

机械设备

2024年06月12日

掘金长期价值，寻找机械板块的“价值锚”

——行业投资策略

投资评级：看好（维持）

孟鹏飞（分析师）

熊亚威（分析师）

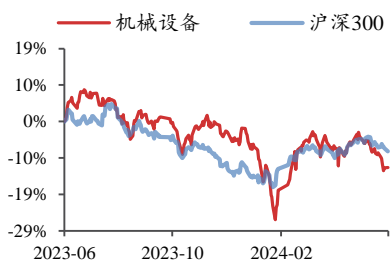
mengpengfei@kysec.cn

xiongyawei@kysec.cn

证书编号：S0790522060001

证书编号：S0790522080004

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《核电设备景气上行，四代核电及乏燃料引领新增量—行业深度报告》

-2024.6.7

《检测赛道长坡厚雪，稳健成长穿越牛熊—行业深度报告》

-2024.6.5

《顺周期缓慢复苏—行业周报》

-2024.6.2

● 掘金制造业长期价值，“价值锚”锚定板块估值高点

我国制造业增加值约占全球的30%，制造业是我国的支柱产业。在国内航空航天、半导体、新能源等产业的快速发展下，高端制造的需求及战略意义凸显；国产设备正进军全球市场，体现了其全球竞争力的提升。从国家战略、制造业升级、出海等多种角度看，我国制造业具有长期投资价值。在本篇报告中，我们构建了一种自上而下的，围绕细分行业市场容量、所处阶段，及企业竞争力、成长性、经营能力，判断制造业企业长期发展潜力与投资价值的评估体系。

我们认为，符合以下标准的企业代表了国内制造业的长期价值，代表了各细分行业估值天花板，是其所在板块的“价值锚”：(1) 行业地位：细分行业龙头，在市场份额、营收和利润获取能力、品牌知名度、口碑等方面处于行业领先；(2) 创收盈利能力：能持续稳定实现盈利，商业模式清晰，有持续创造稳定现金流的能力；(3) 经营管理能力：经营管理能力突出，运营流程高效，战略清晰，执行力强，对应指标毛利率和人均效率高于同行。

● “价值锚”公司所处行业成熟，市场空间广阔，技术风险低

(1) 所处行业是经历充分竞争的成熟行业，未来能够持续增长。(2) 所处行业的市场容量足够大，能够容纳头部企业做大做强，且属于政策支持及鼓励方向。(3) 所处行业技术发展为渐进式创新，没有出现颠覆性技术的风险。

● “价值锚”公司从确立到最终胜出，行业龙头地位稳固

(1) 公司行业地位凸显，无潜在竞争者可威胁其领导地位，市场份额存在较大上升空间(2) 拥有与外资品牌一较高下的实力，在国内市场对海外产品具备较强替代性，具备出海能力与行动力，具备成长为全球化公司的潜力；(3) 头部地位稳固，行业存在强者恒强、集中度提升逻辑，研发投入、产品开发、市场开拓能力均保持领先地位。

● “价值锚”公司评价指标：

- (1) 综合表现：营收增速、毛利率、净利率通常高于行业平均水平；
- (2) 商业模式：商业模式可持续，不存在大客户依赖，高ROE；
- (3) 营收质量：营收变现能力强，收现比高；
- (4) 风险管理：资产负债率合理；流动比率高；
- (5) 逆周期调节能力：营收稳定增长，能够跨越周期；
- (6) 海外扩展：已取得全球市场的认可，或具备海外拓展的能力；
- (7) 成长潜力及内部治理：研发费率高于行业平均，三费率位于合理期区间。

推荐标的：豪迈科技、海天精工。

受益标的：软控股份、汇川技术、恒立液压、纽威股份、春风动力、柏楚电子、杰瑞股份、杰克股份、杭叉集团、天地科技、三一重工、北方华创。

● 风险提示：制造业下游复苏不及预期，行业内非理性竞争加剧。

目 录

1、 掘金制造业长期价值，“价值锚”锚定板块估值高点	4
1.1、 我国制造业高端化、全球化趋势显现，板块已具长期配置价值	4
1.2、 新“国九条”出台，强调价值创造，市场风格向长期优质、价值导向发展	4
1.3、 构建“价值锚”评估体系，掘金制造业长期价值、锚定估值高点	5
2、“价值锚”公司所处行业成熟、市场空间宽广	6
3、“价值锚”公司是各个子行业中的龙头，经过市场检验	10
3.1、“价值锚”在国内市场已充分证明自身优势，具备出海竞争实力	11
3.2、“价值锚”企业依托规模优势，建立技术壁垒，取得领先行业的盈利能力	12
4、 寻找中国制造业的“价值锚”	14
4.1、“价值锚”企业应首先具备市占率领先、品牌溢价远高于第二梯队的的能力	16
4.2、“价值锚”企业营收增速领先行业，逆周期能力凸显	17
4.3、“价值锚”企业具备海外经营能力，能够抓住国内外市场机会	18
4.4、“价值锚”企业估值高于行业平均水平，具备溢价能力	20
5、 受益标的	21
6、 风险提示	22

图表目录

图 1： 我国制造业增加值约占全球的 30%	4
图 2： 我国制造业具有长期价值（国家战略、制造升级、制造出海）	4
图 3： 市场容量大、发展成熟度高、国民经济不可或缺的行业更符合“价值投资”标准	5
图 4：“价值锚”企业评判标准围绕竞争力、成长性、经营能力	6
图 5： 2023 年国内液压行业的在业企业有 4023 家	7
图 6： 2023 年注册资本 1000 万元以上的液压企业占比 14%	7
图 7： 2021 年全球液压行业市场规模达 325.62 亿欧元	7
图 8： 2021 年中国液压行业市场规模达 879 亿元	7
图 9： 2021 年恒立液压市场份额为 2.2%	8
图 10： 2022 年恒立液压营收 81.97 亿元，与世界液压龙头差距较大	8
图 11： 诺基亚股价在 2007 年股价达到顶点 27.86 美元后一路下跌，2024 年 5 月 10 日仅剩 3.48 美元	8
图 12： 2024 年 3 月国内新能源车渗透率达 32.77%	9
图 13： 2016-2022 年全球新能源汽车市场份额	9
图 14： 2013 年柯达资产重组后重新上市，股价仍然下跌多年	10
图 15： 寻找“价值锚”应重点关注工程机械、工业自动化等行业	10
图 16： 2023 年恒立液压营收达 89.8 亿元	11
图 17： 2023 年恒立液压归母净利润达 25.0 亿元	11
图 18： 2023 年恒立液压挖掘机油缸在国内市占率接近 80%	11
图 19： 2023 年公司海外业务收入达 19.86 亿元	12
图 20： 2023 年公司海外业务收入占总收入 22.11%	12
图 21： 2023 年恒立液压研发费用达 6.94 亿元，远超其余竞争对手	13
图 22： 2023 年恒立液压毛利率为 41.90%	13
图 23： 2023 年恒立液压净利率为 27.87%	13
图 24： 2023 年恒立液压 ROE 达 18.49%	14
图 25： 2023 年恒立液压 ROA 达 16.60%	14

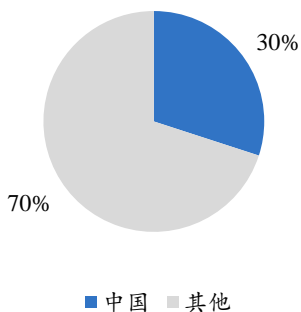
图 26: 汇川技术伺服市场领先其他国产品牌.....	16
图 27: 2023 年汇川技术营收达 304 亿元, 领先国产第二梯队.....	16
图 28: 2018 年以来汇川技术毛利率趋近行业平均.....	16
图 29: 汇川技术工控产品价格高于行业平均.....	16
图 30: 汇川技术净利率水平基本显著高于行业.....	17
图 31: 豪迈科技在轮胎模具国际市场占有率约 30%	17
图 32: 2020 年以来豪迈科技毛利率显著高于同业可比.....	17
图 33: 汇川技术营收增速稳健(剔除 2020/2021 两行业 β 机遇下的特殊年份)	18
图 34: 豪迈科技营收体量远高于同业可比, 增速波动相对稳定.....	18
图 35: 恒立液压营收体量远高于同业可比, 增速波动相对稳定.....	18
图 36: 较早进入成熟期的行业龙头公司海外营收占比高, 技术壁垒较高的行业龙头海外营收占比逐步提升	19
图 37: 恒立液压抓住 2017 年以来工程机械行业风口实现迅速发展.....	19
图 38: 2021 年以来国内挖掘机销售长期处于低位.....	20
图 39: 2021 年以来我国挖掘机出口量增长明显.....	20
图 40: 恒立液压 PE 值高于行业可比.....	20
图 41: 海天精工 PE 估值高于行业平均.....	20
图 42: 汇川技术基本代表了工控行业的 PE 上限.....	21
图 43: 柏楚电子 PE 值高于行业可比.....	21
表 1: 新“国九条”对于 ST 新规、退市和上市准入方面提出了明确要求.....	4
表 2: 恒立液压墨西哥工厂产能规划	12
表 3: “价值锚”评价指标.....	14
表 4: 我们按周期、固定资产投资两大维度, 将制造业各细分行业分为 6 个类别.....	15
表 5: 龙头公司普遍具有高营收增速、强抗周期能力、具备海外扩展能力等特点	15
表 6: 相关标的财务表现	21
表 7: 推荐标的	22
表 8: 受益标的	22

