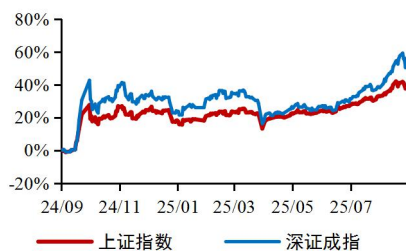


## 信义山证汇通天下

## 研究早观点

2025 年 9 月 8 日 星期一

## 市场走势



资料来源：最闻

## 国内市场主要指数

| 指数     | 收盘        | 涨跌幅% |
|--------|-----------|------|
| 上证指数   | 3,812.51  | 1.24 |
| 深证成指   | 12,590.56 | 3.89 |
| 沪深 300 | 4,460.32  | 2.18 |
| 中小板指   | 7,602.11  | 3.33 |
| 创业板指   | 2,958.18  | 6.55 |
| 科创 50  | 1,268.55  | 3.39 |

资料来源：最闻

## 分析师：

李明阳

执业登记编码：S0760525050002

邮箱：limingyang@sxzq.com

## 【今日要点】

➤ 【公司评论】：新股覆盖研究-三协电机（920100.BJ）：-专注控制类电机，已覆盖半导体、机器人等新兴领域

【公司评论】中控技术(688777.SH)：中控技术（688777.SH）：上半年业绩承压，工业 AI 和机器人业务进展迅速

【公司评论】中望软件(688083.SH)：中望软件（688083.SH）：营收保持稳健增长，海外市场进一步提速

【公司评论】森麒麟(002984.SZ)：森麒麟-业绩短期承压，期待摩洛哥工厂放量

## 【今日要点】

【公司评论】：新股覆盖研究-三协电机（920100.BJ）：-专注控制类电机，已覆盖半导体、机器人等新兴领域

盖斌赫 gaibinhe@sxzq.com

## 【投资要点】

- 三协电机成立于 2002 年，是一家专注于控制类电机研发、制造与销售的高新技术企业。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产品，广泛应用于安防、纺织、光伏、工业自动化、机器人、医疗、智能物流等多个领域。公司凭借其技术创新和优质客户资源，在微特电机领域保持领先地位。2024 年，公司实现营业收入 4.20 亿元，归母净利润 5633.50 万元，过去三年的营业收入和归母净利润复合年增长率分别高达 14.23%和 30.15%。
- 行业情况微特电机行业应用广泛，中国已成为全球重要的生产基地。微特电机作为工业制造领域的核心部件，应用领域广泛，涵盖家用电器、汽车零部件设备、医疗器械、电子信息、机器人、航空航天、工业机械、军事等多个领域。中国微特电机行业经过多年发展，已形成完整产业链，并在长江三角洲、珠江三角洲、环渤海湾三大地区形成了重要的生产基地和出口基地。2023 年，中国微特电机产销量约为 151 亿台，占全球市场的重要份额。全球微特电机市场规模在 2024 年达到 467.4 亿美元，预计到 2032 年将达到 769.9 亿美元。中国政府出台的一系列政策支持，进一步推动了微特电机行业的发展。
- 三协电机在技术研发、产品质量、定制化服务和客户资源等方面展现出显著的竞争优势。公司拥有 58 名专业技术人员，占总人数的 15.80%，并已取得 56 项专利，包括 10 项发明专利。公司产品在转速、力矩、功率密度、防护等级等核心技术指标上已达到国际龙头企业水平。此外，公司能够根据客户需求提供定制化解决方案，并与海康威视、大华股份等细分领域龙头企业建立了稳定的合作关系。公司位于江苏省常州市，地处微特电机产业聚集地区，具备明显的区域优势，能够充分利用当地的产业基础和人才资源。
- 投资建议：公司 2022-2024 年营业收入持续增长，分别为 2.87、3.62、4.20 亿元，同比增长 1.89%、26.05%、16.05%；公司 2022-2024 年，实现归母净利润持续增长，分别为 2697.63、4864.08、5633.50 万元，同比增长 5.57%、80.31%、15.82%。公司可比公司鸣志电器、江苏雷利、科力尔、华阳智能、星德胜 2024 年 PE 分别为 342.93X、78.44X、184.98X、99.77X、25.97X，剔除鸣志电器、科力尔后，均值为 68.06X。公司发行后股本为 7,380.93 万股（含超额配售），发行价对应发行后市值（含超额配售）为 6.52 亿元，对应 2024 年市盈率为 11.57 倍，相较于可比具备较大折价。
- 风险提示：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；安全生产风险；与雷赛智能业务合作稳定性的风险；核心技术人员流失的风险；税收政策变化的风险。

【公司评论】中控技术(688777.SH)：中控技术（688777.SH）：上半年业绩承压，工业 AI 和机器人业务进展迅速

方闻千 fangwenqian@szxq.com

## 【投资要点】

### ➤ 事件描述

- 8月29日，公司发布2025年半年报，其中，2025上半年公司实现收入38.30亿元，同比减少9.92%；上半年实现归母净利润3.54亿元，同比减31.46%，实现扣非净利润2.89亿元，同比减38.86%。2025年第二季度公司实现收入22.23亿元，同比减少11.56%；第二季度实现归母净利润2.34亿元，同比减36.96%，实现扣非净利润2.12亿元，同比减少40.19%。

