

信义山证汇通天下

证券研究报告

基础件

捷昌驱动（603583.SH）

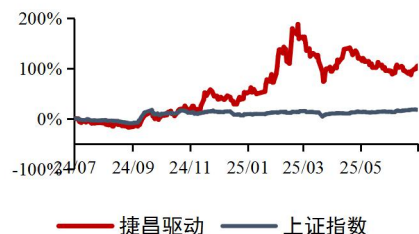
增持-A(首次)

国产线性驱动领军企业，进军机器人打开成长空间

2025 年 7 月 18 日

公司研究/深度分析

公司近一年市场表现



市场数据：2025 年 7 月 17 日

收盘价（元）：	36.65
总股本（亿股）：	3.82
流通股本（亿股）：	3.82
流通市值（亿元）：	140.09

基础数据：2025 年 3 月 31 日

每股净资产（元）：	11.61
每股资本公积（元）：	5.92
每股未分配利润（元）：	4.32

资料来源：最闻

分析师：

潘宁河

执业登记编码：S0760523110001

邮箱：panninghe@sxzq.com

姚健

执业登记编码：S0760525040001

邮箱：yaojian@sxzq.com

林挺

执业登记编码：S0760524100003

投资要点：

➤ **深耕线性驱动领域二十余年，行业龙头地位稳固。**公司成立于 2000 年，深耕线性驱动领域二十余年，具备丰富的行业技术沉淀。公司产品主要应用于智能家居、智慧办公、医疗康护、工业自动化、汽车智能化领域，并提供各类线性驱动部件及系统。公司在亚太、欧洲、美洲等地区设有子公司和生产基地，产品和服务已得到 100 多个国家和地区数千名客户的认可。24 年公司加大对机器人的研发投入，筹划成立机器人执行器事业中心，聚焦于线性执行器、旋转模组、空心杯电机等领域，并与灵巧智能成立合资公司灵捷智能，专注于机器人灵巧手、关节模组及驱动器等核心零部件的研发生产制造销售等相关业务，业务布局不断实现多元化发展。

➤ **受益于产品智能化和工业精细化，线性驱动产品有望全面开花。**线性驱动产品应用领域持续拓宽，下游市场需求量日益增加。分下游看，1) **智慧办公领域**：随着可升降办公桌产品渗透率的持续提升、日益健全的法律以及白领人群对健康办公意识的提升，有望带动办公桌用线性驱动产品市场规模持续扩容。2) **智能家居领域**：随着 AI 技术的快速发展，叠加消费者对于生活便利性与安全性的日益增长的需求，以及物联网技术的广泛渗透，全球智能家居市场实现了迅猛的扩张，催生了巨大的线性驱动系统需求。3) **医疗康护领域**：随着老龄化趋势加速、适老化产品向智能化方向发展及政策的持续加码，更多具备先进功能的医疗器械产品将会出现，满足老年人不同生活场景的需求，从而带动线性驱动系统在医疗器械领域更广泛的应用。此外，线性驱动产品在工业自动化、汽车智能化、人形机器人等领域也在不断渗透，推动行业景气度向上。

➤ **人形机器人量产在即，布局线性执行器、灵巧手开拓新增长曲线。**公司深耕线性驱动技术多年，具备执行器解决方案底层能力，其主导的浙江省“领雁”研发计划已成功研发出大、中、小三种规格的线性执行器关节样机，覆盖人形机器人关节运动的核心需求。此外，公司于 24 年与灵巧智能合资成立浙江灵捷机器人零部件有限公司，主要从事于机器人灵巧手、关节模组及驱动器等核心零部件的研发生产制造销售等相关业务，目前已与国内外下游的主机厂积极合作开发相关产品。

➤ **投资建议：**预计公司 25-27 年归母公司净利润分别为 4.67/5.60/6.67 亿元，同比增长 65.5%/20.0%/19.1%。公司 25-27 年 PE 估值低于可比公司均值。考虑到公司作为线性驱动行业的领先企业，技术成熟、产品质量领先、全球产能布局减缓关税扰动影响、盈利能力较强，同时积极布局机器人灵巧手和关



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

节执行器，且具备执行器解决方案底层能力，公司业绩确定性较强，首次覆盖，给予“增持-A”评级。

风险提示：关税政策变动的风险，宏观经济波动风险，市场竞争加剧风险，人形机器人产业化不及预期风险，汇率波动的风险等。

财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,034	3,652	4,393	5,216	6,158
YoY(%)	0.9	20.4	20.3	18.7	18.1
归母净利润(百万元)	206	282	467	560	667
YoY(%)	-37.2	36.9	65.5	20.0	19.1
毛利率(%)	29.2	29.6	30.1	30.8	31.3
EPS(摊薄/元)	0.54	0.74	1.22	1.47	1.74
ROE(%)	5.0	6.5	9.9	10.8	11.6
P/E(倍)	68.0	49.7	30.0	25.0	21.0
P/B(倍)	3.4	3.2	3.0	2.7	2.5
净利率(%)	6.8	7.7	10.6	10.7	10.8

资料来源：最闻，山西证券研究所

目录

1. 公司分析：深耕线性驱动行业，应用领域广泛.....	7
1.1 基本概况：国内线性驱动领军企业，深耕行业二十余年.....	7
1.2 管理层及股权架构：股权结构集中，管理层经验丰富.....	9
1.3 财务分析：多元化布局驱动业绩向好，盈利能力持续改善.....	11
2. 受益于产品智能化和工业精细化，线性驱动产品有望全面开花.....	14
2.1 需求端：预计 23-27 年全球线性驱动市场规模 CAGR 为 8.34%.....	14
2.2 供给端：海外厂商具备先发优势，国内企业性价比优势突出.....	23
3. 看点：与灵巧智能强强联手，布局人形机器人迎新增长曲线.....	24
3.1 设立海外子公司、布局海外产能，打开全球市场空间.....	24
3.2 绑定海外优质客户，多种销售模式并驾齐驱.....	26
3.3 多年研发投入行业领先，逐渐形成产业技术壁垒.....	28
3.3 人形机器人量产在即，布局线性执行器、灵巧手开拓新增长曲线.....	29
4. 盈利预测与投资建议.....	36
4.1 盈利预测.....	36
4.2 投资建议.....	37
5. 风险提示.....	39

图表目录

图 1：公司发展历程图.....	7
图 2：公司主要产品分为部件类产品以及系统类产品.....	8
图 3：捷昌驱动股权架构图（截止 2025 年 3 月 31 日）.....	9
图 4：公司 2017 年-2025Q1 营业收入及同比增速.....	11
图 5：公司 2017 年-2025Q1 归母净利润及同比增速.....	11

图 6: 公司收入结构占比——分地区.....	12
图 7: 公司收入结构占比——分销售模式.....	12
图 8: 2017-2025Q1 公司销售毛利率和净利率 (%)	13
图 9: 2017-2025Q1 公司期间费用率 (%)	13
图 10: 2018-2024 年现金分红及现金分红比例.....	13
图 11: 电动推杆剖面图.....	14
图 12: 不同年龄段职场白领存在颈腰椎问题比重 (%)	15
图 13: 职场白领常见颈腰椎问题 (%)	15
图 14: Google 关于升降桌搜索热度.....	16
图 15: 2015-2030E 全球 65 岁以上人口及比重.....	17
图 16: 2010-2024 年中国 65 岁以上人口及比重.....	17
图 17: 越来越多具备更多先进功能的医疗器械产品出现.....	18
图 18: 全球智能家居市场规模及同比增速.....	19
图 19: 全球智能家居入户率 (%)	19
图 20: 电动推杆在工业自动化的应用.....	20
图 21: 全球工业自动化市场规模及同比增速.....	20
图 22: 2021-2032 年全球跟踪系统安装量和市场总额.....	21
图 23: 2023 年全球主要跟踪系统市场渗透率 (%)	21
图 24: 全球工业机器人累计安装量及同比增速.....	22
图 25: 2018-2027E 全球工业机器人年安装量及同比增速.....	22
图 26: 全球新能源汽车销量及渗透率持续提升.....	23
图 27: 国内新能源汽车销量及渗透率持续提升.....	23
图 28: 公司境外营收、同比增速及占比.....	25

图 29: 公司全球生产基地及本地化服务.....	25
图 30: 公司拥有优质的客户资源（部分列举）	26
图 31: 前五大客户营收占比情况（%）	26
图 32: 公司研发费用率基本领先于同行业水平.....	28
图 33: 近年来公司专利数量.....	28
图 34: 人形机器人执行器关节示意图.....	29
图 35: 机器人各零部件成本构成.....	29
图 36: 特斯拉旋转执行器及线性执行器结构拆分示意图.....	30
图 37: 特斯拉 Optimus 拿鸡蛋.....	32
图 38: 特斯拉 Optimus 用 22 自由度灵巧手接网球.....	32
图 39: 灵巧智能 DexHand 021 灵巧手量产版应用场景广泛.....	32
图 40: 2021-2030E 全球机器人灵巧手市场容量.....	33
图 41: 2021-2030E 全球机器人灵巧手市场规模.....	33
图 42: 公司获得了浙江省 2024 年度“领雁”研发攻关计划项目立项.....	34
图 43: 灵巧智能 2024 年秋季发布会.....	35
图 44: 灵巧智能 DexHand 021 灵巧手量产版发售.....	35
图 45: 浙江灵捷机器人零部件有限公司股权架构.....	35
图 46: 公司联手灵巧智能成立浙江灵捷机器人零部件有限公司.....	35
表 1: 线性驱动系统下游主要应用场景.....	8
表 2: 公司管理层行业经验丰富.....	10
表 3: 全球三大线性驱动主要应用市场规模.....	14
表 4: 2023-2027E 全球办公桌线性驱动产品市场规模（亿元，%）	16

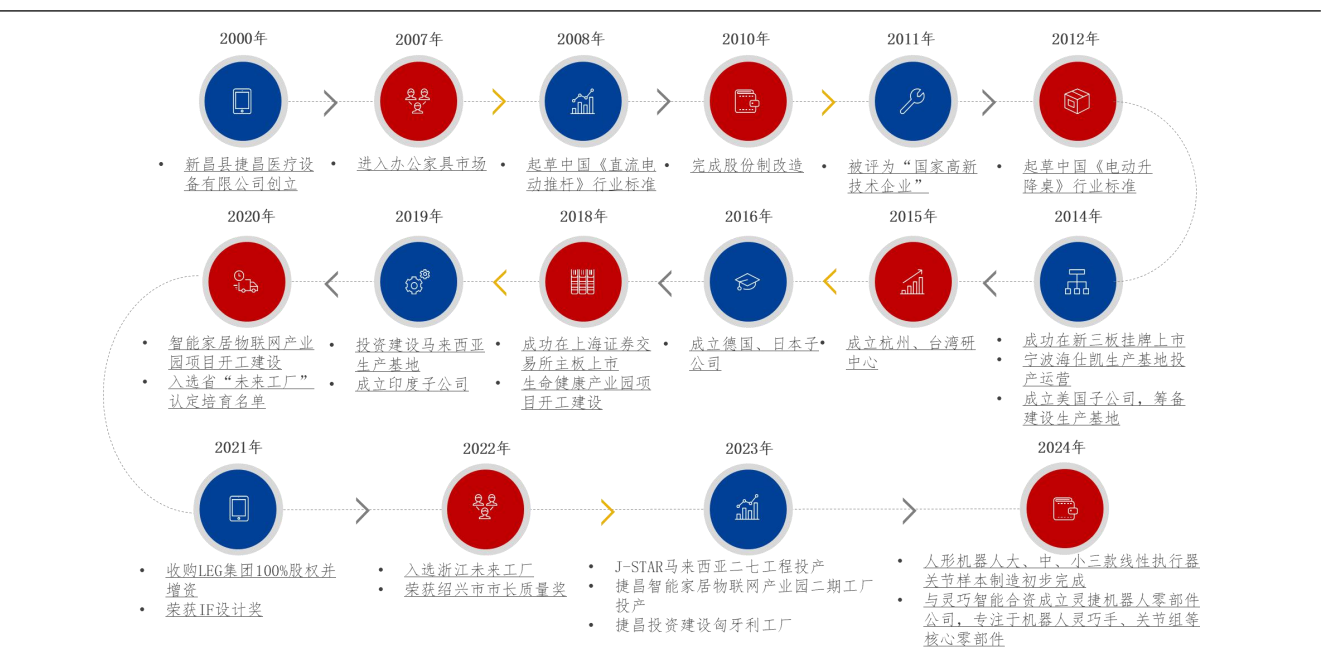
表 5: 2019 年以来我国出台多项政策支持银行经济及适老化改造.....	17
表 6: 2023-2027E 全球医疗器械领域线性驱动产品市场规模（亿元，%）	19
表 7: 2023-2027E 全球智能家居线性驱动产品市场规模（亿元，%）	20
表 8: 线性驱动行业主要参与者.....	23
表 9: 公司拟将“数字化系统升级与产线智能化改造项目”延期并增加实施地点.....	25
表 10: 销售政策、定价政策和结算政策.....	27
表 11: 公司积极参与各类国际展会，有效拓展了境外的销售客户	28
表 12: 全球人形机器人对应的线性执行器市场空间（亿元）	31
表 13: 公司盈利预测（百万元）	37
表 14: 可比公司估值.....	39

