

江苏雷利(300660)

报告日期: 2026年01月11日

## 微电机模块龙头，拥抱人形机器人高成长赛道

### ——江苏雷利深度报告

#### 投资要点

##### □ 立足微特电机模块，拥抱人形机器人、新能源汽车、工业自动化高潜力赛道

公司初创于 1993 年，是微特电机产品及智能化组件制造行业的领先企业，是国内规模最大的微电机模块解决方案提供商。公司于 2017 年深交所上市，已形成以微型步进电机、同步电机、直流有刷/无刷电机、微型水泵等多种电机产品为主导，配套相关精密结构、驱动控制设计和制造方案解决的综合业务能力。2019-2024 年公司营收、归母净利润复合增速为 9.4%、5.0%。

##### □ 人形机器人产业化提速，预计 2030 年带动微特电机市场增量 352 亿元

人形机器人、新能源汽车、医疗器械、可穿戴设备、智能家居等领域需求的兴起推动微特电机行业发展。根据 Market.Us，2022 年全球微特电机行业市场规模达到 2582 亿美元，Allied Market Research 预计，到 2030 年市场规模将达 4037 亿美元，年均复合增速达 5.75%。我们预计，随人形机器人产业化提速，预计 2030 年将新增拉动微特电机市场达 352 亿元，2025-2030 年复合增速达 184%。公司作为微电机行业龙头，主导了国家标准《减速永磁式步进电动机通用规范》的起草，子公司鼎智科技丝杆步进电机市占率 52%居全国第一。

##### □ 人形机器人灵巧手、行星滚柱丝杠、减速器等核心零部件覆盖全面、进展领先

公司形成了覆盖灵巧手、旋转/线性关节的全维度运动控制系统解决方案。灵巧手方面，公司及子公司正加速产品迭代与商业落地，客户覆盖高校、研究机构及机器人本体厂商等，积极推动灵巧手在工业场景的落地；核心零部件方面，公司及子公司与蔚蓝科技、智元机器人等客户已形成稳定订单。

(1) 控股子公司安徽中科灵犀：依托中国科学技术大学科研成果，开展灵巧手研发，目前正在推进杆式、绳驱式、伺服电缸式、软体式四种技术路线灵巧手的研发工作，并于 2025 年首发了连杆式和绳驱式两款灵巧手组件。

(2) 控股子公司鼎智科技：获 2024 年“人形机器人领域最具价值零部件企业”、获智元机器人首届供应商大会优秀合作伙伴奖，布局空心杯电机、无框电机、精密减速箱、滚珠丝杠、行星滚柱丝杠产品等。

##### □ 盈利预测与估值

预计 2025-2027 年公司合计实现营业收入 41.2 亿元、49.3 亿元、60.7 亿元，同比增长 17.1%、19.7%、23.1%；实现归母净利润 3.6、4.7、6.5 亿元，同比增长 21.3%、31.9%、38.5%；对应 PE69、52、38 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

##### □ 风险提示：新产品研发不及预期、人形机器人产业化进展不及预期等

#### 财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,519	4,122	4,933	6,075
(+/-) (%)	14.38%	17.13%	19.67%	23.14%
归母净利润	294	357	471	653
(+/-) (%)	-7.14%	21.28%	31.92%	38.51%
每股收益(元)	0.66	0.80	1.05	1.46
P/E	83.98	69.24	52.49	37.90
ROE	8.74%	9.72%	11.37%	13.60%

资料来源：浙商证券研究所

#### 投资评级：增持(首次)

分析师：邱世梁

执业证书号：S1230520050001  
qiushiliang@stocke.com.cn

分析师：王华君

执业证书号：S1230520080005  
wanghuajun@stocke.com.cn

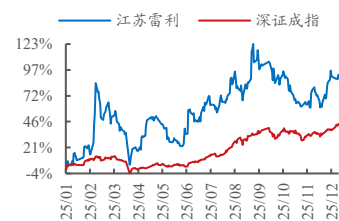
分析师：姬新悦

执业证书号：S1230524080005  
jixinyue@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥55.31
总市值(百万元)	24,731.12
总股本(百万股)	447.14

#### 股票走势图



#### 相关报告

## 正文目录

<b>1 立足微特电机，拥抱成长蓝海</b>	<b>4</b>
1.1 深耕行业三十载，基础扎实、拥抱成长	4
1.2 降低家电业务占比，多元布局点燃盈利增长点	7
<b>2 微特电机：2022 年全球微特电机市场规模约 358.5 亿美元，人形机器人、新能源汽车、医疗器械等打开空间</b>	<b>9</b>
2.1 市场规模：人形机器人等高景气下游拉动 2025-2030 年 CAGR 达 184%	10
2.2 竞争格局：日企为主导，国内品牌逐渐崛起	12
<b>3 资源整合夯实一体化优势，打造微电机平台型企业</b>	<b>14</b>
3.1 公司掌握多项微电机核心技术，不断巩固技术壁垒	14
3.2 内生外延纵横捭阖，有望迈向行业龙头	15
3.2.1 复盘 Maxon 成功之路，内生+外延先发布局增量市场是关键	15
3.2.2 公司并购纵横捭阖，剑指人形机器人等高增速市场	15
<b>4 盈利预测与投资建议</b>	<b>17</b>
4.1 盈利预测	17
4.2 投资建议与估值	19
<b>5 风险提示</b>	<b>19</b>

## 图表目录

图 1: 公司历史沿革.....	4
图 2: 公司实施多应用领域战略.....	5
图 3: 公司产品矩阵.....	5
图 4: 江苏雷利股权结构.....	6
图 5: 公司营业收入及增速 (亿元, %) .....	7
图 6: 公司归母净利润及增速 (亿元, %) .....	7
图 7: 2024 年公司主营业务及结构 (%) .....	8
图 8: 公司各业务板块收入及增速 (百万元, %) .....	8
图 9: 公司毛利率和净利率情况 (%) .....	8
图 10: 2020-2024 年公司主要产品毛利率 (%) .....	8
图 11: 2020 年-2024 年公司费用情况 (单位: 百万元) .....	9
图 12: 2014 年-2024 年公司费用率情况 (%) .....	9
图 13: 微特电机结构.....	9
图 14: 微特电机分类.....	9
图 15: 2014-2025 年全球医疗器械市场规模 CAGR 约 4%.....	11
图 16: 2018-2025 年我国医疗器械市场规模 CAGR 约 18%.....	11
图 17: 2025-2034 年全球可穿戴医疗设备市场规模 CAGR 约 16.5%.....	11
图 18: 2022-2025 年全球工业自动化市场规模 CAGR 达 8.6%.....	12
图 19: 国内头部微特电机企业营业收入逐年增长 (单位: 亿元) .....	13
图 20: 公司近年获得多项政府荣誉.....	14
图 21: 公司近年获得多项客户荣誉.....	14
图 22: 国际微电机龙头 Maxon 内生+外延协同发展路径.....	15
图 23: 公司重要并购案例及应用场景.....	16
图 24: 公司旗下品牌众多 .....	16
图 25: 公司客户资源丰富.....	17
表 1: 部分公司管理层情况.....	6
表 2: 2025-2030 年全球人形机器人灵巧手微特电机市场空间 .....	10
表 3: 微特电机属于技术密集型行业,日本、德国、美国、英国、瑞士、瑞典等国家是传统的微特电机生产强国 .....	13
表 4: 公司掌握的部分核心技术情况.....	14
表 5: 公司各业务板块盈利预测.....	18
表 6: 截至 2026 年 1 月 11 日, 可比公司 2025 年平均 PE 为 136X.....	19
表附录: 三大报表预测值.....	20

## 1 立足微特电机，拥抱成长蓝海

### 1.1 深耕行业三十载，基础扎实、拥抱成长

公司诞生于中国“韦恩堡”常州，是微特电机及智能化组件制造业领先企业，于2017年深交所上市。

公司历史可以分为四个发展阶段：

1) 初步发展阶段（1993-2005）：品牌初创，专注于步进电机的生产，逐步积累技术和客户资源；

2) 平稳成长阶段（2006-2015）：业务整合，成立电机科技，公司总部搬迁至钱家厂区，后成立无锡控股，2015年更名为江苏雷利电机股份有限公司；

3) 高速发展阶段（2017-2022）：2017年公司成功上市，2018年安徽雷利投产，2019年越南雷利、美国雷利成立，2021年太仓凯斯汀、东莞蓝航控股，2022年广东鼎利、安徽蓝思成立；

4) 持续发展阶段（2023-未来）：2023年子公司江苏鼎智科技上市并随后布局筹建马来西亚和泰国生产基地；合肥赛里斯实现参股；墨西哥基地正式投产；2024年成立控股子公司安徽中科灵犀，布局灵巧手研发及核心零部件系统性解决方案，2025年成功发布连杆式和绳驱式两款灵巧手组件。公司在多成长性领域深耕，海内外协同布局，可持续发展可期。

围绕“两化（电机+组件化、电机+控制系统）、一多、一智能”的企业战略，不断打造核心优势。基于多年技术积累，公司未来有望深入人形机器人产业链，黄金赛道拉开帷幕。

图1：公司历史沿革



资料来源：公司官网，公司公告，浙商证券研究所

围绕核心产品完善产品矩阵，从家电电机逐步拓展至汽车电子、工控（含机器人）等高增长赛道。公司已形成了以微型步进电机、同步电机、直流有刷电机、直流无刷电机、微型水泵等多种电机产品为主导，配套相关精密结构、驱动控制设计和制造方案解决的综合业务能力。此外，公司采用多应用领域战略，进行资源整合巩固“电机+”战略，形成电机+控制，机电一体化优势。

图2: 公司实施多应用领域战略



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

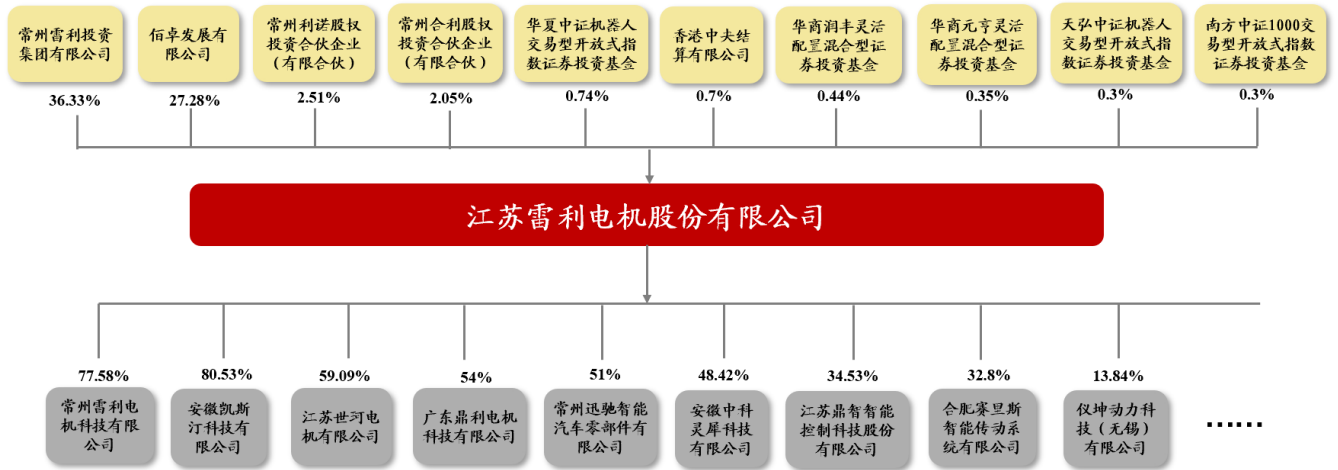
图3: 公司产品矩阵

		步进电机	同步电机	直流有刷电机	无刷电机	其他电机	泵类产品	冲压件
家电领域	空调	永磁步进减速电机	永磁同步电机					
	洗衣机					直流排水电机	交流同步排水泵	
	冰箱	永磁步进电机			直流无刷电机			
	小家电	永磁步进减速电机	永磁同步电机	直流有刷电机			隔膜泵、可控交流泵等	
	卫生洁具	PM步进电机		直流有刷电机			齿轮泵	
汽车领域	新能源汽车					电子真空泵、水泵等	电机、汽车类冲压件	
	商用车	混合式步进电机		直流有刷电机	直流无刷电机			电机、汽车类冲压件
	乘用车	PM步进电机、车灯/空调电机		直流有刷电机		电子真空泵、水泵等	电机、汽车类冲压件	
工业领域	OA金融设备	PM步进电机、混合式步进电机						
	安防监控	PM步进电机、混合式步进电机	永磁同步电机					
	阀门控制	PM步进电机、混合式步进电机	永磁同步电机			磁簧电机/阀门执行器		
	工业设备	混合式步进电机		直流有刷电机	外转子/永磁无刷电机、开关磁阻电机	伺服电机		
运动健康	运动器材	PM步进电机		直流有刷电机	直流无刷电机	升降电机		
	医疗器械	混合式步进电机			直流无刷电机	有铁芯平板直线电机		
	游戏娱乐	混合式步进电机、PM步进电机		直流有刷电机				
	智能家居					直流推杆电机		

资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

苏建国先生为公司实际控制人，通过雷利投资控制公司 36.33%的股份，通过佰卓发展控制本公司 27.28%的股份，通过利诺投资控制本公司 2.51%的股份，合计控制公司 66.12%的股份。公司下设常州雷利、鼎智科技、江苏世珂、中科灵犀等多家子公司和孙公司，其中子公司鼎智科技于 2023 年 4 月于北交所上市。

图4：江苏雷利股权结构



资料来源：公司公告，浙商证券研究所（截至 2025 年一季度，仅展示部分子公司）

公司管理层年富力强，技术及管理经验丰富。公司董事长苏建国先生深耕行业四十多年，对于行业变化和公司发展有着独到的见解。苏建国先生曾任武进市雷利电器厂厂长，总裁华荣伟曾任武进市雷利电器厂副厂长，二人合作多年，在微特电机领域均有丰富的从业经验，公司核心管理层人员长期稳定，平均年龄 51 岁，均在各自领域有所建树，具备丰富的技术以及管理经验。

表1：部分公司管理层情况

姓名	年龄	职务	简介
苏建国	70	董事长	中国国籍，无境外永久居留权，高中学历。1979年6月至1990年12月，任武进第三电子元件厂销售员，厂长；1991年1月至1993年6月，任剑湖电子元件厂销售员；1993年7月至1995年7月，任武进市雷利电器厂厂长；1995年8月至2014年12月，任雷利电器董事长，总经理；2011年2月至2015年6月，任雷利有限董事长；2015年6月至今，任雷利股份董事长。
蒋国彪	47	监事会主席	1978年7月出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历，高级会计师，高级审计师。2001年4月至2003年10月，任北京新科空调销售有限公司财务经理；2003年11月至2006年7月，任江苏新科空调器制造有限公司审计经理；2006年8月至2010年4月，任上海凯安服饰有限公司财务总监；2010年5月至2015年6月，任雷利有限审计部经理；2015年6月至今，任雷利股份审计部经理，职工代表监事；2021年4月21日至今，任雷利总部审计法务总监。
苏达	43	总经理	男，中国，出生日期：1982年5月，研究生学历。2006年12月至2007年7月，任无锡精利模塑技术有限公司销售员；2007年7月至2008年12月，任常州雷利电器有限公司采购员；2015年6月至今，任江苏雷利电机股份有限公司董事，副总经理；2008年9月至2013年8月，任常州乐士雷利电机有限公司董事会秘书；2013年9月至2015年6月，任常州雷利电机科技有限公司总经理；2015年9月至今，任常州雷利电机科技有限公司董事，总经理；2014年12月至今，任常州工利精机科技有限公司监事；2014年12月至今，任常州工利精密机械有限公司监事；2015年1月至今，任常州市诚利电子有限公司董事；2015年1月至今，任协晟实业有限公司董事；2018年7月至今，任安徽雷利智能科技有限公司董事；2019年5月至今，任浙江睿驰同利汽车电子有限公司董事；2019年5月至今，任柳州雷利汽车零部件有限公司董事；2019年7月至今，任杭州雷利新能源科技有限公司董事，经理；2018年11月至今，任常州雷利供应链管理有限公司董事；2020年9月至今，任常州洛源智能科技有限公司董事；2019年8月至2020年9月，任鼎智机电董事；2020年9月至今，任鼎智科技董事。
殷成龙	45	财务总监、董事会秘书	中国国籍，无境外永久居留权，本科学历，高级会计师。2003年6月至2005年11月，任上海中港起重电器成套设备有限公司总账会计；2005年12月至2006年8月，任雷利电器财务主管；2006年9月至2015年6月，历任雷利有限财务经理，财务总监；2015年6月至今，任江苏雷利电机股份有限公司董事，财务总监。

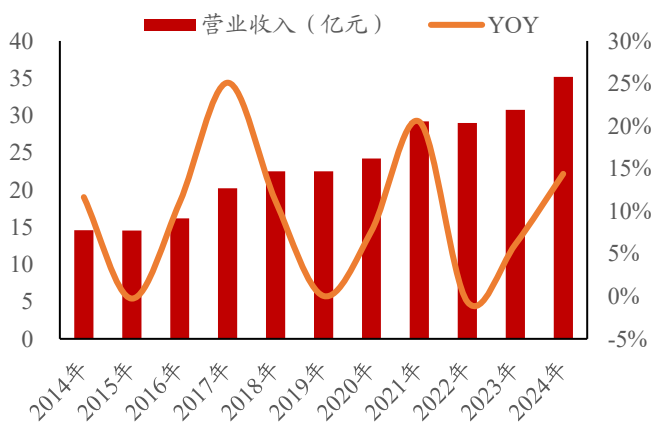
华荣伟	60	董事、总裁	男，中国，出生日期:1966年3月，本科学历,1981年3月至1989年6月，任武进第三电子元件厂销售;1989年7月至1992年10月任剑湖电子元件厂销售;1992年11月至2006年10月，任常州雷利电器有限公司副总经理;2006年11月至2015年6月，任常州乐士雷利电机有限公司总经理;2016年8月至今，任北京中建金谷集成房屋科技有限公司董事;2003年6月至今，任常州雷利投资集团有限公司监事;2012年3月至今，任佰卓发展有限公司董事;2015年6月至今，任江苏雷利电机股份有限公司董事，总经理;2019年5月至今，任浙江睿驰同利汽车电子有限公司董事;2018年11月至今，任常州雷利供应链管理有限公司董事，总经理;2018年7月至今，任安徽雷利智能科技有限公司副董事长;2017年9月至今，任久瓴(上海)智能科技有限公司监事;2006年12月至今，任常州工利精机科技有限公司副董事长;2006年4月至今，任常州雷利电机科技有限公司副董事长;2004年11月至今，任常州工利精密机械有限公司副董事长;2003年6月至今，任常州市诚利电子有限公司副董事长兼总经理;2020年9月至今，任鼎智科技董事长。
王世龙	44	董事，副总经理	本科学历。2003年9月至2004年6月，任安徽舒城县第三中学教师;2004年7月至2009年3月，任江苏雷利车间主任;2009年3月至2012年7月，任江苏雷利生产部经理;2012年7月至2014年8月，任江苏雷利运营总监;2014年8月起任江苏雷利常务副总经理;2018年7月起，任安徽雷利智能科技有限公司总经理;2021年4月起，任江苏雷利艾德思电机有限公司总经理。
千为民	65	独立董事	博士研究生学历。历任常州工业技术学院机械系教师，系副主任，常州工学院机电工程学院党委书记、副院长、院长，常州工学院省重点实验室主任，常州工学院航空与机械工程学院教授。现任江苏雷利电机股份有限公司、江苏华阳智能装备股份有限公司及公司独立董事。

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 1.2 降低家电业务占比，多元布局点燃盈利增长点

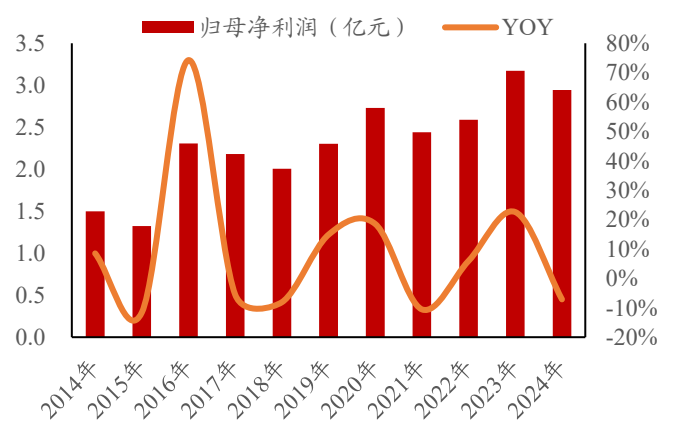
公司营业收入和归母净利润近年来保持快速增长，归母净利润短期受原材料价格影响增速放缓，长期有望稳步向上。2019-2024年，公司营收从22.5亿元增长至35.2亿元，5年复合增速约9.4%，2024年营业收入同比增长14.4%；2019-2024年归母净利润从2.3亿元增长至2.9亿元，5年复合增速约5.0%，其中2024年同比下降7.1%，主要原因是2024年原材料价格上涨和公司业务拓展引起的费用支出大幅增加（2022-2024年原材料成本占公司主营业务成本的平均比例为76%）。

图5: 公司营业收入及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图6: 公司归母净利润及增速 (亿元, %)



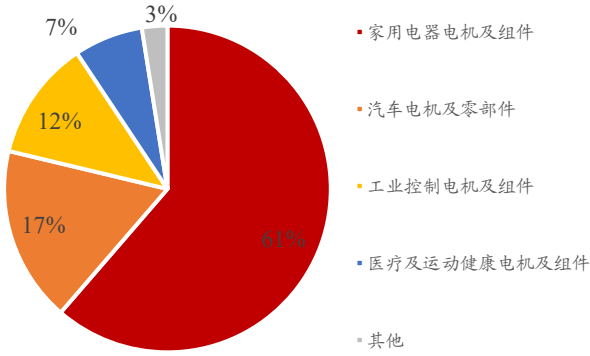
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

家用电器电机及组件收入、汽车电机及零部件收入、工控电机及组件收入总体均呈上升趋势，医疗及运动健康电机及组件受下游需求影响有一定波动。2020-2024年，家用电器电机及组件、汽车电机及零部件、工控电机及组件的收入CAGR分别为6.8%、37.4%、24.5%，医疗及运动健康电机及组件年收入CAGR为-2.3%。

2024年收入分板块来看: (1) 家用电器电机及组件对收入增长绝对值贡献最大，2024年营业收入净增2.4亿元，同比增长12.8%；(2) 汽车电机及零部件、工控电机及组件业务

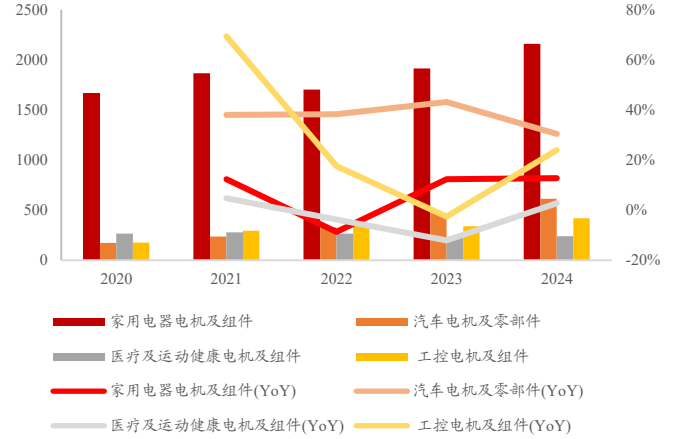
增速较快，其中汽车电机及零部件 2024 年同比增长 30.4%，工控电机及组件 2024 年同比增长 24%；（3）2023 年医疗及运动健康电机及组件业务受市场需求下降影响营业收入同比下降 12.1%，随市场复苏、营收逐步企稳，2024 年该业务同比增长 2.7%。

图7：2024 年公司主营业务及结构（%）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所（2024 年洁具卫浴归类为家用电器电机及组件）

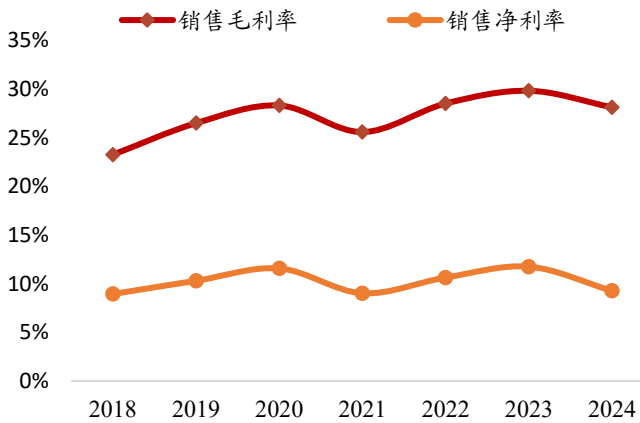
图8：公司各业务板块收入及增速（百万元，%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所（2020-2023 年洁具卫浴归类为其他类别，2024 年转入家用电器电机及组件）

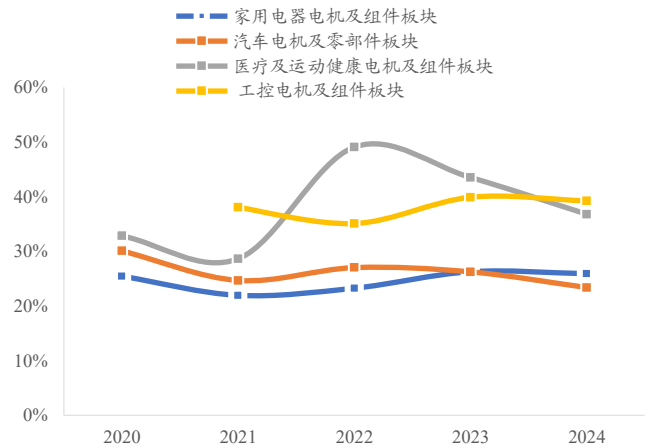
受原材料价格波动及业务扩张影响，近年毛利率、净利率有所承压。2024 年公司销售毛利率同比下降 1.7pct，主要系铜等原材料价格上涨影响。分产品看，2024 年家用电器电机及组件、汽车电机及零部件、医疗及运动健康电机及组件、工控电机及组件毛利率分别同比下降 0.9pct、2.9pct、6.7pct、0.7pct。2024 年公司销售净利率同比下降 2.5pct，主要原因除原材料价格波动外，还受各项费用支出增加影响。随着原材料价格稳定、公司完善原材料价格波动管理并加强降本增效，预计毛利率、净利率有望企稳回升。

图9：公司毛利率和净利率情况（%）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

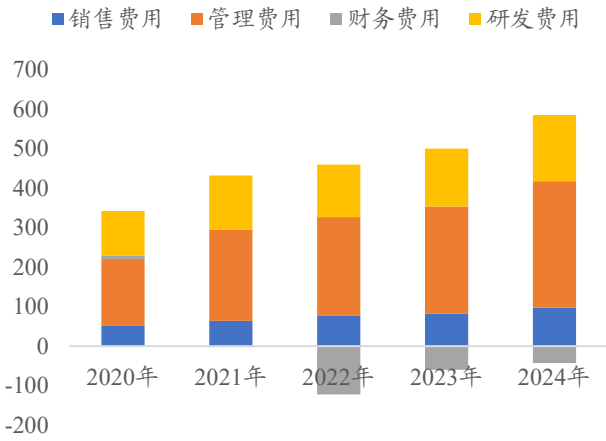
图10：2020-2024 年公司主要产品毛利率（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

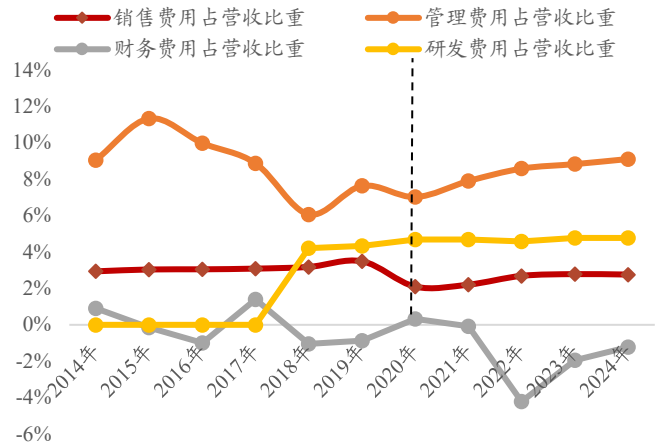
公司费用增速合理且结构稳定。2020-2024 年，销售费用、管理费用、研发费用逐年增加，销售费用率、管理费用率、研发费用率趋于平稳，仅财务费用率受汇兑因素影响出现波动，主要得益于公司费用控制较有成效。其中 2024 年研发费用同比增长 14.5%，研发费用率为 3.8%，在同行业公司研发投入中处于上游水平。

图11: 2020年-2024年公司费用情况(单位:百万元)



资料来源:公司公告,浙商证券研究所

图12: 2014年-2024年公司费用率情况(%)



资料来源:Wind,浙商证券研究所

## 2 微特电机: 2022年全球微特电机市场规模约358.5亿美元, 人形机器人、新能源汽车、医疗器械等打开空间

公司是微特电机产品及智能化组件制造行业的领先企业,是国内规模最大的微电机模块化解决方案提供商。

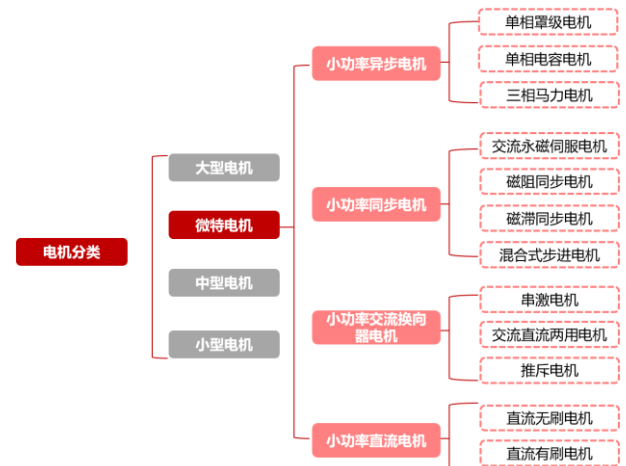
微特电机品种繁杂规格多样,是劳动和技术密集型紧密结合的高新技术产业。微特电机全称微型特种电机,是一种将电能转化为机械能的装置,其机座外径不大于160mm或额定功率在750瓦以下,一般中心高不大于71mm,主要由定子、转子、绕组、外壳组成。具有力矩大、噪音低、体积小、重量轻、运行恒速、使用方便等特点。按照功能来看,可分为驱动微型电机、控制微型电机和电源微型电机;按照工作原理和结构来看,可以分为小功率异步电机、小功率同步电机、小功率交流换向器电机、小功率直流电机。微电机技术通用性较强,壁垒在于扭矩、体积、噪音等参数优化及成本优势,且有望向系统集成方向发展。

图13: 微特电机结构



资料来源:《汽车用微特电机技术的应用现状及控制》,浙商证券研究所

图14: 微特电机分类



资料来源:智研咨询,华经产业研究院,浙商证券研究所

## 2.1 市场规模：人形机器人等高景气下游拉动 2025-2030 年 CAGR 达 184%

据 Market.U.S 数据，2022 年全球微特电机行业市场规模达到 358.5 亿美元，折合人民币 2581.9 亿元。

随着传统应用领域市场的逐渐饱和，机器人、新能源汽车、无人机、智能家居等新兴领域将成为微电机增长的主要动力源。

### （一）人形机器人：

**灵巧手——人形机器人末端执行与感知的工具，是人形机器人硬件迭代空间最大的功能模块之一。**灵巧手模仿人手的结构和功能，实现对物体的灵活抓取，满足多种工作要求。根据我们测算，目前单只人形机器人灵巧手成本约 2.8 万元，我们预计产业化成熟后，单只价值量有望降低到 1.5 万元，在人形机器人整机成本中占比约 14%。

传动、驱动、传感系统多元集成解决方案，赋能灵巧手向精准化、智能化发展：

**（1）传动系统：**包括连杆传动、齿轮传动、带传动、线绳驱动等，多种传动方式可结合应用，实现优劣互补；

**（2）驱动系统：**电机驱动为主流路线，驱动力大、控制精度高、响应快，适配于灵巧手的通用性、移动性，易于实现商业化；

**（3）传感系统：**内在传感器反馈机器人动态信息，外部传感器感知外部环境，相互配合实现灵巧机械手的运动和控制。

**灵巧手电机以空心杯电机、微型直流无刷电机等微特电机为主，海外厂商占据市场龙头，国内企业起步较晚，有望借助人形机器人实现弯道超车。**

人形机器人助力微特电机打开市场空间，我们预测，人形机器人 2028 年全球需求达 100 万台，预计带动微特电机市场空间达到 84 亿元，预计 2030 年市场达 352 亿元，2025-2030 年复合增速达 184%。

表2：2025-2030 年全球人形机器人灵巧手微特电机市场空间

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
全球人形机器人总销量（万台）	1	10	30	100	300	550
YOY	/	900%	200%	233%	200%	83%
单机灵巧手微特电机平均用量	24	24	28	28	32	32
全球人形机器人微特电机需求（万个）	24	240	840	2800	9600	17600
人形机器人微特电机均价（元）	800	500	400	300	250	200
全球人形机器人灵巧手微特电机市场空间（亿元）	1.92	12	33.6	84	240	352
YOY		525%	180%	150%	186%	47%

资料来源：特斯拉，灵巧智能，浙商证券研究所

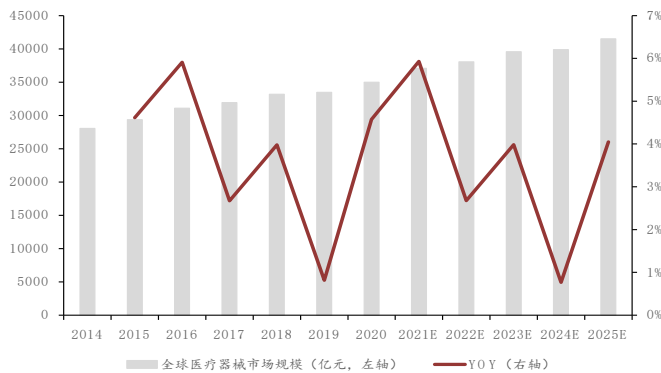
### （二）医疗器械

微特电机在医疗器械领域的应用广泛，包括各种医疗检测设备、手术器械、医疗康复器械等领域，尤其是口腔、骨科、美容等场景都离不开微特电机的参与。在医疗检测领域，微特电机可实现诸如自动化核酸分析仪、自动尿液分析仪和自动血液分析仪器等设备的精准平台移动、自动对焦扫描、自动加样取样、自动混匀抓取等功能；在手术器械领

域，可实现微机器人在人体内精确地进行诊断和手术作业；在医疗康复领域，微特电机可为肢体运动提供支撑动力。因此，微特电机产品作为医疗器械设备重要的零部件，将随着医疗器械行业的发展而不断壮大。

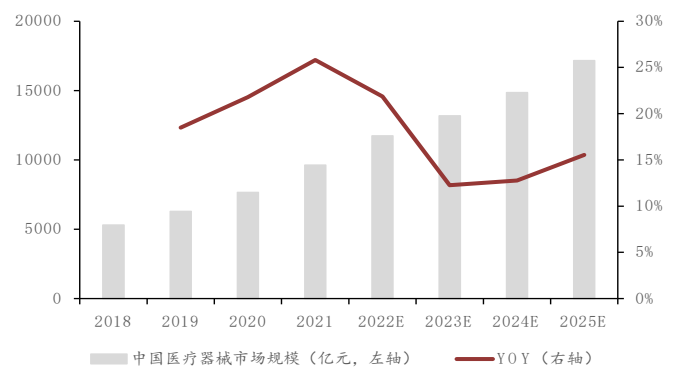
国内市场快速发展，国产替代空间大。艾瑞咨询数据显示，全球医疗器械市场规模从2014年的28,065亿元增长至2021年的37,074亿元，预计市场规模到2025年将达41,503亿元，2014-2025年CAGR约4%；我国医疗器械市场规模预计将从2018年的5,304亿元增长至2025年的17,168亿元，CAGR约18%，处于快速发展阶段。

图15：2014-2025年全球医疗器械市场规模CAGR约4%



资料来源：艾瑞咨询，鼎智科技招股书，浙商证券研究所

图16：2018-2025年我国医疗器械市场规模CAGR约18%

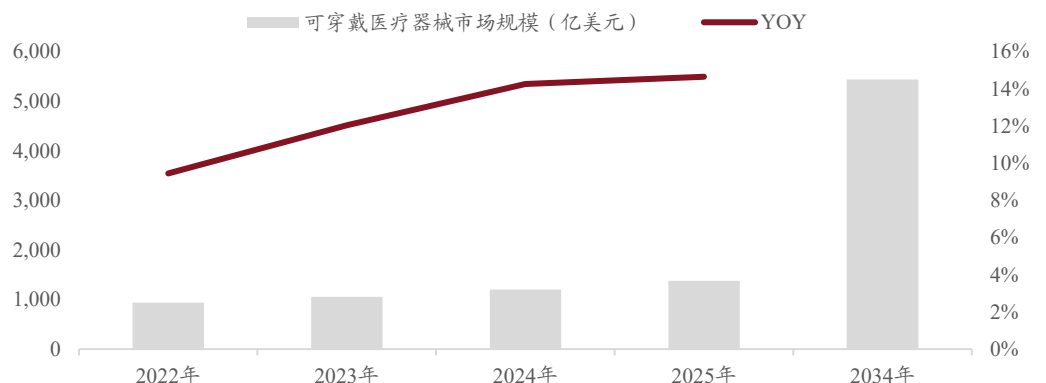


资料来源：艾瑞咨询，鼎智科技招股书，浙商证券研究所

可穿戴医疗设备是指可以直接穿戴在身上的便携式医疗或健康设备，在软件支持下感知、记录、分析、调控、干预甚至治疗疾病或维护健康状态。根据装置，分为活动/适应监测器、糖尿病监测器、心脏监测器、神经监测器、呼吸监测器、身体和温度监测器、耳内监测器和其他装置等。根据 Global Marketing Insights，预计可穿戴医疗设备市场将从2025年的1,377亿美元增长到2034年的5,439亿美元，2025-2034年复合增速为16.5%。

当前，微特电机在医疗器械尤其是可穿戴医疗设备中的应用不断壮大。以可穿戴外骨骼机器人为例，其原理是电机转动带动丝杆的螺母转动，利用螺旋副的原理推动丝杆做直线运动，从而使丝杆带动外骨骼机器人的大腿、小腿、足部分别绕髋关节、膝关节和踝关节做旋转运动，实现髋关节、膝关节和踝关节在矢状面内的屈伸运动，为肢体障碍人员的康复与日常生活提供力的支撑。微特电机作为可穿戴医疗设备的核心驱动零部件，其市场规模将随着可穿戴医疗设备的高速发展而进一步壮大。

图17：2025-2034年全球可穿戴医疗设备市场规模CAGR约16.5%



资料来源：Global Marketing Insights，浙商证券研究所

### （三） 工业自动化：

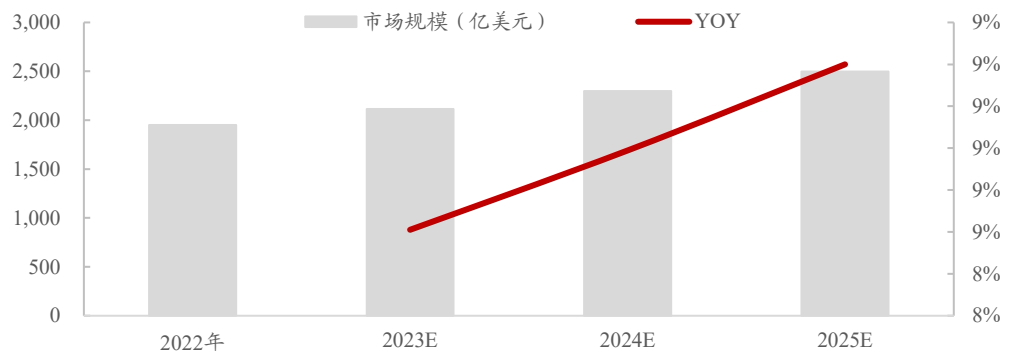
在全球工业自动化不断升级的背景下，微特电机行业得到持续发展。微特电机是工业自动化设备的重要元件，其对工业自动化设备的精度、工作可靠性以及质量的好坏起着重要的作用，是工业机器人产业不可或缺的重要组成部分。目前，丝杆步进电机、混合式步进电机、直流伺服电机等系列微特电机产品在工业自动化领域得到广泛应用，为工业自动化设备实现自动对焦、精准平台移动、自动抓取、精准流量控制等功能提供了重要保障。

随着工业自动化技术的不断成熟，生产装置、控制装置、反馈装置和辅助装置等工业自动化设备在机床、风电、纺织、包装、塑料、建筑、采矿、交通运输和医疗等行业的应用规模不断扩大，工业自动化市场得到了长足的发展。

根据 Precedence Research，2022 年全球（含中国）工业自动化市场规模为 1950 亿美元（合计 14001 亿元），随着工业自动化技术的日趋成熟，下游机床、新能源、消费电子等行业应用规模的不断扩大，预计 2025 年全球市场规模将达到 2497.6 亿美元（合计 17833 亿元），2022-2025 年全球工业自动化市场规模 CAGR 达 8.6%。

根据睿工业统计，2022 年我国工业自动化市场规模为 2963.9 亿元，预计 2025 年市场规模将增加至 2984.3 亿元。

图18： 2022-2025 年全球工业自动化市场规模 CAGR 达 8.6%



资料来源：Precedence Research，浙商证券研究所

## 2.2 竞争格局：日企为主导，国内品牌逐渐崛起

微特电机属于技术密集型行业，日本、德国、美国、英国、瑞士、瑞典等国家是传统的微特电机生产强国。我国是微特电机生产大国，但过去的产品主要集中在中低端领域，市场集中度较低。

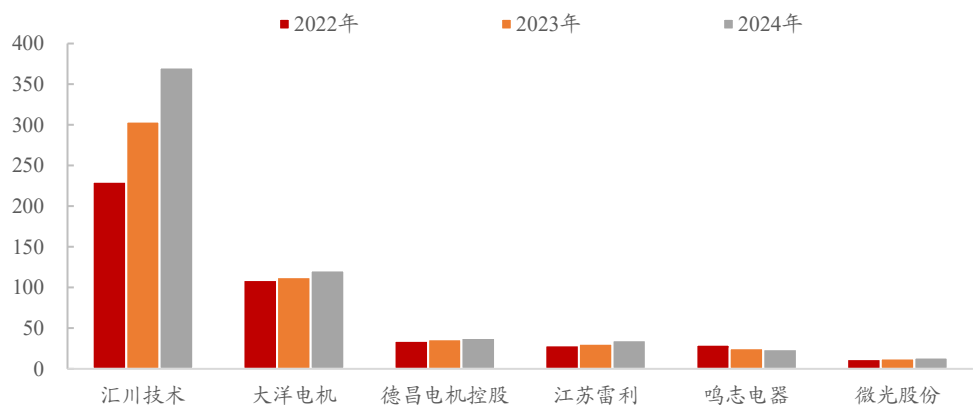
表3: 微特电机属于技术密集型行业,日本、德国、美国、英国、瑞士、瑞典等国家是传统的微特电机生产强国

公司	国家/地区	成立时间	主要产品	主要销售国家	主要应用领域
NIDEC	日本	1973	精密小型电机、中型电机、机器装置、电子/光学零部件等	日本、中国、韩国、美国、欧洲等	IT 硬件、办公设备、通信设备、汽车、家电等
SPG	韩国	1973	罩极电机、减速电机、直流无刷电机、交流电机等	韩国、美国、中国、欧洲、日本	家用电器、精密机械、自动化设备、电子机械等
EBM-PAPST	德国	1963	紧凑型风电、轴流风机、离心风机、阴极电机等	德国、美国、中国、意大利等	通讯电子、家用电器、制冷、净化、通风、采暖、汽车等
德昌电机	中国香港	1959	直流电机、交流电机、步进电机、单相罩极电机等	中国、德国、北美、亚洲等	汽车、国防及航天、家用设备、医疗设备等
大洋电机	中国大陆	2000	空调负载类/洗衣机电机、水泵、新能源汽车驱动电机等	中国、韩国、日本、北美、欧洲、印度等	家电、汽车、摩托车、电机机车面包机等、自动控制等
微光股份	中国大陆	2009	冷柜电机、外转子风机等	中国、俄罗斯、意大利、巴西、新西兰等	HVAC(采暖、通风、空调与制冷)等领域
汇川技术	中国大陆	2003	变频器、伺服系统、控制系统工业机器人、编码器	中国、意大利、德国、印度	空压机、3C 制造、理电、光伏、塑胶、石油、化工、电线电缆等
鸣志电器	中国大陆	1994	步进电机、直流无刷电机、空心杯电机、伺服电机	中国、美国、意大利、新加坡、德国等	工业自动化、医疗器械、自主移动机器人、通信设备、汽车等
江苏雷利	中国大陆	2006	空调/洗衣机/冰箱电机及组件循环泵、汽车零部件等	中国、美国、欧洲、韩国、东南亚等	家电、汽车、工控、医疗及运动健康等

资料来源: 观研天下, 浙商证券研究所

当前,我国正大力推进产业升级和结构调整,推动工业智能化和自动化的加速发展,各行业对生产技术及设备提出了更高的要求,为微特电机行业发展带来更多机遇。同时,智能医疗器械、新能源汽车、可穿戴设备、机器人、无人机、智能家居等领域的兴起,也将推动我国微特电机行业持续发展。当前,中国微特电机行业整体集中度较低,大型上市公司凭借着资金充足、产能规模较大、品牌知名度较高等优势在整个行业中占据发展先机。

图19: 国内头部微特电机企业营业收入逐年增长(单位:亿元)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

### 3 资源整合夯实一体化优势，打造微电机平台型企业

#### 3.1 公司掌握多项微电机核心技术，不断巩固技术壁垒

微电机行业龙头，多个细分领域技术遥遥领先。公司主导了国家标准《减速永磁式步进电动机通用规范》的起草，近年来获得多项政府荣誉及客户荣誉，公司多项技术在国内和国际领先，具备较强影响力。

图20：公司近年获得多项政府荣誉

获取时间	名称	来源
2023	《家用电器产品碳足迹评价导则》(T/CIET 206-2023)团体标准起草单位	中国国际经济技术合作促进会标准化工作委员会
2023	《多关节机器人用伺服电动机》团体标准(T/CIET15-2023)起草单位	中国国际经济技术合作促进会标准化工作委员会
2023	《家用电器产品碳足迹评价导则》(T/CIET 206-2023)团体标准起草单位	中国国际经济技术合作促进会标准化工作委员会
2022	第二十三届中国专利优秀奖	国家知识产权局
2021	制造业单项冠军产品证书(2022-2024年)	工业和信息化部 中国工业经济联合会
2021	2020年度江苏省企业社会责任建设典范	江苏省企业社会责任建设协调小组
2021	高新技术企业证书	江苏省科学技术厅 江苏省财政厅 国家税务总局江苏省税务局
2021	2020年度江苏省科学技术奖	江苏省人民政府
2020	2020-2022年度江苏省重点培育和发展的国际知名品牌	江苏省商务厅
2020	第三届常州市专利金奖	常州市人民政府
2020	江苏省工业互联网发展示范企业(标杆工厂类)	江苏省工业和信息化厅
2020	2019年常州市市长质量奖	常州市人民政府
2020	2019-2021年江苏省小巨人企业	江苏省工业和信息化厅
2020	博士后科研工作站	中华人民共和国人事部、全国博士后管理委员会

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图21：公司近年获得多项客户荣誉

获取时间	名称	来源
2024	2024年度九牧价值贡献奖	九牧集团
2024	赛特威尔品质稳定奖	赛特威尔
2024	LG杰出合作伙伴奖	LG
2023	2023年度协力奖	富士通
2023	海尔优秀供应商	海尔
2023	美的卓越品质奖	美的
2023	GEC挑战 With 大金	大金
2023	箭牌家居战略合作伙伴	箭牌家居集团
2022	2022长虹最佳创新供应商	长虹
2021	2021年度A级质量供应商	箭牌家居集团
2021	2021年度COMAI“优秀供应商”	西马
2021	天津海尔2021上半年共赢进化奖	天津海尔
2021	2020年度四川长虹最佳质量供应商奖	长虹

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

表4：公司掌握的部分核心技术情况

核心技术名称	技术介绍	应用范围	技术来源	技术水平
半水气泵腔降噪减震技术	本技术综合运用了流体仿真分析技术、震动噪声优化技术，有效减弱了不平衡水腔造成的震动噪声，合理处理了气液两相紊流状态	BPX型排水泵、BLP型无刷泵	原始创新	国际先进
U型铁芯同步电机自启动技术	本技术综合运用同步电机的不对称圆弧励磁强度不同、永磁体自身质量惯量及机械式撞击摩擦结构特点，实现电机近乎零负载启动，解决该类型电机启动力矩小的问题	BPX型排水泵	集成创新	国内先进
自动化装配技术	通过自行研发制造，实现电机模块化自动化装配。包括定子装配机、E齿装配检测机、齿轮装配机、骨架装配机	步进电机、排水电机	集成创新	国内领先
引线直焊技术	本技术通过改变电机骨架插针方式，取消电机PCB，采用电机引线与插针直焊方式，提高效率及产品质量	步进电机	集成创新	国内领先
行星齿轮传动技术	本技术采用行星轮传动机构实现电机的牵引及回复控制转换并采用磁性回复机构，实现排水电机牵引/释放离合器及阀门功能	排水电机	集成创新	国内先进
电机插片结构技术	本技术采用新型插片结构，与骨架压装后可以实现电机自动化绕线，提高效率	同步电机	集成创新	国内先进
电机阀门技术	本技术通过电机牵引排水阀门，在阀门回复时采用行星轮控制机构实现快速回复，有效防止阀门溢水	电机一体阀	集成创新	国内领先
单向阀技术	本技术采用同步电机带动波纹软管产生自吸，通过单向鸭嘴阀实现液体精确投放	计量泵	集成创新	国内领先

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 3.2 内生外延纵横捭阖，有望迈向行业龙头

#### 3.2.1 复盘 Maxon 成功之路，内生+外延先发布局增量市场是关键

复盘 Maxon 的发展，可以大致分为三个阶段：

1) **初步发展阶段 (1961-2003)**：Maxon 1961 年成立，开发设计 DC 迷你型电机，并通过收购美国分销商，逐步打通美国市场；

2) **快速发展期 (2004-2012)**：公司 1996-1999 年参与 NASA“探路者”计划，确定了公司高端电机定位，为公司拓展高端领域客户打下了基础，同时航空航天相关设计需求也可以复用到其他高端电机场合；

3) **系统布局完善期 (2012-至今)**：2015 年开发电驱系统，2017 年收购瑞士公司 ZUB machine control AG，2019 年收购英国驱动电机制造商 Parvalux，增加了公司在控制、驱动器领域的布局。此外，公司建立全球生产基地，到 2020 年公司逐渐从元器件供应商转变为国际化系统供应商。

图22：国际微电机龙头 Maxon 内生+外延协同发展路径

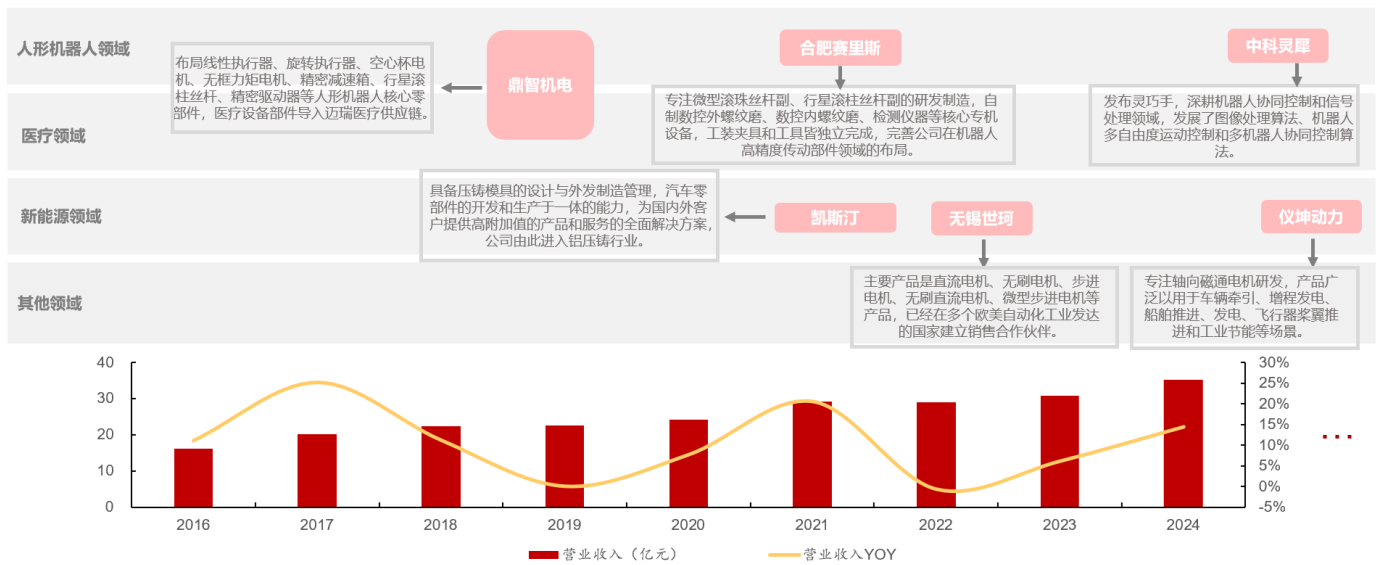


资料来源：Maxon 官网，浙商证券研究所

#### 3.2.2 公司并购纵横捭阖，剑指人形机器人等高增速市场

公司收并购紧扣“技术升级+场景拓展”逻辑，持续迭代发展电机前沿技术，完善系统解决方案实力，向人形机器人、新能源车、医疗器械、工控等应用场景拓展。

图23: 公司重要并购案例及应用场景



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

在人形机器人领域，公司形成了覆盖灵巧手、旋转关节、线性关节的全维度运动控制系统解决方案。灵巧手方面，可提供空心杯电机、精密减速箱、丝杆等零部件或组件产品；旋转关节方面，推出无框电机及一体化模组等产品；线性关节方面，研发滚珠丝杆、行星滚柱丝杆、伺服电缸等产品。公司子公司布局完备：

- (1) 控股子公司安徽中科灵犀：依托中国科学技术大学科研成果，开展灵巧手研发，目前正在推进杆式、绳驱式、伺服电缸式、软体式四种技术路线灵巧手的研发工作，并于2025年首发了连杆式和绳驱式两款灵巧手组件。
- (2) 控股子公司鼎智科技：获2024年“人形机器人领域最具价值零部件企业”、获智元机器人首届供应商大会优秀合作伙伴奖，布局空心杯电机、无框电机、精密减速箱、滚珠丝杆、行星滚柱丝杆、一体化行星模组产品等。
- (3) 参股公司合肥赛里斯：依托40年的理论研究和20年的产业实践，主攻滚珠/滚柱丝杆螺纹技术，自制了包括数控外螺纹磨、数控内螺纹磨、检测仪器、滚丝模具等核心设备，保证了在行星滚柱丝杠等产品的全球领先地位。

图24: 公司旗下品牌众多

江苏雷利旗下品牌



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

公司凭借强大产品力及系统性解决方案能力，拓展优质客户群。

**家用电器领域：**公司多年来得到了格力、美的、海尔、伊莱克斯、惠而浦、LG、三星、松下、富士通、戴森、GE 等国内外知名的家用电器生产商的认可。

**医疗仪器领域：**公司依托丝杆电机、音圈电机及控制技术相结合的产品进入了著名医疗仪器制造商迈瑞医疗、爱德士、西门子医疗等客户群，呼吸机用音圈电机产品实现了国产替代。

**新能源汽车电机及零部件领域：**公司瞄准汽车零部件电子化和轻量化发展趋势，在与海立新能源、图达通、华为、奥特佳、苏州中成、艾尔希、凯斯库等优质客户合作的基础上，增加建立了与比亚迪、延锋、继峰、速腾等优秀汽车零部件公司的合作关系。

**工业控制领域：**公司凭借高效工业水泵及无刷电机产品技术，与美国著名水处理设备生产企业滨特尔建立了战略合作关系。

图25：公司客户资源丰富



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

## 4 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测

- 家用电器电机及组件：**该板块为公司主要业务，公司积极参与客户新产品的同步开发工作，推广组件化产品在小家电客户中应用。预计 2025-2027 年该业务实现营业收入 23.7 亿元、26.1 亿元、28.7 亿元，同比增长 10.0%、10.0%、10.0%，毛利率分别为 25.5%、25.3%、25.0%；
- 汽车电机及零部件：**公司该板块业务近五年增速较快，公司凭借控制和电机一体化技术优势，加速新能源汽车用激光雷达电机、电动空调压缩机电机组件等新产品进入市场。预计 2025-2027 年该业务实现营业收入 8.6 亿元、11.8 亿元、16.0 亿元，同比增长 40.0%、38.0%、35.0%，毛利率分别为 23.0%、22.5%、22.0%；

- (3) **工业控制电机及组件**: 根据 Precedence Research, 预计 2025 年全球市场规模将达到 2497.6 亿美元 (合计 17833 亿元), 2022-2025 年全球工业自动化市场规模 CAGR 达 8.6%。公司围绕“多应用领域”市场战略, 不断完善产品矩阵与应用门类, 同时推进人形机器人、四足机器人核心零部件开发。预计公司 2025-2027 年该业务实现营业收入 5.5 亿元、7.6 亿元、11.8 亿元, 同比增长 30.0%、40.0%、55.0%, 毛利率分别为 41.0%、43.0%、45.0%;
- (4) **医疗及运动健康电机及组件**: 根据 Global Marketing Insights, 预计可穿戴医疗设备市场将从 2025 年的 1,377 亿美元增长到 2034 年的 5,439 亿美元, 2025-2034 年复合增速为 16.5%。预计公司 2025-2027 年该业务实现营业收入 2.5 亿元、2.8 亿元、3.2 亿元, 同比增长 5.0%、10.0%、15.0%, 毛利率分别为 38.0%、40.0%、45.0%;
- (5) **其他**: 假设公司其他业务整体稳定向上, 2025-2027 年该业务实现营业收入 0.9 亿元、1.0 亿元、1.0 亿元, 每年同比增长 5.0%, 毛利率均为 35.0%;
- (6) **收入合计**: 预计 2025-2027 年公司合计实现营业收入 41.2 亿元、49.3 亿元、60.7 亿元, 同比增长 17.1%、19.7%、23.1%, 毛利率分别为 28.0%、28.4%、29.3%。

表5: 公司各业务板块盈利预测

收入(百万元)	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年
<b>家用电器电机及组件</b>	<b>1914.7</b>	<b>2,158.8</b>	<b>2,374.7</b>	<b>2,612.2</b>	<b>2,873.4</b>
YOY	-	12.8%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	26.8%	25.9%	25.5%	25.3%	25.0%
<b>汽车电机及零部件</b>	<b>469.3</b>	<b>612.1</b>	<b>856.9</b>	<b>1,182.5</b>	<b>1,596.4</b>
YOY	-	30.4%	40.0%	38.0%	35.0%
毛利率	26.2%	23.4%	23.0%	22.5%	22.0%
<b>工业控制电机及组件</b>	<b>338.1</b>	<b>419.3</b>	<b>545.1</b>	<b>763.1</b>	<b>1,182.8</b>
YOY	-	24.0%	30.0%	40.0%	55.0%
毛利率	39.9%	39.2%	41.0%	43.0%	45.0%
<b>医疗及运动健康电机及组件</b>	<b>234.1</b>	<b>240.5</b>	<b>252.5</b>	<b>277.8</b>	<b>319.4</b>
YOY	-	2.7%	5.0%	10.0%	15.0%
毛利率	43.5%	36.8%	38.0%	40.0%	45.0%
<b>其他</b>	<b>120.5</b>	<b>88.6</b>	<b>93.0</b>	<b>97.7</b>	<b>102.5</b>
YOY	-	-26.5%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	33.3%	37.8%	35.0%	35.0%	35.0%
<b>合计</b>	<b>3076.7</b>	<b>3519.3</b>	<b>4,122.2</b>	<b>4,933.2</b>	<b>6,074.6</b>
YOY	-	14.4%	17.1%	19.7%	23.1%
毛利率	29.7%	28.1%	28.0%	28.4%	29.3%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

## 4.2 投资建议与估值

预计公司家用电器业务保持平稳、汽车电机快速增长、医疗板块稳健增长，人形机器人打开成长空间。预计 2025-2027 年公司合计实现营业收入 41.2 亿元、49.3 亿元、60.7 亿元，同比增长 17.1%、19.7%、23.1%；实现归母净利润 3.6、4.7、6.5 亿元，同比增长 21.3%、31.9%、38.5%；对应 PE69、52、38 倍。

我们选取和公司逻辑类似的鸣志电器、兆威机电、拓邦股份、雷赛智能作为可比公司，可比公司 2025 年平均 PE 为 136X。考虑公司主业及新业务长期成长性，给予“增持”评级。

表6：截至 2026 年 1 月 11 日，可比公司 2025 年平均 PE 为 136X

证券代码	可比公司	市值	归母净利润			EPS			PE		
		(亿元)	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
603728	鸣志电器	307	0.9	1.3	1.7	0.2	0.3	0.4	347	238	176
003021	兆威机电	310	2.7	3.4	4.3	1.1	1.4	1.8	117	92	72
002139	拓邦股份	175	6.7	8.8	10.8	0.5	0.7	0.9	26	20	16
002979	雷赛智能	135	2.5	3.2	3.8	0.8	1.0	1.2	54	43	35
	行业平均	232	3.2	4.2	5.2	0.7	0.9	1.1	136	98	75
300660	江苏雷利	247	3.6	4.7	6.5	0.8	1.1	1.5	69	52	38

资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 5 风险提示

- 1) **新产品研发不及预期**：人形机器人等高成长赛道作为公司发展新方向，产品要求高、迭代快，若公司新产品研发低于预期，可能会影响公司业绩增长；
- 2) **人形机器人产业化进度不及预期**：人形机器人板块处于发展早期，若板块整体产业化进度不及预期，或将影响公司业绩；
- 3) **汇率波动风险**：2025 年上半年公司出口收入占营业收入的比例为 46.9%，主要以美元和欧元结算，若人民币兑美元和欧元汇率波动较大，或将影响公司业绩。

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	4,476	4,907	7,112	8,333
现金	1,231	1,377	2,994	3,429
交易性金融资产	572	572	572	572
应收账款	1,747	1,968	2,369	2,912
其它应收款	5	7	8	10
预付账款	27	33	38	47
存货	835	892	1,073	1,306
其他	60	58	58	58
<b>非流动资产</b>	1,965	2,216	2,342	2,447
金融资产类	181	269	269	269
长期投资	68	76	84	94
固定资产	1,135	1,281	1,408	1,518
无形资产	172	180	185	188
在建工程	124	104	73	38
其他	284	306	324	339
<b>资产总计</b>	6,441	7,122	9,454	10,780
<b>流动负债</b>	2,460	2,768	3,284	3,877
短期借款	809	908	1,059	1,179
应付款项	1,404	1,573	1,893	2,305
预收账款	1	0	1	1
其他	247	287	332	392
<b>非流动负债</b>	83	107	1,393	1,393
长期借款	0	0	0	0
其他	83	107	1,393	1,393
<b>负债合计</b>	2,543	2,875	4,677	5,270
少数股东权益	528	575	633	713
归属母公司股东权益	3,369	3,673	4,144	4,797
<b>负债和股东权益</b>	6,441	7,122	9,454	10,780

### 利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	3,519	4,122	4,933	6,075
营业成本	2,530	2,968	3,533	4,293
营业税金及附加	21	27	33	40
营业费用	97	115	132	162
管理费用	321	371	414	530
研发费用	168	198	236	291
财务费用	(43)	(32)	(29)	(85)
资产减值损失	(30)	(5)	(10)	(8)
公允价值变动损益	(19)	0	0	0
投资净收益	(2)	(20)	(12)	(17)
其他经营收益	28	38	45	55
<b>营业利润</b>	386	476	623	863
营业外收支	(3)	0	0	0
<b>利润总额</b>	384	476	623	863
所得税	58	72	94	130
<b>净利润</b>	326	404	529	733
少数股东损益	31	47	58	80
<b>归属母公司净利润</b>	294	357	471	653
EBITDA	525	610	784	992
EPS (最新摊薄)	0.66	0.80	1.05	1.46

### 主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入	14.38%	17.13%	19.67%	23.14%
营业利润	(11.11%)	23.23%	31.05%	38.44%
归属母公司净利润	(7.14%)	21.28%	31.92%	38.51%
<b>获利能力</b>				
毛利率	28.11%	28.01%	28.39%	29.33%
净利率	8.37%	8.66%	9.55%	10.74%
ROE	8.74%	9.72%	11.37%	13.60%
ROIC	6.64%	7.24%	7.05%	8.25%

### 现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	301	527	532	682
净利润	326	404	529	733
折旧摊销	154	166	190	213
财务费用	(31)	17	26	35
)投资损失	2	20	12	17
营运资金变动	(220)	(95)	(249)	(334)
其它	71	15	24	18
<b>投资活动现金流</b>	(555)	(431)	(326)	(332)
资本支出	(393)	(315)	(306)	(305)
长期投资	(221)	(7)	(8)	(10)
其他	59	(109)	(12)	(17)
<b>筹资活动现金流</b>	40	41	1,411	85
短期借款	293	99	151	120
长期借款	0	0	0	0
其他	(252)	(58)	1,260	(35)
<b>现金净增加额</b>	(202)	147	1,617	434

### 偿债能力

资产负债率	39.49%	40.36%	49.47%	48.89%
净负债比率	(9.73%)	(10.05%)	(12.70%)	(16.72%)
流动比率	1.82	1.77	2.17	2.15
速动比率	1.45	1.42	1.81	1.79

### 营运能力

总资产周转率	0.58	0.61	0.60	0.60
应收账款周转率	2.75	2.78	2.88	2.91
应付账款周转率	3.87	3.79	3.94	3.93

### 每股指标(元)

每股收益	0.66	0.80	1.05	1.46
每股经营现金	0.67	1.18	1.19	1.53
每股净资产	7.54	8.21	9.27	10.73

### 估值比率

P/E	83.98	69.24	52.49	37.90
P/B	7.34	6.73	5.97	5.16
EV/EBITDA	22.51	39.87	30.77	24.01

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当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、财务状况和特定需求。对依据或者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。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>