

2025 年 08 月 26 日

三协电机（920100.BJ）

新股覆盖研究

投资要点

◆ 本周二（8 月 26 日）有一只北交所新股“三协电机”申购，发行价格为 8.83 元/股、发行市盈率为 12.31 倍（每股收益按照 2024 年度经会计师事务所依据中国会计准则审计的扣除非经常性损益后归属于母公司股东净利润除以考虑超额配售选择权全额行使时本次发行后总股本计算）。

◆ **三协电机（920100）**：公司专业研发、制造并销售控制类电机。公司 2022-2024 年分别实现营业收入 2.87 亿元/3.62 亿元/4.20 亿元，YOY 依次为 1.89%/26.05%/16.05%；实现归母净利润 0.27 亿元/0.49 亿元/0.56 亿元，YOY 依次为 5.57%/80.31%/15.82%。根据公司管理层初步预测，公司 2025 年 1-9 月营业收入较上年同期增长 8.44%至 18.60%，归母净利润较上年同期增长 8.36%至 18.51%。

① **投资亮点**：1、公司是国内领先的精密控制微特电机供应商，产品广泛应用于安防、纺织、机器人、汽车等行业。随着全球制造业工业自动化程度的不断加深，精密运动控制领域的核心传动部件—微特电机的市场需求不断扩容。公司深耕精密控制微特电机领域 20 余年；所在地常州市是我国微特电机产业的主要聚集地区之一、具备较强的产业基础和产品配套能力，为公司初期发展奠定了良好基础。目前，公司自研的微特电机在转速、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，并形成针对不同行业需求的多场景适用的运动控制系统电机：1）如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；2）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式盘式力矩电机；3）在机器人领域，协作机器人领域产品已实现量产、人形机器人领域产品则已开始向客户送样；4）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，能够保证电机定转子间隙内通过高温高压的防冻液、氢气不会发生泄漏和安全隐患。凭借稳定的产品质量及研发实力，公司已与雷赛智能、海康威视、大华股份、大豪科技、睿能科技、日发纺机、威孚高科等细分领域的龙头企业客户开展稳定合作；其中，雷赛智能不仅为公司第一大客户、2024 年收入占比达 15%以上，还间接持有公司 8.98%的股份，充分彰显对公司未来发展的信心。2、孙公司深圳三协主要从事小微行星减速机，可与公司的电机产品配套使用或销售，从而形成一定的产品协同效应。2023 年 8 月，公司通过收购深圳三协控制权，正式将其纳入孙公司行列。公司主要产品为步进电机、无刷电机以及伺服电机等精密控制微特电机，而孙公司深圳三协主要产品为小微行星减速机、能够有效配合电机传递更大的输出扭矩，从而保证精度要求；部分客户在购买电机时，会同步采购减速机配套使用。对于客户而言，同步采购能够有效简化采购流程，并在一定程度上规避不同品牌产品因参数不匹配导致的安装调试风险；对于公司而言，公司较仅具备电机生产能力的厂商拥有更完整的产品体系，配套销售亦能有效带动公司营收的整体增长。

② **同行业上市公司对比**：选取鸣志电器、江苏雷利、科力尔、华阳智能、以及星德胜为三协电机的可比上市公司；但上述可比公司为沪深 A 股，与三协电

交易数据

总市值（百万元）	
流通市值（百万元）	
总股本（百万股）	53.11
流通股本（百万股）	
12 个月价格区间	/

分析师

李蕙

SAC 执业证书编号：S0910519100001

lihui1@huajinsc.cn

报告联系人

戴箴箴

daizhengzheng@huajinsc.cn

相关报告

华金证券-新股-新股专题覆盖报告（艾芬达）
 -2025 年第 62 期-总第 588 期 2025.8.23
 华金证券-新股-新股专题覆盖报告（巴兰仕）
 -2025 年 61 期-总第 587 期 2025.8.20
 华金证券-新股-新股专题覆盖报告（华新精科）-2025 年第 60 期-总第 586 期 2025.8.17
 华金证券-新股-新股专题覆盖报告（能之光）
 -2025 年 60 期-总第 586 期 2025.8.15
 华金证券-新股-新股专题覆盖报告（宏远股份）-2025 年 58 期-总第 584 期 2025.8.10