1、掘金制造业长期价值，“价值锚”锚定板块估值高点

1.1、我国制造业高端化、全球化趋势显现，板块已具长期配置价值

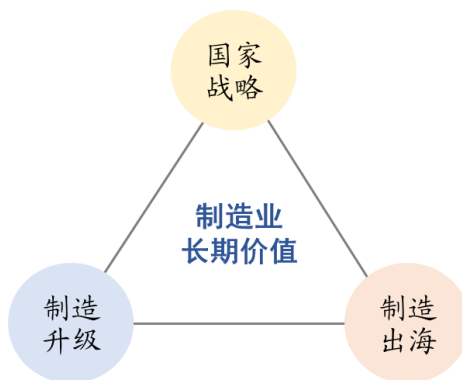
我国是制造业大国，国内制造业增加值约占全球的 30%；制造业也是我国的核心支柱产业，2021 年我国制造业增加值占 GDP 比重达 27.4%。在航空航天、半导体、新能源等产业的快速发展下，国内高端制造的需求及战略意义凸显；此外，随国内制造业企业技术能力不断提升，国产设备也逐步进入全球市场，体现了我国制造业全球竞争力的提升。从国家战略、制造升级、制造出海等多种角度看，我国制造业具有长期投资价值。

图1：我国制造业增加值约占全球的 30%



数据来源：光明日报、开源证券研究所

图2：我国制造业具有长期价值（国家战略、制造升级、制造出海）



资料来源：开源证券研究所

1.2、新“国九条”出台，强调价值创造，市场风格向长期优质、价值导向发展

国务院印发《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》，共 9 个部分，简称资本市场新“国九条”。这是继 2004 年、2014 年两个“国九条”之后，又时隔 10 年，国务院再次专门出台的资本市场指导性文件。

表1：新“国九条”对于 ST 新规、退市和上市准入方面提出了明确要求

分类	内容
ST 新规	主板方面，符合条件未足额分红的公司纳入其他风险警示:对符合分红基本约束条件，最近三个会计年度累计现金分红总额低于年均净利润的 30%，且累计分红金额低于 5000 万元的公司，实施 ST 双创板块适当为科研属性让步：实施 ST 的分红金额绝对值标准为 3000 万(低于主板)，且最近三个会计年度累计研发投入占累计营业收入比例超过 15%或者最近三个会计年度累计研发投入金额超过 3 亿元但分红不达标的可豁免 ST
退市	收紧财务类退市指标，提高主板亏损公司营业收入退市指标，将其“净利润为负+营业收入”中的营业收入从现行“1 亿元”提高至“3 亿元”，加大力度淘汰缺乏持续经营能力公司;双创板块增加“利润总额为负”的考察维度 逐步拓宽多元化退出渠道。以优质头部公司为“主力军”，推动上市公司之间吸收合并;以产业并购为主线，支持非同一控制下上市公司之间实施同行业、上下游市场化吸收合并。
上市准入	新增对主板板块定位的要求：主营业务在所属行业地位，经营规模在同行业排名、核心技术和工艺成熟程度及

是否符合行业趋势等均纳入审慎评估范畴。科创板方面，《科创属性评价指引(试行)》修订，提高科创板申报的研发投入金额、发明专利数量以及营业收入增长率标准

财务指标方面：提高主板第一、二套上市标准的净利润、现金流及收入等指标，提高第三套标准的预计市值、收入等门槛；提高科创板最近三年研发投入金额和用于公司主营业务的发明专利个数要求，最近三年营收复合增速由 20% 提高至 25%。

提高创业板抗风险能力和成长性门槛，第一套上市标准净利润指标和第二套上市标准的预计市值、收入等指标终止审核的情形中，新增了不符合产业政策或板块定位直接终止发行上市审核的情形

“严格再融资审核把关”

将首发企业随机抽取检查的比例由 5% 大幅提升至 20%

资料来源：京报网、开源证券研究所

从上市、分红、退市三个领域来看：

上市：严守 IPO 入口关，有助于促使企业提升盈利能力、更加注重信息披露和公司治理，全面提升上市企业质量，减少投机行为蔓延，营造优胜劣汰的 IPO 生态环境，让市场机制充分发挥作用。

分红：对上市公司而言，分红可以“真金白银”地回报股东，实实在在提升投资者的获得感，同时也能体现公司盈利与稳健发展情况，有利于提升公司形象和投资吸引力。

退市机制：更科学的退市制度建设与更严格有效的监管有助于完善交易所“优胜劣汰”机制，从源头提升上市公司质量。

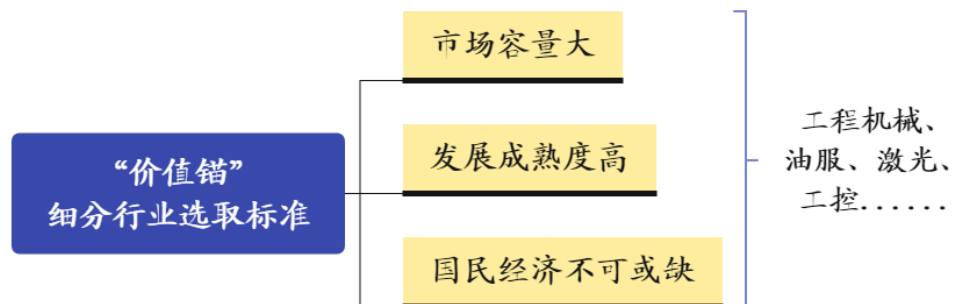
我们认为，新“国九条”发布后，市场风格将进一步向长期优质、价值导向发展。在这一时间，筛选出代表各版块长期价值及估值天花板的“价值锚”企业，对机械行业的长期价值投资具有十分重要的意义。

1.3、构建“价值锚”评估体系，掘金制造业长期价值、锚定估值高点

机械行业细分行业众多，行业发展阶段不一，成长型及价值型构思混杂。因此，为筛选长期价值企业、锚定板块估值高点，我们需要构建一套“价值锚”选取标准。

我们认为，在细分板块选取方面，从价值投资角度看，市场容量大、发展成熟度高、国民经济不可或缺的行业，相比短期波动大、行业格局尚不明朗的创新成长型行业更符合“价值投资”的标准。典型行业如工程机械、油服、工控等。

图3：市场容量大、发展成熟度高、国民经济不可或缺的行业更符合“价值投资”标准



资料来源：开源证券研究所

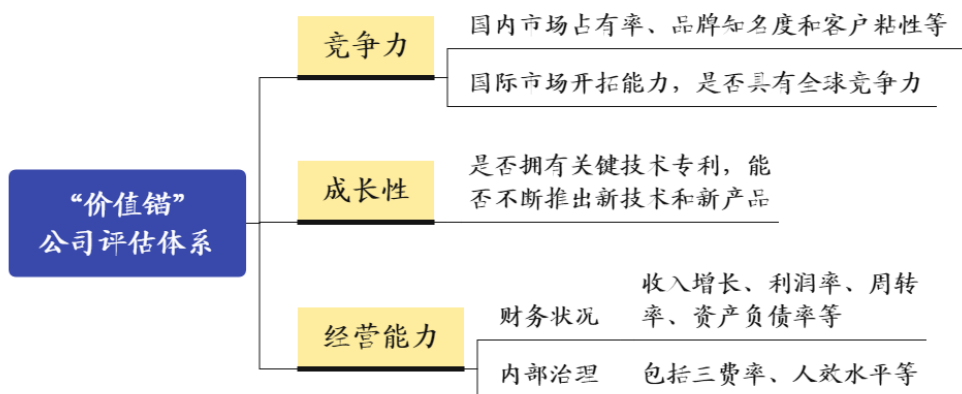
在个股选择方面，我们构建了一套绕企业竞争力、成长性、经营能力三大要素，判断制造业企业长期发展潜力与投资价值的评估体系：

(1) **竞争力**：①国内市场占有率、品牌知名度和客户粘性等；②国际市场开拓能力，是否具有全球竞争力；

(2) **成长性**：是否拥有关键技术专利，能否不断推出新技术和新产品；

(3) **经营能力**：①财务状况，包括收入增长、利润率、周转率、资产负债率等；②内部治理，包括三费率、人效水平等。

图4：“价值锚”企业评判标准围绕竞争力、成长性、经营能力



资料来源：开源证券研究所

基于以上体系，我们认为，符合以下标准的企业代表了国内制造业的长期价值，代表了各细分行业估值天花板，是其所在板块的“价值锚”。

(1) **细分行业龙头**，在市场份额、品牌口碑等方面领先行业；具有**持续出海能力**；

(2) **营收增长、盈利能力持续稳定**，商业模式清晰，有持续创造稳定现金流的能力；

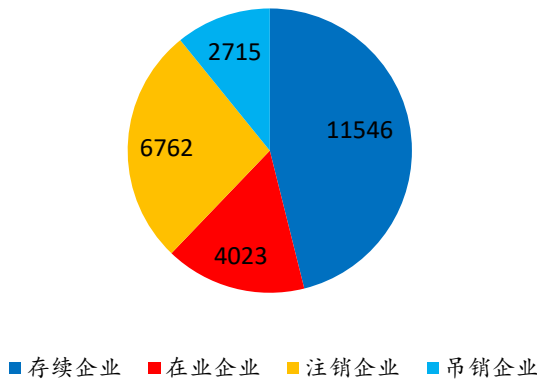
(3) **经营管理能力突出**，运营流程高效，战略清晰，执行力强，毛利率和人效高于同行。

2、“价值锚”公司所处行业成熟、市场空间宽广

我们认为应当在具有以下特点的行业寻找中国制造业的“价值锚”：

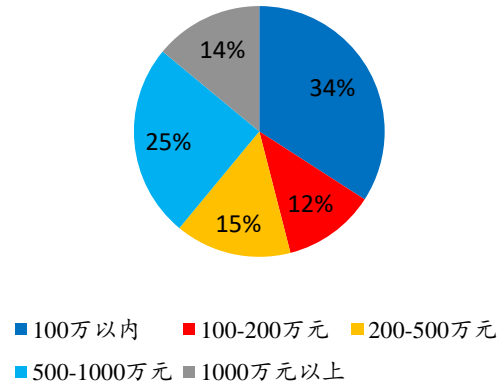
(1) 行业是已经经历充分竞争的成熟行业，“价值锚”公司在充分竞争后脱颖而出。以液压件行业为例，截至2023年，国内液压行业在业企业有4023家，占行业企业总数16%。液压行业以中小型企业为主，中大型企业较少。整体而言，液压件行业竞争较为充分，多数企业为中小型企业，低端市场竞争格外激烈。

