

2026 年 06 月 25 日

三协电机 (920100.BJ)

投资评级： 增持（首次）

——多下游应用平台型公司，从产品矩阵与客户结构看较高成长潜力

证券分析师

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

联系人

市场表现：



基本数据	2026 年 06 月 24 日
收盘价 (元)	40.98
一年内最高 / 最低 (元)	96.87 / 39.67
总市值 (百万元)	4,234.59
流通市值 (百万元)	1,122.78
总股本 (百万股)	103.33
资产负债率 (%)	32.30
每股净资产 (元/股)	6.45

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **公司简介：控制类电机“小巨人”，2019 年起布局半导体、3C、汽车等新领域。**三协电机成立于 2002 年，是一家研发、制造并销售控制类电机的高新技术企业，2025 年入选第七批国家级专精特新“小巨人”企业。公司主要产品具有体积小、功率密度大、绿色节能的特点，广泛应用于安防、纺织、光伏、半导体、3C、汽车、机器人、医疗、智能物流等多个领域，形成了覆盖从传统工业到新兴科技的全场景应用布局。
- **产品维度：四大品类全场景覆盖，无刷电机放量驱动收入结构优化。**公司产品矩阵覆盖步进、无刷、伺服电机及减速机四大品类。2025 年公司步进电机营收占比达 39%，2022 至 2024 年步进电机销售额复合增长率为 26.03%。2025 年无刷电机营收同比增长约 87%至 2.09 亿元，主要系出口业务销量增加所致。公司计划将募集资金投资于“三协绿色节能智控电机扩产项目”和“研发中心建设项目”，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，进一步夯实产能基础。
- **客户维度：龙头客户矩阵稳固，境外业务突破打开全球化成长空间。**客户端，公司已形成以行业龙头为核心的稳定客户矩阵，客户粘性强，合作壁垒较高。2023-2024 年前五大客户销售金额合计占营业收入约 46%-47%，雷赛智能、大豪科技、大华股份等为长期核心合作客户。2025 年，诺伊特跃升为公司第一大客户，销售金额同比增速超 250%，拓竹科技升至第三大客户，光伏及 3D 打印领域业务开始放量。雷赛智能 2021-2025 年采购规模以 54%的复合增长率持续增长，是公司营收的安全基本盘。此外，公司 2025 年境外地区营业收入同比增长约 978%，境外业务毛利率提升至 36.62%，业务全球化布局进入实质性推进阶段。
- **下游多元化：纺织、安防筑牢基本盘，光伏、工业自动化等多赛道共振提供增量。**下游端，公司所处的微特电机行业下游应用领域广泛，纺织、光伏新能源、工业自动化、安防监控等核心赛道均保持景气向上态势。纺织领域，2026 年 1-2 月纺织服装累计出口额同比增长 15.2%，纺织出口稳健增长有望驱动设备投资，为公司纺织电机业务筑牢基本盘。光伏新能源领域，2025 年中国光伏发电新增装机容量超过 3 亿千瓦，同比上涨 14.22%，公司研发的大扭矩太阳能光伏发电跟踪减速系统属于行业领先的回转解决方案。工业自动化领域，2024 年中国工业机器人年安装量达 29.5 万台，同比增长 7%并创历史新高，预计 2026 至 2032 年全球机器人用电机市场收入年复合增长率将达 23.2%。安防监控领域，中国视频监控市场规模 2024 年突破 412.1 亿美元，智能安防行业有望持续扩容。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2026-2028 年归母净利润为 0.74、0.90 和 1.10 亿元，对应 PE 为 57、47、38 倍。我们选取鸣志电器、江苏雷利、卧龙电驱作为可比上市公司，可比公司 2026PE 均值为 87X。三协电机是国内控制类微特电机领域的专精特新“小巨人”企业，公司以步进电机、无刷电机、伺服电机及减速机四大品类构建全场景产品矩阵，依托与雷赛智能、大华股份、海康威视等行业龙头建立的稳定客户合作关系，在纺织设备筑牢基本盘的基础上，持续向光伏新能源、工业自动化、3D 打印、安防监控等高景气赛道拓展，叠加境外业务实现突破性增长，多下游、多客户、多区域的平台化布局有望为公司中长期成长提供较强的支撑。我们看好公司未来发展潜力，首次覆盖给予“增持”评级。

➤ 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

盈利预测与估值（人民币）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	420	551	663	789	940
同比增长率（%）	16.05%	31.12%	20.39%	19.04%	19.08%
归母净利润（百万元）	56	60	74	90	110
同比增长率（%）	15.82%	7.21%	22.85%	21.03%	22.75%
每股收益（元/股）	0.55	0.58	0.72	0.87	1.07
ROE（%）	20.00%	13.11%	15.99%	19.18%	23.28%
市盈率（P/E）	75.17	70.11	57.07	47.16	38.42

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2026–2028 年归母净利润为 0.74、0.90 和 1.10 亿元，对应 PE 为 57、47、38 倍。我们选取鸣志电器、江苏雷利、卧龙电驱作为可比上市公司，可比公司 2026PE 均值为 87X。我们看好公司未来发展潜力，首次覆盖给予“增持”评级。

关键假设

结合公司的下游产业持续稳定发展、产品终端应用领域不断拓展等积极预期，我们假设如下：

（1）步进电机：预计收入稳定增长，假设 2026–2028 年营业收入同比+5%/+6%/+7%，测算得出 2026–2028 年营业收入分别为 2.25/2.39/2.55 亿元。

（2）无刷电机：预计收入快速增长，假设 2026–2028 年营业收入同比+43%/+35%/+31%，测算得出 2026–2028 年营业收入分别为 2.99/4.04/5.29 亿元。

（3）伺服电机：预计收入保持稳定，假设 2026–2028 年营业收入同比+1%/+2%/+2%，测算得出 2026–2028 年营业收入分别为 0.60/0.61/0.62 亿元。

（4）减速机：预计收入稳定增长，假设 2026–2028 年营业收入同比+3%/+4%/+5%，测算得出 2026–2028 年营业收入分别为 0.05/0.05/0.05 亿元。

投资逻辑要点

产品维度：公司是国内控制类微特电机领域的专精特新“小巨人”企业，产品矩阵覆盖步进电机、无刷电机、伺服电机及减速机四大品类，形成了从传统工业到新兴科技的全场景应用布局。公司以研发创新与精益管控构建差异化竞争力，无刷电机受益于出口业务放量，2025 年营收同比增长约 87%，成为公司收入增长的核心驱动力，产品结构持续向高附加值方向优化。

客户维度：公司已形成以行业龙头为核心的稳定客户矩阵，客户粘性强、合作壁垒高，同时境外业务实现突破性增长，全球化布局进入实质性推进阶段。公司与雷赛智能、大华股份、海康威视、大豪科技等行业龙头建立了长期深度合作关系，2025 年诺伊特、拓竹科技等新兴客户快速放量，光伏及 3D 打印领域业务开始贡献增量收入；2025 年境外地区营业收入同比增长约 978%，境外毛利率提升至 36.62%，全球化拓展成效显著。

下游多元化：公司下游应用领域多元且均处于景气上行通道，纺织机械提供稳定基本盘，光伏新能源、工业自动化及安防监控等高成长赛道有望为公司带来持续的增量需求。纺织出口保持稳健增长，设备更新需求或将为公司纺织电机业务提供持续支撑；光伏新增装机容量持续扩张，公司大扭矩光伏跟踪减速系统具备行业领先优势；工业机器人安装量屡创新高，全球机器人用电机市场预计 2026–2032 年复合增长率达 23.2%，国产替代趋势有望为公司打开新的成长空间。

核心风险提示

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. 控制类电机“小巨人”，2019年起布局半导体、3C、汽车等新领域.....	7
2. 产品维度：四大品类全场景覆盖，无刷电机放量驱动收入结构优化.....	9
2.1. 主营微特电机领域，深耕步进电机、伺服电机和无刷电机及其配套的产品.....	9
2.2. 2024年工业自动化领域营收增速较快，同行业公司下游布局各有侧重.....	10
2.3. 出口业务销售增加促使2025年无刷电机营收yoy+87%至2.09亿元.....	12
3. 客户维度：龙头客户矩阵稳固，境外业务突破打开全球化成长空间.....	15
3.1. 2025年对诺伊特、拓竹科技销售收入升高，光伏、3D打印领域业务开始放量....	15
3.2. 各领域客户矩阵稳定，2021-2025年雷赛智能采购规模以54%CAGR持续增长.	16
3.3. 2025年境外地区营业收入同比增长978%，业务全球化布局进入推进阶段.....	18
4. 下游多元化：纺织、安防筑牢基本盘，光伏、工业自动化等多赛道共振有望提供增量20	
4.1. 纺织机械：2026M1-M2纺织服装出口额yoy+15%或驱动设备投资，筑牢基本盘20	
4.2. 安防监控：中国智能安防市场规模2024年达823亿元，加速向智能化转型.....	20
4.3. 光伏新能源：“双碳”目标下，2025年中国光伏发电新增装机容量yoy+14%....	21
4.4. 工业自动化：2026-2032年机器人电机市场收入CAGR或将达23%，国产化有望打 开空间.....	22
5. 盈利预测与评级.....	25
6. 风险提示.....	26