机在估值基准等方面存在较大差异，可比性或相对有限。从可比公司情况来看，2024 年可比公司的营业收入为 21.06 亿元，PE 为 41.05X，销售毛利率为 23.93%；相较而言，公司营收规模未及可比公司，销售毛利率则相对较高。

◆ **风险提示：**已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差等。具体上市公司风险在正文内容中展示。

公司近 3 年收入和利润情况

会计年度	2022A	2023A	2024A
主营收入(百万元)	287.1	362.0	420.1
同比增长(%)	1.89	26.05	16.05
营业利润(百万元)	29.2	55.3	64.8
同比增长(%)	3.89	89.31	17.13
归母净利润(百万元)	27.0	48.6	56.3
同比增长(%)	5.57	80.31	15.82
每股收益(元)	0.76	0.92	1.06

数据来源：聚源、华金证券研究所

内容目录

一、三协电机	4
(一) 基本财务状况	4
(二) 行业情况	5
(三) 公司亮点	6
(四) 募投项目投入	7
(五) 同行业上市公司指标对比	7
(六) 风险提示	8

图表目录

图 1：公司收入规模及增速变化	4
图 2：公司归母净利润及增速变化	4
图 3：公司销售毛利率及净利润率变化	5
图 4：公司 ROE 变化	5
表 1：公司 IPO 募投项目概况	7
表 2：同行业上市公司指标对比	8

一、三协电机

公司成立于 2002 年，是一家专业研发、制造并销售控制类电机的企业；主要产品包括步进电机、伺服电机和无刷电机及与其配套的产品，具有体积小、功率密度大、绿色节能等特点。

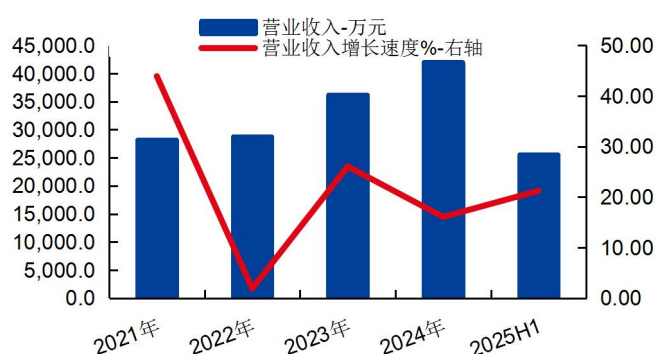
截至目前，公司产品广泛应用于安防、纺织、光伏、半导体、3C、汽车、机器人、医疗、智能物流等行业。凭借高质量的产品和优质的服务，公司得到了运动控制厂商及自动化工业化设备厂商的认可，与海康威视、大华股份、大豪科技、睿能科技、日发纺机、慈星股份、浙江可胜、中信博、雷赛智能、威孚高科等细分领域的龙头企业客户开展稳定合作。2024 年，公司荣获大华股份颁发的 2023 年优秀技术合作奖、荣获海康威视颁发的最佳交付奖、荣获创想三维颁发的新锐之星奖、荣获雷赛智能颁发的战略合作奖。

（一）基本财务状况

公司 2022-2024 年分别实现营业收入 2.87 亿元/3.62 亿元/4.20 亿元，YOY 依次为 1.89%/26.05%/16.05%；实现归母净利润 0.27 亿元/0.49 亿元/0.56 亿元，YOY 依次为 5.57%/80.31%/15.82%。根据最新财务情况，公司 2025H1 实现营业收入 2.56 亿元，较上年同期增长 21.23%；实现归母净利润 0.32 亿元，较上年同期增长 12.25%。