1. 公司分析：深耕线性驱动行业，应用领域广泛

1.1 基本概况：国内线性驱动领军企业，深耕行业二十余年

深耕线性驱动领域二十余年，行业龙头地位稳固。公司成立于 2000 年，深耕线性驱动领域二十余年，具备丰富的行业技术沉淀，并于 2018 年 9 月在上海证券交易所上市，是一家专注于线性驱动产品研发、生产及销售的公司。此外，公司作为国家高新技术企业，牵头起草了中国《直流电动推杆》行业标准、《电动升降桌》行业标准，填补行业标准空白，推动行业的标准化和产业化进程。目前，公司在亚太、欧洲、美洲等地区设有子公司和生产基地，产品和服务已得到 100 多个国家和地区数千名客户的认可。此外，公司筹划成立机器人执行器事业中心，聚焦于线性执行器、旋转模组、空心杯电机等领域，并与灵巧智能成立合资公司灵巧智能，专注于机器人灵巧手、关节模组及驱动器等核心零部件的研发生产制造销售等相关业务，业务布局不断实现多元化发展。

图 1：公司发展历程图



资料来源：公司官网，2024 年 9 月 27 日捷昌驱动交易所互动平台信息，山西证券研究所

公司线性驱动产品主要由电动推杆、升降立柱、配套的控制器等部件组成，其广泛应用于智慧办公、医疗康护、智能家居、工业自动化等领域的终端产品。线性驱动原理是通过控制

系统将指令传达至机械结构，使电动机的圆周运动，转换为推杆的直线运动，从而达到推拉、升降重物的效果。线性驱动产品主要由电动推杆、升降立柱、配套的控制器等部件组成。公司生产的线性驱动产品按应用领域可分为医疗康护驱动系统、智慧办公驱动系统、智能家居控制系统、工业自动化控制系统、汽车智能化控制系统及人形机器人等领域。

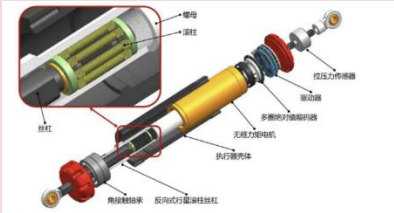
图 2：公司主要产品分为部件类产品以及系统类产品

部件	JC35L35 电动推杆	JS36DS8-4-S 升降立柱	锂电池电机-5V 遮阳驱动	轮椅电机 SYM17	控制器 JCB35NH1	操作器 JCH35A22	配件快充充电器
							
系统	Karma Essence 升降桌	Aquarius-400M 可调节床架	JC35VT 升降电视机架	JC35M3-1 洗澡椅	JC35LT1 升降座便器		
							
	JC35SZJ 升降梳妆台	JC35TLQ 台面平移	助行车系统 JC35LT5	电动反弹器 JC35TMQ	JC37B1 升降吊柜		
							

资料来源：公司官网，山西证券研究所

表 1：线性驱动系统下游主要应用场景

应用领域	主要应用	终端产品
医疗康护	主要应用于医院、疗养所、各种治疗中心、养老院、私人家庭康复护理等场所，具体产品为电动医疗床、疗养所护理床、家庭护理床、病人移位器、升降诊察台、治疗椅、轮椅、电动洗澡椅等	
智慧办公	智能升降办公桌、电控柜子、升降办公椅、智能投影仪器等	

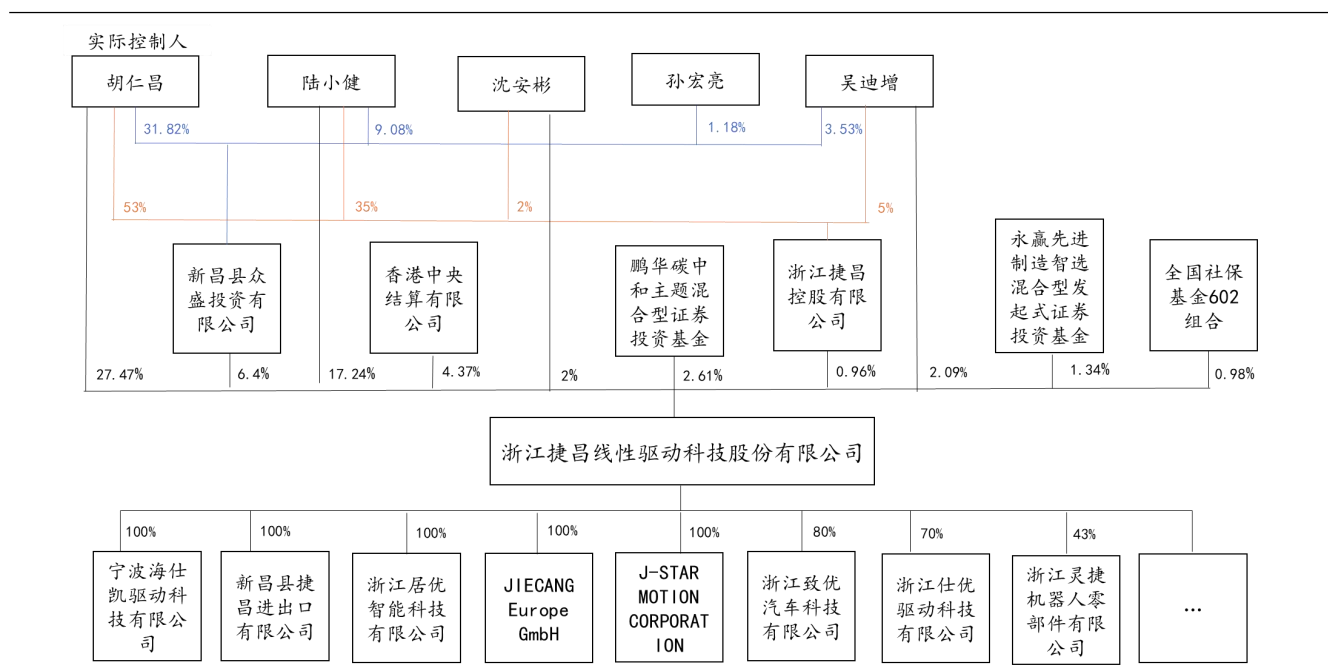
应用领域	主要应用	终端产品
智能家居	升降沙发、老人椅、升降家居床、按摩椅、按摩床、升降电视机架、智能厨房电器等	
工业自动化	太阳能追踪器、清扫车、收割机、游艇、汽车、舞台、工业等	
汽车智能化	电动拖车钩系统、电动门系统、娱乐屏驱动机构等	
人形机器人	线性关节驱动器、旋转模组、空心杯电机等	

资料来源：公司 2024 年年报，豪江智能招股说明书，极氪官网，杭州新剑传动官网，山西证券研究所

1.2 管理层及股权架构：股权结构集中，管理层经验丰富

公司股权结构集中且稳定。胡仁昌先生为公司实际控制人，截止 2025 年 3 月 31 日，胡仁昌先生直接和通过新昌县众盛投资有限公司、浙江捷昌控股有限公司间接共持有公司 30% 的股份，股权结构稳定且集中。公司主要子公司包括宁波海仕凯、浙江居优智能、美国捷事达、日本捷事达、德国捷昌、浙江致优汽车科技等等。

图 3：捷昌驱动股权架构图（截止 2025 年 3 月 31 日）



资料来源：Wind，山西证券研究所

核心高管团队深耕产业二十余年，行业从业经验丰富。公司核心管理层团队拥有丰富的机械制造行业的从业经验，对行业发展特色和发展趋势有着深刻的认识和理解。其中，公司董事长胡仁昌自 90 年代初即开始从事机械制造行业，是《中华人民共和国轻工行业标准》QB-T4288-2012 的主要起草人之一，具备丰富的机械制造产业经验。同时，公司注重对各类专业人才的培养和引进，为公司的未来业务发展和技术开发做好人才储备。

表 2：公司管理层行业经验丰富

姓名	职务	主要经历
胡仁昌	法定代表人、董事长	具备机械制造技术背景，是《中华人民共和国轻工行业标准》QB/T4288-2012 的主要起草人之一。1992 年 10 月创办新昌县东昌模具厂，任厂长；2000 年 3 月，创办新昌县捷昌医疗设备有限公司，任公司法定代表人、总经理；2010 年 4 月，投资设立浙江捷昌线性驱动科技有限公司，任法定代表人、执行董事兼总经理；2010 年 5 月至 2010 年 7 月，任浙江捷昌线性驱动科技有限公司法定代表人、董事长兼总经理；现任公司法定代表人、董事长。
陆小健	董事、总经理	是《中华人民共和国轻工行业标准》QB/T4288-2012 的主要起草人之一。1990 年 9 月至 2000 年 2 月，担任南京四开电子企业有限公司研发部经理；2000 年 3 月至 2010 年 7 月，先后担任新昌县捷昌医疗设备有限公司副总经理及浙江捷昌线性驱动科技有限公司总经理；2010 年 8 月至今，担任公司董事、总经理；现任公司董事、总经理。
吴迪增	董事、副总经理	1993 年至 2005 年，历任宁波联合集团业务员、经理、分公司副总经理；2006 年至 2014 年，先后担任新昌县捷昌医疗设备有限公司、浙江捷昌县线性驱动科技有限公司及公司董事、副总经理；2014 年至今担任海仕凯科技总经理，现任公司董事、副总经理。
孙宏亮	董事、副总经	曾任开锐咨询金融事业部总经理、拉夏贝尔服饰股份有限公司分公司总经理、宝龙地产项目总

姓名	职务	主要经历
	理	经理；现任公司董事、副总经理。
徐铭峰	董事、董事会秘书	2008 年 9 月至 2010 年 4 月，在立信会计师事务所杭州分所担任审计员；2010 年 8 月至今，先后担任公司董事、董事会秘书；现任公司董事、董事会秘书。
房宏强	财务负责人	1997 年至 2022 年，曾任浙江中包派克奇包装有限公司财务经理、浙江宝驰置业有限公司财务总监、埃斯特维华义制药有限公司财务总监；现任公司财务负责人。
潘柏鑫	监事会主席	1973 年 2 月至 1986 年 6 月，担任新昌县东门水电站技术员；1986 年 6 月至 1992 年 10 月，担任新昌县中宝股份有限公司车间主任；2007 年 1 月至 2010 年 4 月，担任新昌县捷昌医疗设备有限公司注塑车间主任；2010 年 4 月至 2010 年 8 月，担任浙江捷昌线性驱动科技有限公司注塑车间主任；2010 年 8 月至 2015 年 9 月，担任捷昌驱动注塑车间主任；2015 年 9 月至今就职于捷昌驱动研发部，现任公司监事会主席。

资料来源：公司 2024 年年报，山西证券研究所

1.3 财务分析：多元化布局驱动业绩向好，盈利能力持续改善

多元化业务布局驱动业绩稳步向好。公司 2017-2024 年营收持续增长，年复合增长率达 26.75%。其中 2021 年营收增幅较大，主要系下游客户需求激增及 LEG 并表；2024 年公司实现营业收入 36.52 亿元，同比增长 20.37%；25Q1 实现营业收入 9.61 亿元，同比增长 35.59%。净利润方面，2021 年、2023 年净利润均同比下降，2021 年主要系 2020 年中美贸易关税豁免及部分关税返还，叠加 2021 年钢材等原材料、运费成本均大幅上涨、LEG 并表等因素共同结果所致；2023 年主要系受到子公司 LEG 亏损及资产减值影响所致。2024 年公司实现归母净利润 2.82 亿元，同比增长 36.91%；25Q1 实现归母净利润 1.13 亿元，同比增长 62.21%。