图表目录

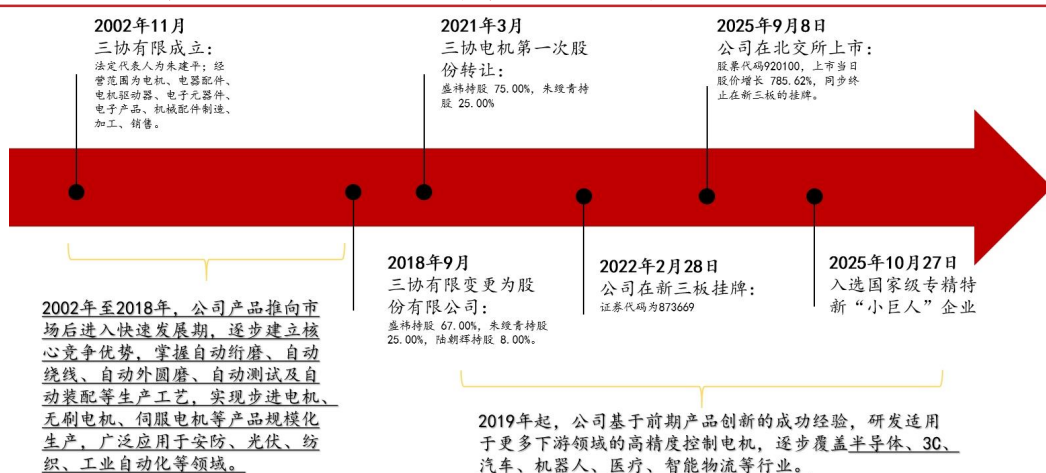
图表 1: 2019 年起公司研发产品已覆盖半导体、3C、汽车等新领域.....	7
图表 2: 盛祎、朱绶青合计控制公司 59.33%的股份.....	7
图表 3: 2026Q1 公司营收 1.54 亿元（亿元）.....	8
图表 4: 2026Q1 公司毛利率为 24.55%.....	8
图表 5: 2026Q1 公司归母净利润为 1618 万元.....	8
图表 6: 2026Q1 公司费用率为 12.35%.....	8
图表 7: 公司的主要产品包括步进电机、伺服电机和无刷电机及其配套的产品.....	9
图表 8: 步进电机分为混合式步进电机及执行器和永磁式步进电机及执行器.....	10
图表 9: 无刷电机分为永磁直流无刷电机和电滚筒电机.....	10
图表 10: 2024 年纺织领域销售收入 11872 万元（万元）.....	11
图表 11: 2024 年纺织领域收入占比 28.26%.....	11
图表 12: 公司的同行业公司包括鸣志电器、江苏雷利等公司.....	11
图表 13: 2025 年公司步进电机营收 21434 万元(万元).....	12
图表 14: 2025 年公司无刷电机毛利率为 32.84%.....	12
图表 15: 公司步进电机 2024 年产能达 1031 万台.....	13
图表 16: 2024 年销售步进电机 758 万台（万台、元）.....	13
图表 17: 2024 年销售 76 万台永磁直流无刷电机（万台、元）.....	13
图表 18: 公司拟在“三协绿色节能智控电机扩产项目”投资 11917 万元.....	14
图表 19: 项目达产后预计可实现年产 488 万台电机的生产能力（万台）.....	14
图表 20: 2025 年公司前五大客户销售占比为 56.76%.....	15
图表 21: 2025 年对诺伊特销售额为 15151 万元，对雷赛智能销售额为 7284 万元.....	16
图表 22: 雷赛智能通用伺服国产第二名，全球市占率 3.8%（2024 年）.....	16
图表 23: 客户 2022 年-2024 年向三协电机采购占同类产品比重.....	17
图表 24: 2024 年三协电机分下游领域前五大客户销售情况.....	18
图表 25: 2024 年生产商客户带来营收 33097 万元（万元）.....	19
图表 26: 2024 年生产商客户营收占比 85.03%.....	19
图表 27: 2025 年公司境外地区收入 13205 万元.....	19
图表 28: 2025 年公司境外地区毛利率为 36.6%.....	19
图表 29: 2026 年 1-2 月，纺织服装累计出口 3550.4 亿元.....	20

图表 30: 中国视频监控市场规模 2032 年估值有望达到约 723.2 亿美元 (十亿美元)	21
图表 31: 2024 年中国智能安防软硬件的市场规模达到 823 亿元	21
图表 32: 三协电机主要参与光伏产业链下游——光伏发电系统	22
图表 33: 2025 年中国光伏发电新增装机容量 yoy+14%	22
图表 34: 2025 年中国太阳能发电量 yoy+36.63%	22
图表 35: 伺服电机多用于机器人、数控机床、工业机械等需高精度运动控制场景	23
图表 36: 伺服电机占工业机器人总成本的 20%	23
图表 37: 2024 年中国工业机器人安装量达到 30 万台, 占全球需求 54% (万台)	23
图表 38: 2032 年全球机器人用电动机收入预计将达到 1052 亿美元 (百万美元)	24
图表 39: 可比公司估值表 (截至 20260624)	25

1. 控制类电机“小巨人”，2019年起布局半导体、3C、汽车等新领域

根据三协电机公司公告，三协电机成立于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，公司控制类电机产品具有体积小、功率密度大、绿色节能的特点。2025年10月27日，公司入选第七批国家级专精特新“小巨人”企业。

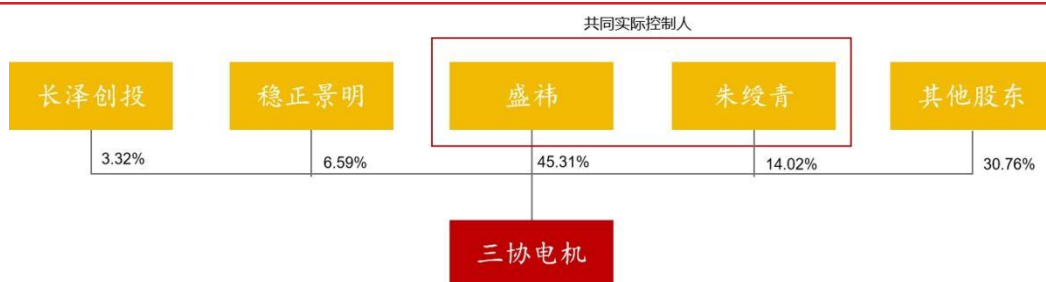
图表 1：2019 年起公司研发产品已覆盖半导体、3C、汽车等新领域



资料来源：三协电机公司公告、华源证券研究所

根据三协电机公告，截至2026年第一季度，三协电机共同实际控制人为盛祎、朱绶青。盛祎与朱绶青为夫妻。盛祎直接持有公司45.31%的股份；朱绶青直接持有公司14.02%的股份。盛祎、朱绶青合计控制公司59.33%的股份。

图表 2：盛祎、朱绶青合计控制公司 59.33% 的股份



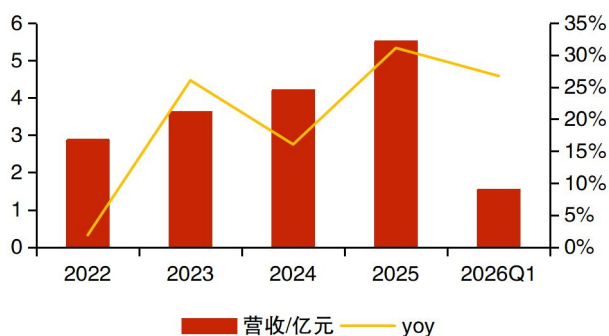
资料来源：三协电机2026年一季报、华源证券研究所

公司2022年–2026Q1分别实现营收2.87亿元(yoy+1.89%)、3.62亿元(yoy+26.05%)、4.20亿元(yoy+16.05%)、5.51亿元(yoy+31.12%)和1.54亿元(yoy+26.74%)。2025年营收同比增长主要系境内外销售业务增加。

2022年–2026Q1毛利率分别为22.31%、28.47%、28.00%、26.38%、24.55%。2023年，公司42和57系列产品毛利率同比增加，为步进电机毛利率增长的主要原因。其中，42系列增幅较大，主要系原材料价格下跌使单位成本降低，公司于2023年下半年开始降价，价