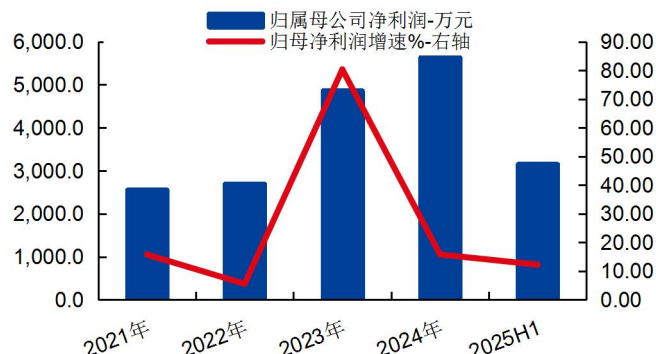
2024 年，公司主营收入按产品类型可分为五大板块，分别为步进电机（2.06 亿元，占 2024 年营收的 52.87%）、无刷电机（1.12 亿元，占 2024 年营收的 28.72%）、伺服电机（0.60 亿元，占 2024 年营收的 15.34%）、减速机（0.04 亿元，占 2024 年营收的 1.15%）、其他产品（0.07 亿元，1.92%）。目前，步进电机是公司主要的收入来源及核心产品，2024 年收入占比达 50%以上。

图 1：公司收入规模及增速变化



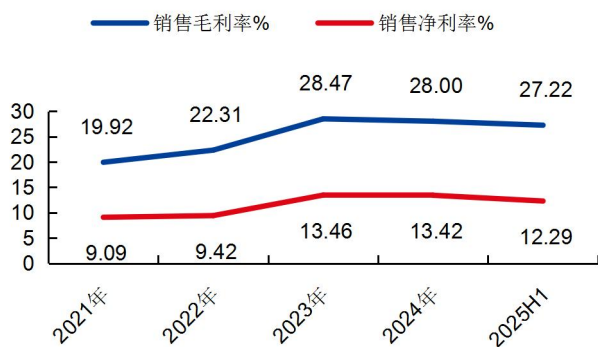
资料来源：wind，华金证券研究所

图 2：公司归母净利润及增速变化



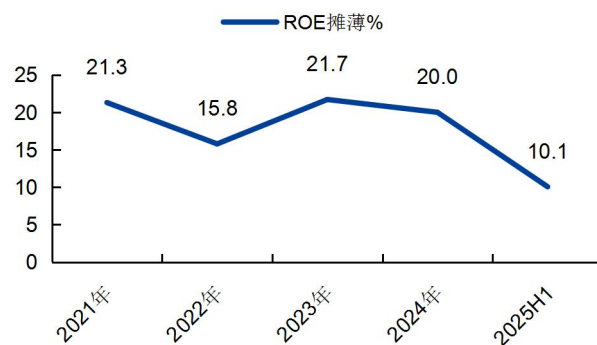
资料来源：wind，华金证券研究所

图 3：公司销售毛利率及净利润率变化



资料来源：wind，华金证券研究所

图 4：公司 ROE 变化



资料来源：wind，华金证券研究所

（二）行业情况

公司产品覆盖步进电机、伺服电机、无刷电机和减速机等。

1、步进行业

步进电机相对于其他控制用途电机的最大区别是，它接收数字控制信号（电脉冲信号）并转化成与之相对应的角位移或直线位移，它本身就是一个完成数字模式转化的执行元件。而且它可开环位置控制，输入一个脉冲信号就得到一个规定的位置增量，这样的所谓增量位置控制系统与传统的直流控制系统相比，其成本明显降低，几乎不必进行系统调整。

全球步进电机市场规模在 2022 年达到了 20.79 亿美元，其中中国市场占据最大份额，约为 63%，美国市场占比约为 11%。到 2023 年，市场规模达到 36.60 亿元。中国政府为支持步进电机行业的发展，推出了一系列政策，包括科技创新规划和技术标准化规范，以促进技术进步和行业发展。步进电机市场空间广阔，预计未来市场规模将持续扩大。据 GIR（GlobalInfoResearch）调研显示，预计 2029 年达到 24.11 亿美元，2022-2029 年 CAGR 将达到 1.7%。

2、伺服电机

伺服是指以物体的位置、方位、姿势等为控制量，组成能跟踪目标的任意变化的控制系统。伺服电机是指在伺服系统中控制机械元件运转的发动机，是一种补助马达间接变速装置。由于其转子转速受输入信号控制并能快速反应，在自动控制系统中，伺服电机用作执行元件。伺服电机有直流和交流伺服电动机之分，伺服系统大多采用永磁同步型交流伺服电动机，控制驱动器多采用快速、准确定位的全数字位置伺服系统。目前数字控制系统中，步进电机应用十分广泛，但随着全数字式交流伺服系统的出现，交流伺服电机也越来越多地应用于数字控制系统中。