图5：2023年国内液压行业的在业企业有4023家



数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

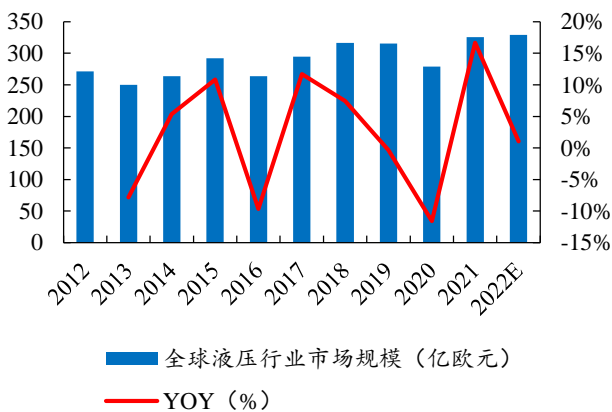
图6：2023年注册资本1000万元以上的液压企业占比14%



数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

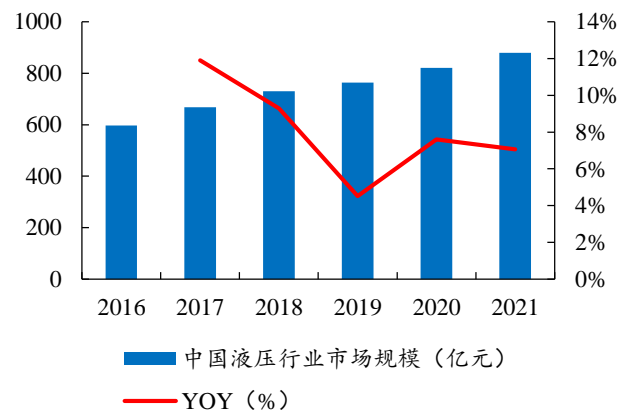
(2) 行业的国内外市场容量足够大，且具备长期稳定增长基础。能够为“价值锚”企业提供足够大的发展空间。以液压行业为例，全球液压市场规模总体呈现波动上升态势，2012-2021年从271.45亿欧元上升至325.62亿欧元，CAGR达2.04%，预计2022年小幅上升至329亿欧元。

图7：2021年全球液压行业市场规模达325.62亿欧元



数据来源：中国液压气动密封件工业协会、海宏液压招股说明书、智研咨询、开源证券研究所

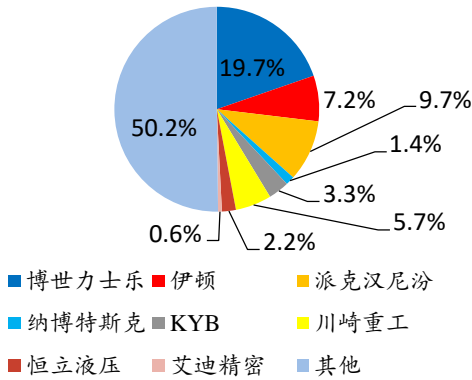
图8：2021年中国液压行业市场规模达879亿元



数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

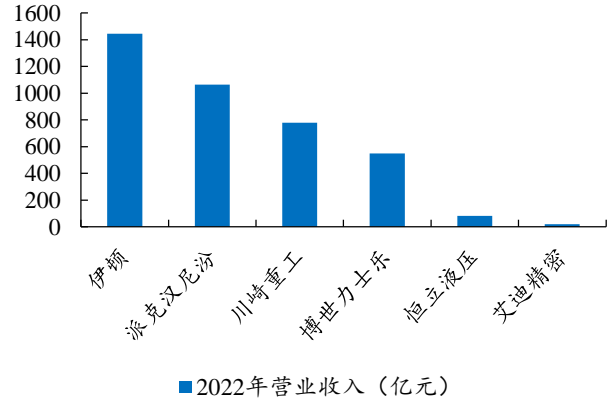
市场空间较大的行业能够培育出体量较大的巨型企业。液压行业市场空间较大，业内龙头企业规模体量能够达到较高水平：2022财年博世力士乐、伊顿、派克汉尼汾、川崎重工的营收规模分别达到约550、1450、1060、780亿元左右（汇率波动会导致具体数字产生变化，此处采用约数）；2021年国内液压行业龙头企业恒立液压市场份额仅为2.2%，2022年营收规模为81.97亿元，与世界领先企业差距较大，因此我们认为国内液压企业仍具较大成长空间。

图9：2021年恒立液压市场份额为2.2%



数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

图10：2022年恒立液压营收81.97亿元，与世界液压龙头差距较大



数据来源：Wind、OFweek 工控网、开源证券研究所（汇率按照1欧元兑7.86人民币计算，除恒立液压与艾迪精密以外均取2022财年数据）

(3) 该行业技术发展较为稳定，短期内出现颠覆性技术的风险较小，龙头企业具备长期稳定的竞争格局，因技术变革而丧失龙头地位的风险较小。以液压行业为例，经过近一个世纪的发展，液压技术逐渐趋于稳定，近20年来液压技术的发展来源于自身的科研成果仅20%，来源于其他领域发明占50%，移植其他技术成果占30%。

反之，若行业发生颠覆性技术变革而公司没有及时抓住机会转型，公司便容易陷入发展困境之中，丧失行业龙头地位。以诺基亚为例，21世纪初诺基亚为全球手机行业龙头企业，2007年全球销量达4.37亿部，销售额达510亿欧元，市场份额达40%。但是2007年以来智能手机迅速普及，消费者的期望和市场的需求发生改变，诺基亚未能及时适应智能手机时代，市场份额与股价在2008年以后大幅下降。

图11：诺基亚股价在2007年股价达到顶点27.86美元后一路下跌，2024年5月10日仅剩3.48美元



数据来源：Wind、开源证券研究所

同时，我们认为依据本文的价值锚选择体系，在自上而下选择行业的过程中应当注意：

(1) 赛道型行业相对不适用本文提及的“价值锚”框架：赛道型行业处于快速成长期，龙头企业的经营优势并不突出，同时行业技术变革较快，新进入企业能够在行业发展红利的助推下迅速成长，行业格局并不稳定。典型的赛道型行业如新能

源汽车行业，2018 年至今新能源汽车经历了快速发展阶段，2023 年全球新能源车销量达到 1465 万辆，国内新能源车销量达 949.5 万辆。在行业迅猛发展的成长期，传统行业龙头则受到挑战，2020 年以来大众、宝马、通用、沃尔沃等传统欧美车企的市场份额受到挤压。因此在迅速发展的赛道型行业，传统的龙头企业的地位并不稳固。

图12：2024 年 3 月国内新能源车渗透率达 32.77%

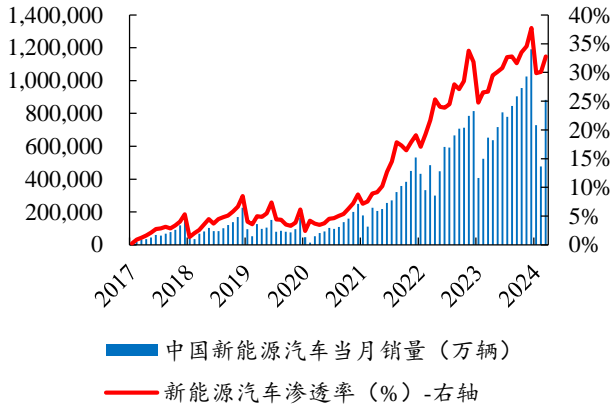
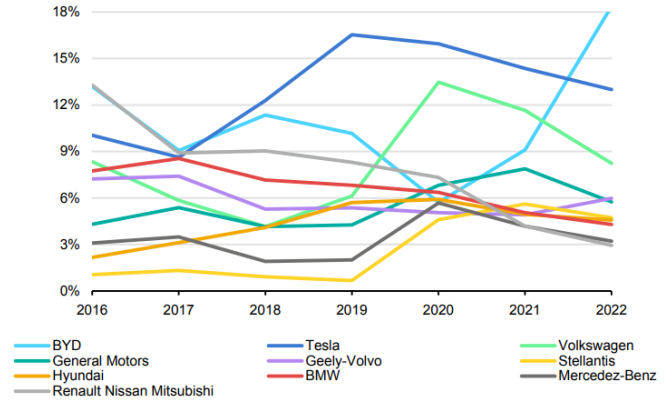


图13：2016-2022 年全球新能源汽车市场份额



数据来源：Wind、开源证券研究所

资料来源：IEA

(2) 未成熟的行业相对不适用本文提及的“价值锚”框架：在新行业兴起的初期，由于行业的发展不成熟不充分，部分企业得益于先发优势，在竞争对手较少的时期能够获得高毛利和高营业收入，但是也存在因为竞争格局恶化导致公司业绩下滑的风险。

在下游需求短期爆发式增长的时点，行业内具有先发优势的企业能够在短期内迅速扩张营收和利润，从而迅速成长为行业内头部企业，但是当行业增速放缓，新进入玩家增多以后，会不可避免得遭遇竞争加剧问题，公司盈利能力可能会受到影响，存在一定不确定性。结合以上分析，我们认为未发展成熟的新兴行业竞争格局并不稳定，难以在其中寻求真正的制造业“价值锚”企业。

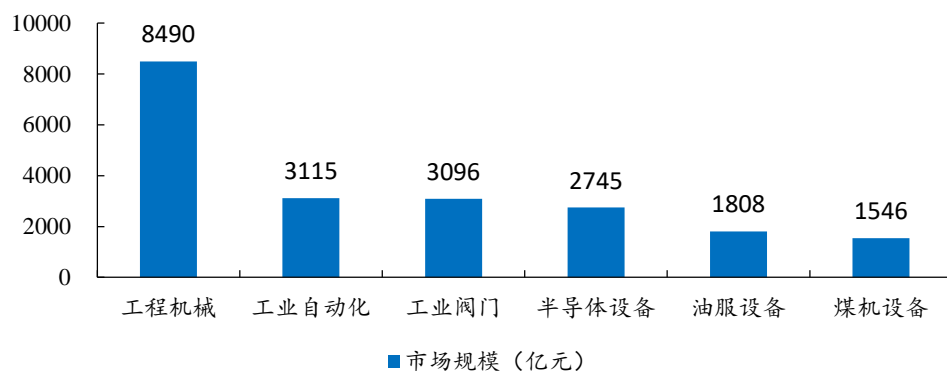
(3) 正处于衰退中的行业相对不适用本文提及的“价值锚”框架：衰退中的行业往往面临需求减少、市场饱和等问题，行业竞争加剧，限制了行业与行业内公司的增长潜力。某些行业可能会因为技术进步而迅速过速，若业内企业不及时转型可能会面临被淘汰的风险。