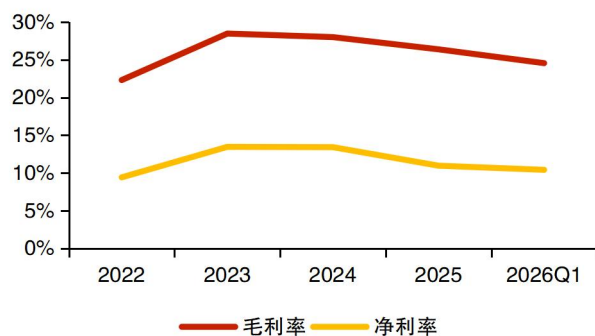
格调整滞后性使得产品毛利率增幅较大；57 系列销售收入增幅较大，主要系纺织行业一体智能袜机需求增长，配套使用的 210 系列伺服电机和 57 系列伺服电机销售收入增加，叠加原材料价格持续下降，推动步进电机毛利率同比大幅增长。2023 年，公司无刷电机毛利率增幅较大，主要系主要原材料价格持续下滑，带动毛利率提升。2024 年，公司步进电机毛利率小幅下降，主要系产品销售价格下降幅度大于成本下降幅度。

图表 3：2026Q1 公司营收 1.54 亿元（亿元）



资料来源：iFinD、华源证券研究所

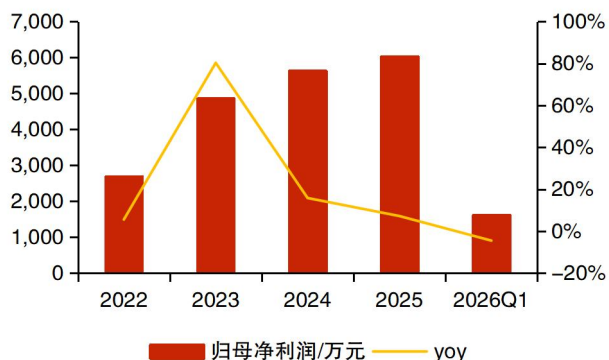
图表 4：2026Q1 公司毛利率为 24.55%



资料来源：iFinD、华源证券研究所

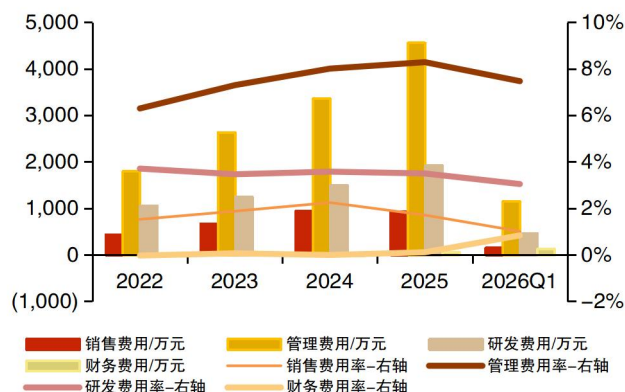
2022–2025 年公司归母净利润持续高增，归母净利润受收入、毛利率及费用等因素影响，期间费用随业务拓展逐年上升，与营收趋势一致。2022 年–2026Q1 公司分别实现归母净利润 2697.63 万元 (yoy+5.57%)、4864.08 万元 (yoy+80.31%)、5633.50 万元 (yoy+15.82%)、6039.89 万元 (yoy+7.21%)、1618.39 万元 (yoy–4.50%)。影响公司利润的主要因素包括收入规模、毛利率水平和期间费用规模等，此外，政府补助、营业外收支等因素也会对公司的利润产生一定的影响。2022–2025 年，公司期间费用分别为 3,300.09 万元、4,596.22 万元、5,805.07 万元和 7490.38 万元，占营业收入的比例分别为 11.49%、12.70%、13.82%和 13.60%。公司期间费用呈先上升后下降趋势，主要系（1）公司营业收入逐年增长，公司为开拓新客户，稳定现有客户所产生的费用增加所致；（2）公司加强费用管控。

图表 5：2026Q1 公司归母净利润为 1618 万元



资料来源：iFinD、华源证券研究所

图表 6：2026Q1 公司费用率为 12.35%



资料来源：iFinD、华源证券研究所

2. 产品维度：四大品类全场景覆盖，无刷电机放量驱动收入结构优化

2.1. 主营微特电机领域，深耕步进电机、伺服电机和无刷电机及其配套的产品

公司以研发创新、精益管控与专业测试，构建差异化核心竞争力。公司注重电机新技术、新产品的研发与革新，快速响应客户多样化工艺需求，已积累丰富的电磁、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，通过技术创新实现产品差异化。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。

图表 7：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



资料来源：三协电机招股书、华源证券研究所

公司主要产品中步进电机、无刷电机和伺服电机均为控制类电机，属于微特电机。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。

公司产品矩阵覆盖步进、无刷、伺服电机及减速机四大品类，不同电机及传动部件应用场景广泛：步进电机作为通用基础部件，广泛用于工业自动化、安防、纺织、医疗、3D 打印、消费电子等领域；无刷电机重点切入光伏新能源、汽车、物流分拣等高景气赛道；伺服电机与减速机则聚焦精密控制场景，服务于工业机器人、AGV、数控机床、智能装备等高端制造环节，形成了覆盖从传统工业到新兴科技的全场景应用布局。

图表 8：步进电机分为混合式步进电机及执行器和永磁式步进电机及执行器



资料来源：三协电机招股书、华源证券研究所

图表 9：无刷电机分为永磁直流无刷电机和电滚筒电机

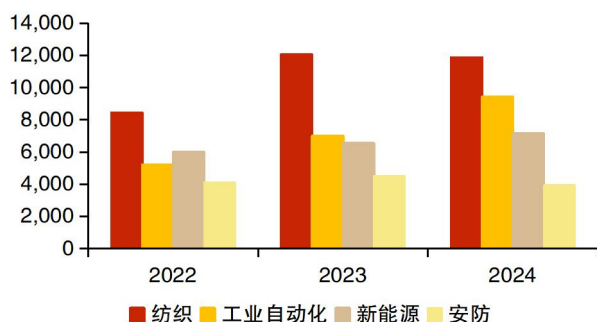


资料来源：三协电机招股书、华源证券研究所

2.2. 2024 年工业自动化领域营收增速较快，同行业公司在下游布局各有侧重

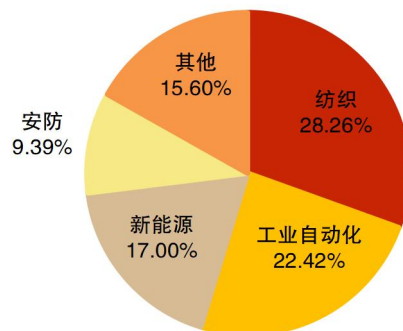
公司下游应用领域主要包括纺织、工业自动化、新能源、安防。2022 年到 2024 年上述领域合计占公司总营收比例分别为 82.75%、83.22%和 77.07%，是公司下游客户的主要应用领域，公司其他应用领域还包括智能物流、智能家居、3D 打印、医疗、汽车等。

图表 10：2024 年纺织领域销售收入 11872 万元（万元）



资料来源：三协电机招股书、华源证券研究所

图表 11：2024 年纺织领域收入占比 28.26%



资料来源：三协电机招股书、华源证券研究所

结合公司产品类型、经营模式和主要客户，公司的同行业公司包括：鸣志电器、江苏雷利、科力尔、华阳智能、星德胜等。总结来看，鸣志电器、江苏雷利、科力尔、华阳智能、星德胜五家电机企业在下游领域分布和产品布局上各有侧重：鸣志电器专注于工业自动化、医疗器械、机器人等高端领域，核心产品包括直流无刷电机、伺服电机、直线电机等高精度控制电机及驱动系统；江苏雷利深耕家用电器、汽车配套领域，产品涵盖空调、洗衣机等家电电机组件及汽车水泵、医疗仪器丝杆电机；科力尔覆盖场景最广，从智能家居、健康护理类电机到运动控制领域的伺服电机、驱控系统均有布局，具备电机与驱控一体化供应能力；华阳智能以精密微特电机及传动技术为核心，主打多行业定制化解决方案；星德胜则聚焦清洁电器赛道，以吸尘器专用微特电机为核心产品，细分领域集中度高。三协电机下游领域布局较为均衡。

图表 12：公司的同行业公司包括鸣志电器、江苏雷利等公司

公司名称	所在区域	设立时间	注册资本 (万元)	主营业务及主要产品
鸣志电器 (603728.SH)	上海市闵行区	1998 年 7 月	41888.25	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 (300660.SZ)	江苏省常州市	2006 年 4 月	31938.32	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 (002892.SZ)	湖南省永州市	2010 年 9 月	62080.09	主营业务为电机及智能驱控系统的研发、生产与销售。公司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	江苏省常州市	2001 年 6 月	5708.35	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。

(301502.SZ)

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
(603344.SH)