图 4：公司 2017 年-2025Q1 营业收入及同比增速

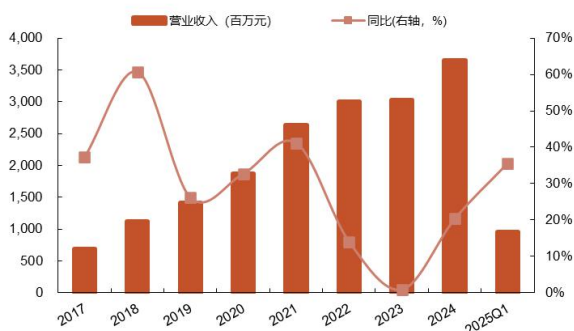


图 5：公司 2017 年-2025Q1 归母净利润及同比增速

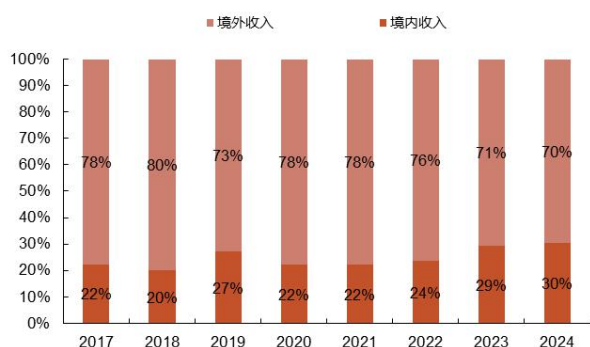


资料来源：Wind，山西证券研究所

资料来源：Wind，山西证券研究所

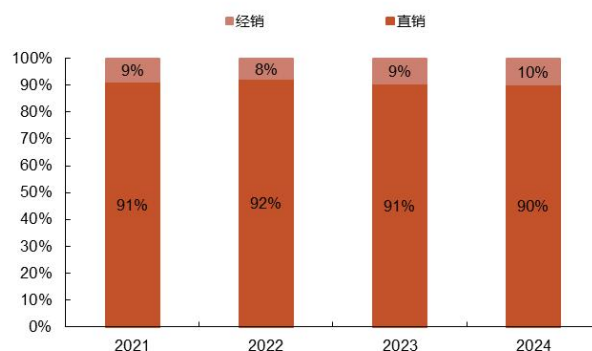
公司营收主要来源于海外市场，内销市场发展潜力巨大。公司产品销售包括海外市场销售与国内销售，主要通过直销方式进行。外销方面，公司与海外厂商合作方式主要以 ODM 模式为主，2024 年公司境外收入占比为 70%。考虑到公司在北美市场已与一批客户建立战略合作关系，同时加强对马来西亚、美国生产基地的支持力度，并整合 LEG 项目优势资源，持续提升海外销售布局；境内收入方面，公司国内销售业务规模相对较小，2024 年内销收入占比为 30%，主要集中在广东、江苏、浙江等地区。随着我国经济的快速发展，居民收入水平不断提高，消费者的消费理念改变，逐渐接受改善健康医疗环境和提高生活品质的医疗、家居产品，内销市场发展潜力巨大。

图 6：公司收入结构占比——分地区



资料来源：Wind，山西证券研究所

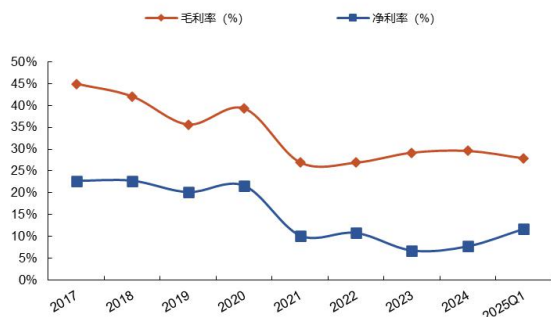
图 7：公司收入结构占比——分销售模式



资料来源：公司 2021、2022、2023、2024 年年报，山西证券研究所

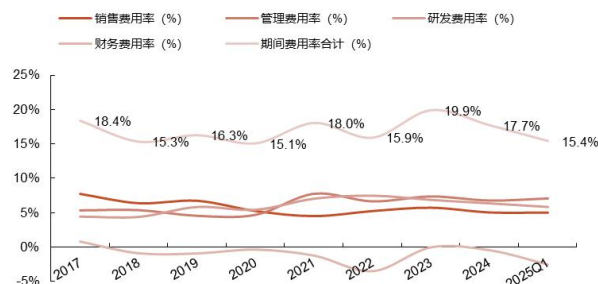
25Q1 毛利率下降，净利率提升。公司毛利率自 2017 年的 44.9% 下降至 2024 年的 29.57%，呈现先下降后趋于稳定的走势，主要受到关税、原材料及运费成本的上涨、竞争对手扩产带来的影响所致。25Q1 毛利率为 27.86%，同比下降 2.18pct。公司持续围绕降本增效，大力推进精益化生产和精细化降本工作，并已取得阶段性成果。公司 2017 年至 2025Q1 费用率均有所下降。净利率方面，公司 2024 年净利率为 7.70%，同比增长 0.96pct；25Q1 净利率为 11.71%，同比增长 2.03pct。

图 8：2017-2025Q1 公司销售毛利率和净利率（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 9：2017-2025Q1 公司期间费用率（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

稳定分红比例回馈投资者。公司自上市以来，每年均向投资者派发年度现金红利。2021-2024 公司现金分红比例分别为 31.06%、30.51%、31.74%、40.80%，且于 2021-2024 年股利支付率均保持在 30%以上，高度重视股东回报。

图 10：2018-2024 年现金分红及现金分红比例



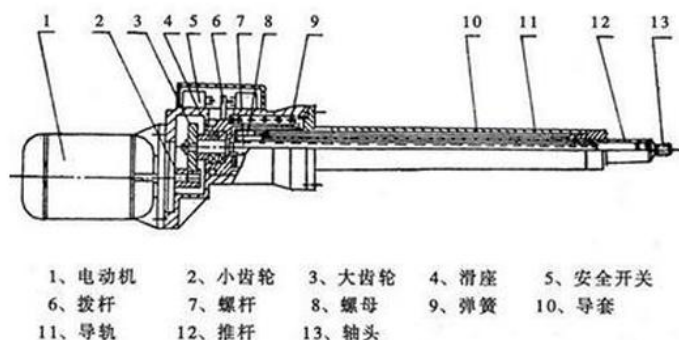
资料来源：Wind，山西证券研究所

2. 受益于产品智能化和工业精细化，线性驱动产品有望全面开花

2.1 需求端：预计 23-27 年全球线性驱动市场规模 CAGR 为 8.34%

线性驱动产品应用领域持续拓宽，下游市场需求量日益增加。线性驱动产品又称电动推杆，是由驱动电机、减速齿轮、螺杆、螺母、导套、推杆、滑座、弹簧、外壳及涡轮、微动控制开关等组成，与开关电源、控制器或面板一起组成线性驱动系统，被广泛应用于位移、角度控制机构中，可实现远距离控制、集中控制或自动控制。线性驱动产品最早应用于农业机械以提升农业效率。随着全球工业与电子控制技术的发展，线性驱动系统在工业智能化领域的应用场景不断增加，同时欧美等发达地区居民愈发注意生活品质，线性驱动产品也开始逐渐应用于智能家居、智慧办公、医疗康护等消费级领域。多样化的应用将为线性驱动行业带来更广阔的市场空间和增长机遇。我们基于对智能家居、医疗康护、智慧办公领域线性驱动产品市场规模的预测，预计 2027 年全球线性驱动行业市场规模将达到 753 亿元，2023-2027 年 CAGR 为 8.34%。

图 11：电动推杆剖面图



资料来源：凯迪股份招股说明书，山西证券研究所

表 3：全球三大线性驱动主要应用市场规模

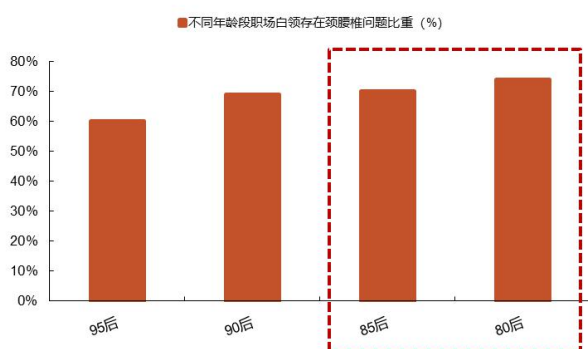
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
①智慧办公领域线性驱动产品（亿元）	229	250	272	296	321
②医疗康护领域线性驱动产品	220	234	247	262	279
③智能家居领域线性驱动产品	97	111	125	139	153
①+②+③全球三大主要应用市场规模（亿元）	547	595	645	698	753

资料来源：Statistic，普华有策，公司 23 年年报，meet intelligence《全球智能家居市场深度研究报告》，山西证券研究所（注：美元兑人民币汇率 7.2014 元人民币/美元）

2.1.1 智慧办公领域

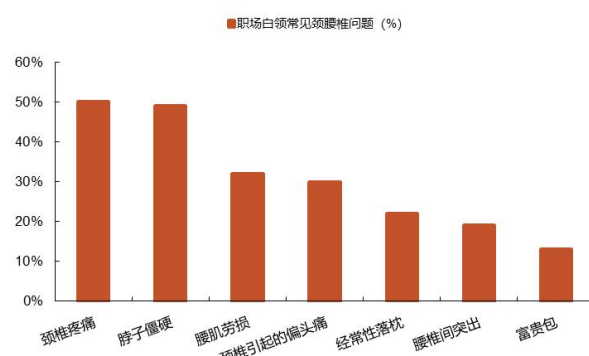
久坐不动导致职场白领颈腰椎问题日益凸显，升降桌等智能升降产品可以满足不同身高使用者和站坐交替的健康办公人群的需求。根据第一财经商业数据中心联合罗技中国发布的《2021 职场白领健康图鉴》数据显示，我国近 94% 的打工人面临着健康困扰，平均每人存在 5.4 种健康问题。其中多数职场白领受到久坐不动导致的颈椎疼痛、脖子僵硬和腰肌劳损等问题，严重者则会引发偏头痛、腰间盘突出等疾病。随着职场白领对于健康办公意识的不断增强，其对于人体工学产品的需求也快速增加，比如对于升降办公桌的需求。升降桌等智能升降产品可以通过调整桌面高度，满足不同身高使用者和站坐交替的健康办公人群的需求，有利于预防和改善颈腰椎职业病的作用。同时，为了顺应健康工作的理念，及更好的提升办公效率和舒适度，不少美国大型科技 IT 等企业，如 Google、苹果、Facebook 等，纷纷为员工配备电动升降办公桌。根据 Google Trend 数据，美国民众对于“电动升降办公桌”的搜索热度持续增长，智能升降办公桌已逐渐成为现代办公生活的重要标配。

图 12：不同年龄段职场白领存在颈腰椎问题比重 (%)



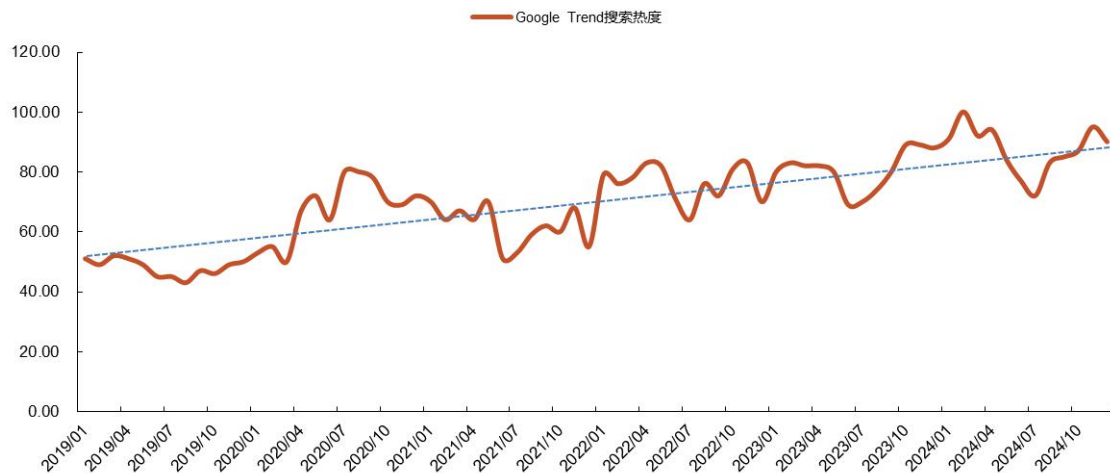
资料来源：第一财经商业数据中心，罗技问卷调研，山西证券研究所（N=1512）

图 13：职场白领常见颈腰椎问题 (%)