以上世纪胶卷行业龙头柯达为例，自数码相机技术兴起以后柯达便陷入经营困境，传统胶片业务急剧萎缩，于2012年宣布了破产保护。2013年柯达试图业务转型但是多年来依然深陷危机，重新上市以来股价长期下跌，截至2024年5月10日，股价仅为4.56美元。

图14：2013年柯达资产重组后重新上市，股价仍然下跌多年


数据来源：Wind、开源证券研究所

经过对行业的筛选，我们认为寻找“价值锚”应重点关注以下行业：工程机械、工业自动化、工业阀门、油服设备、半导体设备和煤机设备。2022年国内工程机械、半导体设备、油服设备、煤机设备市场规模达8490、2745、1808、1546亿元，2023年工业自动化与工业阀门市场规模达3115、3096亿元，以上行业均具有较大的市场空间与发展潜力，具有培育“价值锚”型公司的基础。

图15：寻找“价值锚”应重点关注工程机械、工业自动化等行业


数据来源：中商产业研究院、思瀚产业研究院、华经产业研究院、智研咨询、开源证券研究所（注：工业自动化与工业阀门市场规模为2023年数据，其余为2022年数据）

3、“价值锚”公司是各个子行业中的龙头，经过市场检验

我们认为，满足龙头标准的公司应当在产业中应当应具备以下特点：

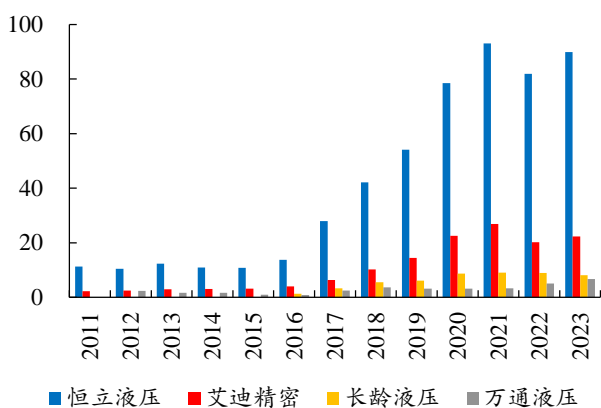
- (1) 公司已经在多年的竞争中证明自身的能力，并且已经和行业其他竞争对手产生较大差异，短期内缺少强有力的行业挑战者；
- (2) 拥有与外资品牌竞争的實力，在国内市场的竞争中已能够获取一定优势，并且具备出海能力与行动力；
- (3) 公司市场份额稳定，且存在继续上升的空间；
- (4) 已经形成头部优势，未来有望强者恒强：高研发支出能够逐渐形成技术壁

垒，有效保护自身市场份额；大规模制造能够分摊固定成本，毛利率和费用率等方面相对同行具备优势，成本领先优势显著。

3.1、“价值锚”在国内市场已充分证明自身优势，具备出海竞争实力

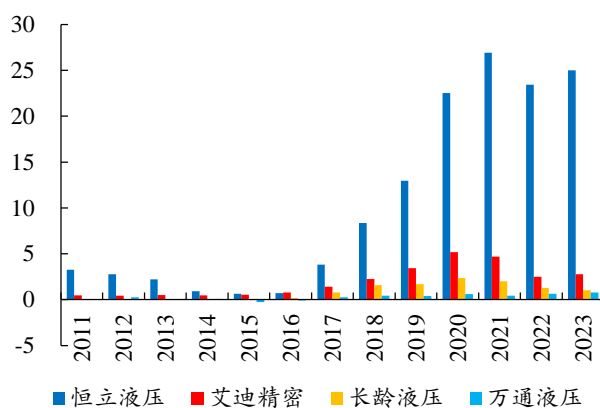
“价值锚”公司在国内市场证明自己之后，具备向国际扩展的能力，同样以液压行业为例，经过多年的发展，恒立液压在国内液压行业已经稳居龙头。2023年恒立液压营业收入达89.8亿元，行业第二艾迪精密营收达22.4亿元，仅占恒立液压营收的24.9%；2023年恒立液压归母净利润达25.0亿元，艾迪精密为2.8亿元，占恒立液压利润的11.2%。恒立液压经过多年的竞争与发展，当前体量规模远超其他竞争对手。

图16：2023年恒立液压营收达89.8亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所（单位：亿元）

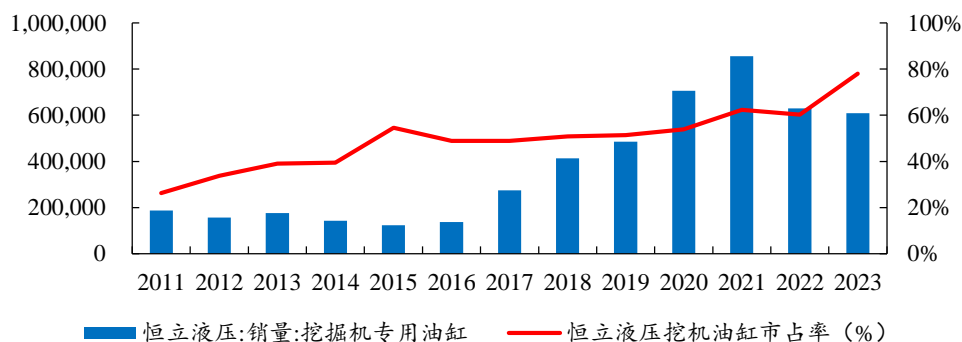
图17：2023年恒立液压归母净利润达25.0亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所（单位：亿元）

恒立液压挖掘机油缸产品国内市场竞争力超过外资品牌，2023年公司核心产品挖掘机油缸市占率已达77.98%。挖掘机专用油缸为公司核心产品，2023年产销量分别为60.72万只、60.83万只，产量占公司油缸总产量的72.5%。按照一台挖掘机使用四只液压缸计算，2023年恒立液压在国内挖掘机油缸领域市占率达77.98%。

图18：2023年恒立液压挖掘机油缸在国内市占率接近80%



数据来源：Wind、智研咨询、开源证券研究所

国内市场龙头地位确立以后，恒立液压正积极进行国际化探索，在墨西哥建立液压件生产基地，强化公司产品的全球供应能力。2022年公司拟在墨西哥建立生产

基地，预计 2024 年二季度能够投入使用，从而增强公司产品在北美市场的竞争力，助力公司更加有效地开拓北美市场。

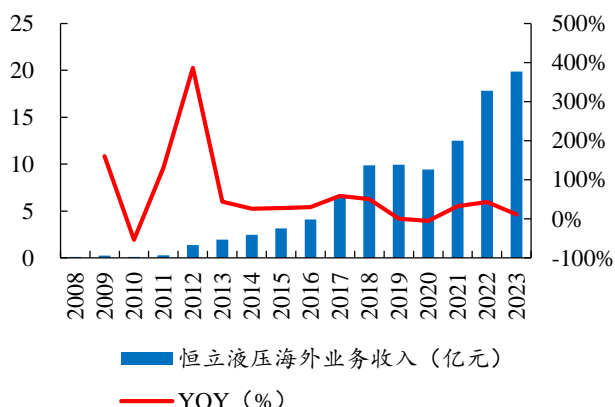
表2：恒立液压墨西哥工厂产能规划

产品名称	年产量 (根/台)	产值 (亿元)
工程机械用油缸	200440	6.37
特种油缸	62650	6.5
泵、马达	150000	4.17
合计		17.03

资料来源：恒立液压公告、开源证券研究所

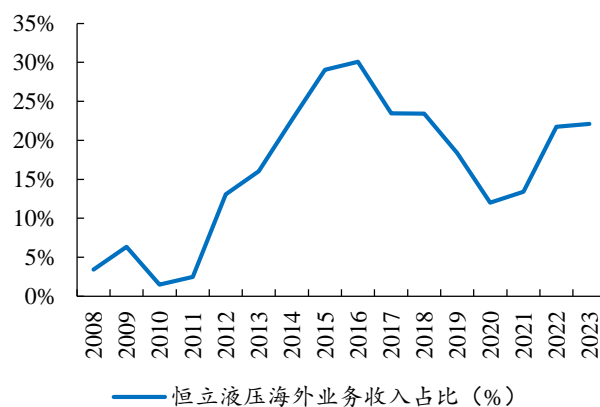
国际化战略能够有效帮助行业龙头企业抵御行业周期性波动。恒立液压通过国际化战略提高公司抗周期能力，2023 年公司海外业务收入达 19.86 亿元，占总收入 22.11%。2008-2023 年公司恒立液压业务收入 CAGR 达 42.18%，2011-2015 年国内工程机械行业下行阶段其海外业务收入占比迅速提高，降低公司对于国内市场的依赖，提高公司的抗周期能力。恒立液压在国外建有 7 个液压研发中心与 11 个生产制造基地，为全球 2000 多家客户提供服务，主要市场涵盖 20 多个国家和地区。

图19：2023 年公司海外业务收入达 19.86 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：2023 年公司海外业务收入占总收入 22.11%

