323)
每股红利	0.35	0.17	0.42	0.59	0.63	其它	8	(9)	19	12	15
每股净资产	4.26	4.83	5.29	5.87	6.77	经营活动现金流	(138)	186	99	111	194
ROIC	17%	20%	27%	32%	35%	资本开支	0	(51)	(26)	(26)	(26)
ROE	11%	13%	17%	20%	23%	其它投资现金流	(0)	(81)	82	0	0
毛利率	38%	38%	39%	40%	40%	投资活动现金流	(3)	(137)	53	(30)	(30)
EBIT Margin	7%	13%	15%	16%	17%	权益性融资	0	20	0	0	0
EBITDA Margin	9%	15%	17%	18%	19%	负债净变化	(69)	22	60	50	50
收入增长	6%	12%	26%	27%	24%	支付股利、利息	(110)	(51)	(128)	(183)	(193)
净利润增长率	-37%	45%	34%	34%	30%	其它融资现金流	413	(82)	27	24	(25)
资产负债率	43%	37%	41%	44%	44%	融资活动现金流	57	(121)	(41)	(109)	(168)
息率	0.8%	0.4%	0.9%	1.3%	1.4%	现金净变动	(84)	(72)	112	(27)	(4)
P/E	102.0	70.1	52.2	39.0	29.9	货币资金的期初余额	442	358	286	398	371
P/B	10.7	9.5	8.6	7.8	6.7	货币资金的期末余额	358	286	398	371	367
EV/EBITDA	116.1	63.2	44.0	33.7	26.7	企业自由现金流	0	119	90	105	182
						权益自由现金流	0	58	172	173	200

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 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 层

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