江苏省苏州市

2004 年 11 月

19453.1

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。

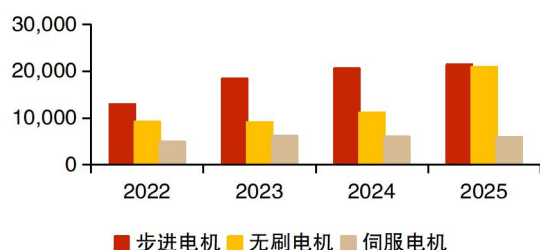
资料来源：三协电机招股书、华源证券研究所

2.3. 出口业务销售增加促使 2025 年无刷电机营收 yoy+87%至 2.09 亿元

公司将业务发展重心聚焦于步进电机，并同步发展无刷电机和伺服电机业务，2023 年，因合并深圳三协，公司主营业务产品增加减速机，2023 年和 2024 年，减速机业务销售金额分别为 149.94 万元和 447.69 万元，金额较小。2025 年公司步进电机营收 2.14 亿元，营收占比达 39%。2022 年至 2024 年步进电机销售额复合增长率为 26.03%，主要系公司加大与主要客户的深度合作，并拓展新客户；同时，纺织领域客户需求恢复增长，带动步进电机销售收入增长。2024 年，公司无刷电机销售金额同比增加 2,056.77 万元，主要系新增制氧设备用无刷电机 1,453.74 万元，且 60 太阳能系列无刷电机保持增长。2024 年，公司伺服电机收入同比小幅下降：一方面，原材料价格下降带动产品销售价格下调；另一方面，应用于手套机的 110 系列受市场需求影响收入下滑，同时 130 系列产品逐步向 210 系列转换，亦导致该系列收入下降；但伺服电机优势产品 210 系列销量增加，一定程度缓解了 110 系列、130 系列收入下滑的影响。2025 年无刷电机收入增长主要系出口业务销量增加。

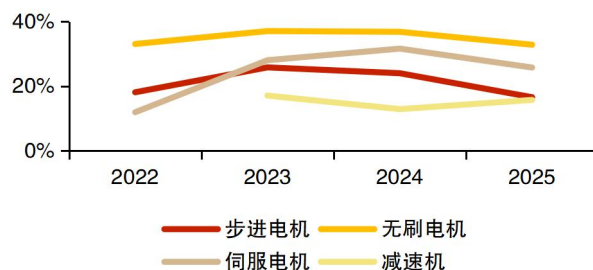
从产品应用领域来看，新能源领域毛利率较高，主要系公司将核心技术“太阳能电机设计技术”应用于该领域产品。电机应用于光伏、光热系统，使其具备高性能、长寿命的要求，因此毛利率较高。公司工业自动化和安防领域毛利率相对较低：工业自动化领域产品主要应用于自动化设备、机器人等，与驱动和工控厂商配套形成产品解决方案；安防领域产品主要应用于闸机、摄像头等产品，上述产品市场化竞争程度较高，竞争对手较多。纺织领域毛利率主要与原材料价格变动、产品市场化竞争程度等因素有关。

图表 13：2025 年公司步进电机营收 21434 万元(万元)



资料来源：三协电机招股书、三协电机 2025 年报、华源证券研究所

图表 14：2025 年公司无刷电机毛利率为 32.84%



资料来源：三协电机招股书、三协电机 2025 年报、华源证券研究所

根据公司招股书，2022-2024 年，公司核心产品步进电机产能持续扩张，2024 年产能达 1,031.34 万台，产量与销量同步增长。2023 年产能利用率超 100%，产销率始终保持在 98%以上，呈现满产满销态势；2024 年产能利用率有所下降，主要系公司购置新设备使产能增长快于产量增长所致。

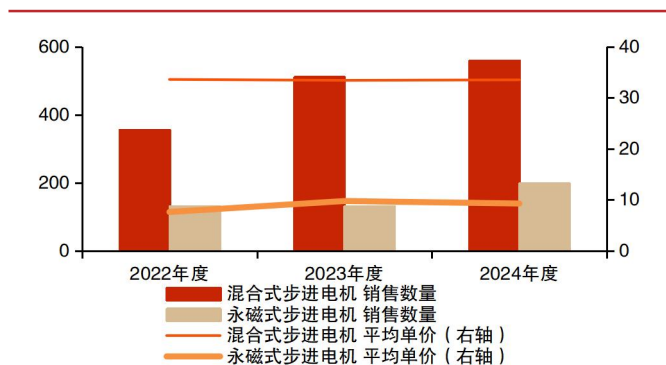
图表 15：公司步进电机 2024 年产能达 1031 万台

产品类别	指标	2022 年度	2023 年度	2024 年度
步进电机	产能(万台)	549.4	614.34	1031.34
	产量(万台)	481.2	638.78	771.93
	产能利用率(%)	87.59	103.98	74.85
	销量(万台)	486.61	642.07	757.6
	产销率(%)	101.12	100.52	98.14
无刷电机	产能(万台)	85.5	85.5	121.5
	产量(万台)	56.1	68.53	80.87
	产能利用率(%)	65.62	80.15	66.56
	销量(万台)	59.04	67.6	77.08
	产销率(%)	105.23	98.64	95.31
伺服电机	产能(万台)	16.8	16.8	20.7
	产量(万台)	7.24	8.15	7.58
	产能利用率(%)	43.08	48.53	36.61
	销量(万台)	7.3	8.07	7.61
	产销率(%)	100.82	99.02	100.47
减速机	产能(万台)	—	2.5	7.5
	产量(万台)	—	2.38	6.18
	产能利用率(%)	—	95.2	82.41
	销量(万台)	—	2.41	5.74
	产销率(%)	—	101.25	92.88

资料来源：三协电机招股书、华源证券研究所

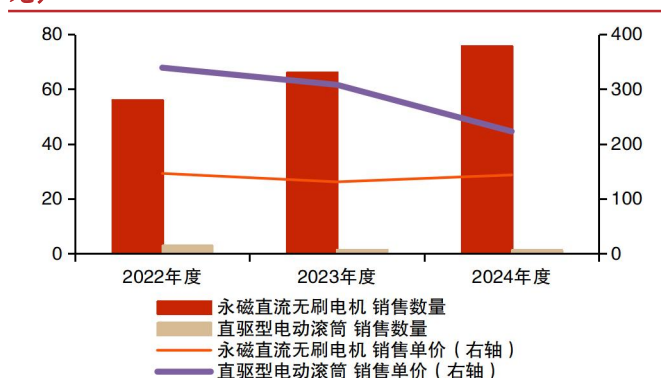
根据公司招股书，2022–2024 年，公司步进电机和直流无刷电机靠销量增长带动收入上升，滚筒无刷电机因市场开拓不及预期、产品结构变化导致收入下滑。2022–2024 年，公司步进电机与直流无刷电机销售数量均呈逐年上涨趋势，是各自收入增长的核心驱动因素。步进电机方面，混合式步进电机受益于产品竞争力提升及纺织领域需求复苏，2023 至 2024 年销量持续增长；永磁式步进电机在 2023 年凭借双电机产品的高单价实现收入增长，2024 年则由销量增加主导收入提升。无刷电机方面，直流无刷电机 2023 至 2024 年销量增长为收入主因，2024 年新增带齿轮箱的 60 太阳能系列产品进一步推高单价，带动收入提升；而滚筒无刷电机尚处市场开拓阶段，2022 年推出后销量持续下滑，2023 年以零星销售为主导致收入大幅下降，2024 年又因型号切换主推低价 15kg 载重型号，单价回落拖累收入减少。

图表 16：2024 年销售步进电机 758 万台（万台、元）



资料来源：三协电机招股书、华源证券研究所

图表 17：2024 年销售 76 万台永磁直流无刷电机（万台、元）



资料来源：三协电机招股书、华源证券研究所

公司计划将发行拟募集资金投资于“三协绿色节能智控电机扩产项目”和“研发中心建设项目”。

图表 18：公司拟在“三协绿色节能智控电机扩产项目”投资 11917 万元

序号	项目	项目总投资（万元）	拟使用募集资金（万元）
1	三协绿色节能智控电机扩产项目	11916.6	11537.12
2	研发中心建设项目	3162.88	3162.88
3	补充流动资金	1200	1200
合计	-	16279.48	15900

资料来源：三协电机招股书、华源证券研究所

➤ 绿色节能智控电机项目

项目拟新建厂房建筑面积共计 12,000 m²，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。

图表 19：项目达产后预计可实现年产 488 万台电机的生产能力（万台）

序号	产品名称	年扩产规模	扩产后总年产能
1	步进电机	410	1024.34
2	伺服电机	8	24.8
3	无刷电机	70	155.5
合计	-	488	1204.64

资料来源：三协电机问询函回复、华源证券研究所

为抓住市场机遇，提升公司整体营收能力，本项目拟通过产能扩建，进一步扩大公司电机生产能力。微特电机作为生产生活中不可或缺的基础机电产品，下游应用领域极为广泛，深入各行业产业链的方方面面，在制造业工业自动化程度不断加深，新能源汽车、3D 打印、智能家居等新兴领域不断发展的背景下，其市场需求呈现出稳定增长的态势。全球市场方面，Allied Market Research 数据预计，全球微特电机市场规模由 2020 年的约 364.8 亿美元增长至 2025 年的 446.0 亿美元。国内市场方面，随着国民经济的持续向好发展，我国微特电机市场规模从 2018 年的 1,024.1 亿元增长到了 2023 年的 1,610.4 亿元，期间复合增长率为 9.48%，市场空间广阔。

3. 客户维度：龙头客户矩阵稳固，境外业务突破打开全球化成长空间

3.1. 2025 年对诺伊特、拓竹科技销售收入升高，光伏、3D 打印领域业务开始放量

根据三协电机公司公告，公司在控制类电机领域得到了运动控制厂商及工业自动化设备厂商的认可，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。2023–2024 年，公司客户结构稳定，前五大客户销售金额合计分别占营业收入 46.73%、46.52%，雷赛智能、大豪科技、大华股份等为长期核心合作客户。

2025 年公司客户集中度有所提升主要系大客户诺伊特采购规模的增长所致。2025 年公司客户结构最大变化来自第一大客户诺伊特的增量贡献，客户集中度提升。诺伊特由 2024 年第二大客户跃升至 2025 年首位，销售金额同比增速超 250%。根据三协电机公司公告，南京诺伊特主要产品包括无刷电机、步进电机、直流有刷电机、减速电机等，终端客户主要为境外客户，应用于光伏新能源、工业自动化、医疗设备等领域。

此外，值得注意的是，拓竹科技在 2025 年升至公司第三大客户，根据拓竹科技官网信息，Bambu Lab 深圳拓竹科技有限公司是一家致力于用前沿的机器人技术彻底革新桌面级 3D 打印产业的公司。拓竹科技的第一款产品--X1 系列高速智能 3D 打印机瞄准业内较强性能，在诸多关键性能上，实现了数量级上的进步，更是把多色彩打印、支持高性能工程塑料等工业级打印机技术带入消费级产品。拓竹科技成立于 2020 年，总部位于中国深圳，在深圳和上海设立了研发中心，并在美国奥斯汀设立办公室。

图表 20：2025 年公司前五大客户销售占比为 56.76%

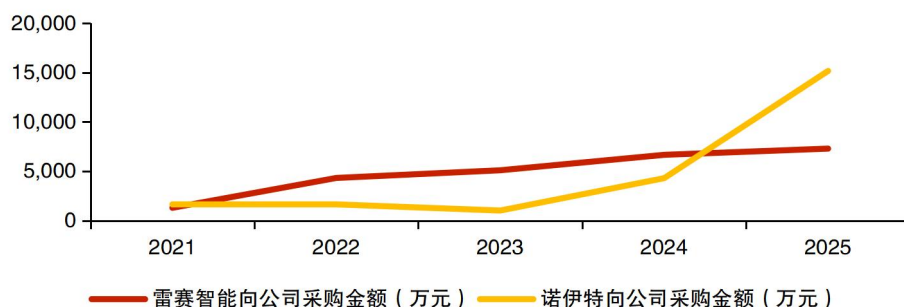
年度	序号	客户	销售金额（万元）	占公司营业收入的比例
2025 年	1	诺伊特	15150.74	27.51%
	2	雷赛智能	7283.72	13.22%
	3	拓竹科技	3504.34	6.36%
	4	RAYSHINE (USA) INTELLIGENT TRANSMISSION LLC	2842.73	5.16%
	5	大华股份	2486.69	4.51%
		合计	31268.21	56.76%
2024 年	1	雷赛智能	6653.55	15.84%
	2	诺伊特	4290.25	10.21%
	3	合肥波林	3031.07	7.22%
	4	大豪科技	2815.72	6.70%
	5	大华股份	2751.51	6.55%
		合计	19542.11	46.52%
2023 年	1	雷赛智能	5088.88	14.06%
	2	合肥波林	3339.22	9.23%
	3	大华股份	3088.29	8.53%
	4	汉普斯	2913.29	8.05%
	5	大豪科技	2483.54	6.86%
		合计	16913.22	46.73%

资料来源：三协电机公司公告、华源证券研究所

3.2. 各领域客户矩阵稳定，2021-2025 年雷赛智能采购规模以 54%CAGR 持续增长

雷赛智能采购规模持续稳健增长，合作粘性强。雷赛智能是公司连续三年稳居前两大客户的核心合作方，2023-2024 年连续两年稳居公司第一大客户，2025 年销售规模同比增长约 9.47%。长期稳定的合作与持续的规模增长，让雷赛智能成为公司营收最核心的安全基本盘，为公司经营业绩提供了持续的底层支撑。根据雷赛智能公司官网，雷赛智能聚焦于伺服电机驱动系统、步进电机驱动系统、运动控制 PLC、运动控制卡及人形机器人核心部件等系列精品的研发、生产、销售和服务，产品主要应用于工业自动化领域。

图表 21：2025 年对诺伊特销售额为 15151 万元，对雷赛智能销售额为 7284 万元



资料来源：三协电机公司公告、华源证券研究所

根据三协电机公司公告，微特电机下游客户对产品的质量、品牌和生产能力有着高标准的要求，也需要参与到客户的产品研发过程，且建立长期稳定的合作关系通常需要经历较长的合作周期，因此优质客户资源需要长期的积累，一般率先进入的企业会拥有明显的先发优势。经过行业内多年的积累，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。公司主要客户雷赛智能、合肥波林、大华股份、大豪科技、海康威视、创想三维等依托规模和技术处于其所在行业的领先地位，且市场占有率较高。

图表 22：雷赛智能通用伺服国产第二名，全球市占率 3.8%（2024 年）

序号	客户	行业地位	市场占有率
1	雷赛智能	国内运动控制、步进系统领先企业	2024 年度步进系统位居全国首位；通用伺服国产第二，全球市占率 3.8%
2	合肥波林新材料股份有限公司	齿轮式液压泵关键摩擦副细分行业的技术水平处于国际领先地位	齿轮泵关键摩擦副市场占有率第一
3	大华股份	安防视频监控行业的领军企业	2024 年度安防设备市场份额约 16%
4	汉普斯	全国领先的集研发、生产和销售于一体的精密行星减速器、减速电机应用解决方案供应商	市场占有率靠前
5	大豪科技	缝制及针织设备电脑控制系统龙头	缝制设备领域全球市占率超 70%，刺绣机、袜机控制系统市占率超 80%
6	杭州爱动电气设备有限公司	未披露	未披露
7	海康威视	安防视频监控行业的领军企业	2024 年度安防设备市场份额约 32%

8	高腾机电	全电脑无缝内衣机龙头	无缝内衣机、智能手套机产品市场占有率在全国同类产品中均位居前二位
9	南京诺伊特	电器机械及器材等产品销售及进出口业务	未披露
10	常州中信博新能源科技有限公司	光伏跟踪支架、固定支架及 BIPV 系统领先行业	截至 2023 年底跟踪支架占全球市场 9%
11	创想三维	3D 打印行业龙头	全球消费级 3D 打印市场份额的三分之一以上
12	百翔科技	全自动智能手套编织机龙头	全自动智能手套编织机产销量位居全球第一

资料来源：三协电机问询函回复、华源证券研究所

雷赛智能是智能装备运动控制领域领军企业，主营伺服系统、步进系统、可编程运动控制器，为下游提供完整运动控制产品及解决方案。合肥波林是齿轮式液压泵关键摩擦副细分领域国际领先企业，产品打破国外垄断、实现国产替代，应用于高端工程机械、轨道交通、航空航天等领域。大华股份是我国安防视频监控行业龙头，产品覆盖前端、存储、中心、云计算与大数据、智能楼宇、AI 算法、芯片等全系列。大豪科技是全球规模领先的工业缝制机械设备电控系统供应商，主营工业计算机数控、工业互联网技术，产品广泛应用于缝制、针织机械领域。海康威视是中国安防技术行业领导者，践行智能物联战略，以 AI 技术推动行业智能化发展，市场集中度高、优势显著。创想三维是全球消费级 3D 打印生态领创者、国家级专精特新“小巨人”，专注 FDM 和光固化 3D 打印机研发生产。百翔科技是高端针织设备领军企业，全自动手套编织机畅销全球，建有省级研发中心，产品拥有自主知识产权。

汉普斯、浙江大华、大豪明德、浙江百翔、杭州爱动、常州祥博等向三协电机采购产品占其同类采购的比重相对较高，即公司已经成为部分主要客户采购电机主要来源，这反映了公司在微特电机行业具有一定的市场竞争力与市场占有率。

图表 23：客户 2022 年-2024 年向三协电机采购占同类产品比重

序号	客户名称	2024 年	2023 年	2022 年	采购内容
1	雷赛智能	41%	32%	26%	电机
2	大华科技	45%	45%	45%	电机
3	合肥波林新材料股份有限公司	10%	10%	10%	电机
4	汉普斯	100%	100%	100%	电机
5	浙江大豪明德智控设备有限公司	80%	80%	80%	电机
6	南京诺伊特	30%	10%	10%	电机

资料来源：三协电机问询函回复、华源证券研究所

根据三协电机公司公告，从 2024 年数据来看，公司下游客户已全面覆盖工业自动化、新能源、纺织设备、安防四大核心领域，各板块均形成了以行业龙头为核心的稳定客户矩阵。工业自动化领域以雷赛智能为代表，贡献收入占比达 17.09%；新能源领域依托合肥波林、汉普斯、诺伊特等客户实现快速增长；纺织设备领域合作关系成熟，大豪科技等客户采购稳定；安防领域与大华股份、海康威视等龙头保持长期合作。整体来看，公司下游应用场景多元、客户结构优质，既保障了当前收入的稳定性，也为未来在高成长赛道的拓展奠定了良好基础。

图表 24：2024 年三协电机分下游领域前五大客户销售情况

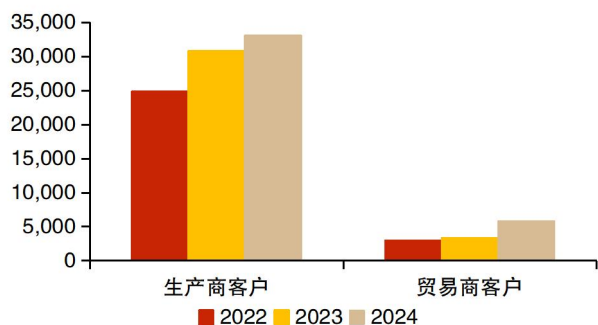
2024 年度	序号	客户名称	销售金额（万元）	占主营业务收入比例
纺织设备	1	大豪科技	2767.34	7.11%
	2	杭州爱动电气设备有限公司	1172.92	3.01%
	3	高腾机电	996.87	2.56%
	4	浙江嘉志利智能科技有限公司	790.33	2.03%
	5	百翔科技	638.71	1.64%
工业自动化	1	雷赛智能	6652.42	17.09%
	2	德智高新	574.59	1.48%
	3	深圳市杰美康机电有限公司	460.04	1.18%
	4	杭州言璟智能技术有限公司	378.93	0.97%
	5	法奥机器人	234.45	0.60%
新能源	1	合肥波林	3026.24	7.77%
	2	汉普斯	2251.17	5.78%
	3	诺伊特	1224.38	3.15%
	4	浙江可胜技术股份有限公司	351.51	0.90%
	5	航空工业集团	261.69	0.67%
安防	1	大华股份	2034.89	5.23%
	2	海康威视	938.17	2.41%
	3	浙江宇视系统技术有限公司	297.42	0.76%
	4	华为技术	92.58	0.24%
	5	深圳富视安智能科技有限公司	87.68	0.23%

资料来源：三协电机招股书、华源证券研究所

3.3. 2025 年境外地区营业收入同比增长 978%，业务全球化布局进入推进阶段

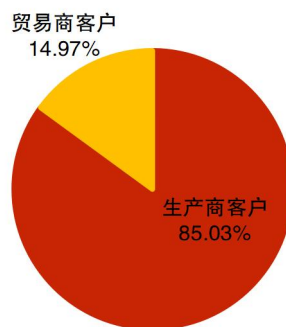
根据公司招股书，公司采用直销为主的销售模式，通过客户主动对接、行业展会、供应链合作等方式拓展业务，海外通过贸易商开拓且主要客户在美国。公司销售模式为直销模式，主要通过以下方式拓展业务：①下游客户主动寻求合作；②公司参加线上线下游行业展会积极拓展客户；③公司通过参加国内外电机行业的展会；④与供应链品牌厂商合作，开拓新客户或新项目。国内市场主要以直销的销售模式开拓市场，客户主要集中在华东、华南地区。针对海外市场，公司通过与贸易商客户合作推广产品，已积累了稳定的客户群体，海外客户群体主要集中在美国。公司客户分为生产商客户及贸易商客户。其中，生产商客户主要是设备生产厂商及其零部件供应厂商，加工或组装后再对外销售商品。贸易商客户采购后不加工直接对外销售。

图表 25：2024 年生产商客户带来营收 33097 万元(万元)



资料来源：三协电机招股书、华源证券研究所

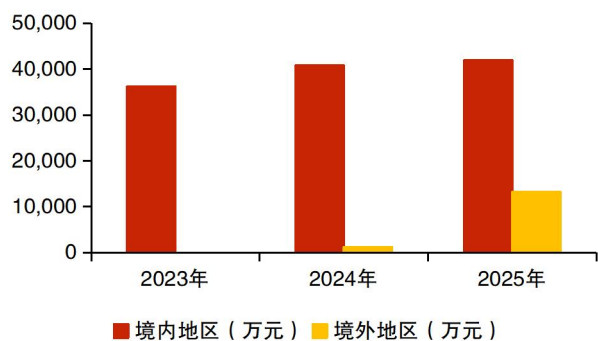
图表 26：2024 年生产商客户营收占比 85.03%



资料来源：三协电机招股书、华源证券研究所

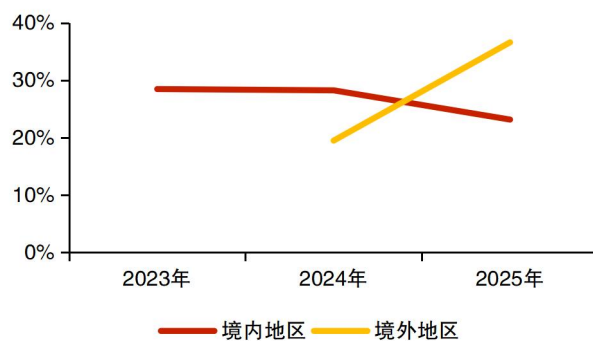
根据三协电机公司公告，2024 年公司实现境外地区营业收入 1225 万元，2025 年公司境外地区营业收入同比增长 977.97%，境外业务毛利率也同步提升至 36.62% (yoy+17.14pcts)，标志着公司境外市场拓展实现突破，业务全球化布局进入实质性推进阶段。

图表 27：2025 年公司境外地区收入 13205 万元



资料来源：三协电机公告、华源证券研究所

图表 28：2025 年公司境外地区毛利率为 36.6%



资料来源：三协电机公告、华源证券研究所

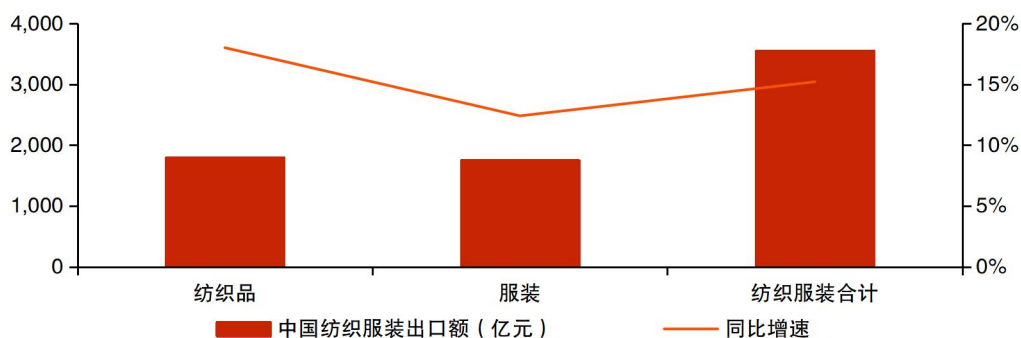
4. 下游多元化：纺织、安防筑牢基本盘，光伏、工业自动化等多赛道共振有望提供增量

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。

4.1. 纺织机械：2026M1-M2 纺织服装出口额 yoy+15%或驱动设备投资，筑牢基本盘

根据中国纺织品进出口商会数据，2026 年 1-2 月，纺织服装累计出口 3550.4 亿元，同比增长 15.2%，其中纺织品出口 1800.1 亿元，同比增长 18%，服装出口 1750.3 亿元，同比增长 12.4%。纺织品作为服装制造的中间品，其增速反映出海外服装品牌补库意愿强烈、下游产能扩张节奏加快，或将直接带动纺织企业的设备更新与新增产能投资，为纺织机械及配套微特电机需求提供明确支撑。

图表 29：2026 年 1-2 月，纺织服装累计出口 3550.4 亿元



资料来源：中国纺织品进出口商会、华源证券研究所

我们认为，纺织电机作为公司发展的核心基础，所处行业依托纺织这一国民经济刚需产业，需求相对稳定，同时在纺织设备智能化升级、高效节能电机替代的趋势下，市场保持稳健增长，有望为公司提供持续稳定的营收与现金流支撑。

4.2. 安防监控：中国智能安防市场规模 2024 年达 823 亿元，加速向智能化转型

快速的城市化、日益增长的安全担忧以及公共和私营部门对监控需求的增长正在推动视频监控的采用。根据 Verified Market Research 的数据，智能城市项目的日益普及，以及人工智能和物联网技术的进步，推动中国视频监控市场规模在 2024 年突破 412.1 亿美元，到 2032 年估值有望达到约 723.2 亿美元。

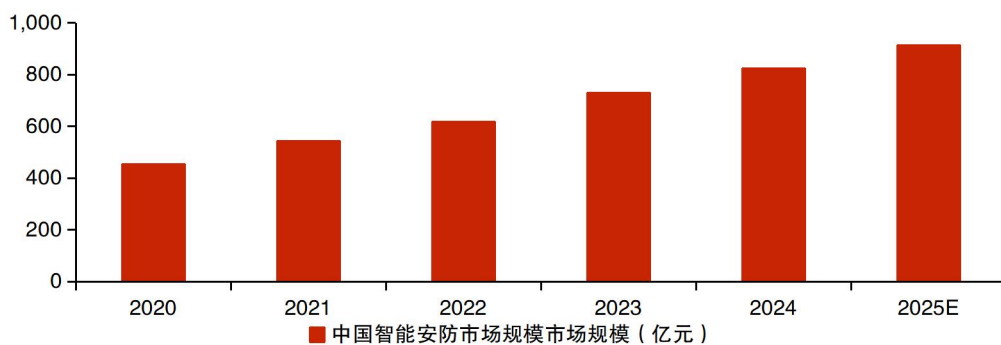
图表 30：中国视频监控市场规模 2032 年估值有望达到约 723.2 亿美元（十亿美元）



资料来源：Verified Market Research、华源证券研究所

政策、技术与市场需求三重驱动，共同推动智能安防行业持续扩容与高质量发展。根据中商产业研究院的信息，政策支持方面，我国将智能安防纳入国家安全战略与数字经济体系，通过顶层设计推动行业规范化发展，《“十四五”数字经济发展规划》明确加快智能安防等数字化应用场景建设，要求 2025 年重点公共区域智能监控覆盖率达 95%，直接拉动政府端采购需求。技术驱动上，人工智能、物联网、5G 深度融合推动安防从“被动监控”向“主动预警”转型，量子加密、数字孪生等前沿技术试点应用开辟新赛道，也促使企业加大研发、推动产业升级。市场需求层面，公共安全升级与消费级市场发展形成双重驱动，平安城市、智慧社区年投资超 2000 亿元，老旧小区改造催生百亿级市场，工业安防需求随制造业转型快速增长，低空经济、医疗养老等新兴领域也成为新增长点，需求呈现多元化、高端化趋势。

图表 31：2024 年中国智能安防软硬件的市场规模达到 823 亿元



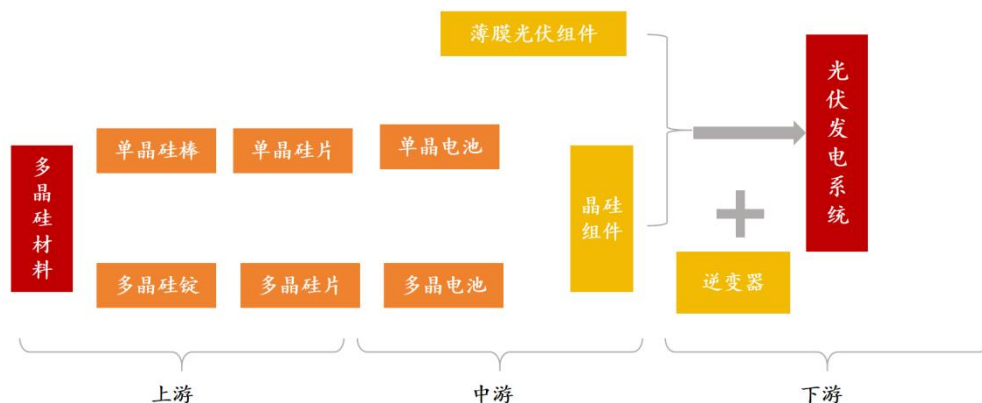
资料来源：中商产业研究院、华源证券研究所

4.3. 光伏新能源：“双碳”目标下，2025 年中国光伏发电新增装机容量 yoy+14%

根据公司公告，公司无刷电机主要应用于新能源领域，电机主要应用于光伏、光热跟踪系统，使其具备高性能、长寿命的要求。2025 年 10 月，公司研发的大扭矩太阳能光伏发电跟踪减速系统，利用技术革新优化行业原有设计方案，并通过国外客户各类实验室及场地标准验证验收，属于行业领先的回转解决方案。

根据北极星太阳能光伏网的信息，光伏产业是半导体技术与新能源需求相结合而衍生的产业。大力发展光伏产业，对调整能源结构、推进能源生产和消费革命、促进生态文明建设具有重要意义。根据三协电机公司公告，公司的大扭矩太阳能光伏发电跟踪减速器系统相关产品为电机加减速机一体化系统产品，优化了传统复杂的机构方案，能够帮助客户节省成本，产品附加值更高，同等量级条件下毛利率高于原有产品，主要应用于光伏产业链下游光伏发电系统环节，为跟踪支架提供驱动系统支持。

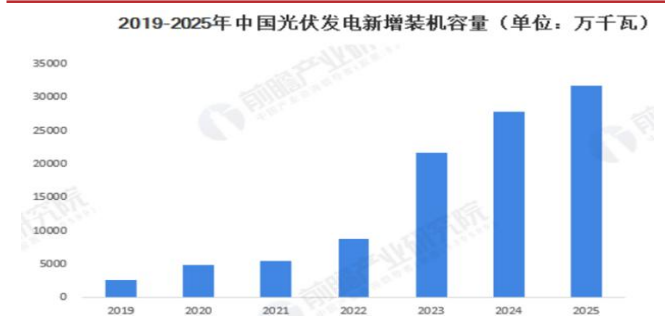
图表 32：三协电机主要参与光伏产业链下游——光伏发电系统



资料来源：北极星太阳能光伏网、华源证券研究所

根据中国电力企业联合会、国家统计局、前瞻产业研究院数据，中国计划在 2060 年实现“双碳”目标，重视太阳能发电发展，2019–2025 年中国光伏发电新增装机容量逐年递增，2025 年超过 3 亿千瓦，同比上涨 14.22%。中国太阳能发电量逐年递增，2025 年中国太阳能发电量为 5726 亿千瓦时，同比上涨 36.63%。

图表 33：2025 年中国光伏发电新增装机容量 yoy+14%



资料来源：中国电力企业联合会、前瞻产业研究院、华源证券研究所

图表 34：2025 年中国太阳能发电量 yoy+36.63%



资料来源：国家统计局、前瞻产业研究院、华源证券研究所

4.4. 工业自动化：2026–2032 年机器人电机市场收入 CAGR 或将达 23%，国产化有望打开空间

伺服、步进两类电机依托各自控制特性，在高端制造与通用自动化领域形成差异化应用分工。根据 Business Research Insights 的信息，伺服电机以其精确控制和高性能而闻名，广泛应用于工业自动化、机器人、汽车、航空航天以及其他对精确运动控制至关重要的领域。伺服电机能够提供精确的位置、速度和扭矩控制，这使得它们在数控机和机械臂等应用中不

可或缺。而步进电机在需要精确和可重复运动的应用中具有明显的优势，例如 3D 打印、数控铣床和医疗设备，它们能够在不需要反馈机制的情况下以精确的增量移动，这使得步进电机成为许多自动化任务的经济高效的解决方案。

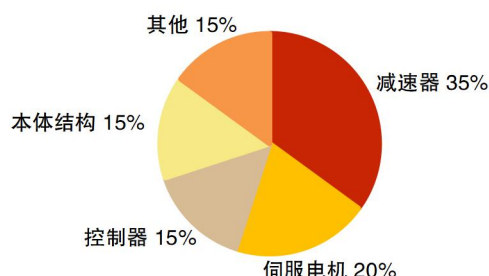
图表 35：伺服电机多用于机器人、数控机床、工业机械等需高精度运动控制场景

电机类型	核心定义与特性	适用场景
伺服电机	高效、精确、多功能的机电设备；具备高扭矩惯量比、快速响应时间、精确位置控制	机器人、数控机床、工业机械等需高精度运动控制场景
步进电机	将完整旋转拆分为均等步长，精度高、可重复性好、结构简单	3D 打印、数控铣床、自动化装配系统

资料来源：Business Research Insights、华源证券研究所

根据中商产业研究院的数据，从成本结构来看，工业机器人的核心零部件包括减速器、伺服电机和控制器，分别占工业机器人总成本的 35%、20%和 15%。

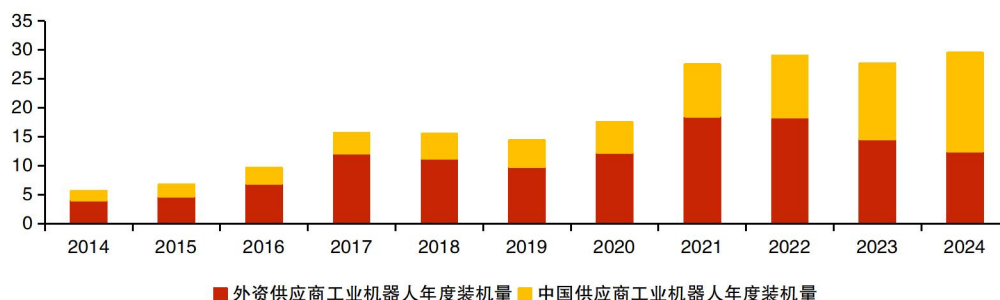
图表 36：伺服电机占工业机器人总成本的 20%



资料来源：中商产业研究院、华源证券研究所

根据国际机器人联合会（IFR）发布的《2025 年世界机器人》数据，2024 年中国工业机器人的年安装量达到 295,000 台，同比增长 7%，并创下历史新高，占全球需求的 54%。2024 年中国制造商在国内市场的机器人销量首次超过了外国制造商：中国制造商在各行业的市场份额从 2023 年的 47%攀升至 57%。根据国际机器人联合会（IFR）2025 年一季度调查数据，受中国市场拉动，亚洲地区机器人订单量实现两位数强劲增长。2024 年中国机器人产量快速提升，国产机器人份额持续扩大，这一趋势预计将延续，至 2028 年全球机器人行业有望保持年均约 10%的增速；长期来看，中国仍将是全球机器人领域最重要的市场。

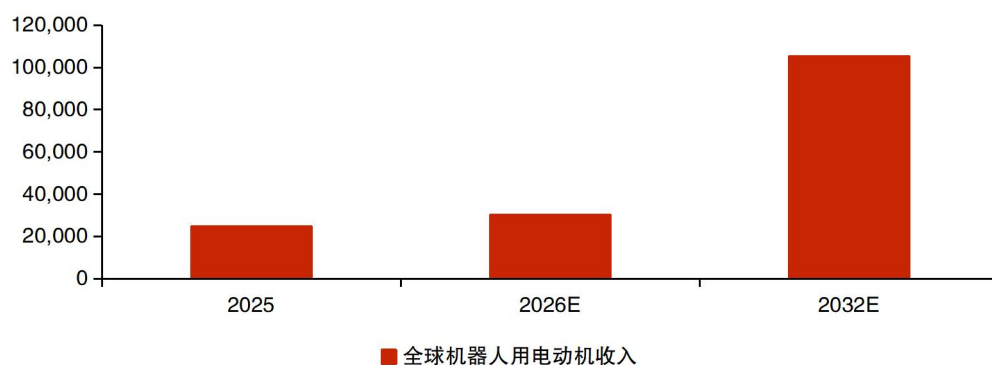
图表 37：2024 年中国工业机器人安装量达到 30 万台，占全球需求 54%（万台）



资料来源：国际机器人联合会、华源证券研究所

根据 GIR(Global Info Research)数据，2025 年全球机器人用电动机收入大约 24740 百万美元，预计 2032 年将达到 105240 百万美元，2026 至 2032 期间，CAGR 或将为 23.2%。

图表 38：2032 年全球机器人用电动机收入预计将达到 1052 亿美元（百万美元）



资料来源：Global Info Research、华源证券研究所

5. 盈利预测与评级

结合公司的下游产业持续稳定发展、产品终端应用领域不断拓展等积极预期，我们假设如下：

（1）步进电机：预计收入稳定增长，假设 2026–2028 年营业收入同比+5%/+6%/+7%，测算得出 2026–2028 年营业收入分别为 2.25/2.39/2.55 亿元。

（2）无刷电机：预计收入快速增长，假设 2026–2028 年营业收入同比+43%/+35%/+31%，测算得出 2026–2028 年营业收入分别为 2.99/4.04/5.29 亿元。

（3）伺服电机：预计收入保持稳定，假设 2026–2028 年营业收入同比+1%/+2%/+2%，测算得出 2026–2028 年营业收入分别为 0.60/0.61/0.62 亿元。

（4）减速机：预计收入稳定增长，假设 2026–2028 年营业收入同比+3%/+4%/+5%，测算得出 2026–2028 年营业收入分别为 0.05/0.05/0.05 亿元。

我们预计公司 2026–2028 年归母净利润为 0.74、0.90 和 1.10 亿元，对应 PE 为 57、47、38 倍。我们选取鸣志电器、江苏雷利、卧龙电驱作为可比上市公司，可比公司 2026PE 均值为 87X。三协电机是国内控制类微特电机领域的专精特新“小巨人”企业，公司以步进电机、无刷电机、伺服电机及减速机四大品类构建全场景产品矩阵，依托与雷赛智能、大华股份、海康威视等行业龙头建立的稳定客户合作关系，在纺织设备筑牢基本盘的基础上，持续向光伏新能源、工业自动化、3D 打印、安防监控等高景气赛道拓展，叠加境外业务实现突破性增长，多下游、多客户、多区域的平台化布局有望为公司中长期成长提供较强的支撑。我们看好公司未来发展潜力，首次覆盖给予“增持”评级。

图表 39：可比公司估值表（截至 20260624）

公司名称	股票代码	最新收盘价(元/股)	最新总市值(亿元)	EPS (元/股)			PE		
				2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
鸣志电器	603728.SH	59.69	250.03	0.34	0.47	0.46	175.2	126.4	128.9
江苏雷利	300660.SZ	28.01	162.82	0.67	0.90	0.83	42.1	31.2	33.5
卧龙电驱	600580.SH	34.74	542.68	0.77	0.92	1.08	44.9	37.8	32.3
均值							87.4	65.2	64.9
三协电机	920100.BJ	40.98	42.35	0.72	0.87	1.07	57.1	47.2	38.4

资料来源：Wind、华源证券研究所 注：可比公司盈利预测均来自 Wind 一致预期；三协电机盈利预测来自华源证券研究所

6. 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：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。

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	180	130	97	92
应收票据及账款	196	218	247	273
预付账款	3	3	4	5
其他应收款	1	1	1	1
存货	61	69	75	84
其他流动资产	49	50	50	51
流动资产总计	490	471	474	505
长期股权投资	2	2	2	2
固定资产	128	136	154	178
在建工程	20	53	53	33
无形资产	11	11	13	14
长期待摊费用	5	6	5	5
其他非流动资产	13	17	17	18
非流动资产合计	179	226	245	250
资产总计	669	697	719	756
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	128	139	143	158
其他流动负债	69	83	99	117
流动负债合计	197	222	241	275
长期借款	8	7	6	4
其他非流动负债	1	1	1	1
非流动负债合计	9	8	7	5
负债合计	206	230	248	280
股本	74	103	103	103
资本公积	172	172	172	172
留存收益	215	189	193	198
归属母公司权益	461	464	468	473
少数股东权益	2	2	2	3
股东权益合计	463	466	471	476
负债和股东权益合计	669	697	719	756

现金流量表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	60	70	85	106
折旧与摊销	14	21	26	32
财务费用	1	0	0	0
投资损失	-4	-2	-2	-2
营运资金变动	-14	-6	-17	-3
其他经营现金流	5	5	6	5
经营性现金净流量	62	88	98	138
投资性现金净流量	-62	-67	-44	-36
筹资性现金净流量	121	-71	-87	-107
现金流量净额	119	-50	-33	-5

利润表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	551	663	789	940
营业成本	406	492	585	693
税金及附加	3	3	4	4
销售费用	9	11	12	13
管理费用	46	52	61	71
研发费用	19	23	28	33
财务费用	1	0	0	0
资产减值损失	-2	-2	-2	-3
信用减值损失	-1	0	0	0
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	4	2	2	2
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	2	3	4	3
营业利润	71	86	104	128
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	71	86	104	127
所得税	11	11	14	17
净利润	60	74	90	110
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	60	74	90	110
EPS(元)	0.58	0.72	0.87	1.07

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	31.12%	20.39%	19.04%	19.08%
营业利润增长率	10.15%	20.25%	21.25%	22.66%
归母净利润增长率	7.21%	22.85%	21.03%	22.75%
经营现金流增长率	1.74%	42.03%	10.42%	41.15%
盈利能力				
毛利率	26.38%	25.87%	25.95%	26.26%
净利率	10.96%	11.20%	11.38%	11.73%
ROE	13.11%	15.99%	19.18%	23.28%
ROA	9.03%	10.65%	12.49%	14.59%
估值倍数				
P/E	70.11	57.07	47.16	38.42
P/S	7.69	6.39	5.36	4.50
P/B	9.19	9.12	9.04	8.94
股息率	1.36%	1.67%	2.02%	2.48%
EV/EBITDA	61	39	32	26

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

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公司的个人看法。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）。