近年来，随着制造业自动化程度的不断提高以及新兴产业的快速发展，全球伺服电机市场规模持续扩大。据市场研究机构数据显示，过去几年全球伺服电机市场保持着稳定的增长态势。根据思瀚发布的《2024-2029 年伺服电机产业现状及未来发展趋势分析报告》数据显示：2023 年中国伺服电机市场规模约为 195 亿元，同比增长 7.73%。2024 年，中国伺服电机市场规模将预计超过 200 亿元。可以看出，中国伺服电机市场规模逐年递增，反映出该行业在中国呈现出良好的发展态势。根据中研普华产业研究院的数据，2027 年中国伺服系统市场规模预计将达到 650 亿元

人民币左右，复合年增长率约为 7.2%。此外，到 2029 年，中国伺服系统市场规模将超过 500 亿元，年复合增速约为 11.1%。

3、无刷电机

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。直流无刷电机在控制算法、材料科学以及生产工艺等方面取得了显著进步。这些技术革新提高了电机的效率、功率密度和可靠性，使得直流无刷电机在性能上更加优越，从而满足了更多应用场景的需求。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，成为推动市场增长的重要因素。

根据《2024-2029 年中国直流无刷电机行业运营态势与投资前景调查研究报告》的数据显示，2023 年全年全球无刷直流电机市场规模达到 200 亿美元。中国作为全球最大的电动机生产国和消费国，在直流无刷电机市场也占据重要地位。

4、减速机

减速机是一种由封闭在刚性壳体内的齿轮传动、蜗杆传动、齿轮-蜗杆传动所组成的独立部件，常用作原动机和工作机或执行机构之间的减速传动装置，起到匹配转速和传递转矩的作用，在现代机械中应用极为广泛。公司减速机产品主要为小微行星减速机，主要作用是配合电机传递更大的输出扭矩，保证精度要求，广泛用于清洁机器人、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。

（三）公司亮点

1、公司是国内领先的精密控制微特电机供应商，产品广泛应用于安防、纺织、机器人、汽车等行业。随着全球制造业工业自动化程度的不断加深，精密运动控制领域的核心传动部件——微特电机的市场需求不断扩容。公司深耕精密控制微特电机领域 20 余年；所在地常州市是我国微特电机产业的主要聚集地区之一、具备较强的产业基础和产品配套能力，为公司初期发展奠定了良好基础。目前，公司自研的微特电机在转速、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，并形成针对不同行业需求的多场景适用的运动控制系统电机：**1）**如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，并降低了温升、减小了电机的噪音、提高了安装精度；**2）**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；**3）**在机器人领域，协作机器人领域产品已实现量产、人形机器人领域产品则已开始向客户送样；**4）**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，能够保证电机定转子间隙内通过高温高压的防冻液、氢气不会发生泄漏和安全隐患。凭借稳定的产品质量及研发实力，公司已与雷赛智能、海康威视、大华股份、大豪科技、睿能科技、日发纺机、威孚高科等细分领域的龙头企业客户开展稳定合作；其中，雷赛智能不仅为公司第一大客户、2024 年收入占比达 15%以上，还间接持有公司 8.98% 的股份，充分彰显对公司未来发展的信心。

2、孙公司深圳三协主要从事小微型行星减速机，可与公司的电机产品配套使用或销售，从而形成一定的产品协同效应。2023 年 8 月，公司通过收购深圳三协控制权，正式将其纳入孙公司行列。公司主要产品为步进电机、无刷电机以及伺服电机等精密控制微特电机，而孙公司深圳三协主要产品为小微型行星减速机、能够有效配合电机传递更大的输出扭矩，从而保证精度要求；部分客户在购买电机时，会同步采购减速机配套使用。对于客户而言，同步采购能够有效简化采购流程，并在一定程度上规避不同品牌产品因参数不匹配导致的安装调试风险；对于公司而言，公司较仅具备电机生产能力的厂商拥有更完整的产品体系，配套销售亦能有效带动公司营收的整体增长。

（四）募投项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 2 个项目，以及补充流动资金。

- 1、三协绿色节能智控电机扩产项目：项目拟新建厂房建筑面积共计 12,000 m²，此外，项目还将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，正常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。
- 2、研发中心建设项目：通过加大对电机领域的研发投入力度，掌握更多实用、可量产的技术；与此同时，研发中心的建设致力于满足客户对高精度、高性能等方面的需求，并加快各类科技成果的转化和升级。

表 1：公司 IPO 募投项目概况

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金金额 (万元)	项目建 设期
1	三协绿色节能智控电机扩产项目	11,916.60	11,537.12	2 年
2	研发中心建设项目	3,162.88	3,162.88	2 年
3	补充流动资金	1,200.00	1,200.00	-
	总计	16,279.48	15,900.00	-

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

（五）同行业上市公司指标对比

公司从事研发、制造并销售控制类电机；依照公司发行公告中所引用的中证指数发布数据，截至 2025 年 8 月 21 日，公司所属的“电气机械和器材制造业（C38）”最近一个月静态平均市盈率为 21.85 倍。根据管理层初步预测，2025 年 1-9 月公司预计营业收入为 3.2 亿元至 3.5 亿元，同比增长 8.44%至 18.60%；预计归母净利润为 4,128 万元至 4,515 万元，同比增长 8.36%至 18.51%；预计扣非归母净利润为 4,084 万元至 4,471 万元，同比增长 8.47%至 18.75%。

根据业务的相似性，选取鸣志电器、江苏雷利、科力尔、华阳智能、以及星德胜为三协电机的可比上市公司；但上述可比公司为沪深 A 股，与三协电机在估值基准等方面存在较大差异，可比性或相对有限。从可比公司情况来看，2024 年可比公司的营业收入为 21.06 亿元，PE 为 41.05X，销售毛利率为 23.93%；相较而言，公司营收规模未及可比公司，销售毛利率则相对较高。

表 2：同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-2024 年	2024 年营业收 入(亿元)	2024 年 营收增速	2024 年归 母净利润 (亿元)	2024 年归 母净利润 增速	2024 年 销售毛利 率	2024 年 ROE (摊 薄)
603728.SH	鸣志电器	279.56	217.99	24.16	-4.99%	0.78	-44.53%	37.68%	2.67%
300660.SZ	江苏雷利	251.74	39.89	35.19	14.38%	2.94	-7.14%	28.11%	8.74%
002892.SZ	科力尔	113.35	120.47	16.57	27.89%	0.60	17.68%	18.20%	4.68%
301502.SZ	华阳智能	34.11	57.93	4.83	1.57%	0.34	-48.51%	19.42%	4.07%
603344.SH	星德胜	52.68	25.31	24.54	19.48%	1.99	1.60%	16.23%	9.82%
	平均值	146.29	41.05	21.06	11.67%	1.33	-16.18%	23.93%	6.00%
920100.BJ	三协电机	6.28	12.31	4.20	16.05%	0.56	15.82%	28.00%	20.00%

资料来源：Wind（数据截至日期：2025 年 8 月 25 日），华金证券研究所

备注：（1）三协电机总市值=发行后总股本 0.7111 亿股*发行价格 8.83 元=6.28 亿元；（2）三协电机发行市盈率为 12.31 倍，每股收益按照 2024 年度经会计师事务所依据中国会计准则审计的扣除非经常性损益后归属于母公司股东净利润除以考虑超额配售选择权全额行使时本次发行后总股本计算。

（六）风险提示

业务来源地域相对集中风险、与雷赛智能业务合作稳定性的风险、国外市场经营及主要依赖于贸易商的风险、境外子公司经营风险、宏观经济波动风险、市场竞争加剧风险、主要原材料价格波动风险、毛利率下降风险、技术更新迭代风险、公司规模扩大带来的管理风险、实际控制人控制风险等风险。

投资评级说明

公司投资评级：

买入—未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%；

增持—未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%至 15%之间；

中性—未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%至 5%之间；

减持—未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅在 5%至 15%之间；

卖出—未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅大于 15%。

行业投资评级：

领先大市—未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数领先 10%以上；

同步大市—未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%至 10%；

落后大市—未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数落后 10%以上。

基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本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、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn