

2025 年 08 月 25 日

# 三协电机 (920100.BJ)

——专注控制类微特电机，深度布局工业机器人、人形机器人等赛道

## 证券分析师

赵昊  
SAC: S1350524110004  
zhaohao@huayuanstock.com  
万泉  
SAC: S1350524100001  
wanxiao@huayuanstock.com

## 联系人

### 投资要点:

- **发行价格 8.83 元/股，发行市盈率 11.15X，申购日为 2025 年 8 月 26 日。**三协电机本次发行价格 8.83 元/股，发行市盈率 11.15X，申购日为 2025 年 8 月 26 日。本次公开发行初始发行股份数量 1,800.00 万股，发行后总股本为 7,110.93 万股，本次发行数量占超额配售选择权行使前发行后总股本的 25.31%。若超额配售选择权全额行使，则发行总股数将扩大至 2,070.00 万股，发行后总股本扩大至 7,380.93 万股，本次发行数量占超额配售选择权全额行使后发行后总股本的 28.05%。经我们测算，公司发行后预计可流通股本比例为 24%，老股占可流通股本比例为 0%。本次发行战略配售发行数量为 360 万股，占超额配售选择权行使前本次发行数量的 20.00%。公司募集资金拟用于三协绿色节能智控电机扩产项目、研发中心建设项目及补充流动资金，拟使用募资金额为 1.59 亿元。三协绿色节能智控电机扩产项目建成达产后，预计可实现年产 488 万台电机的生产能力。
- **专注控制类电机，2024 年归母净利润达 5634 万元 (yoy+16%)。**公司的主要产品包括步进电机、伺服电机和无刷电机及其配套的产品，广泛应用于安防、纺织、光伏、半导体、3C 等行业，已与海康威视、大华股份、大豪科技、睿能科技、日发纺机等细分领域的龙头企业客户开展稳定合作。2022 年至 2024 年，雷赛智能一直为公司第一大客户，前五大客户收入占比持续维持 50%左右。截至 2025 年 5 月 28 日，公司已取得 56 项专利，其中发明专利 10 项。2024 年公司实现营收 4.20 亿元 (yoy+16.05%)、归母净利润 5633.50 万元 (yoy+15.82%)。
- **2024 年全球微型电机市场规模为 467.4 亿美元，中国是重要生产国。**微特电机在家用电器、医疗器械、电子信息、航空航天、工业机器人等诸多领域均有应用，2024 年全球微型电机市场规模为 467.4 亿美元，预计到 2032 年其规模达到 770 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，全球微特电机行业或将呈现稳步发展态势。步进电机是公司重要的产品，全球步进电机市场规模在 2022 年达到了 170 亿元，其中中国市场占据最大份额，预计到 2028 年全球市场规模达到 251 亿元。步进电机市场空间广阔，未来市场规模有望持续扩大。全球直流无刷电机行业竞争格局较为分散，没有形成绝对的垄断或寡头。直流无刷电机相比传统电机具有更高的能效比，能够显著降低能耗，减少碳排放。随着全球对节能减排和可持续发展的重视，直流无刷电机的应用越来越广泛，或将成为推动市场增长的重要因素。公司可比公司包括鸣志电器、江苏雷利、科力尔、华阳智能等。
- **申购建议：建议关注。**公司微特电机具有多种机座型号和电机极数，在转速、力矩、功率密度、防护等级等核心技术指标已达到日本美蓓亚、日本松下电机等国际龙头企业水平。公司应用于智能一体无缝内衣机的 142 系列伺服电机产品，经客户从性能、尺寸及匹配性方面进行测试，可以满足客户驱动器产品适配需求，该产品质量、稳定性等要求达到进口品牌伺服电机的水平。公司部分电机出口美国，与相关竞品开展竞争，如应用于呼吸机的 33、44 型无刷电机，应用于制氧机的 G5 无刷电机，应用于汽车尾气泵的 WU2、WDL 电机等。随着公司科研能力的持续增强，依靠更强的成本控制能力以及更贴近市场需求的优势，公司有望逐步打开市场，持续实现进口替代和国际竞争。可比公司最新 PE TTM 中值为 87.2X。
- **风险提示。市场竞争加剧风险、业绩大幅波动或下滑风险、毛利率下降风险。**

## 内容目录

1. 初始发行 1800 万股，申购日为 2025 年 8 月 26 日 .....	4
1.1. 发行信息：发行价格 8.83 元/股，发行市盈率 11.15X .....	4
1.2. 募投：三协绿色节能智控电机扩产项目预计实现 488 万台电机的年产能 .....	5
2. 公司：专注控制类电机，2024 年归母净利润达 5634 万元 (yoy+16%) .....	6
2.1. 产品：主营步进电机、伺服电机和无刷电机等，2024 年步进电机营收占比 49% ...	6
2.2. 模式：广泛应用于安防、纺织、工业自动化等行业，雷赛智能是第一大客户 .....	8
2.3. 财务：2020-2024 年公司归母净利润 CAGR 达 26.40% .....	9
3. 行业：预计 2022-2028 年全球微特电机市场规模 CAGR 达 6.68% .....	11
3.1. 产业：2024 年全球微型电机市场规模为 467.4 亿美元，中国是重要生产国 .....	11
3.2. 可比：包括鸣志电器、江苏雷利、科力尔、华阳智能、星德胜 .....	12
4. 申购建议：建议关注 .....	13
5. 风险提示 .....	13

## 图表目录

图表 1: 三协电机本次发行价格 8.83 元/股 .....	4
图表 2: 战略配售发行数量为 360 万股 .....	4
图表 3: 三协绿色节能智控电机扩产项目预计可实现年产 488 万台电机的生产能力 .....	5
图表 4: 盛祎、朱绶青夫妇为公司实际控制人 (数据截至 2025.8.14) .....	6
图表 5: 公司主要产品包括步进电机、伺服电机和无刷电机及其配套的产品 .....	7
图表 6: 2024 年公司步进电机营收达 2.06 亿元 (亿元) .....	8
图表 7: 2024 年公司无刷电机毛利率达 36.84% .....	8
图表 8: 2024 年第一大客户雷赛智能销售收入占比 15.84%, 客户集中度不高 .....	8
图表 9: 2025Q1 公司总营收达 1.22 亿元 (yoy+28.94%) .....	10
图表 10: 微特电机广泛应用于家用电器、医疗器械、电子信息、航空航天等领域 .....	11
图表 11: 贝哲斯咨询预计 2032 年全球微型电机市场规模达 769.9 亿美元 .....	11
图表 12: 2028 年全球步进电机市场规模或将达 251 亿元 .....	12
图表 13: 中国是最大的步进电机市场, 2022 年占比 63% .....	12
图表 14: 公司可比公司包括鸣志电器、江苏雷利、科力尔、华阳智能和星德胜 .....	12
图表 15: 可比公司最新 PE TTM 中值为 87.2X (数据截至 2025.8.22) .....	13

# 1. 初始发行 1800 万股，申购日为 2025 年 8 月 26 日

## 1.1. 发行信息：发行价格 8.83 元/股，发行市盈率 11.15X

三协电机本次发行价格 8.83 元/股，发行市盈率 11.15X，申购日为 2025 年 8 月 26 日。本次公开发行初始发行股份数量 1,800.00 万股，发行后总股本为 7,110.93 万股，本次发行数量占超额配售选择权行使前发行后总股本的 25.31%。公司授予东北证券初始发行规模 15.00% 的超额配售选择权，若超额配售选择权全额行使，则发行总股数将扩大至 2,070.00 万股，发行后总股本扩大至 7,380.93 万股，本次发行数量占超额配售选择权全额行使后发行后总股本的 28.05%。经我们测算，公司发行后预计可流通股本比例为 24%，老股占可流通股本比例为 0%。

图表 1：三协电机本次发行价格 8.83 元/股

基本信息	股票代码	920100.BJ	所属国民经济行业	电气机械和器材制造业
	股票简称	三协电机	发行代码	920100
定价方式	直接定价	发行价格(元/股)	8.8	
募集金额(万元)	18,278.10	主承销商	东北证券股份有限公司	
初始发行股份数量(万股)	1,800.00	占发行后总股本比例	25.31%	
战略配售比例	20.00%	超额配售比例	15.00%	
日期与申购限制	路演日	2025/8/25	申购日	2025-08-26
	申购款退回日	2025-08-28	网上最高申购量(万股)	85.50
基本面信息	2024年总营收(亿元)	4.20	2024年归母净利润(万元)	5,633.50
	2024年毛利率	28.00%	2024年加权ROE%	22.28%
	2024年营收增速	16.05%	2024年归母净利润增速	15.82%
股本信息	发行前总股本(万股)	5,310.93	发行前限售股(万股)	5,310.92
	发行后预计可流通比例	24.39%	老股占可流通股本比例	0.00%
价格信息	发行PE(LYR)(倍)	11.15	发行后2024EPS(元)	0.79

资料来源：Wind、公司公告、华源证券研究所

本次发行战略配售发行数量为 360 万股，占超额配售选择权行使前本次发行数量的 20.00%。有 16 家战略投资者参与公司的战略配售（包括多家机构投资者）。

图表 2：战略配售发行数量为 360 万股

序号	投资者名称	拟认购股份数量（万股）	拟认购金额（万元）	锁定期（月）
1	中信建投基金-共赢 59 号员工参与战略配售集合资产管理计划	113	997.79	12 个月
2	东北证券股份有限公司	45.5	401.765	6 个月
3	北京恒德时代私募基金管理有限公司（恒德金泽 E36 号私募证券投资基金）	34	300.22	6 个月
4	北京乐都私募基金管理有限公司（乐都睿泽价值私募证券投资基金）	34	300.22	6 个月
5	厦门丹金恒信私募基金管理有限公司（丹金睿昇成长私募证券投资基金）	34	300.22	6 个月
6	青岛鹿秀投资管理有限公司（鹿秀驯鹿 94 号私募证券投资基金）	17	150.11	6 个月
7	上海艾叶私募基金管理有限公司（艾叶进取一号私募证券投资基金）	14.2	125.386	6 个月
8	宁波正海渐悟资产管理有限公司（正海渐悟惠风一号私募证券投资基金）	14.2	125.386	6 个月
9	共青城易木森股权投资合伙企业（有限合伙）	13.5	119.205	6 个月
10	北京泓石天成投资管理合伙企业（有限合伙）	9	79.47	6 个月
11	杭州兴健私募基金管理有限公司（兴健尔宝 1 号私募证券投资基金）	8	70.64	6 个月
12	常州经开区上市后备股权投资合伙企业（有限合伙）	5.6	49.448	6 个月

13	苏州水润山禾私募基金管理有限公司(云水梅花天成价值壹号私募证券投资基金)	5.6	49.448	6个月
14	北京煜诚私募基金管理有限公司(煜诚六分仪私募证券投资基金)	4.5	39.735	6个月
15	上海晨耀私募基金管理有限公司(晨鸣10号私募证券投资基金)	4.5	39.735	6个月
16	上海贝寅私募基金管理有限公司(贝寅研究精选4号私募证券投资基金)	3.4	30.022	6个月
	合计	360	3,178.80	—

资料来源: Wind、公司公告、华源证券研究所

## 1.2. 募投: 三协绿色节能智控电机扩产项目预计实现 488 万台电机的年产能

公司募集资金拟用于三协绿色节能智控电机扩产项目、研发中心建设项目及补充流动资金, 拟使用募资金额为 1.59 亿元。三协绿色节能智控电机扩产项目拟新建厂房并根据生产运营需要购进先进的软硬件设备; 项目建成达产后, 预计可实现年产 488 万台电机的生产能力, 年预计可实现营业收入为 28,945.00 万元(不含税), 年利润总额为 3,239.35 万元, 项目投资财务内部收益率为 20.05%(所得税后), 投资回收期为 6.96 年。

图表 3: 三协绿色节能智控电机扩产项目预计可实现年产 488 万台电机的生产能力

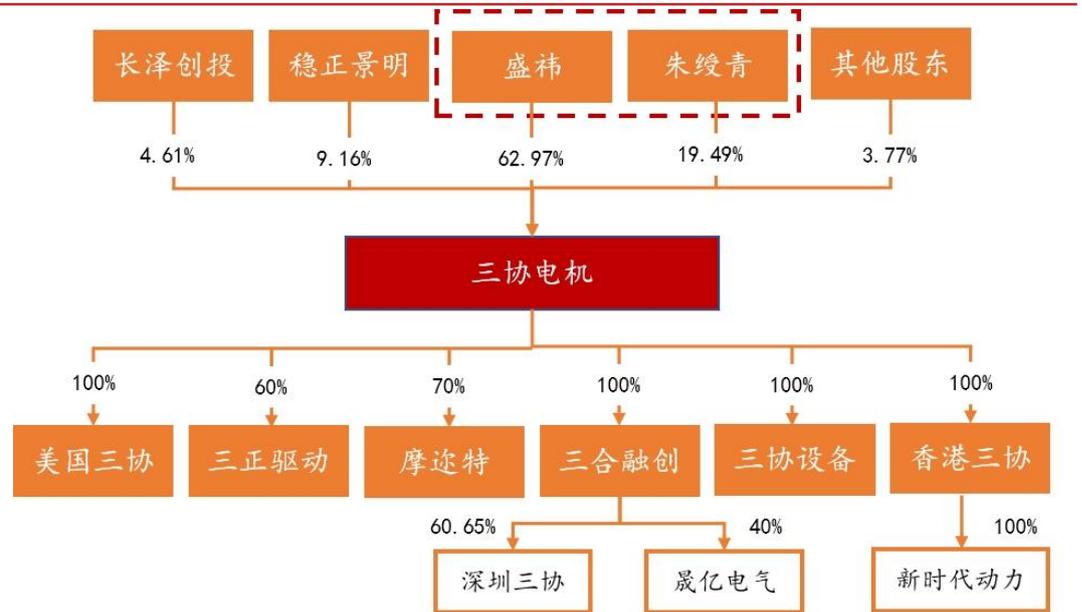
序号	项目	项目总投资 (万元)	拟使用募集资金 (万元)	项目备案文号	环评批复文件
1	三协绿色节能智控电机扩产项目	11,916.60	11,537.12	常经审备〔2023〕234号	常经发审〔2023〕421号
2	研发中心建设项目	3,162.88	3,162.88	常经审备〔2023〕234号	常经发审〔2023〕421号
3	补充流动资金	1,200.00	1,200.00	不适用	不适用
	合计	16,279.48	15,900.00	—	—

资料来源: 三协电机招股书、华源证券研究所

## 2. 公司：专注控制类电机，2024 年归母净利润达 5634 万元 (yoy+16%)

公司成立于 2002 年，是一家研发、制造并销售控制类电机的高新技术企业。公司的主要产品包括步进电机、伺服电机和无刷电机及其配套的产品，控制类电机产品具有体积小、功率密度大、绿色节能的特点。截至 2025 年 8 月 14 日，公司控股股东为盛祎，直接持有公司股份 3,344.44 万股，持股比例为 62.97%。公司共同实际控制人为盛祎、朱绶青夫妇，朱绶青直接持有公司 19.49% 的股份，盛祎、朱绶青合计控制公司 82.46% 的股份。2002 年 11 月至今，盛祎担任三协电机总经理，股份公司成立后担任董事长。

图表 4：盛祎、朱绶青夫妇为公司实际控制人（数据截至 2025.8.14）



资料来源：三协电机招股书、华源证券研究所

### 2.1. 产品：主营步进电机、伺服电机和无刷电机等，2024 年步进电机营收占比 49%

公司的主要产品包括步进电机、伺服电机和无刷电机及其配套的产品。步进电机、无刷电机和伺服电机均为控制类电机，属于微特电机（全称微型特种电机，在原理、结构、性能、作用等方面与常规电机不同），是工业制造领域的核心部件，常用于电器及设备的动力装置，或在控制系统中实现机电信号或能量的检测、执行、转换等功能。

截至 2025 年 5 月 28 日，公司已取得 56 项专利，其中发明专利 10 项，实用新型专利 45 项，外观专利 1 项。公司的主要产品情况如下：

图表 5：公司主要产品包括步进电机、伺服电机和无刷电机及其配套的产品

产品分类	产品名称	行业应用	产品图示
步进电机	混合式步进电机	常用于汽车、安防监控、纺织机械、工业自动化、机器人、医疗设备、3D 打印、雕刻机等行业	
	混合式步进电机线性执行器	常用于医疗、3D 打印、工业自动化、机器人、纺织机械等行业	
	永磁式步进电机	常用于家电风叶摆动、舞台灯光、打印机、医疗器械、阀门控制等自动化控制领域	
	永磁式步进电机线性执行器	常用于医疗、3D 打印、工业自动化机械设备、机器人等行业	
无刷电机	永磁直流无刷电机	常用于汽车、工业自动化、纺织机械、医疗设备、家用电器、光伏、风机、泵类等行业	
	直驱型电动滚筒	常用于工业自动化行业，物流分拣，安检机，输送传送带	
伺服电机		常用于工业自动化、纺织机械、机器人、AGV、数控机床、雕刻机等行业	
减速机		常用于清洁机器人，AGV 仓储小车、医疗器械、智能跟踪、速通门、云台、舞台灯光等领域	

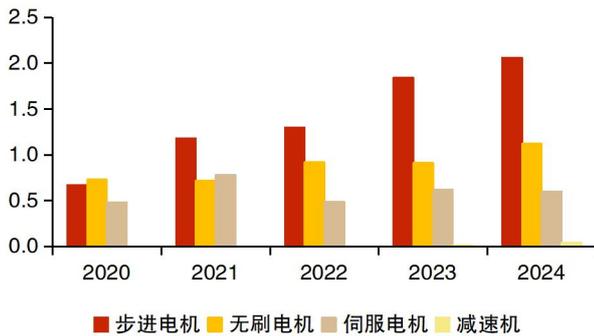
资料来源：三协电机招股书、华源证券研究所

**收入情况：**2023-2024 年步进电机营收分别为 1.84 亿元和 2.06 亿元，占总营收的比例分别为 50.73%和 48.99%，分别同比上升 41.73%和 12.06%，主要系公司与主要客户合作进一步扩大，且纺织领域客户需求恢复增长，使步进电机销售收入实现增长。2023-2024 年无刷电机营收分别为 0.91 亿元和 1.12 亿元，占总营收的比例分别为 25.20%和 26.61%，主要系 2023 年公司新能源领域的无刷电机销量持续增加，客户需求稳定增长；2024 年公司无刷电机销售金额较 2023 年增加主要系新增用于制氧设备的无刷电机，同时 60 太阳能系列无刷

电机保持增长所致。2023-2024 年伺服电机营收分别为 0.62 亿元和 0.60 亿元，基本保持稳定。2023 年因合并深圳三协，公司主营业务产品增加减速机，2024 年减速机营收达 0.04 亿元，同比上升 198.58%。

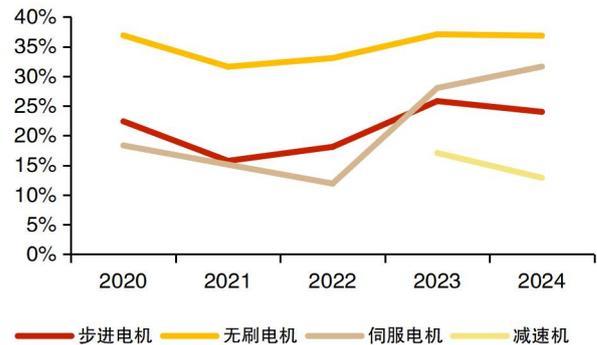
**毛利率情况：**2023-2024 年，公司步进电机毛利率分别为 25.81%和 24.00%，无刷电机毛利率分别为 37.07%和 36.84%，伺服电机毛利率分别为 28.03%和 31.63%。2023 年公司主要产品毛利率上升主要系原材料价格持续下降；2024 年公司进行产品价格调整，毛利率保持稳定。

图表 6：2024 年公司步进电机营收达 2.06 亿元（亿元）



资料来源：iFinD、华源证券研究所

图表 7：2024 年公司无刷电机毛利率达 36.84%



资料来源：iFinD、华源证券研究所

## 2.2. 模式：广泛应用于安防、纺织、工业自动化等行业，雷赛智能是第一大客户

在国内市场，公司主要以直销的销售模式开拓市场，客户主要集中在华东地区和华南地区；针对海外市场，公司通过与贸易商客户合作推广产品，目前已积累了较为稳定的客户群体，海外客户群体主要集中在美国。公司产品广泛应用于安防、纺织、光伏、半导体、3C、汽车、机器人、医疗、智能物流等行业，已与海康威视、大华股份、大豪科技、睿能科技、日发纺机、慈星股份、浙江可胜、中信博、雷赛智能、威孚高科等细分领域的龙头企业客户开展稳定合作。2022-2024 年内，前五大客户占营收总比例呈下降趋势，雷赛智能一直为公司第一大客户，对其销售收入占总营收比例持续高于 10%。

图表 8：2024 年第一大客户雷赛智能销售收入占比 15.84%，客户集中度不高

年度	序号	客户	销售金额	占公司全部营业收入的比例	是否存在关联关系
2024 年度	1	雷赛智能	6,653.55	15.84%	是
	2	诺伊特	4,290.25	10.21%	否
	3	合肥波林	3,031.07	7.22%	否
	4	大豪科技	2,815.72	6.70%	否
	5	大华股份	2,751.51	6.55%	否
		合计	19,542.11	46.52%	-
2023 年度	1	雷赛智能	5,088.88	14.06%	是
	2	合肥波林	3,339.22	9.23%	否
	3	大华股份	3,088.29	8.53%	否
	4	汉普斯	2,913.29	8.05%	否

	5	大豪科技	2,483.54	6.86%	否
		合计	16,913.22	46.73%	-
2022 年度	1	雷赛智能	4,311.76	15.02%	是
	2	大华股份	3,561.26	12.40%	否
	3	合肥波林	3,451.57	12.02%	否
	4	汉普斯	2,524.46	8.79%	否
	5	大豪科技	1,718.31	5.98%	否
		合计	15,567.35	54.21%	-

资料来源：iFinD、华源证券研究所

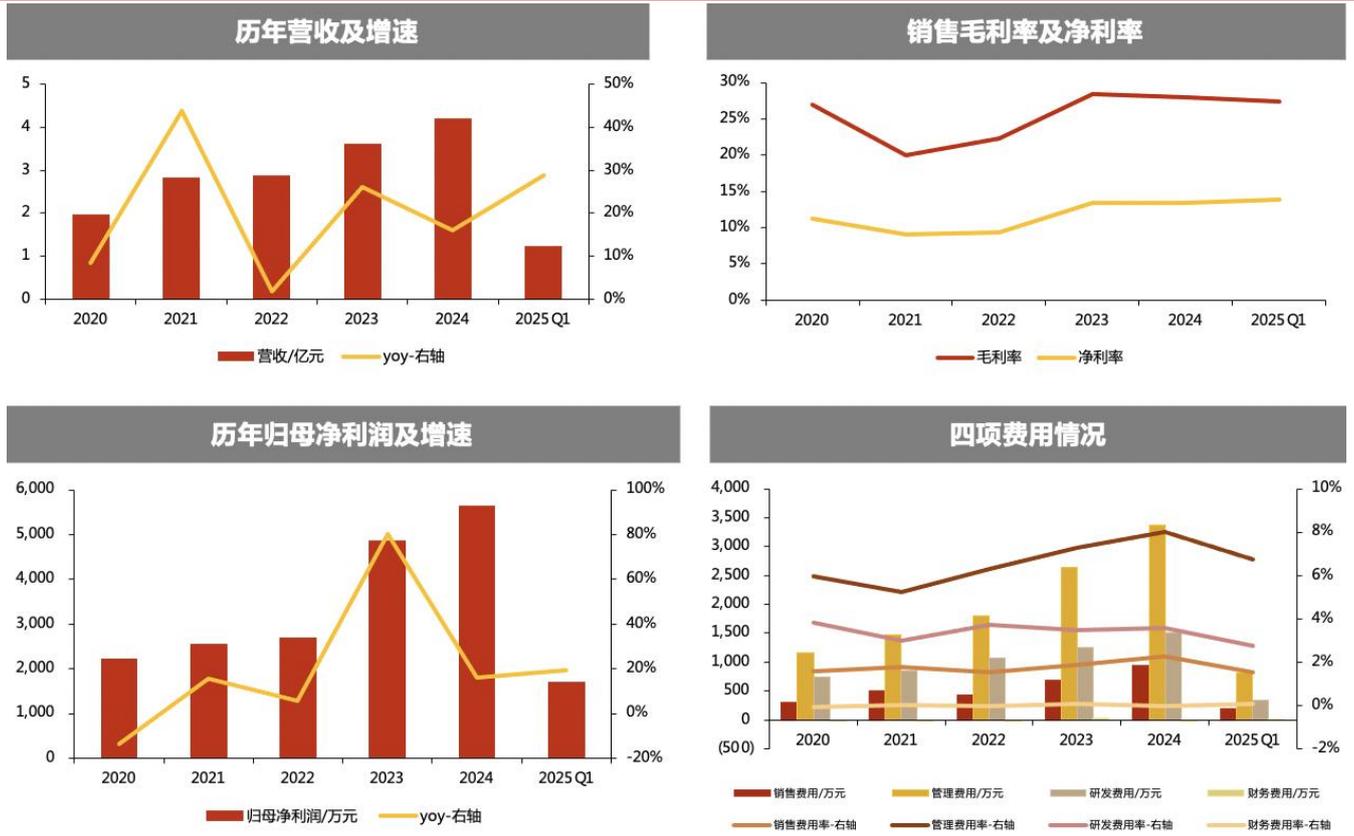
在**公共安全监测系统和医疗检测系统领域**，公司自主创新了混合式步进电机的定子转子磁路优化设计技术、端盖两面加工一次性装夹组件技术，提升了混合式步进电机的力矩，降低了温升，减小了电机的噪音，提高了安装精度，得到了行业用户海康威视、大华股份等客户普遍的认可。在**高端纺织机械领域**，成功研发出平面盘式力矩伺服电机和高扭矩的一体盘式力矩电机，得到了意大利知名纺机公司圣安东尼及国内知名内衣机公司高腾机电的认可。在**机器人领域**，公司通过自主研发，采用当前突破性的基础材料和高槽满率的技术，成功地在AGV、协作机器人领域获得海康威视、大华股份、法奥机器人的认可。在协作机器人领域，公司产品已实现量产。协作型机器人作为一种新型的工业机器人，扫除了人机协作的障碍，让机器人彻底摆脱护栏或围笼的束缚，其开创性的产品性能和广泛的应用领域，为工业机器人的发展开启新时代。公司产品可应用于人形机器人领域，目前已开始向客户送样。在**汽车领域**，公司自主创新的无刷电机采用先进的定转子隔离措施，保证电机定转子间隙内通过高温高压的防冻液、氢气也不会发生泄漏和安全隐患，已与国内知名企业凯龙高科、上燃动力等开展业务，为节能减排和环境保护作出了贡献。

### 2.3. 财务：2020-2024 年公司归母净利润 CAGR 达 26.40%

营收方面，2020-2024 年公司营收总体呈现上升趋势，2020-2024 年营收分别为 1.96 亿元 (yoy+8.41%)、2.82 亿元 (yoy+43.91%)、2.87 亿元 (yoy+1.89%)、3.62 亿元 (yoy+26.05%) 和 4.20 亿元 (yoy+16.05%)，2025Q1 公司营收为 1.22 亿元 (yoy+28.94%)。

利润方面，公司 2020-2024 年归母净利润分别为 2207.00 万元 (yoy-13.64%)、2555.34 万元 (yoy+15.78%)、2697.63 万元 (yoy+5.57%)、4864.08 万元 (yoy+80.31%) 和 5633.50 万元 (yoy+15.82%)，2025Q1 归母净利润为 1694.63 万元 (yoy+19.45%)，2020-2024 年年均复合增长率为 26.40%。盈利能力方面，2025Q1 毛利率和净利率分别为 27.34% 和 13.80%。2020-2025Q1 期间费用率分别为 11.30%、10.00%、11.49%、12.69%、13.83% 和 11.15%。

图表 9：2025Q1 公司总营收达 1.22 亿元 (yoy+28.94%)



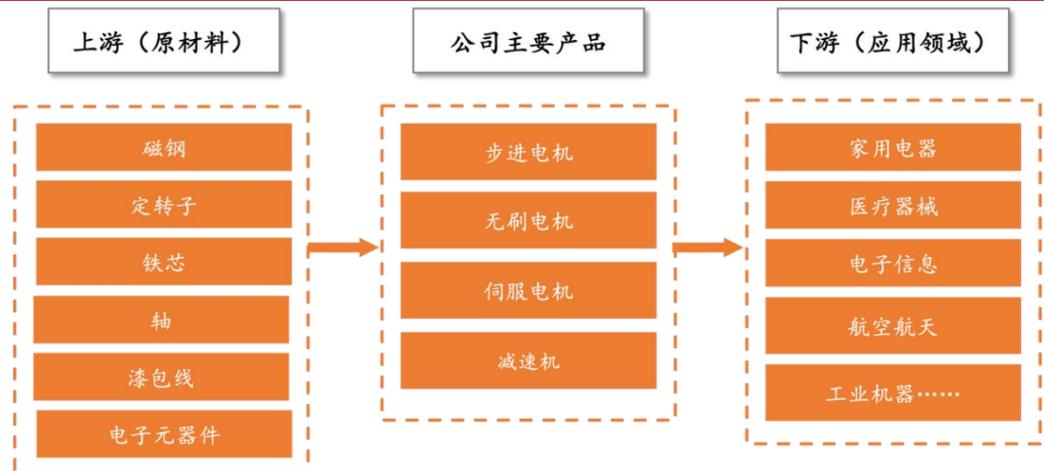
资料来源：iFinD、华源证券研究所

### 3. 行业：预计 2022-2028 年全球微特电机市场规模 CAGR 达 6.68%

#### 3.1. 产业：2024 年全球微型电机市场规模为 467.4 亿美元，中国是重要生产国

公司采购的主要原材料有磁钢、定转子、铁芯、轴、漆包线、电子元器件等，该类材料市场化程度较高。微特电机下游应用领域多，微特电机在家用电器、医疗器械、电子信息、航空航天、工业机器等诸多领域均有应用。中国微特电机制造行业已有长足的发展，尤其在长江三角洲、珠江三角洲、环渤海湾三大地区已形成中国微特电机的重要生产基地和出口基地。

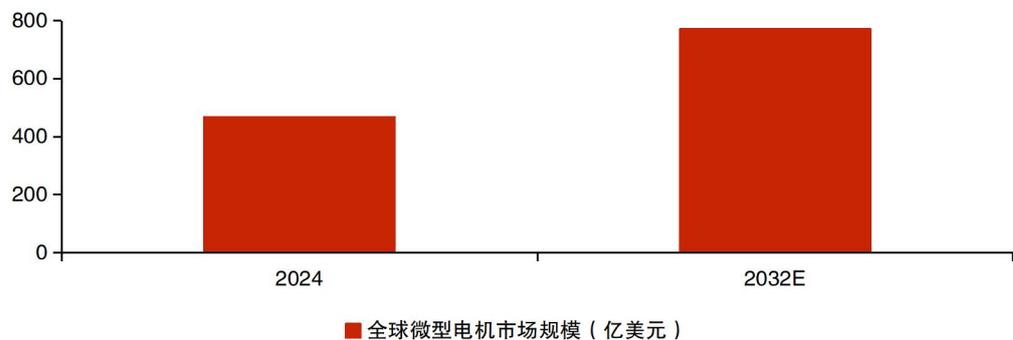
图表 10：微特电机广泛应用于家用电器、医疗器械、电子信息、航空航天等领域



资料来源：三协电机招股书、华源证券研究所

根据贝哲斯咨询数据，2024 年全球微型电机市场规模为 467.4 亿美元，预计到 2032 年其规模达到 769.9 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，全球微特电机行业或将继续呈现稳步发展态势。

图表 11：贝哲斯咨询预计 2032 年全球微型电机市场规模达 769.9 亿美元

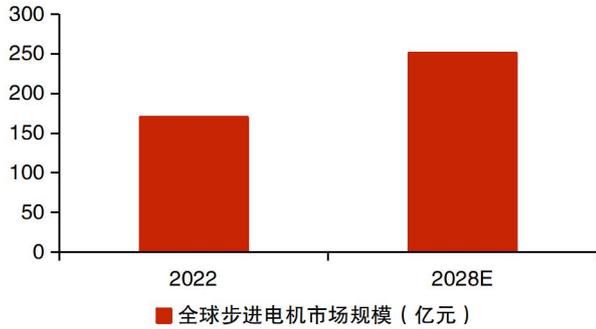


资料来源：贝哲斯咨询、三协电机招股书、华源证券研究所

步进电机是公司重要的产品，根据贝哲斯咨询数据，全球步进电机市场规模在 2022 年达到了 170.1 亿元，其中中国市场占据最大份额，约为 63%；美国市场占比约为 11%。预计

到 2028 年，全球市场规模或将达到 250.79 亿元。步进电机市场空间广阔，未来市场规模有望持续扩大。

图表 12：2028 年全球步进电机市场规模或将达 251 亿元



资料来源：贝哲斯咨询、华源证券研究所

图表 13：中国是最大的步进电机市场，2022 年占比 63%



资料来源：贝哲斯咨询、三协电机招股书、华源证券研究所

全球直流无刷电机行业竞争格局较为分散，没有形成绝对的垄断或寡头。直流无刷电机相比传统电机具有更高的能效比，能够显著降低能耗，减少碳排放。随着全球对节能减排和可持续发展的重视，直流无刷电机的应用越来越广泛，或将成为推动市场增长的重要因素。

### 3.2. 可比：包括鸣志电器、江苏雷利、科力尔、华阳智能、星德胜

公司可比公司包括鸣志电器、江苏雷利、科力尔、华阳智能和星德胜。其中，鸣志电器产品包括直流无刷电机、无齿槽电机、空心杯电机、伺服电机、直线电机/电动缸/单轴机器人等控制电机；江苏雷利主要从事家用电器、汽车微特电机、医疗仪器用智能化组件、工控电机及组件及相关零部件的研发、生产与销售；科力尔主要产品按应用领域可分为智能家居类、健康与护理类和运动控制类产品；华阳智能和星德胜主要从事微特电机及应用产品的研发、生产和销售。

图表 14：公司可比公司包括鸣志电器、江苏雷利、科力尔、华阳智能和星德胜

公司名称	主营业务及主要产品
鸣志电器	从事控制电机及其驱动系统的研发和制造，公司产品包括直流无刷电机、无齿槽电机、空心杯电机、伺服电机、直线电机/电动缸/单轴机器人等控制电机产品，产品被国内、外客户广泛运用于工业自动化、医疗器械和生化分析、安防、自主移动机器人（AMR）、搬运机器人（AGV）、通信设备、太阳能光伏、智能水阀控制、纺织机械、金融设备、舞台灯光、汽车等自动化应用等领域。
江苏雷利	主要从事家用电器、汽车微特电机、医疗仪器用智能化组件、工控电机及组件及相关零部件的研发、生产与销售。公司产品包括空调电机及组件、洗衣机电机及组件、冰箱电机及组件、洗碗机循环泵、跑步机电机、医疗仪器用丝杆电机、汽车水泵、汽车精密冲压件及配套零部件等。
科力尔	主营业务为电机及智能驱控系统的研发、生产与销售。公司主要产品按应用领域分类：智能家居类产品（广泛应用于烤箱、冰箱、换气扇、洗衣机、暖风机、微波炉、商用空调、空气炸锅、空气净化器、咖啡机等）、健康与护理类产品（广泛应用于医疗雾化器、电吹风、食物搅拌机、果汁机、豆浆机等）和运动控制类产品（广泛应用于3D打印机、安防监控、银行ATM机、机器人、5G基站、高端数控机床、自动化生产线、电子加工设备、锂电池加工设备、医疗器械制造设备、激光加工设备、办公自动化与工业自动化等领域）。公司主要产品按技术原理分类，主要有罩极电机、串激电机、直流无刷电机、步进电机、伺服电机、编码器、驱动器、精密泵等。
华阳智能	公司的主营业务为微特电机及应用产品的研发、生产和销售。公司立足于精密微特电机及传动技术进行多行业战略布局，以技术创新为驱动，追踪市场发展前沿，持续开发新产品满足不断变化的市场需求。
星德胜	主要从事微特电机及相关产品的研发、生产及销售，产品主要应用于以吸尘器为代表的清洁电器领域。

资料来源：三协电机招股书、华源证券研究所

## 4. 申购建议：建议关注

公司自主研发的微特电机具有多种机座型号和电机极数，在转速、力矩、功率密度、防护等级等核心技术指标已达到日本美蓓亚、日本松下电机等国际龙头企业水平。公司自主研发研制出应用于智能一体无缝内衣机的 142 系列伺服电机产品，经客户从性能、尺寸及匹配性方面进行测试，可以满足客户驱动器产品适配需求，该产品质量、稳定性等要求达到进口品牌伺服电机的水平。公司部分电机出口美国，与相关竞品开展竞争，如应用于呼吸机的 33、44 型无刷电机，应用于制氧机的 G5 无刷电机，应用于汽车尾气泵的 WU2、WDL 电机等。随着公司科研能力的持续增强，依靠更强的成本控制能力以及更贴近市场需求的优势，公司有望逐步打开市场，持续实现进口替代和国际竞争。可比公司最新 PE TTM 中值为 87.2X。

图表 15：可比公司最新 PE TTM 中值为 87.2X（数据截至 2025.8.22）

公司名称	股票代码	市值/亿元	PE TTM	2024 年营收/亿元	2024 年归母净利润/万元	2024 年毛利率	2024 年净利率
鸣志电器	603728.SH	275.71	350.7	24.16	7,790.70	37.68%	3.29%
江苏雷利	300660.SZ	236.80	75.2	35.19	29,449.33	28.11%	9.26%
华阳智能	301502.SZ	33.50	99.3	4.83	3,364.85	19.42%	6.96%
星德胜	603344.SH	53.11	26.5	24.54	19,850.13	16.23%	8.09%
	均值	149.78	137.93				
	中值	144.96	87.24				
三协电机	873669.BJ	-	-	4.20	5,633.50	28.00%	13.42%

资料来源：Wind、华源证券研究所

## 5. 风险提示

**市场竞争加剧风险：**公司长期以来注重对电机新技术、新产品的研发与革新，以迅速响应客户多样化的工艺需求，已积累了丰富的电磁、机械仿真技术与工艺自动化经验，逐步打造完善的工艺数据库，不断通过技术创新实现产品差异化。但随着我国产业结构的转型升级，国内其他厂商也在加大研发与技术方面的投入，随着政策引导下新的竞争对手的进入，市场竞争将更加激烈。若公司不能持续保持技术研发、产品创新能力、售后服务质量等方面的优势，进一步提高核心竞争力，将会面临市场竞争加剧引发市场份额下降的风险。

**业绩大幅波动或下滑风险：**2022-2024 年公司营收呈持续增长趋势。尽管公司所处的电机制造业市场空间广阔且处于良好的发展阶段、公司产品功能较为全面、在手订单金额较高，但受行业政策变动、下游市场需求变动、市场竞争加剧等因素影响，公司仍可能面临业绩波动或下滑的风险。

**毛利率下降风险：**公司销售收入主要受原材料价格、市场竞争程度、宏观经济形势、客户需求、销售产品结构等因素影响，公司主营业务成本中直接材料占比为 80%左右，维持在较高水平，公司主要原材料市场价格受大宗商品市场波动、供需关系等多种因素影响较大。若未来上游原材料价格持续上涨，市场竞争激烈，公司无法将原材料上涨的压力转嫁给下游，公司将面临采购成本上升、毛利率下滑从而导致经营业绩受损的风险。

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或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。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就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中的意见或建议不一致的投资决策。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

**本报告采用的基准指数：**A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。