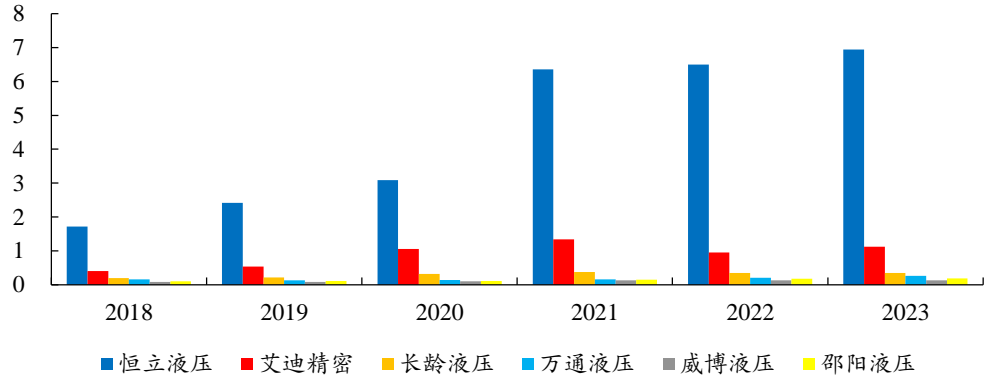


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、“价值锚”企业依托规模优势，建立技术壁垒，取得领先行业的盈利能力

在成熟产业中，龙头企业能够凭借其规模优势，借助高额研发投入形成技术壁垒，筑高自身“护城河”。以恒立液压为例，2023 年恒立液压研发费用达 6.94 亿元，远超国内其他液压公司；截至 2023 年末，恒立液压拥有有效专利共计 710 件。其中，国外发明专利 20 件，国内发明专利 107 件。形成了具有多产品的自主知识产权的技术体系。核心技术包括高精密液压铸造技术、摩擦焊接技术、热处理技术、高压密封技术、测试技术和先进机加工工艺技术等，技术创新实力已成为其核心竞争力。

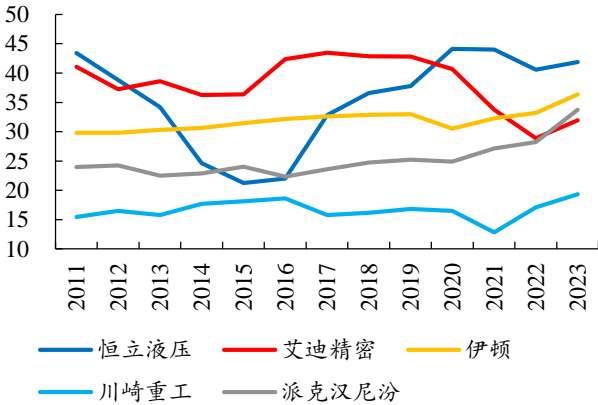
图21：2023 年恒立液压研发费用达 6.94 亿元，远超其余竞争对手



数据来源：Wind、开源证券研究所（单位：亿元）

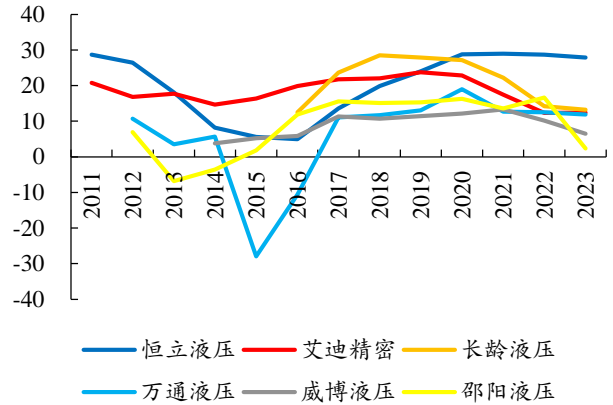
得益于自身的规模与技术优势，龙头企业相比于竞争对手往往能够获得更高的收益，部分国内龙头企业的盈利能力能够超越国际龙头。通过将恒立液压的毛利率、净利率、ROE、ROA 等指标与同业企业比较可以发现，近年恒立液压的毛利率、净利率能够维持 40%、20% 左右水平，高于国内竞争对手艾迪精密与国际巨头企业伊顿、川崎重工与派克汉尼汾等公司，在 2021-2023 行业整体利润率下行期间，恒立液压利润率下降有限；恒立液压 ROE、ROA 指标同样优秀，2023 年分别为 18.49%、16.60%，均处于同行业领先地位。

图22：2023 年恒立液压毛利率为 41.90%

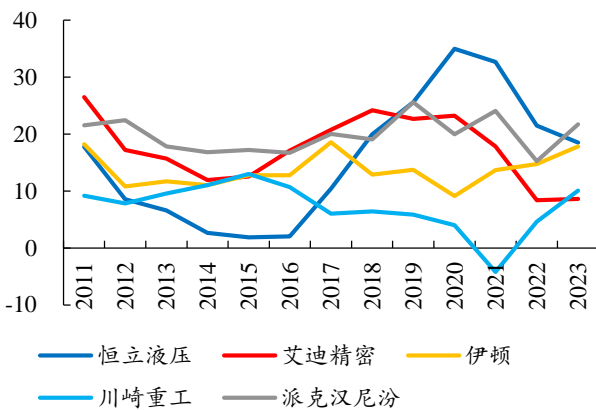


数据来源：Wind、开源证券研究所（单位：%）

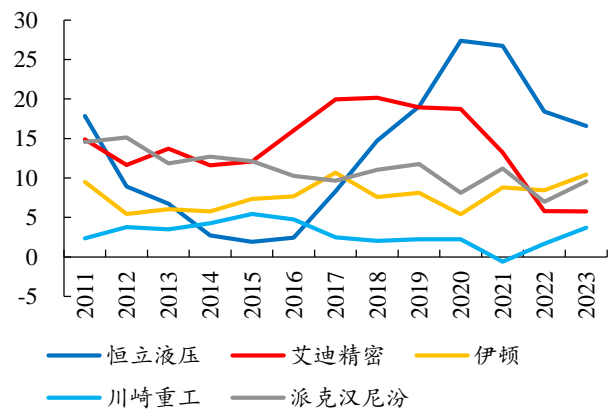
图23：2023 年恒立液压净利率为 27.87%



数据来源：Wind、开源证券研究所（单位：%）

图24：2023年恒立液压 ROE 达 18.49%


数据来源：Wind、开源证券研究所（单位：%）

图25：2023年恒立液压 ROA 达 16.60%


数据来源：Wind、开源证券研究所（单位：%）

4、寻找中国制造业的“价值锚”

我们总结出以下 7 类指标，作为“价值锚”的评判指标。

- (1) 综合表现：营收增速、毛利率、净利率通常高于行业平均水平；
- (2) 商业模式：商业模式可持续，不存在大客户依赖；高 ROE；
- (3) 营收质量：营收变现能力强，收现比高；
- (4) 风险管理：资产负债率合理；流动比率高；
- (5) 逆周期调节能力：营收稳定增长，能够跨越周期；
- (6) 海外扩展：已取得全球市场的认可，或具备海外拓展的能力；
- (7) 成长潜力及内部治理：研发费率高于行业平均，平均三费率位于合理期区间。

表3：“价值锚”评价指标

评价维度	财务指标
综合	营收复合增速
	平均毛利率
	平均净利率
商业模式	平均 ROE
	平均现金流净额/营收
营收质量	平均现金流净额/净利润
风险管理	平均资产负债率
逆周期调节能力	平均流动比率
海外拓展	2023 年海外营收占比
逆周期调节能力	历史最低营收增速
成长潜力及内部治理	平均研发费用率
	平均三费率

资料来源：开源证券研究所

但考虑到制造业中不同板块周期及资产投入情况有所差异，我们按周期、固定资产投入两大维度，将制造业公司分为周期类（专用类）、弱周期（通用类）、弱成长，及重资产、中型资产、轻资产 6 个类别，分别讨论各细分行业“价值锚”的具体判定标准。

表4：我们按周期、固定资产投入两大维度，将制造业各细分行业分为 6 个类别

分类维度	类别	代表行业	代表公司
周期	周期类、专用类	工程机械、石化机械	恒立液压、杰瑞股份
	弱周期、通用类	基础部件、机床、刀具	海天精工、豪迈科技
	弱成长	激光	柏楚电子
固定资产投入	重资产	刀具、工程机械、石油机械	欧科亿、华锐精密
	中型资产	叉车、电动工具类、功能消费车辆	杭叉集团、巨星股份
	轻资产	工控	汇川技术

资料来源：开源证券研究所

按周期维度分类，我们分别选取了恒立液压、杰瑞股份；海天精工、豪迈科技；柏楚电子、汇川技术等 3 种 6 个细分行业的龙头公司对比分析。我们发现，上述龙头公司基本具有四个共性：

- (1) 营收增速高于行业平均；
- (2) 抗周期能力强，需求不景气时营收具有韧性，在周期低点营收增速高于行业平均水平；
- (3) 具备海外扩展能力，已取得较高的海外营收占比或具有未来海外占比提升的预期；
- (4) 行业地位稳固，上下游议价能力强，市占率领先第二梯队。

表5：龙头公司普遍具有高营收增速、强抗周期能力、具备海外扩展能力等特点

评价维度	财务指标	周期类		弱周期		弱成长	
		恒立液压	杰瑞股份	海天精工	豪迈科技	汇川技术	柏楚电子
综合	营收复合增速	22%	14%	14%	20%	33%	42%
	平均毛利率	35%	35%	26%	36%	43%	81%
	平均净利率	19%	16%	9%	23%	23%	60%
商业模式	平均 ROE	15%	11%	12%	18%	19%	14%
营收质量	平均现金流净额/营收	20%	8%	17%	12%	16%	62%
	平均现金流净额/净利润	120%	108%	209%	46%	70%	103%
风险管理	平均资产负债率	26%	31%	50%	15%	36%	5%
	平均流动比率	3.47	2.81	1.48	4.64	2.63	15.41
海外拓展	2023 年海外营收占比	21%	47%	18%	46%	6%	1%
逆周期调节能力	历史最低营收增速	-12%	-37%	-8%	8%	23%	-2%
成长潜力及	平均研发费用率	6%	4%	4%	4%	10%	13%
内部治理	平均三费率	8%	11%	10%	5%	12%	10%