### ➤ 事件点评

- 下游整体需求低迷致公司收入和利润端均承压。上半年公司持续深挖下游行业结构性增长点，在控制系统设备更新政策支持下，公司大力拓展国内PLC市场，大型PLC市场份额持续提升；同时，公司全面梳理多行业的设备更新项目机会，今年上半年优势行业石化、化工收入保持平稳，能源、建材、造纸行业收入分别增长9.32%、82.58%、77.56%。受产品结构变化影响，2025上半年公司毛利率为32.08%，较上年同期降低1.15个百分点。在利润端，今年公司开始实施全面预算管控，并加大降本提效管理力度，推动上半年销售、管理、研发费用合计同比减少2.28%。受营收下滑以及汇兑损失增加、银行理财和利息收入减少影响，今年上半年公司净利润有较大幅度下滑，若剔除汇兑损失和银行理财及利息收入的影响，上半年公司归母净利润为2.94亿元，同比下降25.82%。
- 工业 AI 加速产品 and 市场布局，机器人业务持续高增。其中：1）公司持续推动工业 AI 产品整合升级，今年8月28日，公司发布全球首个时序混合专家大模型驱动的工业 Agent 生成平台 TPT 2，可实现“一句话”为工业问题提供解决方案、生成可执行的工业 Agent 和应用程序。同时，公司不断加大 AI 产品市场推广力度，目前 TPT 已在各类生产场景中实现闭环应用，在石化、煤化工、氯碱、热电等行业成功落地超110个项目，并已在中石化、万华化学、内蒙古伊泰化工等头部客户项目中投入应用，今年上半年 TPT 类软件实现收入1.17亿元；2）今年以来，公司对流程工业机器人解决方案“Plantbot”进行持续升级与规模化落地，包括 PlantbotStudio 平台迭代至 V2.2 版本、在中石化镇海炼化罐区交付全行业首个飞梭机器人巡检等，上半年公司机器人业务实现收入1.10亿元，新签订单2亿元。
- 投资建议
- 公司作为国内流程工业制造领军者，快速开拓海外市场，同时加速布局工业 AI 和机器人业务，有望带来业绩的持续增长，调整盈利预测，预计公司2025-2027年EPS分别为1.45\1.61\1.77，对应公司9月4日收盘价47.22元，2025-2027年PE分别为32.6\29.3\26.7，维持“买入-A”评级。

➤ 风险提示

- 研发进展不及预期，核心人才流失风险，市场竞争加剧风险，海外市场经营风险。

【公司评论】中望软件(688083.SH)：中望软件（688083.SH）：营收保持稳健增长，海外市场进一步提速

方闻千 fangwenqian@szxq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 8月29日，公司发布2025年半年报，其中，2025上半年公司实现收入3.34亿元，同比增长8.24%；上半年实现归母净利润-0.52亿元，而上年同期为0.06亿元，实现扣非净利润-1.15亿元，同比减36.79%。2025年二季度公司实现收入2.08亿元，同比增长10.59%；二季度实现归母净利润-0.04亿元，同比减114.04%，实现扣非净利润-0.41亿元，同比减少618.64%。

➤ 事件点评

- 核心产品迭代及海外市场布局驱动营收保持稳健增长，短期因素波动影响利润端表现。尽管制造业及工程建造业企业等核心客户群销售承压，但受益于国内工业软件扶持政策逐步落地，同时公司持续打磨核心产品并大力布局海外市场，今年上半年公司收入规模稳步攀升，且Q2收入增长有所加速。上半年公司毛利率为95.13%，较上年同期降低2.58个百分点，主要是因为上半年客户定制化需求较多，推动毛利率相对较低的定制软件和技术服务收入占比提升。在利润端，受益于公司加强费用管控，今年上半年销售费用率较上年同期降低1.76个百分点，而由于人员考核周期缩短且年度奖金由一次性发放改为分次发放，以及2025上半年确认的股权激励费用增加，公司管理和研发费用率分别较上年同期提高0.37和2.16个百分点。受绩效考核周期调整、股份支付、理财收益下滑、政府补助金额减少等影响，2025上半年公司净利率为-15.26%，较上年同期降低13.19个百分点，但预计随着下半年公司持续推行降本提效，利润端将有所改善。
- 教育市场仍未摆脱下行趋势，海外市场增长进一步提速。分市场看，1) 境内商业市场：受下游需求恢复缓慢影响，今年上半年实现收入1.87亿元，同比减少0.10%；2) 境内教育市场：受政策调整期资源配置变化及客户经费预算维持低位影响，公司仍未能完全摆脱教育业务下行的趋势，今年上半年实现收入0.21亿元，同比减少36.00%；3) 海外市场：随着海外本地化战略持续落地，上半年实现收入1.26亿元，同比增长42.21%，在24年高速增长的基础上进一步提速，其中，公司在日本、泰国、意大利、西班牙、土耳其、阿联酋等区域市场均实现了超过50%的业务规模增长。
- 2D CAD基本盘稳固，3D CAD增速阶段性放缓。分产品看，1) 2D CAD：公司持续迭代ZWCAD产品，最新发布的ZWCAD 2026对标注、填充、打印等核心功能模块进行系统性优化，并新增多种几何约束、尺寸标注约束等参数化设计功能，与此同时，公司基于2D产品的高性价比等优势，持续发力

建筑、市政、能源动力、轨道交通等领域，今年上半年 2D 产品实现收入 2.15 亿元，同比增长 11.82%；2) 3D CAD：公司以压强式的研发投入，持续优化 3D 产品的基础建模、参数化设计及行业支撑能力，但受客户推广短期放缓影响，今年上半年 3D 产品实现收入 0.92 亿元，同比仅增长 3.40%；3) CAE：公司依托“CAD+”战略，持续强化 CAE 推广效果，上半年实现收入 388.55 万元，同比增 25.38%；4) 博超系列：公司不断提升研发效率，并逐步降低定制化项目占比，上半年实现收入 796.03 万元，同比高增 85.88%。

#### ➤ 投资建议

➤ 公司是工业设计软件领导厂商，产品竞争力持续提升，有望充分受益于工业软件国产化趋势，同时，海外市场的高速增长也将拉动公司收入稳步提升，调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.43\0.57\0.70，对应公司 9 月 5 日收盘价 69.89 元，2025-2027 年 PE 分别为 160.7\122.4\99.2，维持“增持-A”评级。

#### ➤ 风险提示

➤ 技术研发风险，宏观经济持续下行风险，市场竞争加剧风险，汇率波动的风险。

【公司评论】森麒麟(002984.SZ)：森麒麟-业绩短期承压，期待摩洛哥工厂放量

李旋坤 lixuankun@sxzq.com

### 【投资要点】

#### ➤ 事件描述

➤ 8 月 30 日，公司发布《2025 半年度业绩公告》，2025H1 实现营业总收入 41.2 亿元，同比+0.2%；归母净利润 6.7 亿元，同比-37.6%；扣非归母净利润 6.7 亿元，同比-37.0%。其中，2025Q2 实现营业总收入 20.6 亿元，同环比分别+3.4%/ +0.4%；归母净利润为 3.1 亿元，同环比分别-45.8%/ -14.0%；扣非归母净利润为 3.1 亿元，同环比分别-44.4%/ -11.9%。

#### ➤ 事件点评

➤ 2025 上半年产销略有下降，盈利能力短期承压。2025H1，公司完成轮胎产量 1557 万条，同比-3.21%；其中，半钢胎产量 1504 万条，同比-3.56%；全钢胎产量 52.9 万条，同比+7.72%。完成轮胎销售 1487 万条，同比-1.5%；其中，半钢胎销量 1437 万条，同比-1.65%；全钢胎销量 50 万条，同比+3.11%。盈利水平方面，2025H1 公司整体毛利率净利率分别为 24.60%/ 16.31%，同比分别-8.64/ -9.90 pct。其中，2025Q2 毛利率 26.45%，同环比分别-8.82 / +3.70 pct；净利率 15.05%，同环比分别-13.70/ -2.51 pct，主要系关税和原材料成本变化。

➤ 原材料成本大幅下降，预计 2025Q3 将形成正面影响。原材料方面，据我们统计，截至 2025 年 8 月 31 日，原材料价格指数 114.6，较 2024 年平均值下降 8.8%，其中 2025Q1/ 2025Q2/ 2025 三季度以来，原



材料价格指数平均值分别为 131.5/ 112.8/ 112.2，环比分别-3.0%/ -14.2%/ -0.6%。原材料价格变化对轮胎企业销售毛利率往往存在约一个季度的滞后，主要系轮胎生产企业备有原材料库存，2025Q2 原材料成本大幅下降，预计 2025Q3 原材料成本下降将给公司带来正面影响。

- **泰国工厂业绩短期承压，期待摩洛哥工厂放量。**2025H1，森麒麟(泰国)实现营业总收入 26.2 亿元，同比+0.6%，净利润 4.3 亿元，同比-38.6%，主要系美国关税政策影响。公司第二座海外基地，摩洛哥工厂年产 1200 万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目目前正处于产能爬坡阶段，2025 年将实现大规模投产放量。另外，公司持续平稳推进欧洲智能制造基地“西班牙年产 1200 万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目”建设。
- **投资建议**
- **预计公司 2025-2027 年净利润分别为 15.9/ 21.1/ 24.6 亿元，对应 PE 分别为 13/ 10/ 8 倍。**考虑摩洛哥工厂即将放量，有望贡献业绩增量，维持“买入-A”评级。
- **风险提示**
- 原材料价格波动、国际贸易摩擦、新项目不及预期、汇率波动等风险。

### 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，本报告的任何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