资料来源：第一财经商业数据中心，罗技问卷调研，山西证券研究所（N=1512）

图 14: Google 关于升降桌搜索热度



资料来源: Google Trends, 山西证券研究所

全球可升降桌产品渗透率不断提升, 带动其市场规模迅速增长。考虑到欧美国家纷纷出台相关法律法规, 鼓励和监督企业为员工的健康保障提供人体工程学解决方案, 有望带动可升降办公桌在全球办公桌产品中的渗透率。根据公司 23 年年报, 假定 24 年我国可升降办公桌在办公桌产品中的渗透率约为 4%, 对标全球约 10% 的渗透率, 我国可升降办公桌渗透率提升空间广阔。未来随着可升降办公桌产品渗透率的持续提升、日益健全的法律以及白领人群对健康办公意识的提升, 有望带动办公桌用线性驱动产品市场规模持续扩容。假设全球可升降办公桌线性驱动产品渗透率逐年提升, 则 2027 年全球办公桌用线性驱动产品市场规模约为 321 亿元, 2023-2027 年 CAGR 为 8.80%。

表 4: 2023-2027E 全球办公桌线性驱动产品市场规模 (亿元, %)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
①全球家具市场规模 (亿元)	53,626	55,543	57,637	59,828	62,070
②全球办公家具 (①*15%)	8044	8332	8646	8974	9311
③全球办公桌产品 (②*30%)	2413	2499	2594	2692	2793
④全球可升降办公桌线性驱动产品渗透率 (%)	9.50%	10.00%	10.50%	11.00%	11.50%
全球办公桌线性驱动产品市场规模 (亿元, ④*③)	229	250	272	296	321
同比增速 (%)	12.2%	9.0%	9.0%	8.7%	8.5%

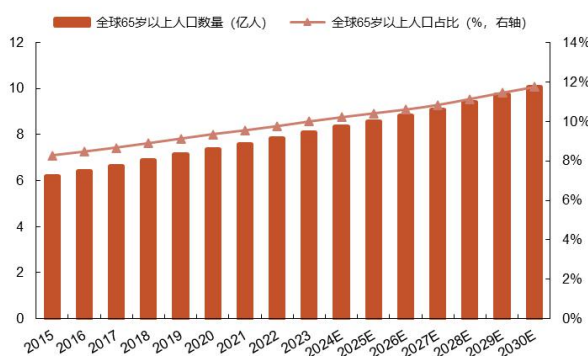
资料来源: Statistic, 公司 23 年年报, 普华有策, 山西证券研究所 (注: 假设美元兑人民币汇率 7.2095 元)

人民币/美元)

2.1.2 医疗康护领域

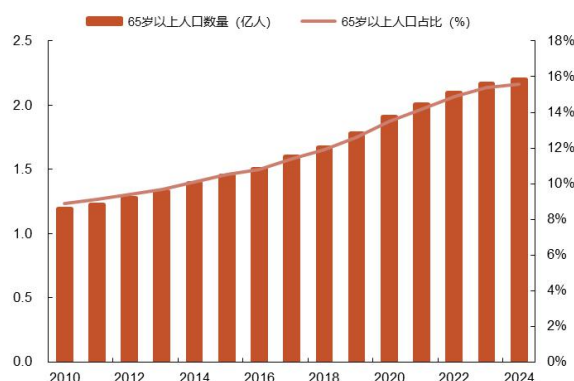
考虑到全球老龄化趋势加速、医疗器械智能化渗透率的提升以及相关政策的加码，有望推升智能适老化产品需求的持续增加。据联合国预测，2024 年全球 65 岁及以上人口占比达 10.2%，这表明全球已步入老龄化社会。同时，我国老龄化也日益加剧，截止 2024 年，我国 65 岁以上人口占比达 15.6%。考虑到全球老龄化趋势加速、智能适老化产品渗透率的提升及相关政策的持续加码，有望带动智能适老化产品需求的增加，以满足老年人不同生活场景的需求，比如电动护理床系统、移位器系统、电动轮椅驱动系统等。

图 15：2015-2030E 全球 65 岁以上人口及比重



资料来源：联合国，山西证券研究所

图 16：2010-2024 年中国 65 岁以上人口及比重



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

表 5：2019 年以来我国出台多项政策支持银行经济及适老化改造

时间	名称	内容
2019 年 4 月	《关于推进养老服务发展的意见》	实施老年人居家适老化改造工程。2020 年底前，采取政府补贴等方式，对所有纳入特困供养、建档立卡范围的高龄、失能、残疾老年人家庭，按照《无障碍设计规范》实施适老化改造
2020 年 11 月	《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标的建议》	实施积极应对人口老龄化国家战略，推动养老事业和养老产业协同发展，健全基本养老服务体系
2022 年 2	《关于推进“十四五”特殊	提出“十四五”时期支持 200 万户特殊困难高龄、失能、残疾老年人家庭实施适老化

时间	名称	内容
月	困难老年人家庭适老化改造工作的通知》	改造，巩固家庭养老基础地位，进一步提升老年人居家生活的安全性和便利化
2023 年 5 月	《关于推进基本养老服务体系建设意见》	推进基本养老服务体系建设是实施积极应对人口老龄化国家战略，实现基本公共服务均等化的重要任务
2024 年 1 月	《关于发展银发经济增进老年人福祉的意见》	实施积极应对人口老龄化国家战略，坚持尽力而为、量力而行，推动有效市场和有为政府更好结合，促进事业产业协同，加快银发经济规模化、标准化、集群化、品牌化发展，培育高精尖产品和高品质服务模式
2024 年 7 月	《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》	统筹安排 3000 亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新，包括居家适老化改造的物品材料购置。

资料来源：中华人民共和国中央人民政府，中华人民共和国国家发展和改革委员会，中华人民共和国民政部，中华人民共和国国务院新闻办公室，新华社，山西证券研究所

线性驱动系统作为智能适老化产品的核心动力部件，有望充分受益于老龄化趋势加速及政策加码。目前线性驱动系统主要应用于电动病床、护理床、电动轮椅及智能马桶等医疗器械产品。随着老龄化趋势加速、适老化产品向智能化方向发展及政策的持续加码，越来越多具备更多先进功能的医疗器械产品将会出现，以满足老年人不同生活场景的需求，从而带动线性驱动系统在医疗器械领域更广泛的应用。假设线性驱动产品占医疗器械设备价值量比重为 0.5%，则 2027 年全球医疗器械领域线性驱动产品市场规模约为 279 亿元，2023-2027 年 CAGR 为 6.07%。

图 17：越来越多具备更多先进功能的医疗器械产品出现



资料来源：公司官网，山西证券研究所

表 6：2023-2027E 全球医疗器械领域线性驱动产品市场规模（亿元，%）

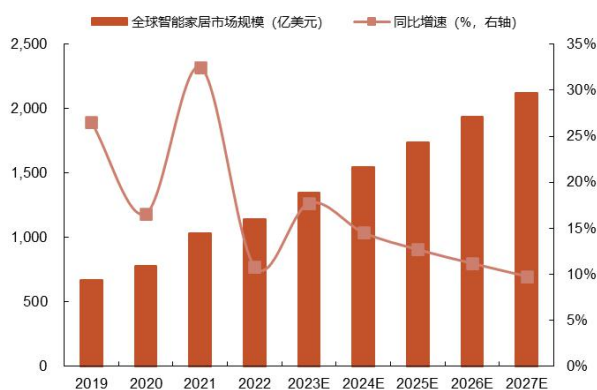
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
①全球医疗器械市场规模（亿元）	44,036	46,768	49,479	52,500	55,751
②线性驱动产品占医疗器械设备价值量比重（%）	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
全球医疗器械领域线性驱动产品市场规模（亿元，①*②）	220	234	247	262	279
同比增速（%）	6.5%	6.2%	5.8%	6.1%	6.2%

资料来源：Statistic，公司 23 年年报，山西证券研究所（注：假设美元兑人民币汇率 7.2095 元人民币/美元）

2.1.3 智能家居领域

全球智能家居行业市场规模逐年攀升，市场渗透率持续提升。在 AI 技术的推动下，叠加消费者对于生活便利性与安全性的日益增长的需求，以及物联网技术的广泛渗透，全球智能家居市场实现了迅猛的扩张。根据 Statista 数据统计，2023 年全球智能家居市场规模为 1348 亿美元，预计将于 2027 年突破 2000 亿美元。同时，全球智能家居在家庭中的渗透率持续提升，2023 年全球智能家居行业渗透率为 16.4%，预计于 2025 年超过 20%。

图 18：全球智能家居市场规模及同比增速



资料来源：Statista，meet intelligence《全球智能家居市场深度研究报告》，山西证券研究所

图 19：全球智能家居入户率（%）



资料来源：Statista，meet intelligence《全球智能家居市场深度研究报告》，山西证券研究所

线性驱动系统作为智能家居产品的核心动力部件，有望充分受益于智能家居市场的持续扩张。线性驱动产品作为智能家居产品的核心动力系统，目前主要应用于智能电动床、智能沙发、智能窗帘等各类家具，与智能家居产品市场的扩容具有同步性。伴随消费者对于智能家居产品需求的不断提升，催化了巨大的线性驱动系统需求。假设全球智能家居线性驱动产

品渗透率为 1%，则 2027 年全球智能家居领域线性驱动产品市场规模约为 153.20 亿元，2023-2027 年 CAGR 为 12.05%。

表 7：2023-2027E 全球智能家居线性驱动产品市场规模（亿元，%）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
①全球智能家居市场规模（亿元）	9,718	11,131	12,545	13,950	15,320
②全球智能家居线性驱动产品渗透率（%）	1%	1%	1%	1%	1%
全球智能家居领域线性驱动产品市场规模（亿元，①*②）	97.18	111.31	125.45	139.50	153.20
同比增速（%）	17.7%	14.5%	12.7%	11.2%	9.9%

资料来源：Statista，meet intelligence《全球智能家居市场深度研究报告》，山西证券研究所（注：假设美元兑人民币汇率 7.2095 元人民币/美元）

2.1.4 工业自动化

电动线性驱动系统为工业自动化注入新活力。随着工业 4.0 的推进、全球制造业的转型升级以及人工智能等新技术的发展，电动执行器作为工业自动化领域的关键组件，其需求量日益攀升，尤其在清洁能源、移动农业、建筑设备、工程车辆、智能物流等专业市场中。同时，与传统的液压或气动执行器相比，电动执行器在精度、效率和可控性方面具有明显优势，成为了工业机械应用的首选。根据公司官网数据，2023 年全球工业机械电动执行器市场规模达到 12.6 亿美元，预计到 2029 年将增至 15.3 亿美元，年 CAGR 为 3.2%。

图 20：电动推杆在工业自动化的应用

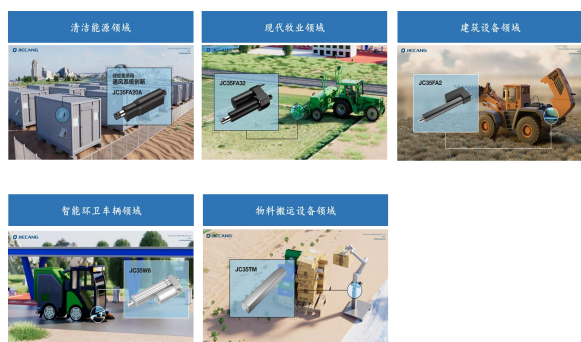
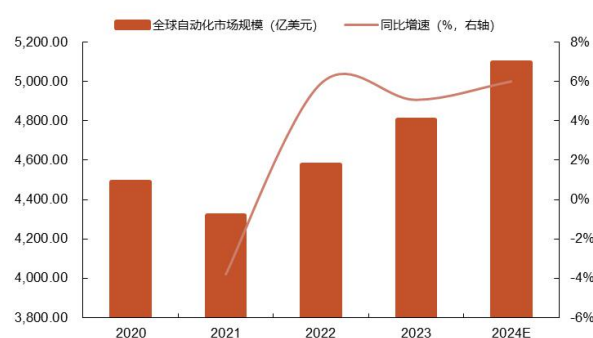


图 21：全球工业自动化市场规模及同比增速



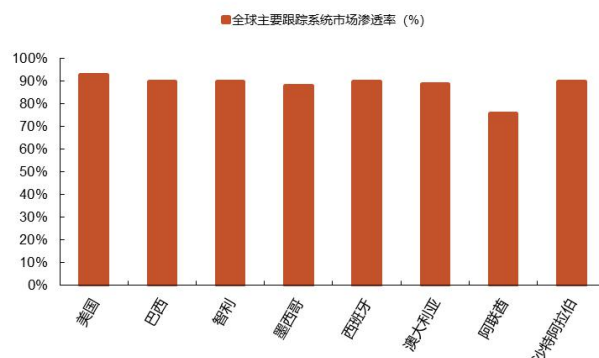
资料来源：公司官网，山西证券研究所

资料来源：Frost&Sullivan，中商产业研究院，中商情报网，山西证券研究所

线性驱动系统可应用于光热定日镜、光伏跟踪支架等环节，为光热定日镜、太阳能板的调节和跟踪提供精确的动力支持，有效提高太阳能的吸收效率，实现太阳能的最优化利用。考虑到太阳的照射角度每一时刻都在变化，跟踪支架系统能够根据太阳的运动轨迹与实时方向，自动发出指令控制电动推杆等支架组件调整面板角度与方向，使其发电量明显优于固定支架，发电量增益通常在 5%-35% 之间，从而实现更低的发电成本，有效提高项目收益率，具备较高性价比。因此，光伏跟踪支架在全球范围内的渗透率迅速提升。根据中国光伏产业协会（CPIA）数据，2024-2032 年跟踪支架累计装机量预计将达到 722GW，带动产生 670 亿美元的市场机会。其中美国预计 2032 年需求增长 60%。其次是亚太地区，预计 2032 年需求增长 40%。相较发达国家，目前国内跟踪支架渗透率较低，未来随着跟踪支架成本的下降以及可靠性的解决，其市场占比或将有所提升。

图 22：2021-2032 年全球跟踪系统安装量和市场总额

图 23：2023 年全球主要跟踪系统市场渗透率（%）



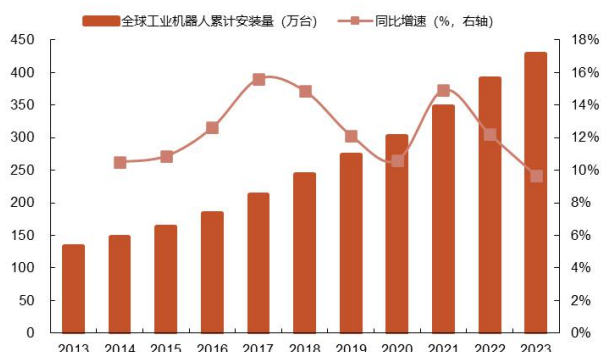
资料来源：中国光伏产业协会公众号，山西证券研究所

资料来源：中国光伏产业协会公众号，山西证券研究所

在工业机器人开发中，线性驱动系统能够帮助本体完成升、降、推、拉等多种线性动作。工业机器人是自动化控制的、可重复编程的多功能机械执行系统、能够借助编制的程序处理各类自动化任务。线性驱动能够帮助机器人完成升、降、推、拉等各类线性动作，是工业机

器人、人形机器人的重要零部件之一。根据国际机器人联合会（IFR）的《世界机器人报告》数据统计，2023 年底全球工业机器人累计安装量约为 428 万台，同比增长 9.7%，新装机量达 54.1 万台，同比下降 2%。其中国内全球工业机器人累计安装量约为 175.5 万台，同比增长 17%，新装机量达 27.6 万台，同比下降 5%，占全球新装机量的 51%。伴随工业机器人需求量的增长，有望带动线性驱动系统的需求量提升。

图 24：全球工业机器人累计安装量及同比增速



资料来源：国际机器人联合会（IFR）《世界机器人报告》，机器人技术与应用公众号，山西证券研究所

图 25：2018-2027E 全球工业机器人年安装量及同比增速



资料来源：国际机器人联合会（IFR）《世界机器人报告》，机器人技术与应用公众号，山西证券研究所

2.1.5 汽车智能化控制系统

新能源汽车销量持续攀升，线性驱动产品渗透率稳步增长。考虑到全球众多国家和地区推出激励措施来促进新能源汽车的应用和发展，以及新技术的不断涌现，提高了新能源的转换效率并降低了成本，这使得新能源汽车更具市场竞争力。根据 EV-Volumes 数据，全球新能源汽车销量自 2015 年的 54.7 万辆增至 2024 年的 1779.3 万辆，复合年均增长率达到 47.24%；渗透率自 2015 年的 0.6% 增至 2024 年的 20%。预计 2035 年全球新能源汽车销量有望达到 7100 万辆，同时渗透率预计将达到 70%。其中国内在政策与市场的双重驱动下，新能源汽车市场全面进入快车道。根据中国汽车工业协会统计，中国新能源汽车的市场渗透率自 2015 年的 1.35% 大幅提升至 2024 年的 40.94%。线性驱动系统可应用于汽车智能化领域，例如电动拖车钩系统、电动门系统、娱乐屏驱动机构等。捷昌驱动旗下子公司浙江致优汽车科技专注于汽车智能开闭系统研发、生产及销售，主要产品包括电动拖车钩、电动尾门系统、电动侧开

门系统以及创新驱动单元，目前已获得众多国内外各大汽车厂商供应商资格。新能源车行业的快速发展有望为公司汽车零部件业务带来新机遇。

图 26：全球新能源汽车销量及渗透率持续提升



资料来源：EV-volumes，川源科技 HiCY 公众号，山西证券研究所

图 27：国内新能源汽车销量及渗透率持续提升



资料来源：Wind，中国汽车工业协会，山西证券研究所

2.2 供给端：海外厂商具备先发优势，国内企业性价比优势突出

海外厂商具备先发优势，国内企业性价比优势突出。线性驱动产品起源于欧洲，且通过多年的积累，海外厂商在研发、品牌建设、渠道和高端应用领域具备较大竞争优势，同时海外厂商产品的市场占有率仍较高。国内线性驱动行业起步于 21 世纪初期，发展时间相对较晚，但经过二十余年的技术积淀，其多项产品的性能已基本可以做到媲美国际知名厂商。此外，国产品牌在生产能力、定制化、客户快速响应能力方面具备优势，且产品相较于海外厂商具有较高性价比。随着国内线性驱动厂商逐步成长，有望凭借其较高的性价比以及客户快速响应优势进军海外市场，且逐步扩大其海外市场份额。

表 8：线性驱动行业主要参与者

企业名称	国家	成立时间	简介	主要应用领域	2022 年市场份额
力纳克 (Linak)	丹麦	1907 年	为全球最早的线性驱动行业生产商之一，产品包括直线推杆、升降柱、双马达驱动推杆、控制设备等	医疗、家居、办公和工业等	31%

企业名称	国家	成立时间	简介	主要应用领域	2022 年市场份额
德沃康 (Dewert Okin)	德国	1982 年	自 1992 年起在全球 50 多个地区设立办事处从事销售业务，并于 2012 年设立了嘉兴生产基地，后被美卡诺并购，成为其子品牌，产品包括电动推杆、功能铁架、控制设备等	家居、办公和工业等	31%
堤摩讯 (TiMOTION)	中国	2005 年	全球领先的电动直线推杆系统的制造商，产品包括直线推杆、升降柱、齿轮减速电机、电源供应器、控制器、配件和电动升降桌框八大板块	医疗、家居、工业、办公	13%
捷昌驱动	中国	2000 年	主营业务为线性驱动系统的研发、生产和销售，主要产品为线性驱动产品，用于配套智能终端设备	医疗、家居、办公和工业等	12%
凯迪股份	中国	1992 年	主营业务为线性驱动系统的研发、生产与销售，主要产品为直线线性驱动产品	医疗、家居、办公和汽车等	8%
乐歌股份	中国	2002 年	为国内人体工学线性驱动应用和健康办公整体解决方案的国家高新技术领军企业	办公、家居	1%

资料来源：Wind，观研天下，豪江智能招股说明书，观研报告网《中国线性驱动系统行业现状深度研究与未来前景分析报告（2022-2029 年）》，公司招股说明书，山西证券研究所

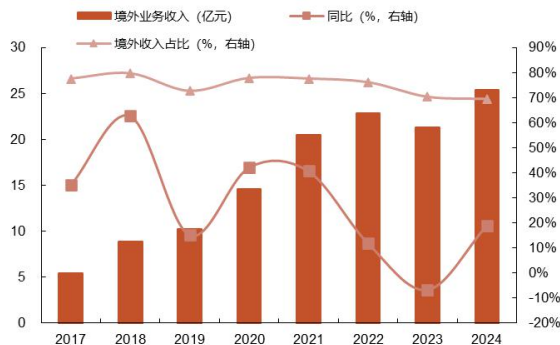
3. 看点：与灵巧智能强强联手，布局人形机器人迎新增长曲线

3.1 设立海外子公司、布局海外产能，打开全球市场空间

设立海外子公司及布局海外产能，借力区位优势，积极拓展海外客户及应对关税风险。由于产品销售市场的特殊性，公司积极布局全球化战略，不断完善全球化销售、服务网络和产能布局。为了更好的满足客户需求，公司设立宁波生产基地、新昌生产基地、马来西亚生产基地、美国生产基地、欧洲生产基地，且引进智能 SMT 高速生产线、自动 PCB 视觉检测、视觉引导的全智能总装线等智能化装备，具备向国内外客户快速批量交货的能力。全球化交付布局使公司能够充分利用全球化的制造优势，显著缩短产品的生产和运输时间，从而快速满足客户需求，创新定制产品。全球化产能布局也有利于公司应对关税政策变动风险，增强抗风险能力。此外，为了更好的服务全球客户，公司在美国、德国、新加坡、印度、日本、马来西亚、奥地利、匈牙利、巴西等地均设有子公司，并逐步构建了较为完善的全球运营中心架构。子公司可利用当地区位优势，保持对国内外市场下游需求良好的前瞻性、快速响应能力及持续开发能力，满足日益增长和变化的市场需求。目前公司产品和服务已得到 100 多

个国家和地区数千名客户的认可。

图 28：公司境外营收、同比增速及占比



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 29：公司全球生产基地及本地化服务



资料来源：公司 2024 年年刊，山西证券研究所

公司积极推进生产智能化改造及扩张海外产能，产能升级扩张同步进行时。为实现公司各生产基地之间数字化协同效应及生产资源的最优配置，公司通过信息化平台打造数字化工厂，且引入泛微-千里聆 RPA 智能机器人系统，实现产线智能化改造，助力公司生产制造智能化转型，推动公司内部管控向科学化、高效化、精细化和集成化方向发展，显著提升运营效率。因此，公司在新昌高新技术园区陆续新增了莱盛路 2 号、澄潭街道沃西村生产基地，并将项目建设期延至 2026 年 6 月 30 日，以构建更为完善和高效的数字化生产网络，提升公司整体运营效率和各基地响应速度。同时，为了进一步加强海外产能，公司拟通过全资子公司新加坡 J-STAR 对马来西亚 J-STAR 增资 2850 万美元，用于在马来西亚投资建设生产基地。

表 9：公司拟将“数字化系统升级与产线智能化改造项目”延期并增加实施地点

	项目名称	实施地点	项目达到预定可使用状态日期
调整前	数字化系统升级与产线智能化改造项目	新昌县高新基数产业园（新涛路 19 号）	项目建设期至 2024 年 12 月底
调整后		新昌县高新技术产业园（新涛路 19 号、莱盛路 2 号、澄潭街道沃西村生产基地）	项目建设期至 2026 年 6 月 30 日

资料来源：《关于部分募投项目延期并增加实施地点、终止部分募投项目并将剩余募集资金永久补充流动资金的公告》，山西证券研究所（注：数字化系统升级与产能智能化改造项目主要包括软硬件购置，项目实施有利于提升公司制造、管理效率，实现智能制造和数字化管理）

3.2 绑定海外优质客户，多种销售模式并驾齐驱

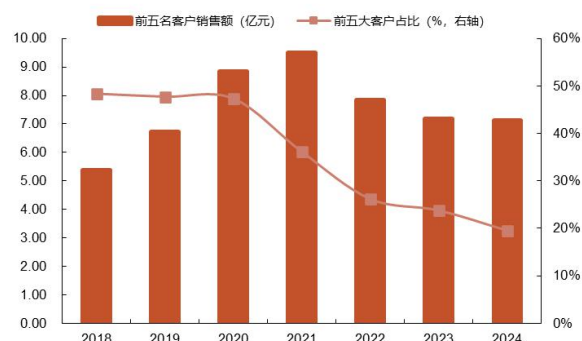
客户认证壁垒高且公司产品可与国际品牌产品相媲美，带来较强的合作粘性。公司深耕北美市场多年，已与当地客户维持较好的合作关系。考虑到线性驱动系统对于不同型号产品及不同使用场景下参数要求不同，导致其产品定制化程度较高。同时，公司产品性能指标已基本接近国际品牌产品，且多款产品获得 CB, UL, PSE, KC, SAA, FCC, TUV-mark, IC ID, CE-RED 等各国产品认证，产品出口至欧盟及北美地区。基于此，下游客户对于已选定的合作供应商通常会保持建立长期稳定的合作关系，能为公司提供稳定的订单需求，形成品牌和市场壁垒，利于公司可持续发展。公司 2020 年/2021 年/2022 年/2023 年/2024 年前五大客户合计销售额占比分别为 47%/36%/26%/24%/20%，前五大客户集中度呈现下降趋势，主要系公司持续开拓新客户和新领域。

图 30：公司拥有优质的客户资源（部分列举）



资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

图 31：前五大客户营收占比情况（%）



资料来源：公司 2018、2019、2020、2021、2022、2023、2024 年年报，山西证券研究所

在销售模式方面，公司因地制宜，针对国内外市场制定了不同的销售政策：

国外市场销售主要采用直接销售给国外下游厂商的方式，部分地区会与区域经销商展开合作。公司与海外厂商的合作模式主要以 ODM 模式为主。在该模式下，公司依照购买方提供的产品需求进行产品设计与生产，并以合理的价格批量供货，下游客户依托其品牌和市场渠道实现智能升降桌等终端产品的销售。该模式的客户关系较为稳固，经营重心围绕客户及

具体产品，能够通过持续研发及规模效应改善盈利水平，订单规模与客户的产品决策、市场拓展能力较为相关。

国内市场销售主要采用与客户直接接触的方式，由业务人员直接电话联系和登门拜访洽谈业务。随着我国经济的快速发展，居民收入水平不断提升，以及部分消费者的消费理念正在发生改变，逐渐接受改善健康医疗环境和提高生活品质的医疗、家居产品，国内市场发展潜力巨大。公司在国内销售业务规模相对较小，但潜力巨大，目前按销售区域主要集中在广东、江苏、浙江等地区，主要客户对象为医疗器械、家具生产商，代理商销售业务量较小。公司按照客户提供的产品需求进行产品设计与研发，在通过样品测试后，安排进行批量生产。公司有望借鉴其海外市场的成功经验，加速拓展国内市场。

表 10：销售政策、定价政策和结算政策

销售模式	销售政策	定价政策	结算政策
内销	主要通过展会、客户拜访等多种方式获取客户订单。公司依照客户提供的产品需求进行产品设计与研发，在通过样品测试后，安排进行批量生产。	主要采取成本加成的定价策略，在此基础上与客户协商确定价格。	新客户在签订订单时一般预付全部货款，对于部分信誉良好、业务规模较大的客户，一般给予一定信用期。
外销	主要通过展会、客户拜访等多种方式获取客户订单，主要采用直接销售给国外下游客户的方式，或以 ODM 模式进行合作。运输时公司主要通过第三方物流将产品运送至港口，并用 FOB 的贸易方式。	主要采取成本加成的定价策略，在此基础上与客户协商确定价格，在原材料价格、汇率等出现较大幅度的波动时，销售人员需与客户重新协商定价。	新客户在签订订单时一般预付全部货款；对于重要客户公司通常给予 1-2 个月左右的信用期；其余客户公司会要求对方在签订销售订单时按照一定的比例预付部分货款。
直销	主要通过展会、客户拜访等多种方式获取订单，公司将产品销售给客户之后，产品的风险和收益完全转移，属于买断式销售。	主要采取成本加成的定价策略，在此基础上与客户协商确定价格。	新客户在签订订单时一般预付全部货款，对于重要客户，一般给予 1-2 个月左右信用期。
经销	主要通过展会、客户拜访等多种方式获取订单。公司主要采取与区域经销商合作的方式进行销售，公司将产品销售给客户之后，产品的风险和收益完全转移，属于买断式销售。	主要采取成本加成的定价策略，在此基础上与客户协商确定价格。	新客户在签订订单时一般预付全部货款，对于重要客户，一般给予 1-2 个月左右信用期。

资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

公司通过参与各类国际展会、与当地知名厂商合作，借助他们的分销网络，率先拓展海外市场份额。公司积极参与各类国际展会直接接触客户，充分展示公司的创新性产品，并了解海外市场的重要信息。此外，公司通过与当地知名厂商的合作来共同开发海外市场，拓宽

了公司的销售渠道和客户资源，从而在国内同类企业尚未完全布局海外市场业务时就把握了拓展国际市场的先机，在海外市场的开发中取得了领先优势。

表 11：公司积极参与各类国际展会，有效拓展了境外的销售客户

年份	参与展会
2023 年	德国科隆 INTERZUM；中国广州国际家居博览会；中国上海国际家具配件及材料精品展；美国芝加哥 NEOCON；菲律宾帕赛市家具家居展；德国杜塞尔多夫 MEDICA；德国杜塞尔多夫 REHACARE；中国广州华南国际口腔展；日本东京 HCR；韩国首尔 KOFURN；中国上海 CMEF；中国上海国际养老、辅具及康复医疗博览会；俄罗斯莫斯科 ZDRAVO；印度新德里医疗展；中国深圳 CMEF；中国上海 KBC；中国广州国际建筑装饰博览会；中国上海 SNEC；德国汉诺威 HANNOVER MESSE；中国北京 BICES；美国拉斯维加斯 IWCE；中国上海 R+T Aisa2023；美国奥兰多 SSE；中国上海国际酒店及商业空间博览会；中国广州 CIFF；美国拉斯维加斯展览会；
2024 年	美国芝加哥 NEOCON；中国广州 CIFF；德国 ORGATEC；韩国 KOFUN；中国上海 FMC；马来西亚 MIFF；土耳其 INTERMOB；德国杜塞尔多夫 MEDICA；德国杜塞尔多夫 REHACARE；日本东京 HCR；土耳其 Expomed Eurasla；中国上海 CMEF；印度 MEDICAL FAIR；中国上海 AID；中国广州华南口腔展；韩国 KIMES；中国深圳 CMEF；意大利 EXPOSANITA；中国广州 CBD；中国上海 SNEC；美国 RE+；中国上海 BAUMA；中国上海 PTC ASIA；德国 R+T；美国 R+T；中国广州 CHSE；中国上海 FMC；美国 LV；

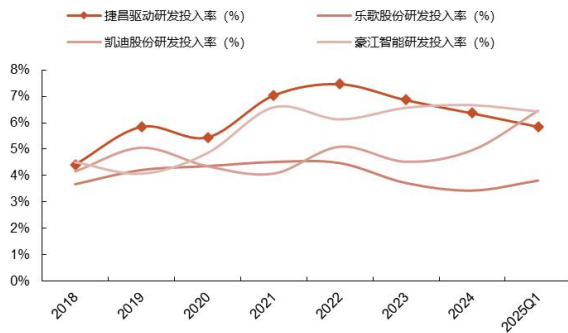
资料来源：捷昌年刊 2023，捷昌年刊 2024，山西证券研究所

3.3 多年研发投入行业领先，逐渐形成产业技术壁垒

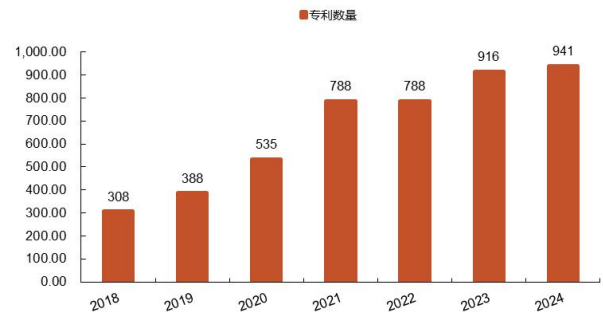
公司始终坚持以市场需求为导向，加强研发投入，确保技术领先优势，近年来研发投入行业领先，维持高研发投入为其带来较高的成果转化率。公司注重研发体系的建设和完善，建有省级重点企业研究院、省级企业技术中心等，形成了强大的产品研发和设计能力。公司在主导产品的生产技术上拥有专利权且不断取得突破，截止 2024 年，公司已取得各项专利 941 项，其中国内发明专利 111 项、国际发明专利 109 项。产品通过 CB 多国认证、美国 UL、FCC、欧盟 TUV-mark、韩国 KC、日本 PSE、澳洲 SAA 等国际安全认证，彰显了其卓越的品质与可靠性。同时，公司紧跟行业发展步伐，筹划成立机器人执行器事业中心，聚焦于线性执行器、旋转模组、空心杯电机等关键领域，为公司注入第二增长曲线。

图 32：公司研发费用率基本领先于同行业水平

图 33：近年来公司专利数量



资料来源：Wind，山西证券研究所



资料来源：2018、2019、2020、2021、2022、2023、2024 年年报，山西证券研究所

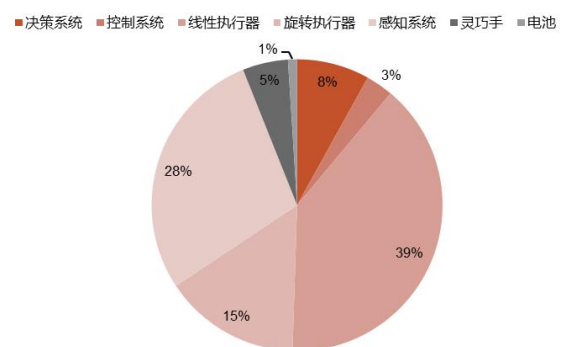
3.3 人形机器人量产在即，布局线性执行器、灵巧手开拓新增长曲线

人形机器人的执行器占整体成本的 60%，主要包括旋转关节、直线关节以及灵巧手。关节执行器是人形机器人的关键硬件，主要负责驱动和控制机器人各个关节和部件的运动，使其能够模拟人类的运动和行为。按照运动类型，关节执行器可分为旋转执行器、线性执行器。以 Optimus 为例，其躯干+腿部+手臂拥有 28 个执行器，包括 14 个旋转执行器、14 个线性执行器。灵巧手作为人形机器人的末端执行器，其主要模仿人类手部结构和功能，用于实现机器人与环境交互的关键部件。根据嘉世咨询数据统计，三大执行器（线性执行器、旋转执行器、灵巧手）约占人形机器人主要零部件价值量的 60%。其中，线性执行器为人形机器人成本核心，占整体价值量的 39%。

图 34：人形机器人执行器关节示意图



图 35：机器人各零部件成本构成

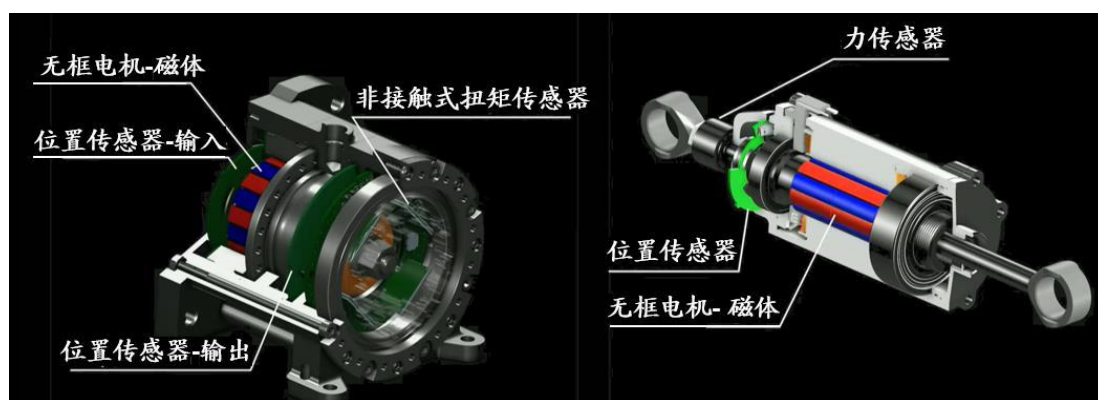


资料来源：M2 觅途咨询《2024 人形机器人核心硬件市场发展白皮书》，山西证券研究所（注：人形机器人尚在迭代，量产版本可能发生变化）

资料来源：嘉世咨询《2025 人形机器人产业链分析报告》，MCR 嘉世咨询公众号，山西证券研究所

线性执行器主要实现机器人关节的伸展、推拉等直线运动，旋转执行器则主要实现机器人关节的旋转运动。线性执行器基本安装于机器人的上臂、大腿及肘部，通常将电机输出的旋转运动转化为伸缩式直线运动，主要结构由无框力矩电机、行星滚柱丝杠/梯形丝杠、力传感器、四点接触轴承、球轴承、位置传感器组合组成；旋转执行器通常将电机输出由高速低扭转化为低速高扭的旋转运动，主要用于肩部、髋部、腕部等需要大角度旋转的关节，其结构由无框力矩电机、谐波减速器、机械离合器、无接触力矩传感器、输入&输出位置传感器、交叉滚子轴承、角接触轴承组合组成。

图 36：特斯拉旋转执行器及线性执行器结构拆分示意图



资料来源：特斯拉机器人 2022 AI Day，山西证券研究所

线性执行器是人形机器人成本占比最高的环节，考虑到人形机器人放量以及伴随人形机器人应用场景的增加或要求更高的自由度，有望为线性执行器带来更大的市场空间。预计 2030 年人形机器人线性执行器市场空间为 277 亿元，2025-2030 年 CAGR 为 78.3%，具体假设如下：1）人形机器人销量：根据高工机器人产业研究所数据，预计 2025-2030 年全球人形机器人销量同比增速分别为 101%/90%/83%/75%/90%，其中国内人形机器人销量同比增速分别为 121%/96%/102%/84%/95%，海外人形机器人销量同比增速分别为

91%/86%/72%/69%/85%；2）人形机器人单关节线性执行器使用量随自由度（手部设计、方案升级等）提升而增加；3）早期国内人形机器人以旋转执行器为主，伴随丝杠量产其生产成本逐步降低，有望带动线性执行器渗透率持续提升。

表 12：全球人形机器人对应的线性执行器市场空间（亿元）

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
全球人形机器人销量（万台）	2.61	5.24	9.94	18.22	31.95	60.57
全球人形机器人销量 YOY		101.02%	89.77%	83.26%	75.31%	89.58%
海外人形机器人销量（万台）	1.75	3.34	6.21	10.68	18.07	33.45
海外人形机器人销量 YOY		91.05%	86.16%	71.85%	69.19%	85.11%
国内人形机器人销量（万台）	0.86	1.90	3.73	7.55	13.88	27.12
国内人形机器人销量 YOY		121.27%	96.10%	102.26%	83.97%	95.39%
单价（元）	6300	5325	4518	3848	3291	2825
海外单台机器人执行器需求量（个）	14	14	16	16	18	18
海外线性执行器总计需求量（万个）	24.5	46.7	99.4	170.9	325.2	602.0
海外线性执行器市场空间（亿元）	15	25	45	66	107	170
国内单台机器人执行器需求量（个）	0	7	10	12	12	14
国内线性执行器总计需求量（万个）	0	13	37	91	167	380
国内线性执行器市场空间（亿元）	0	7	17	35	55	107
全球线性执行器市场空间（亿元）	15	32	62	101	162	277
全球线性执行器市场空间 YOY		107.49%	93.20%	62.85%	60.87%	71.36%

资料来源：高工移动机器人公众号，高工机器人产业研究所（GGII）《中国人形机器人产业发展蓝皮书》，CWIEME 上海线圈展，工链汇，淘宝，山西证券研究所

灵巧手作为人形机器人实现精细操作的核心部件，其核心技术水平直接决定了机器人的应用场景和智能化程度。灵巧手作为机器人末端执行器，一般安装于机器人腕部的末端，是直接执行任务的装置。末端执行器作为机器人与环境相互作用的最后环节与执行部件，对提高机器人的柔性和易用性有着极为重要的作用，其性能的优劣在很大程度上决定了整个机器人的工作性能。机器人灵巧手从结构和功能上参考人手，能够灵活操作对象，实现对物体的灵活抓取，满足多种工作需求。多指灵巧手最普遍的手指数目为 3-5 个，各手指具有 3 个关节，手指关节的运动副都是采用转动副。考虑到机器人应用场景逐步拓展至航天航空、军工、

危险作业、医疗、养老陪护、教育、服务等诸多场景，机器人与目标对象及环境的交互需求和能力要求越来越高，例如适配 22 自由度的新一代灵巧手的特斯拉 Optimus，能够完成弹钢琴、弹吉他、拿鸡蛋及空中接网球等高难度精细任务。

图 37：特斯拉 Optimus 拿鸡蛋



资料来源：X 平台，Tesla Optimus 账号，山西证券研究所

图 38：特斯拉 Optimus 用 22 自由度灵巧手接网球



资料来源：X 平台，Tesla Optimus 账号，山西证券研究所

灵巧手不止于人形，在多种具身智能体均可安装，应用场景广泛。随着人工智能与机器人技术的飞速发展，灵巧手作为人形机器人和智能化系统的关键部件，正展现出广阔的应用前景。在工业自动化领域，灵巧手可用于精密装配、质量检测等工作；在家庭服务领域，灵巧手可以完成复杂的家务任务，如打扫卫生、整理物品等；在餐饮服务业领域，配备灵巧手的机器人可以完成切菜、搅拌、摆盘等烹饪任务；在物流配送领域，灵巧手能够实现货物的快速分拣和搬运，适应复杂的物流环境。考虑到灵巧手可以装配在人形机器人、工业机器人、协作机器人及其他具身智能体，且每个具身智能体可能需要不止两只手，以及其应用场景持续拓宽，有望进一步打开市场空间。

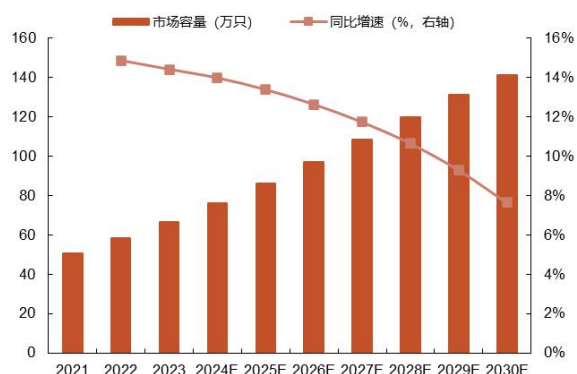
图 39：灵巧智能 DexHand 021 灵巧手量产版应用场景广泛



资料来源：灵巧智能官网，山西证券研究所

“上肢”能力驱动万亿级市场增长。随着具身智能技术的快速发展、灵巧手在诸多领域的广泛应用及 25 年逐步步入人形机器人量产元年，根据中商产业研究院预测，2024 年全球机器人灵巧手市场规模预计将达到 76.01 万只/17.06 亿美元，至 2030 年有望突破 141.21 万只/30 亿美元，年 CAGR 为 10.9%/10.1%。

图 40：2021-2030E 全球机器人灵巧手市场容量



资料来源：Statista，中商产业研究院，山西证券研究所

图 41：2021-2030E 全球机器人灵巧手市场规模



资料来源：Statista，中商产业研究院，山西证券研究所

考虑到公司深耕线性驱动行业二十余年，在工业、消费领域已有深厚的客户积累，且具

备优秀的精密制造能力、机电一体化技术沉淀、产业资源组织能力及大规模量产交付能力等，公司有望通过技术迁移（如伺服控制、低背隙传动等）往人形机器人领域切入。此外，由于机器人行业对轻量化模块化的迫切需求以及机器人行业处于快速增长期，有望加速公司在机器人市场的快速渗透。

公司线性执行器研发项目进展顺利。公司组织申报并获得了浙江省 2024 年度“领雁”研发攻关计划项目立项，项目名称为“高推力密度电动线性制动器关键技术研发项目”，致力于研发人形机器人所需的线性执行器关节，并实现产业化。根据投资者互动平台，目前该项目进展顺利，相关大、中、小三款线性执行器关节制作已初步完成，处于样品测试和工艺完善阶段。相关组件中，丝杠及电机产业化主要以自制为主，力矩传感器、编码器主要以外采为主。

图 42：公司获得了浙江省 2024 年度“领雁”研发攻关计划项目立项

163	车规级MOSFET功率半导体器件研发	绍兴中芯集成电路制造股份有限公司
164	跨时空泛在数据分布式计算与智能决策的关键技术研究-跨时空泛在数据分布式计算与智能决策的关键技术研究及应用	浙江邦盛科技股份有限公司
165	高推力密度电动线性致动器关键技术研究	浙江捷昌线性驱动科技股份有限公司
166	高功率密度船用智能推进装置关键技术及应用	浙江大学

资料来源：浙里企服公众号，山西证券研究所

灵巧智能推出首款量产五指灵巧手-DexHand021。浙江灵巧智能科技有限公司是一家以灵巧操作为核心科技能力的具身智能机器人企业，在 2024 年 1 月成立于浙江绍兴市新昌县。公司由中国科学院院士机器人技术首席专家领衔，由硬核机器人科学家及专家合作组建，依托上海交通大学的科研实力与人才优势，共同推动人形机器人和工业机器人产业的发展，提高机器人末端执行器技术水平，实现通用智能多模态触视感知的灵巧操作系统的研发、生产和销售。2024 年 10 月 29 日，灵巧智能在浙江新昌举办了“灵心启智能 巧手创未来”2024 秋季发布会，并发售国产首款量产高自由度五指灵巧手-DexHand021，体验价为 6.8 万元。DexHand021 具有 19 个自由度和 23 个传感器，寿命超过 15 万次，能够实现人手 33 项功能动作中的 32 项，包括单手玩魔方、一手抓多物、使用常用工具等。同时，该产品融合了空心杯电机与微传动技术，可直接应用于人形机器人的精细操作场景。

图 43：灵巧智能 2024 年秋季发布会



资料来源：灵巧智能 DexRobot 公众号，山西证券研究所

图 44：灵巧智能 DexHand 021 灵巧手量产版发售



资料来源：灵巧智能 DexRobot 公众号，山西证券研究所

公司与灵巧智能强强联合，共同打造前沿机器人灵巧手产业。2024 年公司出资 430 万元（持股 43%）与浙江灵巧智能科技有限公司合资成立的浙江灵捷机器人零部件有限公司，主要从事于机器人灵巧手、关节模组及驱动器等核心零部件的研发生产制造销售等相关业务，包括关节模组、空心杯电机、微传动部件及电机驱动器等关键零部件，目前已在国内外下游的主机厂积极合作开发相关产品。公司与灵巧智能强强联合，共同打造前沿机器人灵巧手产业。

图 45：浙江灵捷机器人零部件有限公司股权架构

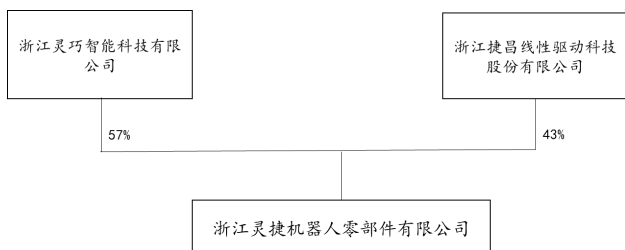


图 46：公司联手灵巧智能成立浙江灵捷机器人零部件有限公司



资料来源：天眼查，山西证券研究所

资料来源：灵巧智能 DexRobot 公众号，山西证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

- 1) **线性驱动产品**：考虑到公司线性驱动产品主要应用于智能家居、智慧办公、医疗康护、工业自动化、汽车智能化，以及公司未拆分各细分行业收入，我们结合下游行业景气度及公司产能扩张的进度做出如下假设。1) 智慧办公领域：随着可升降办公桌产品渗透率的持续提升、日益健全的法律以及白领人群对健康办公意识的提升，有望带动办公桌用线性驱动产品市场规模持续扩容；2) 智能家居领域：伴随消费者对于智能家居产品需求的不断提升，从而催化了巨大的线性驱动系统需求；3) 医疗康护领域：随着老龄化趋势加速、适老化产品向智能化方向发展及政策的持续加码，越来越多具备更多先进功能的医疗器械产品将会出现，以满足老年人不同生活场景的需求，从而带动线性驱动系统在医疗器械领域更广泛的应用。4) 工业自动化领域：随着工业 4.0 的推进、全球制造业的转型升级以及人工智能等新技术的发展，电动执行器作为工业自动化领域的关键组件，其需求量日益攀升。5) 汽车智能化：新能源车行业的快速发展有望为公司汽车零部件业务带来新机遇。综上，我们预计 2025 年至 2027 年公司线性驱动业务收入分别为 43.84、52.06、61.47 亿元，同比+20%、+19%、+18%。
- 2) **其他业务**：公司其他业务收入体量较小且增速波动较大，预计 2025 年至 2027 年公司其他业务收入增速均为 10%。
- 3) **机器人线性执行器&灵巧手**：考虑到公司线性执行器目前仍处于研发阶段以及其与灵巧智能成立的合资子公司浙江灵捷机器人零部件有限公司尚未产生收入，我们的盈利预测中暂不包含这一部分业务收入。

在上述假设下，我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 43.93、52.16、61.58 亿元，同比+20.30%、+18.73%、+18.06%，毛利率分别为 30.06%、30.79%、31.34%。

表 13：公司盈利预测（百万元）

拆分	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
线性驱动产品收入（百万元）	3019.92	3643.58	4383.96	5205.95	6147.19
yoy	0.89%	21%	20%	19%	18%
其他业务收入（百万元）	14.07	8.44	9.28	10.21	11.23
yoy	5.79%	-40.03%	10.0%	10.0%	10.0%
合计营业收入（百万元）	3,033.99	3,652.02	4,393.24	5,216.16	6,158.42
yoy	0.91%	20.37%	20.30%	18.73%	18.06%
毛利率（%）	29.16%	29.57%	30.06%	30.79%	31.34%

资料来源：Wind，山西证券研究所

4.2 投资建议

深耕线性驱动领域二十余年，行业龙头地位稳固。公司成立于 2000 年，深耕线性驱动领域二十余年，具备丰富的行业技术沉淀，并于 2018 年 9 月在上海证券交易所上市，是一家专注于线性驱动产品研发、生产及销售的公司。公司产品主要应用于智能家居、智慧办公、医疗康护、工业自动化、汽车智能化领域，并提供各类线性驱动部件及系统。目前，公司在亚太、欧洲、美洲等地区设有子公司和生产基地，产品和服务已得到 100 多个国家和地区数千名客户的认可。24 年公司加大对机器人的研发投入，筹划成立机器人执行器事业中心，聚焦于线性执行器、旋转模组、空心杯电机等领域，并与灵巧智能成立合资公司灵捷智能，专注于机器人灵巧手、关节模组及驱动器等核心零部件的研发生产制造销售等相关业务，业务布局不断实现多元化发展。

受益于产品智能化和工业精细化，线性驱动产品有望全面开花。线性驱动产品应用领域持续拓宽，下游市场需求量日益增加。分下游看，1) 智慧办公领域：随着可升降办公桌产品渗透率的持续提升、日益健全的法律以及白领人群对健康办公意识的提升，有望带动办公桌用线性驱动产品市场规模持续扩容。据我们测算，全球智慧办公用线性驱动产品市场规模 2023-2027 年 CAGR 为 8.80%；2) 智能家居领域：随着 AI 技术的快速发展，叠加消费者对于生活便利性与安全性的日益增长的需求，以及物联网技术的广泛渗透，全球智能家居市场实现了迅猛的扩张，催化了巨大的线性驱动系统需求。据我们测算，全球智能家居用线性驱动产品市场规模 2023-2027 年 CAGR 为 12.05%；3) 医疗康护领域：随着老龄化趋势加速、适老化产品向智能化方向发展及政策的持续加码，越来越多具备更多先进功能的医疗器械产

品将会出现，以满足老年人不同生活场景的需求，从而带动线性驱动系统在医疗器械领域更广泛的应用。据我们测算，全球医疗康护用线性驱动产品市场规模 2023-2027 年 CAGR 为 6.07%。此外，线性驱动产品在工业自动化、汽车智能化、人形机器人等领域也在不断渗透，推动行业景气度向上。

多年技术积累+全球化产能布局构筑企业护城河。1) **技术优势**：公司注重研发体系的建设和完善，建有省级重点企业研究院、省级企业技术中心等，形成了强大的产品研发和设计能力。公司在主导产品的生产技术上拥有专利权且不断取得突破，截止 2024 年，公司已取得各项专利 941 项，并于 24 年加大对机器人的研发投入，筹划成立机器人执行器事业中心，聚焦于线性执行器、旋转模组、空心杯电机等关键领域，为公司注入第二增长曲线；2) **全球化产能布局**：公司积极布局全球化战略，设立宁波生产基地、新昌生产基地、马来西亚生产基地、美国生产基地、欧洲生产基地。全球化交付布局使公司能够充分利用全球化的制造优势，显著缩短产品的生产和运输时间，从而快速满足客户需求，创新定制产品。全球化产能布局也有利于公司应对关税风险，增强抗风险能力。

人形机器人量产在即，布局线性执行器、灵巧手开拓新增长曲线。公司深耕线性驱动技术多年，具备执行器解决方案底层能力，其主导的浙江省“领雁”研发计划已成功研发出大、中、小三种规格的线性执行器关节样机，覆盖人形机器人关节运动的核心需求。通过自制丝杠与电机、外采传感器与编码器的策略，既保障了关键部件的自主可控，又加速了研发进程。此外，公司于 24 年与灵巧智能合资成立浙江灵捷机器人零部件有限公司，主要从事于机器人灵巧手、关节模组及驱动器等核心零部件的研发生产制造销售等相关业务，包括关节模组、空心杯电机、微传动部件及电机驱动器等关键零部件，目前已与国内外下游的主机厂积极合作开发相关产品。

综上，我们认为公司作为线性驱动行业的领先企业，技术成熟、产品质量领先、全球产能布局减缓关税扰动影响、销售拓展，同时积极布局机器人灵巧手和关节执行器，具备执行器解决方案底层能力，公司收入增速、毛利率、净利润增速等关键指标或可保持良好状态。

公司 25-27 年 PE 估值低于可比公司均值。公司是一家专注于线性驱动产品研发、生产及销售的公司，产品主要应用于智能家居、智慧办公、医疗康护、工业自动化等领域，并逐步拓展至机器人关键零部件。为便于对比分析，我们选取 A 股同样布局机器人关节执行器的拓普集团、震裕科技、斯菱股份、双林股份作为公司的可比公司。公司 25-27 年 PE 估值低于可比公司均值。考虑到公司作为线性驱动行业的领先企业，技术成熟、产品质量领先、全

球产能布局减缓关税扰动影响、主业增长稳健，同时积极布局机器人灵巧手和关节执行器，且具备执行器解决方案底层能力，公司业绩确定性较强。参考可比公司估值及增速，首次覆盖，给予“增持-A”评级。

表 14：可比公司估值

公司代码	公司简称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE		
			2024A	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
601689.SH	拓普集团	853.62	30.01	36.44	45.16	54.77	23	19	16
300953.SZ	震裕科技	179.86	2.54	3.99	5.42	6.95	45	33	26
301550.SZ	斯菱股份	155.43	1.90	2.17	2.61	3.24	72	60	48
300100.SZ	双林股份	264.26	4.97	5.26	6.32	8.08	50	42	33
平均		-	16.27	11.96	14.88	18.26	48	38	31
603583.SH	捷昌驱动	140.09	2.82	4.67	5.60	6.67	30	25	21

资料来源：Wind 一致预期，山西证券研究所，捷昌驱动盈利预测来自山西证券研究所，数据截止 2025 年 7 月 17 日

5. 风险提示

- 1) **关税政策变动的风险：**自 2018 年以来，公司出口北美市场的产品持续受到美国加征关税的影响，特别是 2019 年，出口北美产品的成本因美国进一步提高关税而明显上升。根据 Billing Code 3290-F0 文件，公司部分对美出口智慧办公类产品在排除加征清单范围内，排除有效期自 2018 年 9 月 24 日至 2020 年 8 月 7 日，在排除有效期内，公司可以申请退税，并自 2020 年 3 月 15 日至 2020 年 8 月 7 日，公司主要出口美国产品免交关税。2020 年 8 月 7 日起，公司对美国出口产品已复征关税，税率为 25%。2025 年 4 月 2 日，特朗普在白宫签署“对等关税”的行政令，宣布对所有贸易伙伴加征关税，此举将会对出口型企业造成不利影响。考虑到公司线性驱动产品对美国市场依赖度较高，以及美国相继公布了多项对进口自中国的产品加征关税的贸易保护措施，若上述外贸国家和地区的贸易政策未来发生重大不利变化，或受不可控的其他政治、经济因素影响，致使上述贸易区域市场需求出现大幅波动，或将影响公司海外市场的收入，建议关注对等关税政策的变化及海外产能爬坡进度。
- 2) **宏观经济波动风险：**公司自成立以来一直专注于线性驱动系统的研发、生产、销

售业务。公司生产的线性驱动产品主要应用于医疗康护、智慧办公、智能家居等领域，应用范围较广。由于公司与上述下游市场发展存在着密切的联动关系，受宏观经济变化和下游行业周期性波动的影响较大。近年来，随着智能家居与办公自动化的接受程度不断提高，医疗配套设施的不断健全，线性驱动行业发展迅速。但如果未来宏观经济出现较大波动，医疗康护、智慧办公、智能家居等领域发展速度减缓，下游厂商的经营状况下滑，将可能造成公司订单减少、存货积压、货款收回困难等状况，因此，公司存在受宏观经济变化及下游行业周期性波动影响的风险；

- 3) **市场竞争加剧风险：**公司所处线性驱动细分领域的市场竞争主要表现在资金实力、设计开发、产品品质和及时配套能力等方面。由于国外知名的线性驱动制造公司进入行业较早，经营时间较长，生产规模较大、技术和管理水平较高、具有稳定的客户群体和市场份额，已形成了一定的市场地位；同时，这些企业具有较高的品牌效应和完善的分销渠道，在国内也设立了分子公司，加剧了市场竞争；此外，随着我国线性驱动行业的快速发展，国内主要线性驱动生产企业纷纷扩大产能，市场竞争将日趋激烈。随着公司不断开拓国内外市场，如果公司不能在资金实力、设计开发、产品品质和及时配套能力等诸方面及时全面地提高产品市场竞争力，将面临市场份额下降的风险，对公司产品产销规模的长期持续增长可能产生不利影响。
- 4) **人形机器人产业化进度不及预期风险：**人形机器人技术发展较快，但商业化和量产存在不确定性，若人形机器人产业化进程不及预期，则会减少对公司相关产品需求。
- 5) **汇率波动的风险：**公司产品出口以美元作为主要结算货币。近年来，人民币对美元汇率波动较大，汇率的波动在一定程度上影响公司出口产品的盈利能力。未来，随着募集资金投资项目的竣工投产，公司海外市场销售规模会进一步扩大，出口收入会进一步增加。虽然公司采取了加强与客户沟通互动、签署部分外汇远期合约等多项措施，但汇率的波动仍将影响公司的出口业务及经营业绩。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4338	3881	3812	4352	4868
现金	2117	2005	1398	1658	1759
应收票据及应收账款	487	615	680	870	960
预付账款	13	13	21	18	28
存货	740	892	1188	1226	1588
其他流动资产	980	355	525	580	533
非流动资产	2370	2614	2916	3065	3307
长期投资	0	4	6	8	11
固定资产	1584	1660	1887	2137	2405
无形资产	216	223	189	154	118
其他非流动资产	570	727	834	766	773
资产总计	6708	6494	6728	7417	8175
流动负债	2254	1953	1876	2111	2306
短期借款	949	582	582	582	582
应付票据及应付账款	656	905	960	1210	1344
其他流动负债	649	466	333	319	380
非流动负债	325	217	180	170	159
长期借款	201	104	93	83	73
其他非流动负债	124	113	87	87	87
负债合计	2580	2170	2056	2281	2466
少数股东权益	-2	2	-2	-5	-8
股本	385	383	382	382	382
资本公积	2288	2269	2270	2270	2270
留存收益	1520	1736	2041	2399	2818
归属母公司股东权益	4131	4322	4674	5141	5717
负债和股东权益	6708	6494	6728	7417	8175

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	675	509	120	729	702
净利润	204	281	463	557	664
折旧摊销	207	216	199	235	272
财务费用	-0	-16	-13	-10	-7
投资损失	-9	-20	-18	-21	-18
营运资金变动	140	-133	-530	-30	-212
其他经营现金流	132	181	18	-2	3
投资活动现金流	314	116	-415	-376	-507
筹资活动现金流	-575	-780	-312	-93	-94
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.54	0.74	1.22	1.47	1.74
每股经营现金流(最新摊薄)	1.77	1.33	0.31	1.91	1.84
每股净资产(最新摊薄)	10.81	11.31	12.23	13.45	14.96

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3034	3652	4393	5216	6158
营业成本	2149	2572	3072	3610	4228
营业税金及附加	19	26	24	29	36
营业费用	173	183	220	261	308
管理费用	223	247	272	323	382
研发费用	208	232	286	360	431
财务费用	-0	-16	-13	-10	-7
资产减值损失	-108	-153	-44	-52	-62
公允价值变动收益	5	0	1	2	1
投资净收益	9	20	18	21	18
营业利润	220	333	548	659	785
营业外收入	2	2	2	2	2
营业外支出	3	2	2	3	2
利润总额	219	333	548	658	785
所得税	15	51	84	101	121
税后利润	204	281	463	557	664
少数股东损益	-1	-1	-3	-3	-3
归属母公司净利润	206	282	467	560	667
EBITDA	434	530	734	886	1044

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	0.9	20.4	20.3	18.7	18.1
营业利润(%)	-39.9	51.2	64.8	20.2	19.1
归属于母公司净利润(%)	-37.2	36.9	65.5	20.0	19.1
获利能力					
毛利率(%)	29.2	29.6	30.1	30.8	31.3
净利率(%)	6.8	7.7	10.6	10.7	10.8
ROE(%)	5.0	6.5	9.9	10.8	11.6
ROIC(%)	3.7	5.1	8.3	9.3	10.1
偿债能力					
资产负债率(%)	38.5	33.4	30.6	30.8	30.2
流动比率	1.9	2.0	2.0	2.1	2.1
速动比率	1.2	1.5	1.2	1.3	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.6	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	6.8	6.6	6.8	6.7	6.7
应付账款周转率	3.5	3.3	3.3	3.3	3.3
估值比率					
P/E	68.0	49.7	30.0	25.0	21.0
P/B	3.4	3.2	3.0	2.7	2.5
EV/EBITDA	31.1	24.1	18.1	14.7	12.3

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:**上海**

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