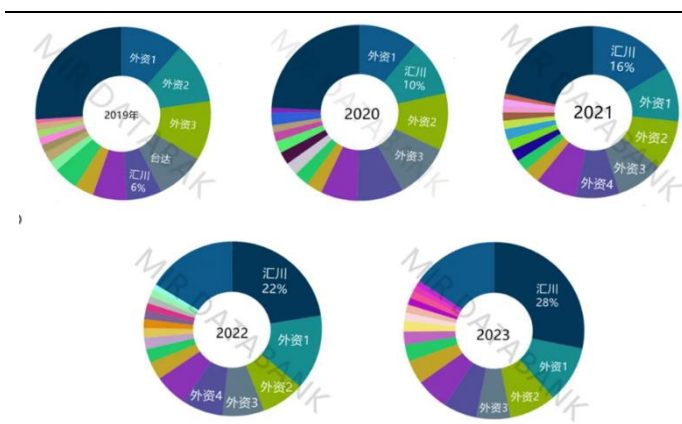
数据来源：Wind、开源证券研究所（注：复合区间以及取平均值区间为 2013-2023 年）

4.1、“价值锚”企业应首先具备市占率领先、品牌溢价远高于第二梯队的的能力

稳固的行业地位、高市占率及议价能力是龙头的另一个特点。

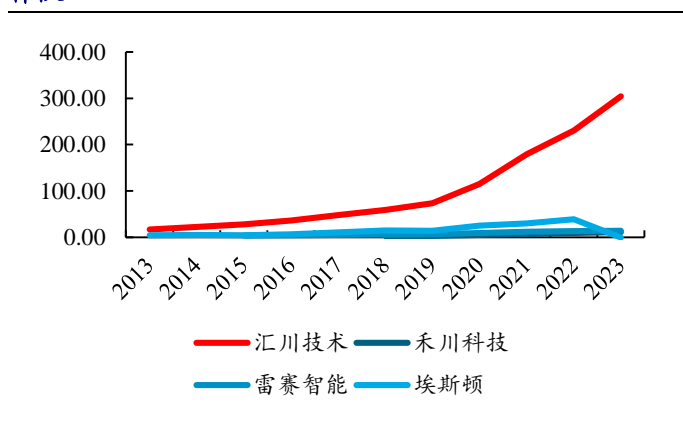
以我国工控领域龙头汇川技术为例，自2019年以来，汇川技术在伺服产品市场的市占率就稳居内资第一；2021年国内市场市占率达16%，超越外资品牌成为国内第一。2023年，汇川技术营业收入达304亿元，伺服产品市场占有率28%。除伺服外，汇川低压变频器产品在中国市场的份额约为17%，位居第二；中高压变频器占12%，位居第一。小型PLC产品在中国市场的份额约为15%，位居第二。

图26：汇川技术伺服市场领先其他国产品牌



资料来源：MIR

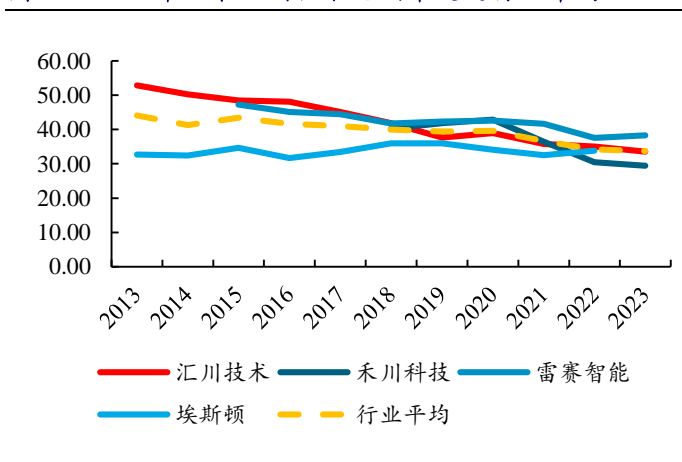
图27：2023年汇川技术营收达304亿元，领先国产第二梯队



数据来源：Wind、开源证券研究所

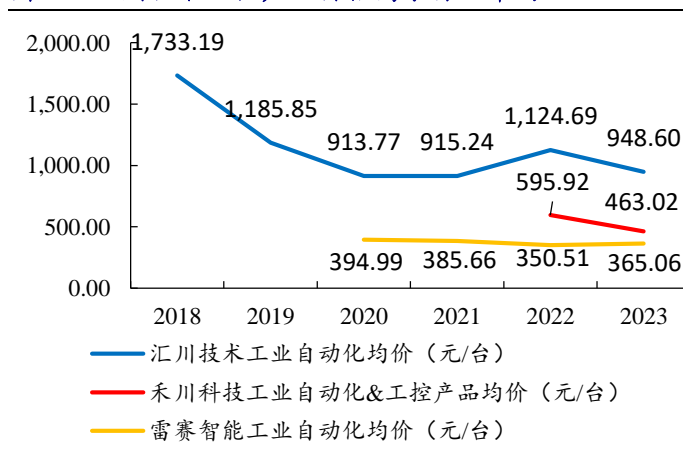
议价能力上，从毛利率角度看，受新能源业务板块影响，汇川技术毛利率基本在行业平均水平上下徘徊，但其工控产品平均价格明显高于行业平均水平，表明其具有较强的议价能力及品牌溢价。在公司运转效率上，汇川技术的净利率水平也显著高于行业平均，2023年汇川技术净利率达15.70%，高于行业平均水平达5.65pct。

图28：2018年以来汇川技术毛利率趋近行业平均



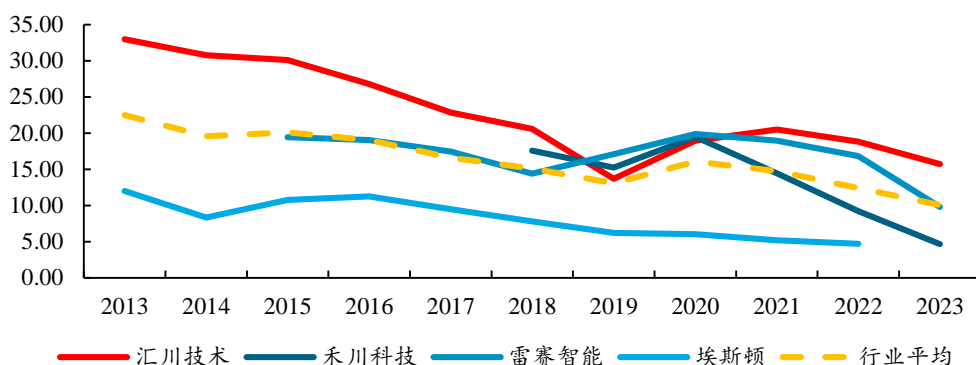
数据来源：Wind、开源证券研究所（单位：%）

图29：汇川技术工控产品价格高于行业平均



数据来源：Wind、开源证券研究所

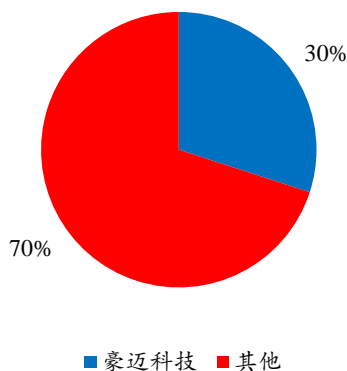
图30：汇川技术净利率水平基本显著高于行业



数据来源：Wind、开源证券研究所（单位：%）

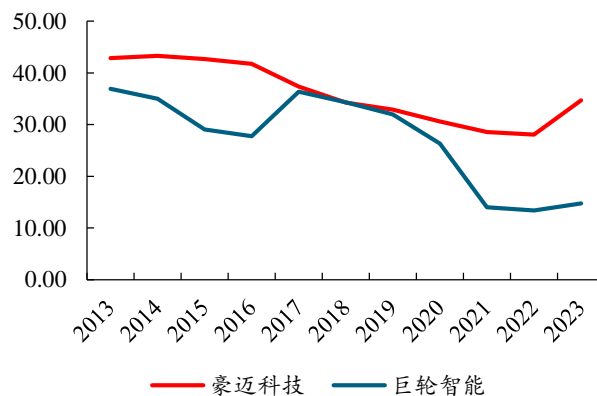
具备弱周期属性的轮胎模具行业展现出同样的特点。我国轮胎模具龙头豪迈科技，自2014年开始轮胎模具业务收入超越韩国世和，成为世界龙头，现已成为世界轮胎模具研发与生产基地，与全球前75名轮胎生产商中66家建立了业务关系，轮胎模具国际市场占有率约30%。除2017-2019年外，豪迈科技毛利率均显著高于国内行业可比，2023年豪迈科技毛利率达34.65%，领先巨轮智能达19.9pct。

图31：豪迈科技在轮胎模具国际市场占有率约30%



数据来源：观研天下、开源证券研究所

图32：2020年以来豪迈科技毛利率显著高于同业可比

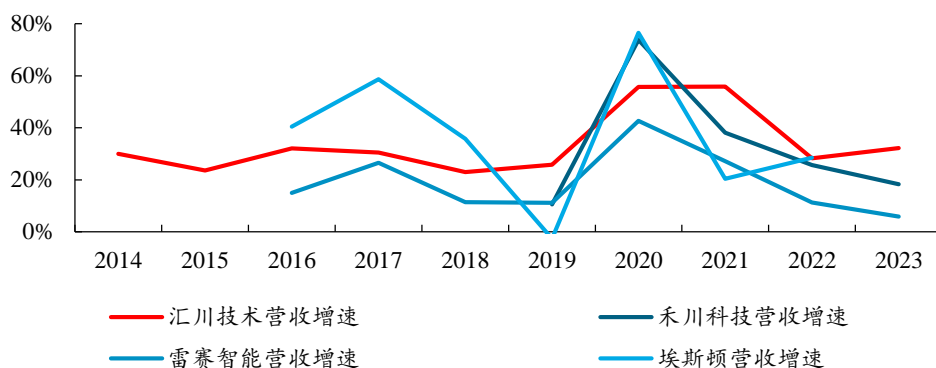


数据来源：Wind、开源证券研究所（单位：%）

4.2、“价值锚”企业营收增速领先行业，逆周期能力凸显

龙头公司普遍表现出高体量增速领跑，逆周期具有韧性的特点。以汇川技术为例，我国工控行业在2020、2021年两年受益于海外供应不畅等因素，迎来国内客户普遍寻求国产产品替代而带来的β机遇，因此汇川技术在2020/2021年营收增速高达50%以上。但剔除上述两特殊年份后，汇川在其余年份中的营收增速普遍维持在30%上下，不存在低于20%的情况，增速领跑行业；尤其在2018年左右国内周期下行期间，其营收增速仍然领先行业可比公司14pct以上，受下行周期影响小。

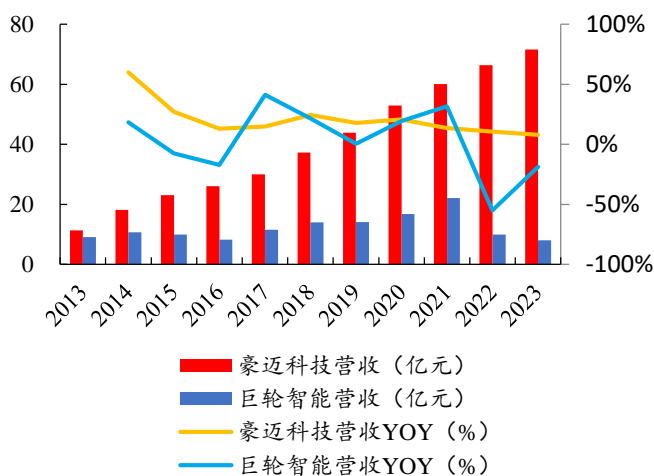
图33：汇川技术营收增速稳健（剔除 2020/2021 两行业 β 机遇下的特殊年份）



数据来源：Wind、开源证券研究所（单位：%）

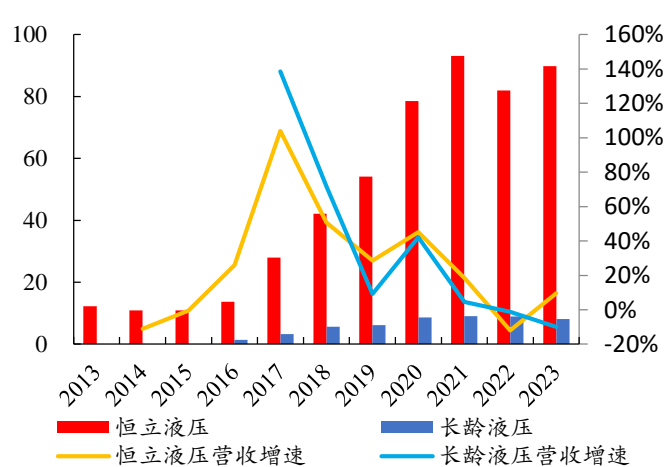
我国轮胎模具龙头豪迈科技、液压缸龙头恒立液压也有类似特点，即营收体量远高于第二梯队，增速波动相对稳定，在下行周期中能够体现较高韧性。2013-2023 年豪迈科技营收年均增速达 21%，巨轮智能仅为 3.4%；恒立液压虽然营收体量远超长龄液压，但是 2017-2023 营收年均增速达 34.9%，与同期长龄液压的年均增速（36.4%）接近。

图34：豪迈科技营收体量远高于同业可比，增速波动相对稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

图35：恒立液压营收体量远高于同业可比，增速波动相对稳定

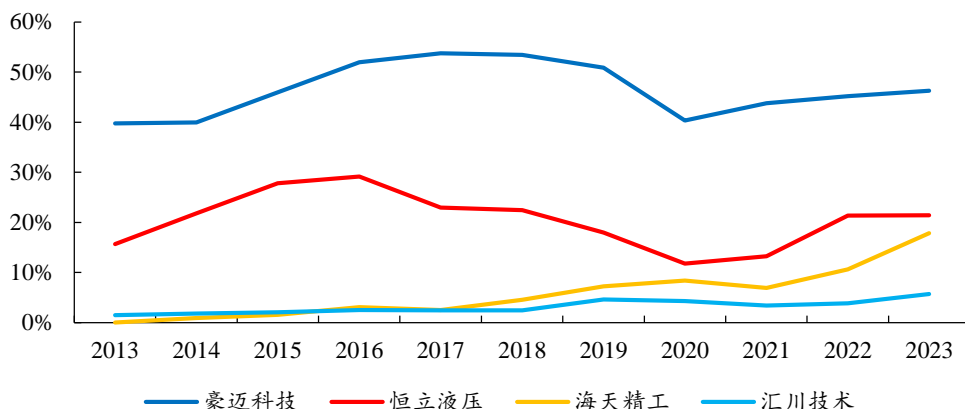


数据来源：Wind、开源证券研究所

4.3、“价值锚”企业具备海外经营能力，能够抓住国内外市场机会

在上述周期类、弱周期、弱成长等三个行业大类中，我们观察到，国内较早进入成熟期的周期类（液压、油服）、弱周期（轮胎模具）等行业的龙头公司，海外营收占比普遍较高，体现出成熟行业龙头对外扩展的能力。机床、工控等此前国内外技术水平差距较大的行业，龙头公司海外占比逐渐提升，且有望随本公司产品技术性能的提升及海外渠道建设的逐步加大海外扩展步伐。截至 2023 年底豪迈科技、恒立液压、海天精工、汇川技术海外营收占比分别达 46.25%、21.45%、17.87%、5.72%。

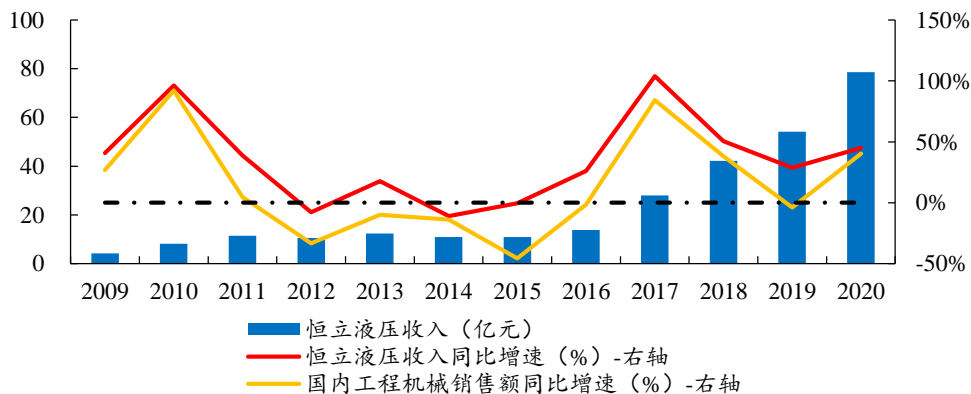
图36：较早进入成熟期的行业龙头公司海外营收占比高，技术壁垒较高的行业龙头海外营收占比逐步提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

“价值锚”企业能够抓住行业发展的机遇，在行业到达风口之际快速扩张。以恒立液压为例，2009-2016年恒立液压营业收入增长稳定，从4.16亿元增长至13.70亿元，CAGR达18.6%，2017年以来恒立液压抓住国内基建投资增加、工程机械行业快速发展风口实现了迅速增长，2020年营业收入达到78.55亿元，2016-2020年CAGR达到54.7%。并且多年来恒立液压收入增速均高于行业增速，平均增速差达20.91pct。

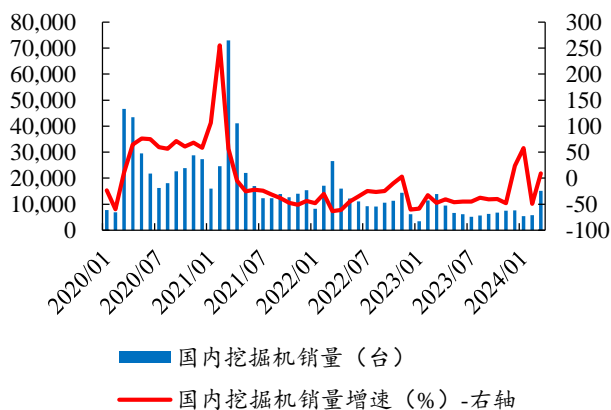
图37：恒立液压抓住2017年以来工程机械行业风口实现迅速发展



数据来源：Wind、开源证券研究所

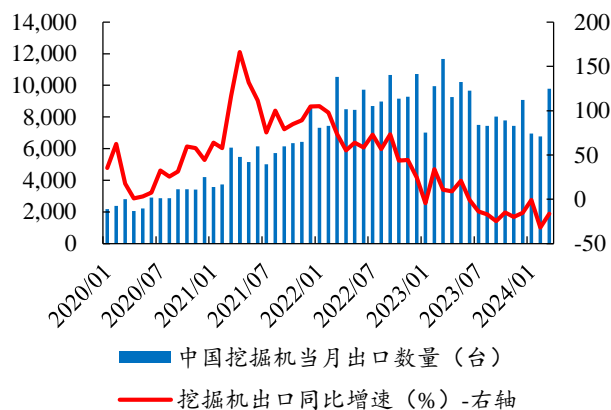
在国际化发展的当下，国内外需求可能产生互补，具备国际经营能力的企业能够同时受益于国内外市场发展。以工程机械市场为例，自2021年4月起，国内挖掘机市场陷入低迷，2023年全年销量相比2020年下滑69.3%；相对的，我国挖掘机出口景气度显著回升，2023年销量达2020年3倍。因此对于全球化布局的行业龙头，国内外市场有望形成互补，公司能够抓住国际市场机会实现发展。

图38：2021年以来国内挖掘机销售长期处于低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图39：2021年以来我国挖掘机出口量增长明显



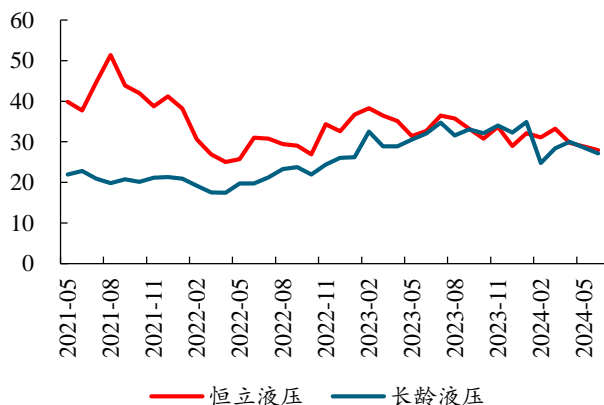
数据来源：Wind、开源证券研究所

“价值锚”具备未来成为全球公司的潜力。国内企业参与国际市场竞争时间较短，竞争力相对不足，各行业缺乏真正意义具有国际竞争力的国际大企业。“价值锚”作为行业内最具竞争力的公司，已经在国内市场证明自身实力，假以时日，未来有望提高国际市场份额，成为国际巨头类型公司。

4.4、“价值锚”企业估值高于行业平均水平，具备溢价能力

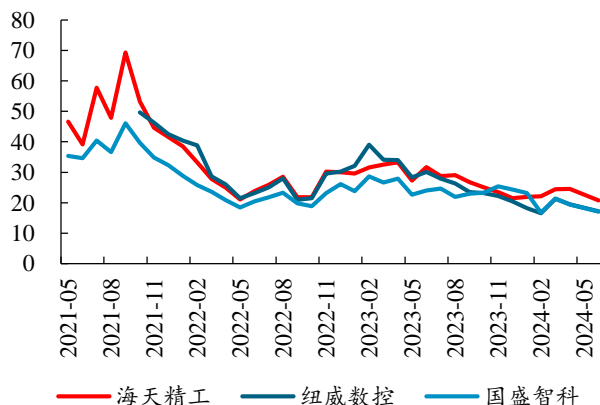
通过梳理上述细分行业的龙头公司与所在行业可比公司的历史市盈率，我们发现，龙头公司的估值普遍高于行业平均水平，具备溢价能力，基本代表了其所在细分行业的估值“锚”。2021年5月14日至2024年6月9日的区间内，恒立液压、海天精工、汇川技术、柏楚电子平均PE高于行业均值幅度达14.34%、10.97%、30.52%、3.38%。

图40：恒立液压 PE 值高于行业可比

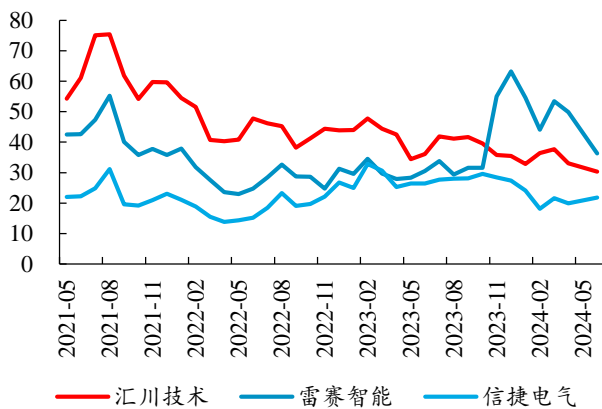
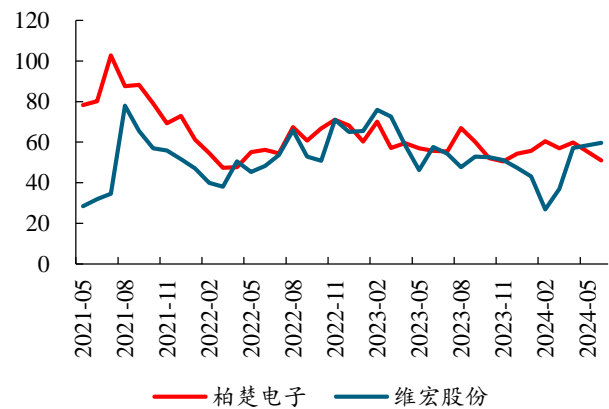


数据来源：Wind、开源证券研究所（单位：倍）

图41：海天精工 PE 估值高于行业平均



数据来源：Wind、开源证券研究所（单位：倍）

图42：汇川技术基本代表了工控行业的 PE 上限

图43：柏楚电子 PE 值高于行业可比


数据来源：Wind、开源证券研究所 *注：剔除了禾川科技、埃斯顿等赛道股及业绩大幅波动导致 PE 失真的公司 (单位：倍)

数据来源：Wind、开源证券研究所 (单位：倍)

5、受益标的

在机械设备行业，“价值锚”体现在行业领先地位、管理能力、盈利稳定性等方面。这些公司所处的行业通常成熟且稳定，具备较大的国内外市场，技术成熟，竞争充分。“价值锚”公司依靠技术实力和品牌溢价确立市场地位；其特点包括稳健的商业模式、高于行业平均水平的盈利能力、高效的公司管理、良好的财务状况、健康的现金流和低负债率、以及在逆周期中的调节能力。我们选取以下 14 家公司作为机械设备的“价值锚”。

推荐标的：豪迈科技、海天精工。

受益标的：软控股份、汇川技术、恒立液压、纽威股份、春风动力、柏楚电子、杰瑞股份、杰克股份、杭叉集团、天地科技、三一重工、北方华创。

表6：相关标的财务表现

	平均 ROE (%)	平均毛利率 (%)	平均净利率 (%)	最低营收增速 (%)	平均人效 (万元)	2023 海外营收占比 (%)
柏楚电子	39.07	80.85	59.90	-1.64	169.72	0.80%
汇川技术	21.12	41.47	21.87	22.96	88.38	5.72%
春风动力	21.09	29.30	6.17	-10.35	188.60	75.91%
豪迈科技	19.42	35.40	22.21	7.88	36.78	46.25%
杰克股份	18.25	28.26	10.11	-13.09	61.36	53.84%
杭叉集团	18.05	20.89	8.14	-17.72	213.60	40.16%
恒立液压	17.00	34.56	19.04	-11.95	104.03	21.45%
纽威股份	15.79	34.85	12.97	-21.37	91.04	54.61%
海天精工	13.66	26.07	9.99	-8.46	101.33	17.87%
三一重工	12.82	27.75	7.55	-24.38	289.89	58.86%
杰瑞股份	10.51	33.89	15.01	-36.63	131.08	46.85%
天地科技	9.32	31.34	8.68	-21.69	91.58	69.07%
北方华创	7.34	39.15	10.84	-11.15	89.47	0.16%
软控股份	0.69	23.11	-1.82	-23.19	107.34	24.74%

数据来源：Wind、开源证券研究所 (注：取过去 10 年指标，其中春风动力平均 ROE 取 9 年；柏楚电子 ROE、毛利率、净利率、平均人效取 8 年，最低营收增速参考过去 7 年。)

表7：推荐标的

评级	证券代码	证券简称	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)				PE (倍)				EPS			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
买入	002595.SZ	豪迈科技	38.28	16.12	19.97	23.20	27.70	14.77	15.33	13.20	11.06	2.02	2.50	2.90	3.46
买入	601882.SH	海天精工	24.30	6.09	7.32	8.64	10.17	22.40	17.33	14.68	12.47	1.17	1.40	1.66	1.95

数据来源：Wind、开源证券研究所；注：表中公司盈利预测来源为开源证券研究所，最新收盘日 2024 年 6 月 11 日

表8：受益标的

评级	证券代码	证券简称	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)				PE (倍)				EPS			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
未评级	688188.SH	柏楚电子	193.53	7.29	9.95	13.25	17.75	50.81	39.96	30.01	22.40	3.55	4.84	6.45	8.64
未评级	300124.SZ	汇川技术	54.77	47.42	57.02	69.96	84.32	35.64	25.72	20.97	17.40	1.77	2.13	2.61	3.15
未评级	603129.SH	春风动力	143.90	10.08	12.28	15.21	18.97	15.27	17.74	14.32	11.49	6.65	8.11	10.05	12.53
未评级	603337.SH	杰克股份	27.01	5.38	7.02	9.38	11.38	19.43	18.64	13.95	11.50	1.11	1.45	1.94	2.35
未评级	603298.SH	杭叉集团	20.32	17.20	20.12	23.45	27.40	13.53	13.23	11.35	9.71	1.31	1.54	1.79	2.09
未评级	601100.SH	恒立液压	51.03	24.99	27.52	32.61	38.56	29.34	24.86	20.98	17.75	1.86	2.05	2.43	2.88
未评级	603699.SH	纽威股份	19.23	7.22	8.55	10.20	11.86	14.60	17.09	14.34	12.33	0.95	1.13	1.34	1.56
未评级	600031.SH	三一重工	15.93	45.27	63.30	81.95	99.76	25.81	21.36	16.49	13.55	0.53	0.75	0.97	1.18
未评级	002353.SZ	杰瑞股份	33.98	24.54	28.14	32.94	37.10	11.73	12.36	10.56	9.38	2.40	2.75	3.22	3.62
未评级	600582.SH	天地科技	6.85	23.58	27.61	31.51	35.71	9.55	10.27	9.00	7.94	0.57	0.67	0.76	0.86
未评级	002073.SZ	软控股份	7.57	3.33	4.90	6.75	8.18	19.96	15.68	11.38	9.39	0.33	0.48	0.67	0.81
买入	002371.SZ	北方华创	326.81	38.99	58.13	79.10	99.55	33.41	29.85	21.94	17.43	7.34	10.95	14.90	18.75

数据来源：Wind、开源证券研究所；注：表中北方华创盈利预测来自开源证券研究所，其他公司盈利预测来自 Wind 一致预期，最新收盘日 2024 年 6 月 11 日

6、风险提示

制造业下游复苏不及预期：本文选取“价值锚”公司为制造业行业，因此制造业整体景气度波动会对“价值锚”公司产生影响，当前国内制造业仍处于复苏周期内，存在不及预期风险。

行业内非理性竞争加剧：如果行业内有公司通过扩产打价格战方式争夺市场，会对“价值锚”公司的业绩产生较大影响，因此也存在一定不确定性。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn