

中国 人形机器人

因长期可预见性增强而延展目标价基础至2030年;买入三花/贝斯特;上调绿的谐波/鸣志至中性

鉴于近来一些关于技术和产品开发前景的积极评论（尤其来自英伟达和特斯拉），我们认为市场可能会对人形机器人行业采取愈发长远的视角。我们将估值基准年份延展至2030年（此前为2027年），并贴现回2025年，同时将覆盖范围内四只人形机器人零部件股的目标价上调34%~82%，但我们维持行业出货量和公司盈利预测不变，以等待有关技术成熟度的更明确依据。

我们相对更看好评级为买入的三花智控和贝斯特，因为我们认为二者股价提供了更具吸引力的风险回报，而且其核心业务有望受益于国内汽车/家电销售的政策支持（参见报告“[China: Policymakers unveiled implementation details for the 2025 “dual upgrade” plan to boost consumption](#)”）。我们将绿的谐波/鸣志电器的评级从卖出上调至中性，以反映其均衡的回报状况（下行空间0%/9%，而我们覆盖范围内股票平均下行空间为5%）。

我们重点关注多项即将到来的推动因素，例如特斯拉将于1月底发布的2024年四季度业绩以及可能在几周后发布的Optimus Gen3、3月中旬的英伟达GTC大会、7月将在中国举行的世界人工智能大会（WAIC），以及最早有望在2025年底实现的特斯拉Optimus对外销售。

近期全球科技领军企业的一些重要进展：

(1) 特斯拉管理层披露了Optimus机器人的宏伟出货目标：2025年数千台，2026年增至10倍即5万~10万台，2027年再增至10倍达到50万~100万台；(2) 特斯拉管理层表示Optimus的开发进展顺利，未来几周可能会向公众发布更多最新信息；(3) 英伟达管理层阐述了机器人行业ChatGPT时刻即将到来的愿景，并宣布推出Cosmos，这是一个由“世界基础模型”组成的综合平台，用于支持物理AI系统，例如自动驾驶汽车和人形机器人。此前，他们已经推出了专门面向人形机器人领域的GR00T和Jetson Thor边缘计算系统级芯片。（参见报告“[Nvidia - Key Takeaways from CES 2025 Keynote: Focus on Physical AI; Reiterate Buy \(on CL\)](#)”和“[Global Automation: Humanoid robot: Nvidia’s GR00T an accelerator for industry; Buy Sanhua \(on CL\)/Best precision](#)”）

我们对特斯拉2025-27年Optimus出货目标不予置评，但我们基于部分加总法的估值交叉验证分析(图表 3)表明，覆盖范围内的供应链上股票存在较大上行空间，即在假设2027年Optimus机器人出货量为100万台的情况下，人形机器人业务带来的股权价值增值是当前市值的2.0~2.6倍，在假设2027年Optimus出货量为50万台的情况下，股权价值增值是当前市值的1.3~1.5倍。从增量收入的角度来看，我们的敏感性分析表明，在

证券研究报告

Research | Equity

杜茜

+86(21)2401-8948 |
jacqueline.du@goldmansachs.cn
高盛（中国）证券有限责任公司

李舟

+86(21)2401-8648 |
zhou.li@goldmansachs.cn
高盛（中国）证券有限责任公司

陈豪

+86(21)2401-8812 |
hao.z.chen@goldmansachs.cn
高盛（中国）证券有限责任公司

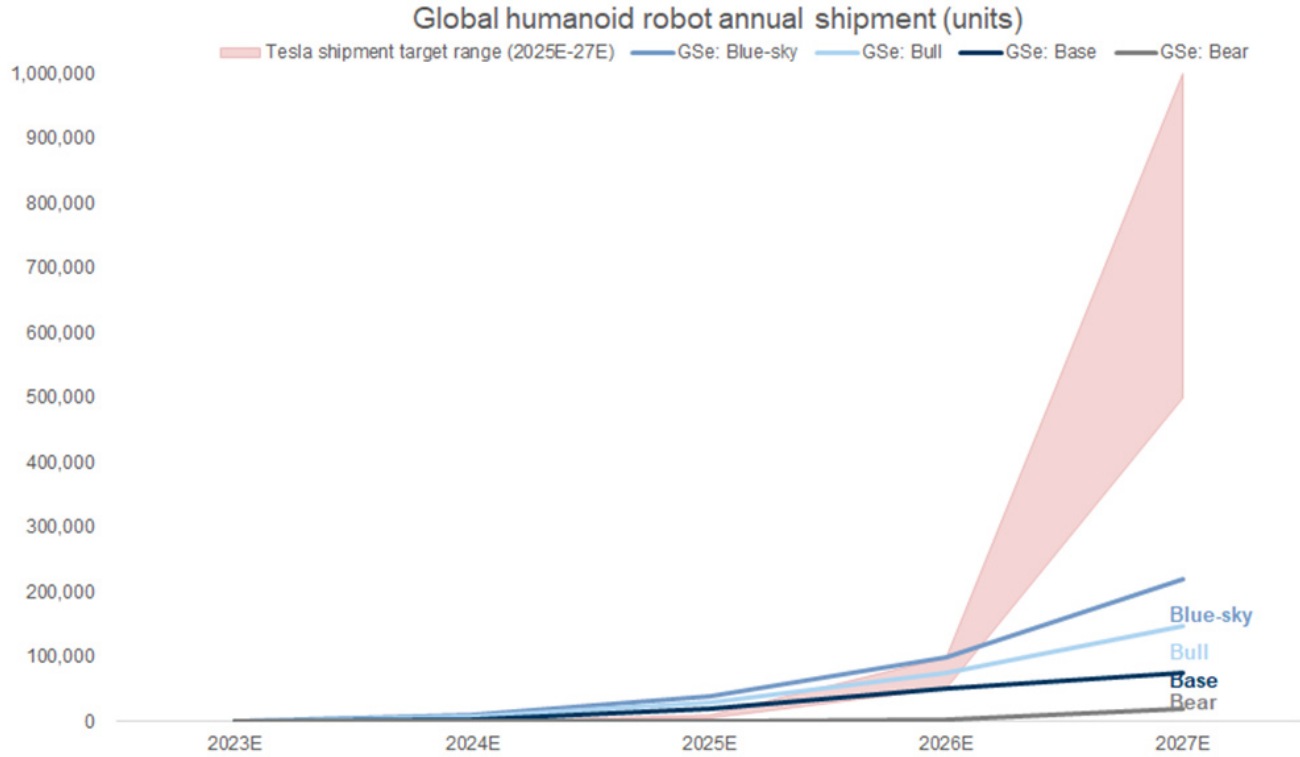
叶枝函

+86(21)2411-8029 |
zhihan.ye@goldmansachs.cn
高盛（中国）证券有限责任公司

高盛与其研究报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者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，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。有关分析师的申明和其他重要信息，见信息披露附录，或参阅www.gs.com/research/hedge.html。由非美国附属公司聘用的分析师不是美国FINRA的注册/合格研究分析师。

Optimus出货量为100万台的假设以及我们对每家公司单机价值量和市场份额的不同假设下，到2027年三花智控/贝斯特/绿的谐波/鸣志电器的人形机器人业务收入将分别达到人民币291.87亿/17.69亿/30.10亿/30.02亿元，分别占公司总收入的39%/46%/83%/45%。

图表 1: 特别是，特斯拉近期披露了2025-27年Optimus的出货量宏伟目标
 特斯拉2025-27年Optimus出货量目标与高盛预测的全球人形机器人出货量



资料来源：特斯拉，公司数据，高盛全球投资研究部

图表 2: 2025年以来, 科技领军企业取得了多项积极进展, 多个即将到来的推动因素值得关注
人形机器人的关键推动因素事件概览

Key catalyst events in 2024		Duration of rally	Stocks	Return	Daily trading value (\$mn)		
					Max	Min	Avg
High expectation on Tesla AI Day 2022: 2022.6 Tesla CEO previewed on X and Qatar Economic Forum to have an Optimus working prototype by Tesla AI Day	2 months: 2022.6.3 - 7.31	LeaderDrive	140%	164	9	64	
		Best Precision	15%	32	6	16	
		Moons' Electric	130%	75	3	30	
		Sanhua	77%	396	32	207	
		Avg.	91%	167	13	79	
"ChatGPT moment": 2022.11 Open AI published a demo for ChatGPT 3.5 on Nov 30, 2022. Microsoft added \$10bn of investment to OpenAI in late Jan 2023. Open AI announced they will release ChatGPT 4 on Mar 14, 2023.	2 months: 2022.11.30 - 2023.1.31	LeaderDrive	30%	116	18	48	
		Best Precision	4%	7	2	3	
		Moons' Electric	48%	104	16	37	
		Sanhua	16%	203	37	92	
		Avg.	25%	107	18	45	
Tesla Shareholder Day: 2023.5: More Optimus demos ITF World 2023: 2023.5: NVIDIA CEO mentioned "embodied AI" Shanghai/Beijing government published high-quality manufacturing industry 3-year development plans, calling for humanoid innovations: 2023.5 - 2023.6 MIT published Guidance on Innovation and Development of Humanoid Robots, lifting humanoid robot as key growth engine by 2027: 2023.10.20	6 months (mainly from 2 separate 1-month rallies): 2023.5.16 - 6.16 2023.10.20 - 11.20	LeaderDrive	28%	198	16	56	
		Best Precision	130%	92	5	30	
		Moons' Electric	84%	180	11	62	
		Sanhua	24%	361	31	118	
		Avg.	67%	208	16	67	
Tesla 'We Robot' event: 2024.10 - "We, Robot": A group of Optimus humanoid robots were displayed with three different roles and interacted with humans in real-time HUAWEI humanoid project initiation: 2024.11 - HUAWEI Embodied Intelligent Innovation Center officially started operation. HUAWEI announced cooperation with 16 component companies.	3 months: 2024.9.23 - 12.10	LeaderDrive	125%	271	15	100	
		Best Precision	118%	150	11	67	
		Moons' Electric	83%	248	26	108	
		Sanhua	44%	644	89	322	
		Avg.	93%	328	35	149	
Potential key catalysts for humanoid robot inflection in 2025E							
1-Jan	During the CES (Consumer Electronics Show), NVIDIA management sharing a vision that the ChatGPT moment for the robotics industry was fast-approaching with NVIDIA's newly released Isaac GR00T Blueprint and Cosmos "world foundation models".						
8-Jan	Tesla management commenting about smooth progress for its Optimus robot development and a likely update to the public the next few weeks						
9-Jan	Tesla management disclosing aggressive shipment targets for its Optimus robot with several thousand units in 2025, 10x to 5k-10k units in 2026, and another 10x in 2027						
29-Jan	Tesla 4Q24 earnings conference.						
Mar	NVIDIA GTC (GPU Technology Conference)						
Jul-Aug	China WAIC (World Artificial Intelligence Conference) in July and WRC (World Robot Conference) in August						
Oct-Dec	4Q25E Tesla may potentially launch Optimus Gen 4 for external sales.						

资料来源: 公司数据, 高盛全球投资研究部整理数据

图表 3: 我们基于部分加总法的估值交叉验证分析表明, 在特斯拉的2027年宏伟目标下, 估值存在较大上行空间……
基于不同情景假设并贴现回2025年的2027年部分加总估值交叉验证 (按机器人业务和核心业务划分)

SOTP -based valuation cross-check analysis		Revenue/profit split	Tesla's target upper end	Tesla's target lower end	Bluesky scenario	Bull case scenario	Base case scenario	Bear case scenario
Humanoid robot shipments in 2027E		2027E revenue split & 2027E profit split	1,000,000	500,000	220,000	147,969	75,938	20,000
Sanhua (002050.SZ)	Core business NOPAT (Rmb mn)		5,545	5,545	5,545	5,545	5,545	5,545
	Core business P/E exit multiple		17X	17X	17X	17X	17X	17X
	Valuation per share (Rmb)- 2027E		26.3	26.3	26.3	26.3	26.3	26.3
	Humanoid robot revenue (Rmb mn)		29,187	15,613	8,186	6,246	3,924	1,033
	NPM (%)		8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	5.0%
	Humanoid robot NOPAT (Rmb mn)		2,335	1,249	655	500	314	52
	Humanoid robot P/E exit multiple		120X	120X	120X	100X	50X	30X
	Valuation per share (Rmb)- 2027E		78.2	41.8	21.9	13.9	4.4	0.4
	Shares (mn)		3,585	3,585	3,585	3,585	3,585	3,585
	Valuation per share (Rmb)- 2027E		104.5	68.1	48.2	40.2	30.7	26.7
	CoE (%)		9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%
Implied valuation per share (Rmb) - 2025E		87.1	56.8	40.2	33.6	25.6	22.3	
Implied upside/downside to last closing price		247%	126%	60%	34%	2%	-11%	
BEST precision (300580.SZ)	Core business NOPAT (Rmb mn)		440	440	440	440	440	440
	Core business P/E exit multiple		16X	16X	16X	16X	16X	16X
	Valuation per share (Rmb)- 2027E		14.1	14.1	14.1	14.1	14.1	16.8
	Humanoid robot revenue (Rmb mn)		1,769	946	496	379	238	63
	NPM (%)		15.0%	18.0%	20.0%	20.0%	20.0%	15.0%
	Humanoid robot NOPAT (Rmb mn)		285	170	99	76	48	9
	Humanoid robot P/E exit multiple		120X	120X	120X	120X	100X	50X
	Valuation per share (Rmb)- 2027E		63.8	41.0	23.9	18.2	9.5	1.1
	Shares (mn)		499	499	499	499	499	420
	Valuation per share (Rmb)- 2027E		77.9	55.1	38.0	32.3	23.6	17.9
	CoE (%)		9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%
Implied valuation per share (Rmb) - 2025E		65.0	45.9	31.7	26.9	19.7	14.9	
Implied upside/downside to last closing price		176%	95%	35%	14%	-16%	-37%	
LeaderDrive (688017.SS)	Core business NOPAT (Rmb mn)		240	240	240	240	240	240
	Core business P/E exit multiple		25X	25X	25X	25X	25X	25X
	Valuation per share (Rmb)- 2027E		35.7	35.7	35.7	35.7	35.6	35.7
	Humanoid robot revenue (Rmb mn)		3,010	1,610	844	644	405	107
	NPM (%)		15.0%	18.0%	20.0%	20.0%	20.0%	15.0%
	Humanoid robot NOPAT (Rmb mn)		451	290	169	129	81	16
	Humanoid robot P/E exit multiple		120X	120X	120X	120X	100X	50X
	Valuation per share (Rmb)- 2027E		322.4	207.0	120.6	92.0	48.0	4.8
	Shares (mn)		168	168	168	168	168	168
	Valuation per share (Rmb)- 2027E		358.1	242.7	156.3	127.7	83.5	40.4
	CoE (%)		11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%
Implied valuation per share (Rmb) - 2025E		288.1	195.2	125.7	102.7	67.2	32.5	
Implied upside/downside to last closing price		158%	75%	13%	-8%	-40%	-71%	
Moons' Electric (603728.SS)	Core business NOPAT (Rmb mn)		389	389	389	389	389	389
	Core business P/E exit multiple		20X	20X	20X	20X	20X	20X
	Valuation per share (Rmb)- 2027E		18.5	18.5	18.5	18.5	18.5	18.5
	Humanoid robot revenue (Rmb mn)		3,002	1,606	842	566	404	106
	NPM (%)		15.0%	18.0%	20.0%	20.0%	20.0%	12.0%
	Humanoid robot NOPAT (Rmb mn)		450	289	168	113	81	13
	Humanoid robot P/E exit multiple		120X	120X	120X	120X	100X	50X
	Valuation per share (Rmb)- 2027E		128.6	82.6	48.1	32.4	19.2	1.5
	Shares (mn)		420	420	420	420	420	420
	Valuation per share (Rmb)- 2027E		147.1	101.1	66.6	50.9	37.7	20.0
	CoE (%)		9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%
Implied valuation per share (Rmb) - 2025E		122.7	84.3	55.6	42.4	31.5	16.7	
Implied upside/downside to last closing price		125%	55%	2%	-22%	-42%	-69%	

Note: The base case implied valuations are different from our actual 12-m TPs. Our TPs are now 2030E-based (discounted back to 2025E) while the above SOTP cross-check is 2027E-based in order to compare directly with Tesla's guidance & timeline. Our 12-m TP for Sanhua is Rmb35.2; Best Precision is Rmb29.7; LeaderDrive is Rmb111.3; Moons' Electric is Rmb49.4. Closing prices as of Jan 9, 2024.

资料来源: 万得, 高盛全球投资研究部

图表 4: ...如果我们采用基于2035年前景的更常态化退出倍数并往回贴现, 得出的交叉验证结果与此一致
 基于不同情景假设并贴现回2025年的2035年部分加总估值交叉验证 (按机器人业务和核心业务划分)

SOTP -based valuation cross-check analysis		Revenue/profit split	Bluesky scenario	Bull case scenario	Base case scenario	Bear case scenario
Humanoid robot shipments in 2035E		2035E revenue split & 2035E profit split	11,577,432	6,477,908	1,378,384	703,257
Sanhua (002050.SZ)	Core business NOPAT (Rmb mn)		17,336	17,336	17,336	17,336
	Core business P/E exit multiple		17X	17X	17X	17X
	Valuation per share (Rmb)- 2035E		82.2	82.2	82.2	82.2
	Humanoid robot revenue (Rmb mn)		173,661	102,915	20,151	10,281
	NPM (%)		8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
	Humanoid robot NOPAT (Rmb mn)		13,893	8,233	1,612	822
	Humanoid robot P/E exit multiple		35X	30X	25X	20X
	Valuation per share (Rmb)- 2035E		135.6	68.9	11.2	4.6
	Shares (mn)		3,585	3,585	3,585	3,585
	Valuation per share (Rmb)- 2035E		217.9	151.1	93.5	86.8
CoE (%)		9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	
Implied valuation per share (Rmb) - 2025E			87.9	61.0	37.7	35.0
Implied upside/downside to last closing price			251%	143%	50%	40%
BEST precision (300580.SZ)	Core business NOPAT (Rmb mn)		960	960	960	960
	Core business P/E exit multiple		16X	16X	16X	16X
	Valuation per share (Rmb)- 2035E		30.8	30.8	30.8	36.6
	Humanoid robot revenue (Rmb mn)		17,057	10,108	3,160	1,612
	NPM (%)		15.0%	15.0%	20.0%	20.0%
	Humanoid robot NOPAT (Rmb mn)		2,559	1,516	632	322
	Humanoid robot P/E exit multiple		35X	30X	25X	20X
	Valuation per share (Rmb)- 2035E		179.4	91.1	31.7	15.4
	Shares (mn)		499	499	499	420
	Valuation per share (Rmb)- 2035E		210.2	121.9	62.4	51.9
CoE (%)		9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	
Implied valuation per share (Rmb) - 2025E			84.8	49.2	25.2	21.0
Implied upside/downside to last closing price			260%	109%	7%	-11%
LeaderDrive (688017.SS)	Core business NOPAT (Rmb mn)		824	824	824	824
	Core business P/E exit multiple		25X	25X	25X	25X
	Valuation per share (Rmb)- 2035E		122.6	122.6	122.1	122.6
	Humanoid robot revenue (Rmb mn)		17,366	10,291	5,353	2,731
	NPM (%)		15.0%	15.0%	20.0%	20.0%
	Humanoid robot NOPAT (Rmb mn)		2,605	1,544	1,071	546
	Humanoid robot P/E exit multiple		35X	30X	25X	20X
	Valuation per share (Rmb)- 2035E		542.7	275.7	158.7	65.0
	Shares (mn)		168	168	169	168
	Valuation per share (Rmb)- 2035E		665.3	398.3	280.8	187.6
CoE (%)		11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	
Implied valuation per share (Rmb) - 2025E			224.0	134.1	94.5	63.2
Implied upside/downside to last closing price			101%	20%	-15%	-43%
Moons' Electric (603728.SS)	Core business NOPAT (Rmb mn)		1,199	1,199	1,199	1,199
	Core business P/E exit multiple		20X	20X	20X	20X
	Valuation per share (Rmb)- 2035E		57.1	57.1	57.1	57.1
	Humanoid robot revenue (Rmb mn)		24,066	13,466	6,369	3,249
	NPM (%)		15.0%	15.0%	20.0%	20.0%
	Humanoid robot NOPAT (Rmb mn)		3,610	2,020	1,274	650
	Humanoid robot P/E exit multiple		35X	30X	25X	20X
	Valuation per share (Rmb)- 2035E		300.8	144.3	75.8	30.9
	Shares (mn)		420	420	420	420
	Valuation per share (Rmb)- 2035E		357.8	201.3	132.9	88.0
CoE (%)		9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	
Implied valuation per share (Rmb) - 2025E			144.4	81.2	53.6	35.5
Implied upside/downside to last closing price			165%	49%	-2%	-35%

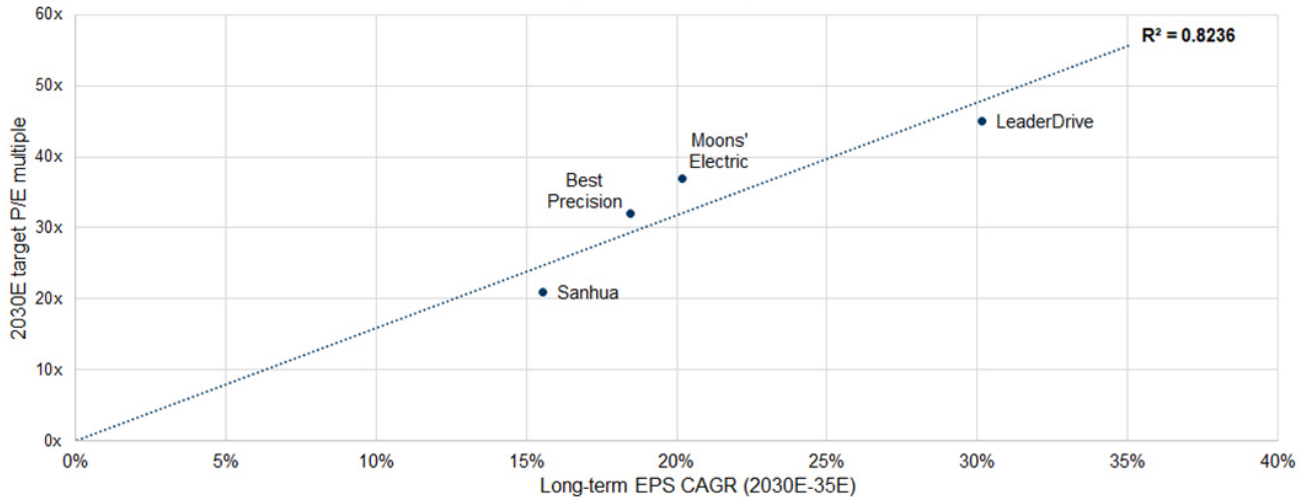
Note: The base case implied valuations (2035E-based and discounted back to 2025E) are different from our actual 12-m TPs (2030E-based and discounted back to 2025E). Our 12-m TP for Sanhua is Rmb35.2; Best Precision is Rmb29.7; LeaderDrive is Rmb111.3; Moons' Electric is Rmb49.4. Closing price as of Jan 9, 2024.

资料来源: 公司数据, 高盛全球投资研究部

图表 5: 由于市场可能对人形机器人行业采取愈发长远的视角, 我们将估值基准年份延展至2030年人形机器人零部件股2030年预期市盈率目标及长期每股盈利年均复合增速的分布情况

	Share price (Rmb/shr)	TP +/-%		TP (Rmb/shr, discounted to 2025)		Target P/E		CoE	Earnings CAGR						Earnings split	
		Old	New!	Old	New!	Old	New!		Total		Humanoid		Core business		Humanoid	Core business
		2027 base	2030 base	2027 base	2030 base	2027 base	2030 base		2027-30	2030-35	2027-30	2030-35	2027-30	2030-35	2030	2030
Sanhua	25.08	4%	40%	26.2	35.2	20x	21x	9.5%	17%	16%	27%	20%	16%	15%	10%	90%
Best Precision	23.54	-13%	26%	20.4	29.7	25x	32x	9.5%	13%	18%	28%	45%	11%	10%	15%	85%
LeaderDrive	111.7	-45%	0%	61.2	111.3	40x	45x	11.5%	25%	30%	35%	40%	18%	16%	50%	50%
Moons' Electric	54.45	-49%	-9%	28.0	49.4	30x	37x	9.5%	20%	20%	43%	40%	17%	14%	17%	83%

Target P/E vs. long-term EPS CAGR



资料来源: 公司数据, 高盛全球投资研究部

绿的谐波: 从卖出上调至中性

基于新兴人形机器人应用和工业/协作机器人领域市场份额提升的预期, 我们维持绿的谐波2024-30年收入/净利润年均复合增速为31%/44%的预测不变。我们的净利润预测比万得市场预测分别低8%/高12%/高41%, 因为我们看好新客户渗透 (尤其是国际品牌) 和运营杠杆的改善, 长期来看销售增长将加速。

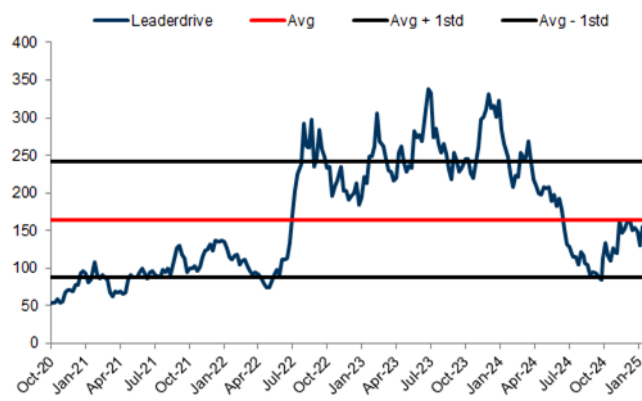
我们12个月目标价为人民币111.3元 (原为61.2元), 目前基于45倍的2030年预期市盈率 (原为40倍的2027年预期市盈率), 并以9.5%的股权成本 (不变) 贴现回2025年 (不变)。我们将人形机器人相关股票的估值基准年份延展至2030年, 因为人形机器人有望成为一个长期结构性趋势, 其高增长潜力也愈发清晰。我们认为, 45倍的目标估值倍数是合理的, 因为长期盈利年均复合增速约为30%, 而且公司在国内谐波减速机市场上占据领先地位、在国际工业机器人客户中的影响力日益增强, 并有望成为人形机器人电机供应链上的重要参与者。鉴于该股当前估值处于历史均值附近, 而且我们更新后的目标价隐含下行空间为0% (而覆盖范围内中国工业科技股的平均下行空间为5%), 我们将该股评级从卖出上调至中性。自2024年11月21日被加入卖出名单以来, 绿的谐波股价下跌9%, 而同期沪深300指数下跌5%。

图表 6: 我们预计, 在新兴人形机器人应用和工业/协作机器人领域市场份额提升的推动下, 绿的谐波2024-30年收入/净利润年均复合增速将达到31%/44%

Industry TAM and market share	Unit	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	24E-30E CAGR
Harmonic reduction gears											
China industrial robot TAM	<i>Rmb mn</i>	802	698	576	579	586	591	606	620	634	2%
LeaderDrive sales	<i>Rmb mn</i>	224	132	124	142	167	198	218	236	253	13%
LeaderDrive share	%	28%	19%	22%	25%	29%	34%	36%	38%	40%	
Global cobot TAM	<i>Rmb mn</i>	428	443	448	490	535	585	639	698	762	9%
LeaderDrive sales	<i>Rmb mn</i>	107	108	104	118	144	181	217	258	305	20%
LeaderDrive share	%	25%	24%	23%	24%	27%	31%	34%	37%	40%	
Global humanoid robot TAM	<i>Rmb mn</i>		12	56	287	731	1,090	1,471	1,986	2,681	91%
LeaderDrive sales	<i>Rmb mn</i>		8	25	130	298	405	546	737	995	85%
LeaderDrive share	%		66%	45%	45%	41%	37%	37%	37%	37%	
China CNC machine tool TAM	<i>Rmb mn</i>	89	87	81	83	84	86	88	89	91	2%
LeaderDrive sales	<i>Rmb mn</i>	27	33	32	34	35	37	39	40	42	4%
LeaderDrive share	%	30%	38%	40%	41%	42%	43%	44%	45%	46%	
China Service robot TAM	<i>Rmb mn</i>	189	154	132	146	165	191	225	269	325	16%
LeaderDrive sales	<i>Rmb mn</i>	30	18	17	21	27	35	46	61	80	30%
LeaderDrive share	%	16%	12%	13%	15%	17%	19%	21%	23%	25%	
Other high-end equipment TAM	<i>Rmb mn</i>	1,234	1,142	1,069	1,349	1,852	2,279	2,745	3,357	4,163	25%
LeaderDrive sales	<i>Rmb mn</i>	26	34	54	70	91	118	153	199	259	30%
LeaderDrive share	%	2%	3%	5%	5%	5%	5%	6%	6%	6%	
Others (precision parts, equipment, etc.)											
LeaderDrive sales	<i>Rmb mn</i>	33	23	31	34	38	42	47	54	61	12%
Financial summary											
Total revenue	<i>Rmb mn</i>	446	356	387	548	800	1,016	1,267	1,585	1,996	31%
yoy	%	1%	-20%	9%	42%	46%	27%	25%	25%	26%	
Gross margin	%	49%	41%	39%	38%	38%	39%	39%	39%	39%	
Operating margin	%	27%	12%	9%	14%	19%	24%	25%	26%	27%	
Net margin	%	35%	24%	21%	24%	27%	32%	33%	34%	36%	
EPS	<i>Rmb</i>	0.92	0.50	0.48	0.76	1.29	1.90	2.47	3.24	4.26	44%
yoy	%	-18%	-46%	-5%	60%	69%	48%	30%	31%	32%	
ROE	%	8%	4%	4%	6%	10%	13%	15%	17%	19%	

资料来源: MIR, 国家统计局, 公司数据, 高盛全球投资研究部

图表 7: 绿的谐波当前市盈率估值处于历史均值附近
绿的谐波未来12个月预期市盈率

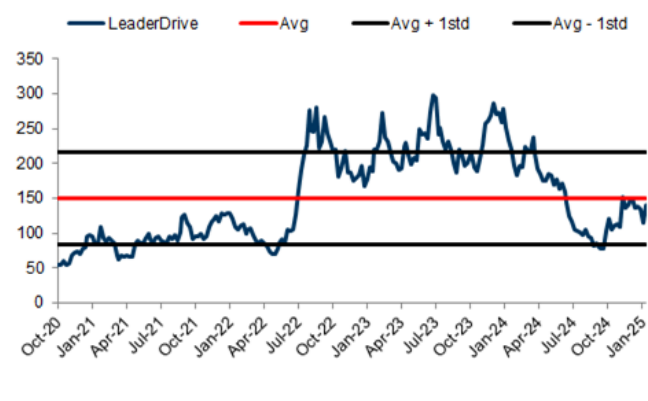


资料来源: 公司数据, 万得, 高盛全球投资研究部

上行风险

- 人形机器人量产和/或技术进步快于预期: 我们预计, 在公司与多家国内外人形机器人客户合作的推动下, 2024-27年人形机器人应用对绿的谐波的收入贡献将达到

图表 8: …企业价值/EBITDA也是如此
绿的谐波未来12个月预期EV/EBITDA



资料来源: 公司数据, 万得, 高盛全球投资研究部

7%/24%/37%/40%。展望未来，如果全球人形机器人的出货/渗透速度快于我们的预期，则可能对绿的谐波的盈利构成上行风险。如果人形机器人技术的进步速度快于我们的预期（尤其是在通用人工智能能力方面），也可能会影响全球人形机器人产量爬坡和绿的谐波的收入增长。

- 向重点机器人客户（尤其是外国品牌）的渗透快于预期：绿的谐波已于2024年开始向四大国际机器人品牌中至少两家的中国工厂批量供货，并预计到2025年将产生更显著的收入贡献。展望未来，如果向类似重点机器人客户的渗透速度快于我们的预期，则我们的谐波减速机销售收入预测将受到积极影响。

下行风险

- 国内工业/协作机器人需求低于预期：绿的谐波80%以上的销售额来自中国市场，主要来自国内工业/协作机器人应用，由于需求增长低迷，目前该领域竞争激烈，因此对包括绿的谐波在内的谐波减速机供应商造成了巨大的价格压力。展望未来，如果国内工业/协作机器人需求弱于我们的预期，我们对绿的谐波的国内收入和净利润的预测可能会受到负面影响。
- 来自海外和本土品牌的竞争压力加大：绿的谐波是中国排名第一的国产谐波减速机制造商，其产品性能参数与主要竞争对手日本HDS相当，并优于本土竞争对手。然而，如果其他海外或本土竞争对手未来能够在产品/技术上取得更快进步，或进行激进的价格竞争，可能会导致绿的谐波的国内市场份额被蚕食，从而对我们的收入和利润率假设构成下行风险。

图表 9: 绿的谐波财务摘要

Income statement (Rmb mn)							Balance sheet (Rmb mn)						
	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E		2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
Total revenue	446	356	387	548	800	1,016	Cash & equivalents	684	969	560	541	509	521
Cost of goods sold	(229)	(210)	(238)	(339)	(494)	(621)	Accounts receivable	142	131	148	195	263	334
SG&A	(29)	(33)	(43)	(38)	(40)	(41)	Inventory	249	254	273	334	487	613
R&D	(298)	(384)	(462)	(540)	(623)	(709)	Other current assets	450	312	437	437	437	437
Other operating profit/(expense)	(24)	(21)	(23)	(27)	(24)	(10)	Total current assets	1,525	1,666	1,419	1,508	1,696	1,905
EBITDA	160	91	90	142	225	325	Net PP&E	489	490	516	571	613	707
Depreciation & amortization	(42)	(47)	(57)	(64)	(71)	(82)	Net intangibles	20	62	55	48	41	34
EBIT	118	44	33	78	154	242	Total investments	59	57	77	106	148	211
Interest income	21	32	19	11	11	10	Other long-term assets	322	537	537	537	537	537
Interest expense	(2)	(10)	(10)	(6)	(5)	(5)	Total assets	2,415	2,812	2,605	2,769	3,034	3,394
Income/(loss) from uncons. subs.	(3)	(2)	(0)	-	-	-	Accounts payable	54	43	49	70	101	128
Others	36	28	39	50	67	92	Short-term loans	212	434	279	179	179	179
Pretax profits	170	92	81	132	226	339	Other current liabilities	71	133	133	142	160	181
Income tax	(14)	(7)	(1)	(3)	(9)	(19)	Total current liabilities	337	611	360	391	440	487
Minorities	(1)	(1)	-	-	-	-	Long-term debt	99	124	79	79	79	79
Net income pre-preferred dividends	155	84	80	129	217	321	Other long-term liabilities	45	59	80	108	146	197
Preferred dividends	-	-	-	-	-	-	Total long-term liabilities	144	184	159	187	225	277
Net income (pre-exceptionals)	155	84	80	129	217	321	Total liabilities	481	794	520	578	666	764
Post-tax exceptionals	-	-	-	-	-	-	Preferred shares	-	-	-	-	-	-
Net income	155	84	80	129	217	321	Total common equity	1,936	2,013	2,079	2,186	2,363	2,624
EPS (basic, pre-exception) (Rmb)	0.92	0.50	0.48	0.76	1.29	1.90	Minority interest	(2)	5	5	5	5	5
EPS (basic, post-exception) (Rmb)	0.92	0.50	0.48	0.76	1.29	1.90	Total liabilities & equity	2,415	2,812	2,605	2,769	3,034	3,394
EPS (diluted, post-exception) (Rmb)	0.92	0.50	0.48	0.76	1.29	1.90	BVPS (Rmb)	11.52	11.96	12.36	12.99	14.04	15.59
DPS (Rmb)	0.10	0.10	0.10	0.15	0.26	0.38							
Dividend payout ratio (%)	10.85	20.03	20.00	20.00	20.00	20.00							

Cash flow statement (Rmb mn)							Ratios						
	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E		2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
Net income pre-preferred dividends	155	84	80	129	217	321	ROE (%)	8.2	4.3	3.9	6.0	9.5	12.9
D&A add-back	42	47	57	64	71	82	ROA (%)	6.9	3.2	3.0	4.8	7.5	10.0
Minorities interests add-back	1	1	-	-	-	-	Cash conversion days	333.6	493.5	466.1	377.9	344.7	363.0
Net (inc)/dec working capital	(185)	0	(31)	(87)	(189)	(171)	Inventory days	342.0	438.1	405.1	327.3	303.4	323.1
Other operating cash flow	13	17	(125)	(0)	(4)	(12)	Receivables days	104.9	139.7	131.8	114.4	104.5	107.2
Cash flow from operations	26	149	(19)	106	95	220	Payable days	113.3	84.3	70.8	63.8	63.2	67.3
Capital expenditures	(87)	(76)	(76)	(112)	(105)	(170)	Net debt/equity (%)	(19.2)	(20.4)	(14.5)	(12.9)	(10.6)	(10.0)
Acquisitions	-	-	-	-	-	-	Interest cover - EBIT (X)	50.9	4.3	3.2	12.0	29.9	47.0
Divestitures	-	-	-	-	-	-							
Others	(70)	(112)	-	-	-	-	Growth & margins (%)						
Cash flow from investments	(157)	(188)	(76)	(112)	(105)	(170)	Sales growth	0.5	(20.1)	8.5	41.7	46.1	27.0
Dividends paid (common & pref)	(80)	(27)	(17)	(16)	(26)	(43)	EBITDA growth	(10.1)	(43.0)	(1.1)	57.1	59.1	44.2
Inc/(dec) in debt	297	347	(300)	-	-	-	EBIT growth	(21.3)	(63.0)	(24.8)	135.0	98.8	57.3
Common stock issuance (repurchase)	-	4	-	-	-	-	Net income growth	(17.9)	(45.8)	(4.5)	60.3	68.5	47.8
Other financing cash flows	2	1	3	3	4	5	EPS growth	(17.9)	(46.0)	(4.5)	60.3	68.5	47.8
Cash flow from financing	218	325	(314)	(13)	(22)	(39)	Gross margin	48.7	41.1	38.5	38.2	38.3	38.9
Total cash flow	87	286	(409)	(19)	(33)	12	EBITDA margin	35.9	25.6	23.3	25.9	28.2	32.0
							EBIT margin	26.6	12.3	8.5	14.2	19.3	23.9
							Net margin	34.8	23.6	20.8	23.5	27.1	31.6

资料来源: 公司数据, 高盛全球投资研究部

鸣志电器: 从卖出上调至中性

我们预计, 在人形机器人潜在市场快速扩张推动的空心杯电机增量需求 (2024-30年预期收入年均复合增长100%) 带动下, 鸣志电器2024-30年收入/净利润年均复合增速将达到19%/49% (未作调整)。我们的2024-26年净利润预测比万得市场预测分别低40%/低1%/高33%, 因为鉴于公司伺服电机市场份额扩张的过往表现弱于同业, 而且将工厂迁至太仓和越南生产爬坡上量可能会扰乱公司运营从而降低运营效率, 我们对短期内的主营业务前景看法较为保守, 但我们看好长期内的人形机器人零部件业务前景。

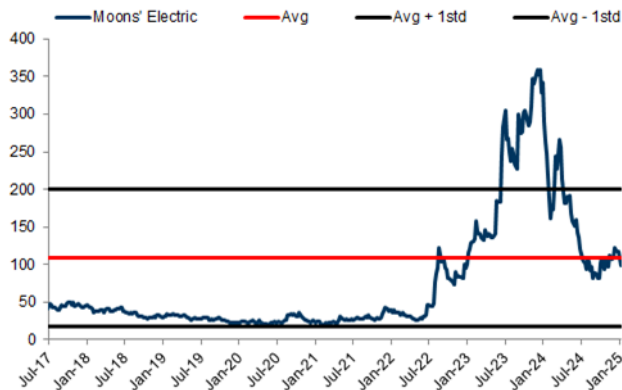
我们12个月目标价为人民币49.4元 (原为28.0元), 基于37倍的2030年预期市盈率 (原为30倍的2027年预期市盈率), 并以9.5%的股权成本 (不变) 贴现回2025年 (不变)。我们将人形机器人相关股票的估值基准年份延展至2030年, 因为人形机器人有望成为一个长期结构性趋势, 其高增长潜力也愈发清晰。我们认为, 37倍的目标估值倍数是合理的, 因为长期盈利年均复合增速约为20%, 而且公司在国内电机和驱动解决方案领域占据领先地位 (尤其是在步进电机领域, 公司是全球前三大厂商之一), 有望成为人形机器人空心杯电机供应链上的重要参与者。鉴于该股当前估值处于历史均值附近, 而且我们更新后的目标价隐含下行空间为9% (而覆盖范围内中国工业科技股的平均下行空间为5%), 我们将该股评级从卖出上调至中性。自2024年11月21日被加入卖出名单以来, 鸣志电器股价下跌1% (同期沪深300指数下跌5%), 我们认为这是因为投资者对人形机器人业务长期前景的看法有所改善。

图表 10: 我们预计, 在人形机器人潜在市场快速扩张推动的空心杯电机增量需求 (2024-30年预期收入年均复合增速100%) 带动下, 鸣志电器2024-30年收入/净利润年均复合增速将达到19%/49%

Moons Electric (603728.SS)	Unit	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	24E-30E CAGR
Motor and drive	Rmb mn	2,321	2,072	2,089	2,443	2,949	3,532	4,317	5,221	6,385	20%
yoy	%	11%	-11%	1%	17%	21%	20%	22%	21%	22%	
Global micro motor market size (TAM)	Rmb bn	233	233	233	242	250	257	265	273	281	3%
Market share	%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	2%	
HB Stepper motor	Rmb mn	1,241	981	972	928	865	735	676	576	417	-13%
yoy	%	2%	-21%	-1%	-5%	-7%	-15%	-8%	-15%	-28%	
PM Stepper motor	Rmb mn	92	86	84	81	79	77	74	72	70	-3%
yoy	%	0%	-6%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	
Drive	Rmb mn	706	706	706	918	1,193	1,551	1,861	2,234	2,680	25%
yoy	%	20%	0%	0%	30%	30%	30%	20%	20%	20%	
Brushless motor	Rmb mn	173	167	167	218	283	368	478	621	808	30%
yoy	%	53%	-3%	0%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	
Precision linear transmission	Rmb mn	85	78	78	102	132	185	259	363	508	37%
yoy	%	16%	-8%	0%	30%	30%	40%	40%	40%	40%	
Coreless motor - general	Rmb mn	25	45	63	95	142	213	319	478	718	50%
yoy	%	67%	80%	40%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	
Coreless motor - humanoid robot	Rmb mn		8	19	103	255	404	650	877	1,184	100%
yoy	%			121%	455%	148%	58%	61%	35%	35%	
Power and lighting control	Rmb mn	221	163	123	123	123	123	123	123	123	0%
yoy	%	44%	-26%	-25%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
Equipment monitoring products	Rmb mn	64	45	36	36	36	36	36	36	36	0%
yoy	%	-1%	-29%	-20%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
Agency	Rmb mn	350	258	258	284	312	343	378	415	457	10%
yoy	%	-7%	-26%	0%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	
Others	Rmb mn	3	4	4	5	5	6	6	7	7	10%
yoy	%	-86%	27%	0%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	
Financial summary		2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	24E-30E CAGR
Total revenue	Rmb mn	2,960	2,543	2,510	2,890	3,425	4,039	4,860	5,802	7,008	19%
yoy	%	9%	-14%	-1%	15%	18%	18%	20%	19%	21%	
Gross margin	%	38%	37%	37%	37%	38%	38%	39%	39%	39%	
Operating margin	%	9%	5%	2%	7%	9%	11%	12%	12%	12%	
Net margin	%	8%	6%	3%	7%	10%	12%	12%	12%	13%	
EPS	Rmb	0.59	0.33	0.19	0.49	0.80	1.12	1.37	1.70	2.10	49%
yoy	%	-12%	-43%	-42%	155%	64%	39%	22%	24%	24%	
ROE	%	10%	5%	3%	7%	10%	13%	14%	16%	17%	

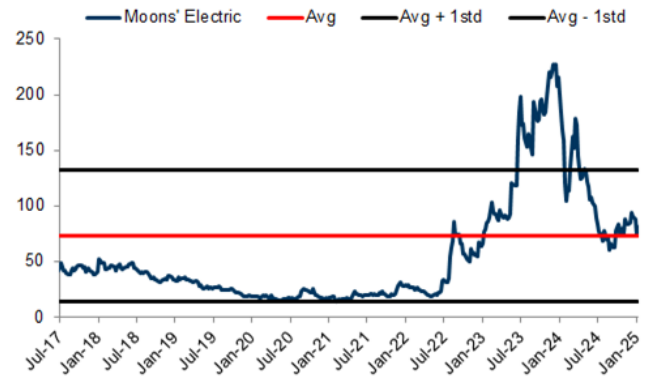
资料来源: MIR, 国家统计局, 公司数据, 高盛全球投资研究部

图表 11: 鸣志电器当前市盈率处于历史均值附近
鸣志电器未来12个月预期市盈率



资料来源: 公司数据, 万得, 高盛全球投资研究部

图表 12: ...企业价值/EBITDA也是如此
鸣志电器未来12个月预期企业价值/EBITDA



资料来源: 公司数据, 万得, 高盛全球投资研究部

上行风险

- 人形机器人进展快于预期: 如果机器人商业化的时间进程快于我们的预期, 可能给我们的预测带来上行空间。例如, 人工智能进一步发展 (例如推出性能优于预期的全新机器人大型语言模型) 有望提升人形机器人的功能前景, 扩大潜在市场规模, 并加快人形机器人商业化的时间进程。如果全球人形机器人的实际出货量高于我们在基本情景下的预测, 并接近我们的乐观情景或蓝天情景, 则可能会给当前盈利和我们的预测

带来上行空间。

- 在人形机器人OEM厂商中的市场份额高于我们的预期：我们预计到2025年，鸣志电器将在高/中/低配置机器人市场中分别占据10%/70%/70%的份额。如果其市场份额高于我们的预期，可能会对我们的盈利预测产生重大影响（上行风险）。我们进一步指出，如果公司市场份额稳步提升，则我们可能会更加看好鸣志电器的风险回报。

下行风险

- 终端市场需求弱于预期：鸣志电器的主营业务（即控制电机及其驱动系统业务）服务于广泛的终端市场，例如医疗、工业机器人、服务机器人、AGV和AMR、汽车和工业自动化。我们预计，医疗和AGV及AMR的增长将受到医疗和物流自动化需求增长的支撑，而汽车相关业务收入的增长可能将受到激光雷达相关执行器需求、汽车电控系统中无刷电机替代有刷电机的趋势、以及ADAS硬件额外需求的推动。然而，一旦终端市场需求弱于我们的预期，我们的收入和盈利预测都将受到负面影响。
- 控制电机及其驱动系统业务的市场份额扩张步伐慢于预期：我们目前预计2024-30年鸣志电器的电机和驱动收入年均复合增速为20%。展望未来，如果公司未能扩大市场份额（例如由于向客户提供整体解决方案的进展缓慢、或市场竞争激烈），新扩建太仓工厂的产能利用率较低，则公司的收入和盈利都可能面临下行压力。

图表 13: 鸣志电器财务摘要

Income statement (Rmb mn)							Balance sheet (Rmb mn)						
	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E		2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
Total revenue	2,960	2,543	2,510	2,890	3,425	4,039	Cash & equivalents	557	550	407	359	392	572
Cost of goods sold	(1,829)	(1,597)	(1,576)	(1,814)	(2,117)	(2,490)	Accounts receivable	798	664	688	792	938	1,107
SG&A	(619)	(551)	(593)	(573)	(621)	(672)	Inventory	748	643	591	631	678	682
R&D	(218)	(238)	(235)	(271)	(321)	(378)	Other current assets	255	352	352	352	352	352
Other operating profit/(expense)	(33)	(29)	(50)	(43)	(41)	(40)	Total current assets	2,358	2,208	2,037	2,134	2,360	2,712
EBITDA	325	211	128	274	423	571	Net PP&E	694	765	907	1,035	1,150	1,251
Depreciation & amortization	(64)	(84)	(72)	(85)	(99)	(112)	Net intangibles	637	637	624	610	597	583
EBIT	261	127	56	189	325	459	Total investments	1	1	8	15	22	29
Interest income	3	6	11	8	7	8	Other long-term assets	176	230	299	389	505	657
Interest expense	(11)	(14)	(4)	(4)	(4)	(4)	Total assets	3,866	3,842	3,875	4,182	4,634	5,233
Income/(loss) from uncons. subs.	-	-	-	-	-	-	Accounts payable	495	601	561	646	754	887
Others	33	29	22	24	28	31	Short-term loans	314	184	184	184	184	184
Pretax profits	285	149	85	217	356	494	Other current liabilities	224	130	112	131	151	171
Income tax	(36)	(7)	(4)	(11)	(18)	(25)	Total current liabilities	1,032	914	857	961	1,089	1,241
Minorities	(2)	(1)	-	-	-	-	Long-term debt	-	-	-	-	-	-
Net income pre-preferred dividends	247	140	81	207	338	469	Other long-term liabilities	117	72	94	122	158	205
Preferred dividends	-	-	-	-	-	-	Total long-term liabilities	117	72	94	122	158	205
Net income (pre-exceptionals)	247	140	81	207	338	469	Total liabilities	1,149	986	951	1,083	1,247	1,447
Post-tax exceptionals	-	-	-	-	-	-	Preferred shares	-	-	-	-	-	-
Net income	247	140	81	207	338	469	Total common equity	2,711	2,848	2,917	3,093	3,380	3,779
EPS (basic, pre-exception) (Rmb)	0.59	0.33	0.19	0.49	0.80	1.12	Minority interest	6	7	7	7	7	7
EPS (basic, post-exception) (Rmb)	0.59	0.33	0.19	0.49	0.80	1.12	Total liabilities & equity	3,866	3,842	3,875	4,182	4,634	5,233
EPS (diluted, post-exception) (Rmb)	0.59	0.33	0.19	0.49	0.80	1.12	BVPS (Error: RTD method of Works)	6.45	6.78	6.94	7.36	8.05	9.00
DPS (Rmb)	0.07	0.07	0.03	0.07	0.12	0.17							
Dividend payout ratio (%)	11.89	20.94	15.00	15.00	15.00	15.00							

Cash flow statement (Rmb mn)							Ratios						
	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E		2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Net income pre-preferred dividends	247	140	81	207	338	469	ROE (%)	9.6	5.1	2.8	6.9	10.4	13.1
D&A add-back	64	84	72	85	99	112	ROA (%)	6.9	3.6	2.1	5.1	7.7	9.5
Minorities interests add-back	-	3	(7)	-	-	-	Cash conversion days	126.6	138.7	106.6	94.9	84.3	71.8
Net (inc)/dec working capital	(186)	91	52	(59)	(86)	(40)	Inventory days	132.3	159.0	142.9	122.9	112.8	99.7
Other operating cash flow	(490)	95	(34)	(69)	(87)	(111)	Receivables days	92.5	104.9	98.3	93.4	92.2	92.4
Cash flow from operations	(200)	(195)	(200)	164	264	431	Payable days	98.2	125.2	134.6	121.4	120.7	120.3
Capital expenditures	(35)	(229)	-	(200)	(200)	(200)	Net debt/equity (%)	(9.0)	(12.8)	(7.6)	(5.7)	(6.1)	(10.2)
Acquisitions	(107)	-	-	-	-	-	Interest cover - EBIT (X)	22.7	9.3	na	na	na	na
Divestitures	-	383	-	-	-	-							
Others	(342)	(41)	(200)	-	-	-							
Cash flow from investments	(54)	(43)	(29)	(200)	(200)	(200)							
Dividends paid (common & pref)	342	286	-	(12)	(31)	(51)							
Inc/(dec) in debt	-	-	-	-	-	-							
Common stock issuance (repurchas)	(49)	(416)	-	-	-	-							
Other financing cash flows	161	(211)	(172)	-	-	-							
Cash flow from financing	(5)	10	(143)	(12)	(31)	(51)							
Total cash flow	-	0	-	(48)	33	180							

Growth & margins (%)						
	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Sales growth	9.1	(14.1)	(1.3)	15.2	18.5	17.9
EBITDA growth	(8.4)	(34.9)	(39.5)	114.2	54.5	34.8
EBIT growth	(10.8)	(51.4)	(55.9)	237.6	72.1	41.3
Net income growth	(11.6)	(43.2)	(42.3)	155.0	63.6	38.9
EPS growth	(11.6)	(43.2)	(42.3)	155.0	63.6	38.9
Gross margin	38.2	37.2	37.2	37.2	38.2	38.4
EBITDA margin	11.0	8.3	5.1	9.5	12.4	14.1
EBIT margin	8.8	5.0	2.2	6.5	9.5	11.4
Net margin	8.4	5.5	3.2	7.1	9.9	11.6

资料来源: 公司数据, 高盛全球投资研究部

投资观点、目标价格面临的风险和估值方法

三花智控

投资观点: 三花智控是全球领先的制冷控制和热管理元器件供应商。我们的评级为买入, 我们看好公司在汽车/新能源车热管理领域的增长潜力, 并预计新能源车热管理系统的重要性将继续提升, 未来搭载价值量将呈现明显的上升趋势。在制冷控制元器件方面, 我们认为电子膨胀阀的持续渗透以及来自储能和海外(尤其是欧洲)户用热泵的新机会可能成为新的增长推动力。我们预计, 在原材料成本压力缓解因素和规模效应的共同推动下, 公司毛利率将进一步回升。推动因素: 来自新能源车客户的订单继续强劲; 储能热管理业务增长提速, 证明公司在扩大潜在市场规模方面的能力; 人形机器人零部件逐步成为新的收入来源。我们认为该股估值相对于我们覆盖范围内中国工业科技股的平均估值而言具有吸引力。

目标价、风险和估值方法: 我们的12个月目标价为人民币35.2元, 基于21倍的2030年预期市盈率并以9.5%的股权成本贴现回2025年。主要风险: (1) 新能源车热管理板块竞争加

剧；(2) 特斯拉销量低于预期；(3) 中国房地产竣工交付承压，对制冷控制元器件需求造成负面影响。

002050.SZ	12m Price Target: Rmb35.2	Price: Rmb25.08	Upside: 40.4%		
Buy Market cap: Rmb90.1bn / \$12.3bn Enterprise value: Rmb90.6bn / \$12.4bn 3m ADTV :Rmb2.0bn/ \$271.9mn China China Industrial Tech & Machinery M&A Rank: 3 Leases incl. in net debt & EV?: No	GS Forecast				
		12/23	12/24E	12/25E	1/26E
	Revenue (Rmb mn) New	24,557.8	28,062.4	33,694.3	40,565.9
	Revenue (Rmb mn) Old	24,557.8	28,062.4	33,694.3	40,565.9
	EBITDA (Rmb mn)	4,161.1	4,665.6	5,672.3	6,816.3
	EPS (Rmb) New	0.78	0.86	1.08	1.31
	EPS (Rmb) Old	0.78	0.86	1.08	1.31
		6/24	9/24	12/24E	--
	EPS (Rmb)	0.23	0.21	0.25	--

Source: Company data, Goldman Sachs Research estimates, FactSet. Price as of 09 Jan 2025 close.

贝斯特

投资观点：我们对贝斯特的评级为买入，我们认为在汽车零部件业务（包括燃油车及新能源汽车）稳定增长的支撑下，公司有望成为人形机器人行星滚柱丝杠具有竞争力的供应商。我们对贝斯特采用长期估值法，因其有望从切入高配置人形机器人供应链（我们预计2024-35年全球出货量将年均复合增长80%）中获益。我们预计贝斯特2024年将在高配置人形机器人行星滚柱丝杠领域占据5%的全球市场份额，2025年及以后占据15%的份额，基于：(1) 供应机床夹具产品所积累的精密制造经验；(2) 设备采购的先发优势。同时，机床零部件的商业化正在顺利推进，滚珠丝杠和直线导轨已于2024年开始被多家国内机床制造商采用或进入最终验证阶段。考虑到汽车零部件业务的稳定增长以及线性传动部件贡献的日益增加，我们认为该股估值具有吸引力。

目标价、风险和估值方法：我们的12个月目标价格为人民币29.7元，基于32倍的2030年预期市盈率并以9.5%的股权成本贴现回2025年。主要下行风险：(1) 传动部件开发慢于预期；(2) 新能源车零部件产能爬坡慢于预期；(3) 涡轮增压器渗透增速慢于预期；(4) 竞争或定价压力导致利润率低于预期。

300580.SZ	12m Price Target: Rmb29.7	Price: Rmb23.54	Upside: 26.2%		
Buy	GS Forecast				
		12/23	12/24E	12/25E	12/26E
Market cap: Rmb11.7bn / \$1.6bn	Revenue (Rmb mn) New	1,343.2	1,508.8	1,716.8	1,994.6
Enterprise value: Rmb11.5bn / \$1.6bn	Revenue (Rmb mn) Old	1,343.2	1,508.8	1,716.8	1,994.6
3m ADTV :Rmb631.3mn/ \$87.8mn	EBITDA (Rmb mn)	418.6	470.6	546.9	637.3
China	EPS (Rmb) New	0.53	0.61	0.70	0.83
China Industrial Tech & Machinery	EPS (Rmb) Old	0.53	0.61	0.70	0.83
M&A Rank: 3					
Leases incl. in net debt & EV?: Yes					
		6/24	9/24	12/24E	--
	EPS (Rmb)	0.15	0.16	0.16	--

Source: Company data, Goldman Sachs Research estimates, FactSet. Price as of 09 Jan 2025 close.

绿的谐波

投资观点

我们对绿的谐波的评级为中性，绿的谐波是一家国内领先的谐波减速机公司。我们看好该股，因为其谐波减速机潜在市场规模不断扩张，受到国内和全球工业机器人、协作机器人、人形/服务机器人、数控机床以及其他高端设备（光伏/半导体设备/医疗/航空）领域不断增长的应用所推动。公司正在积极拓展海外客户，例如，已于2024年开始向四大国际机器人品牌中至少两家的中国工厂批量供货，并预计到2024年四季度和2025年将带来更显著的收入贡献。虽然我们看好公司的长期增长潜力，并预计人形机器人业务将逐步贡献收入，但我们认为该股估值相对于我们覆盖范围内中国工业科技股而言处于合理水平。

目标价、风险和估值方法：我们的12个月目标价格为人民币111.3元，基于45倍的2030年预期市盈率并以11.5%的股权成本贴现回2025年。上行风险：(1) 人形机器人量产和/或技术进步快于预期；(2) 对重点机器人客户（尤其是外国品牌）的渗透快于预期。下行风险：(1) 国内工业/协作机器人需求低于预期；(2) 来自海外和本土品牌的竞争压力加大。

688017.SS		12m Price Target: Rmb111.3	Price: Rmb111.7	Downside: 0.4%	
Neutral		GS Forecast			
		12/23	12/24E	12/25E	12/26E
Market cap: Rmb18.8bn / \$2.6bn	Revenue (Rmb mn) New	356.2	386.6	547.7	800.1
Enterprise value: Rmb18.5bn / \$2.5bn	Revenue (Rmb mn) Old	356.2	386.6	547.7	800.1
3m ADTV :Rmb767.9mn/ \$106.8mn	EBITDA (Rmb mn)	91.2	90.1	141.6	225.3
China	EPS (Rmb) New	0.50	0.48	0.76	1.29
China Industrial Tech & Machinery	EPS (Rmb) Old	0.50	0.48	0.76	1.29
M&A Rank: 3					
Leases incl. in net debt & EV?: No					
		6/24	9/24	12/24E	--
	EPS (Rmb)	0.10	0.13	0.13	--

Source: Company data, Goldman Sachs Research estimates, FactSet. Price as of 09 Jan 2025 close.

鸣志电器

投资观点：我们对鸣志电器的评级为中性，鸣志电器是一家国内领先的控制电机及其驱动系统解决方案提供商。我们预计鸣志电器有望成为人形机器人空心杯电机供应链上的重要参与者，到2027年将在高/中/低配置机器人市场中分别占据50%/70%/70%的市场份额，这得益于其显著的成本优势以及太仓新工厂的扩产潜力，尽管公司的电机产品在速度和加速度参数等方面的竞争力弱于其他全球同业。我们预计到2027/30年公司的人形机器人空心杯电机业务收入将达到人民币4.04亿元/11.84亿元，占公司整体收入的10%/17%。但我们对于公司主营业务前景的看法较为保守，因为：1) 伺服电机市场份额扩张的过往表现疲弱；2) 2014-23年公司内生增长的年均复合增速仅为10%，而同期并购式增长的年均复合增速为23%；3) 工厂迁址/海外产能爬坡可能扰乱公司运营。在充分计入人形机器人业务以及主营业务（即控制电机及其驱动系统业务）的增长潜力之后，我们认为鸣志电器的风险回报相对于我们覆盖范围内中国工业科技股而言处于合理水平。

目标价、风险和估值方法：我们的12个月目标价格为人民币49.4元，基于37倍的2030年预期市盈率并以9.5%的股权成本贴现回2025年。上行风险：(1) 人形机器人进展快于预期，(2) 在人形机器人OEM厂商中的市场份额高于我们的预期。下行风险：(1) 终端市场需求弱于预期，(2) 控制电机及其驱动系统业务的市场份额扩张步伐慢于预期。

603728.SS	12m Price Target: Rmb49.4	Price: Rmb54.45	Downside: 9.3%		
Neutral	GS Forecast				
		12/23	12/24E	12/25E	12/26E
Market cap: Rmb22.9bn / \$3.1bn	Revenue (Rmb mn) New	2,542.8	2,510.0	2,890.4	3,424.8
Enterprise value: Rmb22.6bn / \$3.1bn	Revenue (Rmb mn) Old	2,542.8	2,510.0	2,890.4	3,424.8
3m ADTV :Rmb822.5mn/ \$114.4mn	EBITDA (Rmb mn)	211.3	127.9	273.9	423.3
China	EPS (Rmb) New	0.33	0.19	0.49	0.80
China Industrial Tech & Machinery	EPS (Rmb) Old	0.33	0.19	0.49	0.80
M&A Rank: 3					
Leases incl. in net debt & EV?: Yes					
		6/24	9/24	12/24E	--
	EPS (Rmb)	0.08	(0.10)	0.19	--
Source: Company data, Goldman Sachs Research estimates, FactSet. Price as of 09 Jan 2025 close.					

信息披露附录

申明

本人，杜茜，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述公司或其证券的个人看法。此外，本人薪金的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

高盛要素概要

高盛要素概要部分通过将一只股票的主要指标与市场（即我们的覆盖范围）和可比同业相比较来评价该股的投资背景。四个主要指标是增长、财务回报、估值倍数（估值）和综合状况（增长、财务回报、估值倍数的综合情况）。增长、财务回报和估值倍数是运用每只股票具体指标的标准化排名计算。随后取这些指标标准化排名的均值并转化为相关指标的百分位。每项指标的具体计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化，但标准方法如下：

增长指标是基于一只股票的预期销售增速、EBITDA增速和每股盈利增速（金融股仅采用每股盈利和销售增速），较高的百分位表示公司增长较快。财务回报是基于一只股票的预期净资产回报率、ROCE和CROCI（金融股仅采用净资产回报率），较高的百分位表示公司的财务回报较高。估值倍数基于一只股票的预期市盈率、市净率、股价/股息、EV/EBITDA、EV/FCF、EV/DACF（EV/经债务调整的现金流）（金融股仅采用市盈率、市净率和股价/股息），较高的百分位表示公司的估值倍数较高。综合状况百分位为增长百分位、财务回报百分位和（100% - 估值倍数百分位）的平均值。

财务回报和估值倍数使用高盛分析师在财政年度末对未来至少3个季度的预测。增长使用未来至少7个季度的财政年度预测与未来至少3个季度的财政年度预测的比较（所有指标均使用每股数据）。

如需了解高盛要素概要更具体的计算，请联络您的高盛代表。

并购评分

在我们的全球覆盖范围中，我们使用并购框架来分析股票，综合考虑定性和定量因素（各行业和地区可能会有所不同）以计入某些公司被收购的可能性。然后我们按照从1到3对公司进行并购评分，其中1分代表公司成为并购标的的概率较高(30%-50%)，2分代表概率为中等(15%-30%)，3分代表概率较低(0%-15%)。对于评分为1或2的公司，我们按照研究部统一标准将并购因素体现在我们的目标价格当中。并购评分为3被认为意义不大，因此不予体现在我们的目标价格当中，分析师在研究报告中可以予以讨论或不予讨论。

Quantum

Quantum是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库，它可以用于对单一公司的深入分析，或在不同行业和市场公司之间进行比较。

信息披露

Best, Leader Harmonious Drive Systems Co., Moons' Electric 和 Sanhua Intelligent Controls 的股票评级是相对于其所属研究范围内的其他公司的相对评级： AVIC Jonhon, Best, Bochu, CRRC Corp. (A), CRRC Corp. (H), Centre Testing Intl Group, Estun Automation Co., Faratronic, HCFA, Haitian International Holdings, Han' s Laser Technology, HangKe Technology, Hongfa Technology, Kehua Data Co., Lead Intelligent, Leader Harmonious Drive Systems Co., Luster LightTech Co., Moons' Electric, Nantong Jianghai Capacitor Co., OPT Machine Vision Tech Co., Pony Testing, Raytron Technology, Sanhua Intelligent Controls, Shanghai Baosight Software, Shenzhen Envicool Technology, Shenzhen Inovance Technology Co., Shenzhen Kstar Science & Tech, Shuanghuan Driveline, Techtronic Industries, Wuhan Raycus Fiber Laser Tech, Yiheda Automation, Zhejiang Supcon Technology Co., Zhuzhou CRRC Times Electric Co. (A), Zhuzhou CRRC Times Electric Co. (H)

与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛集团(及其关联公司，并称为“高盛”)与高盛全球投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的公司之间的关系。

没有对下述公司的具体信息披露： Best (Rmb24.03)、Leader Harmonious Drive Systems Co. (Rmb129.62)、Moons' Electric (Rmb54.10)、Sanhua Intelligent Controls (Rmb26.00)

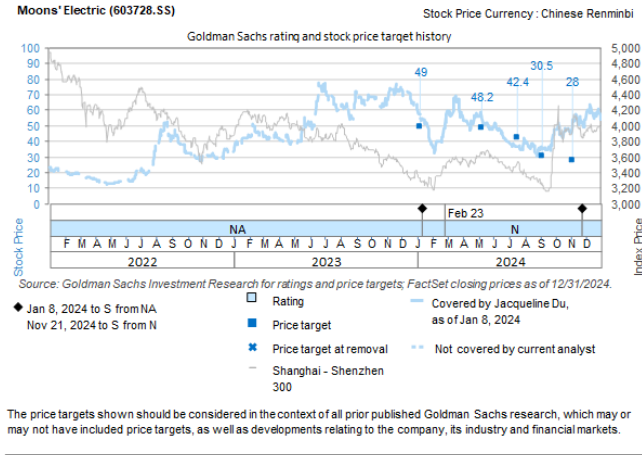
评级分布/投资银行关系

高盛投资研究部的全球研究覆盖范围

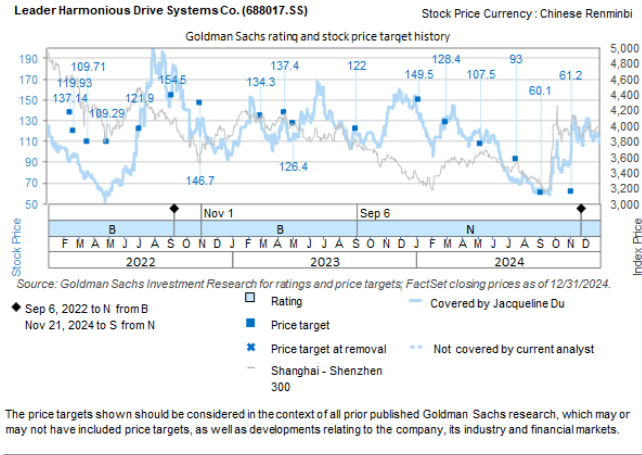
	评级分布			投资银行关系		
	买入	持有	卖出	买入	持有	卖出
全球	48%	34%	18%	64%	57%	43%

截至2025年1月1日，高盛全球投资研究部对3,021种股票评定了投资评级。高盛给予股票在各种地区投资名单中的买入和卖出评级；未给予这些评级的股票被视为中性评级，根据FINRA的披露要求，这些评级分别对应买入，持有及卖出。详情见以下“公司评级，研究范围和相关定义”部分。投资银行关系表反映了高盛在过去12个月已提供投资银行服务的公司在各评级类别中所占的比例。

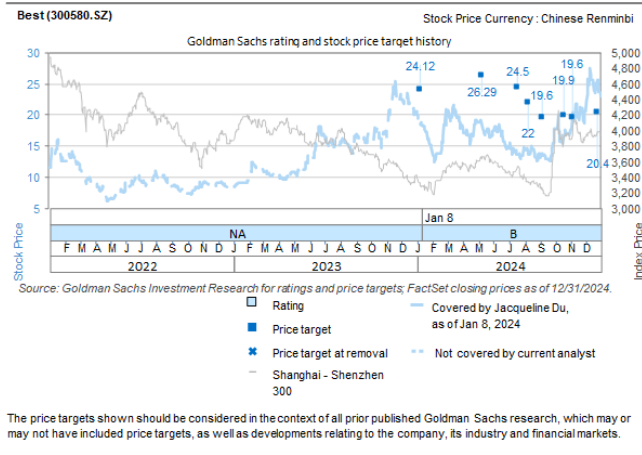
目标价格和评级历史图



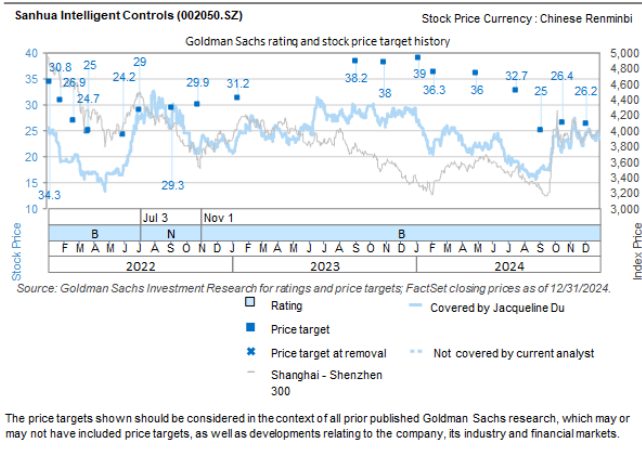
The price targets shown should be considered in the context of all prior published Goldman Sachs research, which may not have included price targets, as well as developments relating to the company, its industry and financial markets.



The price targets shown should be considered in the context of all prior published Goldman Sachs research, which may not have included price targets, as well as developments relating to the company, its industry and financial markets.



The price targets shown should be considered in the context of all prior published Goldman Sachs research, which may not have included price targets, as well as developments relating to the company, its industry and financial markets.



The price targets shown should be considered in the context of all prior published Goldman Sachs research, which may not have included price targets, as well as developments relating to the company, its industry and financial markets.

法定披露

美国法定披露

任何本报告中研究企业所需的特定公司法定披露见上文：包括即将进行交易的承销商或副承销商，1%或其他股权，特定服务的补偿，客户关系种类，之前担任承销商或副承销商的公开发售，担任董事，担任股票做市及/或专家的角色。高盛担任或可能担任本报告中所涉及发行方的债券（或相关衍生品）的交易对手。

以下为额外要求的披露：股权及重大利益冲突：高盛的策略为禁止其分析师、分析师属下专业人员及其家庭成员持有分析师负责研究的任何公司的证券。分析师薪酬：分析师薪酬部分取决于高盛的盈利，其中包括投资银行的收入。分析师担任高级职员或董事：高盛的策略通常禁止其分析师、分析师属下人员及其家庭成员担任分析师负责研究的任何公司的高级职员、董事或顾问。非美国分析师：非美国分析师可能与高盛无关联，因此可以不受FINRA 2241条FINRA 2242条对于与所研究公司的交流、公开露面及持有交易证券的限制。

评级分布：见上文评级分布披露。价格表：见上文价格表，其中包括之前的评级变化和价格目标的变化，若为电子报告，或本报告分析对象包含多家公司，请参阅高盛网站：<https://www.gs.com/research/hedge.html>。

美国以外司法管辖区规定的额外披露

以下为除了根据美国法律法规规定作出的上述信息披露之外其他司法管辖区法律所要求的披露。澳大利亚：Goldman Sachs Australia Pty Ltd及其相关机构不是澳大利亚经授权的存款机构（1959年《银行法》所定义），因此不在澳大利亚境内提供银行服务，也不经营银行业务。本研究报告或本报告的其他形式内容只可分发予根据澳大利亚公司法定义的“批发客户”，在事先获得高盛许可的情况下可以有例外。在撰写研究报告期间，Goldman Sachs Australia全球投资研究部的职员可能参与本研究报告中所讨论证券的发行公司或其他实体组织的现场调研或会议。在某些情况下，如果视具体情形Goldman Sachs Australia认为恰当或合理，此类调研或会议的成本可能部分或全部由该证券发行人承担。如本报告内容包含任何金融产品建议，则该建议仅为一般建议，且高盛提出该建议时并未考虑客户的目标、财务状况或需求。客户在就此类建议采取行动之前，应结合其自身目标、财务状况和需求来考虑该建议的适当性。高盛澳大利亚和新西兰的利益披露，以及高盛澳大利亚卖方研究独立性制度声明请参见<https://www.goldmansachs.com/disclosures/australia-new-zealand/index.html>。巴西：与CVM Resolution n. 20相关的信息披露请参见<https://www.gs.com/worldwide/brazil/area/gir/index.html>。根据CVM Resolution n. 20第20条，在适用的情况下，对本研究报告内容负主要责任的巴西注册分析师为本报告开头部分标明的第一作者，除非报告未另有说明。加拿大：这些信息仅供您参考，在任何情况下都不应被理解为Goldman Sachs & Co. LLC对加拿大证券购买者进行有关任何加拿大证券交易的广告、要约或征求行为。Goldman Sachs & Co. LLC未在适用的加拿大证券法下注册为任何加拿大司法管辖区内的交易商，通常不被允许交易加拿大证券，并且可能被禁止在加拿大某些司法管辖区内销售某些证券和产品。若您想在加拿大交易任何加拿大证券或其他产品，请联系 Goldman Sachs Canada Inc. (高盛集团的关联机构)或其他已注册的加拿大交易商。香港：可从高盛（亚洲）有限责任公司获取有关本报告中所研究公司的证券的额外资料。印度：可从高盛（印度）证券私人有限公司（分析师 印度证券交易委员会(SEBI)编号 INH000001493, 地址951-A, Rational House, Appasaheb Marathe Marg, Prabhadevi, Mumbai 400 025, India, 公司编号 U71410MH2006FTC160634, 电话 +91 22 6616 9000, 传真 +91 22 6616 9001) 获取有关本报告中研究对象或所提及公司的额外资料。高盛可能持有本报告中研究对象或所提及公司的证券（1956年印度《证券合同(管理)法》条款2(h)之定义）的1%或更高比例。证券市场投资会受到市场风险的影响。请在投资之前仔细阅读所有相关文件。在SEBI注册并获得NISM认证并非对该中间机构表现的担保，亦不能对投资者回报做出保障。高盛（印度）证券私人有限公司投资者支持部门电

邮: india-client-support@gs.com。合规负责人: Anil Rajput | 电话: + 91 22 6616 9000 | 电邮: anil.m.rajput@gs.com。日本: 见下文。韩国: 除非高盛另行同意, 本报告无论以何种方式取得, 仅供《金融服务与资本市场法》定义的“专业投资者”使用。可从高盛(亚洲)有限责任公司首尔分公司获取有关本报告所研究公司的额外资料。新西兰: Goldman Sachs New Zealand Limited 及其关联机构并非1989年新西兰储备银行法定义的“注册银行”或“存款机构”。本研究报告以及本研究报告的其他形式内容只可分发给2008年财务顾问法案定义的“批发客户”, 在事先获得高盛许可的情况下可以有例外。高盛澳大利亚和新西兰的利益披露请参见 <https://www.goldmansachs.com/disclosures/australia-new-zealand/index.html>。俄罗斯: 在俄罗斯联邦分发的研究报告并非俄罗斯法律所定义的广告, 而是以产品推广为主要目的的信息和分析, 也不属于俄罗斯法律所界定的评估行为。研究报告不构成俄罗斯法律定义的个性化投资建议, 并非针对某个具体客户, 在报告准备阶段也未分析客户的财务状况、投资特征或风险特征。高盛不对某个客户或任何其他人士基于本报告可能做出的任何投资决策承担责任。新加坡: 高盛(新加坡)私人公司(公司编号: 198602165W)(受新加坡金融管理局监管)为本研究报告承担法律责任, 若有由本研究报告所引发或与本研究报告相关的任何事宜, 请联系高盛(新加坡)私人公司。台湾: 本信息仅供参考, 未经允许不得翻印。投资者应当谨慎考虑他们自身的投资风险, 投资结果由投资者自行负责。英国: 在英国根据金融市场行为监管局的定义可被分类为私人客户的人士参阅本报告的同时应当参阅高盛以往对本报告研究企业的研究报告, 并应当参考高盛国际已经发给这些客户的风险警告资料。该风险警告资料副本, 以及本报告中采用部分金融术语的解释可向高盛国际索取。

欧盟和英国: 与欧盟委员会实施条例(EU)(2016/958)(欧盟议会和欧盟理事会条例(EU) No 596/2014的补充条款, 规定了有关投资建议或其他投资策略的推荐或建议之信息的客观陈述, 以及对特定利益或利益冲突进行披露的技术安排应达到的监管技术标准; 英国脱离欧盟和欧洲经济区之后该实施条例被纳入英国国内法律法规)第(2)条相关的披露信息可在<https://www.gs.com/disclosures/europeanpolicy.html>上获取, 该网址介绍在处理和投资研究有关的利益冲突时应参照的欧洲政策。

日本: 高盛证券株式会社是在关东财务局注册(注册号: No. 69)的金融工具交易商, 同时也是日本证券业协会日本金融期货业协会、第二类金融工具公司协会、日本投资信托协会以及日本投资顾问协会的成员。股票买卖需要缴纳与客户事先约定的佣金及消费税。关于日本证券交易所、日本证券交易商协会或日本证券金融公司所要求的适用的信息披露, 请参见与公司有关的法定披露部分。

公司评级、研究范围和相关定义

买入、中性、卖出: 分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究范围的总体潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级且拥有活跃评级(即不属于暂停评级、暂无评级、暂停研究或没有研究的股票)的股票均被视为中性评级。每个地区管理着地区强力买入名单, 该名单选自各地区投资名单上评级为买入的股票, 以总体潜在回报规模和/或实现回报的可能性为主要依据确立各自研究范围内的投资建议。将股票加入或移出此类强力买入名单, 由地区的投资评估委员会或其他指定委员会进行管理, 并不意味着分析师对这些股票的投资评级发生了变化。

总体潜在回报: 代表当前股价低于或高于一定时间范围内预测目标价格的幅度, 包括所有已付或预期股息。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。总体潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

研究范围: 每个研究范围的所有股票名单可登陆<https://www.gs.com/research/hedge.html>通过主要分析师、股票和研究范围进行查询。

暂无评级(NR): 在高盛于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时, 或由于高盛参加一项交易而存在法律、监管或政策的限制时, 或当该公司是一家处于初期阶段的生物科技公司时, 并在某些其他情况下, 投资评级、目标价格和盈利预测(如相关)根据高盛的策略未予提供或已经予以暂停。暂停评级(RS): 由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标, 我们已经暂停对这种股票给予投资评级和目标价格。此前对这种股票作出的投资评级和目标价格(如有的话)将不再有效, 因此投资者不应依赖该等资料。暂停研究(CS): 我们已经暂停对该公司的研究。没有研究(NC): 我们没有对该公司进行研究。不存在或不适用(NA): 此资料不存在或不适用。无意义(NM): 此资料无意义, 因此不包括在报告内。

全球产品; 分发机构

高盛全球投资研究部在全球范围内为高盛的客户提供并分发研究产品。高盛分布在其全球各办事处的分析师提供行业和研究, 以及宏观经济、货币、商品及投资组合策略的研究。本研究报告在澳大利亚由Goldman Sachs Australia Pty Ltd (ABN 21 006 797 897) 分发; 在巴西由Goldman Sachs do Brasil Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. 分发; Public Communication Channel Goldman Sachs Brazil: 0800 727 5764和/或contatogoldmanbrasil@gs.com。工作日(假期除外)上午9点至下午6点。Canal de Comunicação com o Público Goldman Sachs Brasil: 0800 727 5764 e/ou contatogoldmanbrasil@gs.com。Horário de funcionamento: segunda-feira à sexta-feira (exceto feriados), das 9h às 18h; 在加拿大由Goldman Sachs & Co. LLC 分发; 在香港由高盛(亚洲)有限责任公司分发; 在印度由高盛(印度)证券私人有限公司分发; 在日本由高盛证券株式会社分发; 在韩国由高盛(亚洲)有限责任公司首尔分公司分发; 在新西兰由Goldman Sachs New Zealand Limited 分发; 在俄罗斯由高盛OOO 分发; 在新加坡由高盛(新加坡)私人公司(公司号: 198602165W)分发; 在美国由高盛集团分发。高盛国际已批准本研究报告在英国分发。

高盛国际(由审慎监管局授权并接受金融市场行为监管局和审慎监管局的监管)已批准本研究报告在英国分发。

欧洲经济区: 由高盛国际(由审慎监管局授权并接受金融市场行为监管局和审慎监管局的监管)向欧洲经济区内的以下司法管辖区分发研究报告: 卢森堡大公国、意大利、比利时王国、丹麦王国、挪威王国、芬兰共和国和爱尔兰共和国; 由GSI - Succursale de Paris (巴黎分公司); 由法国审慎监管管理局授权并接受审慎监管管理局和金融市场管理局的监管)在法国分发研究报告; 由GSI - Sucursal en España (马德里分公司); 在西班牙由国家证券市场委员会授权)在西班牙王国分发研究报告; 由GSI - Sweden Bankfilial (斯德哥尔摩分公司); 由瑞典金融监管局按照瑞典证券市场法(Sw. lag (2007:528) om värdepappersmarknaden)第4章第4节作为“第三国分公司”授权)在瑞典王国分发研究报告; Goldman Sachs Bank Europe SE是一家在德国注册成立的信贷机构, 在单一监管机制下接受欧洲央行的直接审慎监督, 在其他方面接受德国联邦金融监管局(Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin)和德国联邦银行的监督, 由该机构向德意志联邦共和国和欧洲经济区内高盛国际未获授权分发研究报告的司法管辖区分发研究报告, 此外, 由GSBE哥本哈根分公司filial af GSBE, Tyskland (接受丹麦金融监管局的监督)在丹麦王国分发研究报告; 由GSBE - Sucursal en España (马德里分公司); 在有限范围内接受西班牙银行的地方监督)在西班牙王国分发研究报告; 由GSBE - Succursale Italia (米兰分公司); 在相关适用范围内, 接受意大利银行(Banca d'Italia)和意大利金融市场监管局(Commissione Nazionale per le Società e la Borsa “Consob”)的地方监督)在意大利分发研究报告; 由GSBE - Succursale de Paris (巴黎分公司); 接受金融市场管理局和审慎监管管理局的监督)在法国分发研究报告; 由GSBE - Sweden Bankfilial (斯德哥尔摩分公司); 在一定范围内接受瑞典金融监管局(Finansinspektionen)的地方监督)在瑞典王国分发研究报告。

一般性披露

本研究报告仅供我们的客户使用。除了与高盛相关的披露, 本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息, 但我们不保证该信息的准确性和完整性, 客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。报告中的信息、观点、估算和预测均截至报告的发表日, 且可能在事先通知的情况下进行调整。我们会适时地更新我们的研究, 但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外, 绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛是一家集投资银行、投资管理和证券经纪业务于一身的全球性综合服务公司。全球投资研究部所研究的大部分公司与我们保持着投资银行业务和其它业务关系。美国证券经纪交易商高盛是SIPC(<https://www.sipc.org>)的成员。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的资产管理部、自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的提议或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高盛销售人员和交易员在内的我们的客户讨论, 或在本报告中讨论交易策略, 其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件, 该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级, 此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

我公司及其关联机构、高级职员、董事和雇员, 除法规及高盛的制度所禁止的情况外, 将不时地对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有头寸或空头

头寸，担任上述证券或衍生工具的交易对手，或买卖上述证券或衍生工具。

在高盛组织的会议上的第三方演讲嘉宾（包括高盛其它部门人员）的观点不一定反映全球投资研究部的观点，也并非高盛的正式观点。

在此提到的任何第三方，包括销售人员、交易员和其它专业人士或其家庭成员，可能持有本报告提及的且与本报告分析师所表达的观点不一致的产品头寸。

在任何要约出售股票或征求购买股票要约的行为为非法的司法管辖区内，本报告不构成该等出售要约或征求购买要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。投资者可以向高盛销售代表取得或通过

<https://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp>和

https://www.fiadocumentation.org/fia/regulatory-disclosures_1/fia-uniform-futures-and-options-on-futures-risk-disclosures-booklet-pdf-version-2018取得当前期权和期货的披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

全球投资研究部提供的不同服务层级：根据您对接收沟通信息的频率和方式的个人偏好、您的风险承受能力、投资重心和视角（例如整体市场、具体行业、长线、短线）、您与高盛的整体客户关系的规模和范围、以及法律法规限制等各种因素，高盛全球投资研究部向您提供的服务层级和类型可能与高盛提供给内部和其他外部客户的服务层级和类型有所不同。例如，某些客户可能要求在关于某个证券的研究报告发表之时收到通知，某些客户可能要求我们将内部客户网上提供的分析师基本面分析背后的某些具体数据通过数据流或其它途径以电子方式发送给他们。分析师基本面研究观点（如股票评级、目标价格或盈利预测大幅调整）的改变，在被纳入研究报告、并通过电子形式发表在内部客户网上或通过其它必要方式向有权接收此类研究报告的所有客户大范围发布之前，不得向任何客户透露。

所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在我们的内部客户网上并向所有客户同步提供。并非所有研究内容都转发给我们的客户或者向第三方整合者提供，高盛也并不对由第三方整合者转发的我们研究报告承担任何责任。如需了解可向您提供的有关一个或多个证券、市场或资产类别的研究报告、模型或其它数据（包括相关服务），请联络您的高盛销售代表或登陆<https://research.gs.com>。

披露信息可以查阅<https://www.gs.com/research/hedge.html>或向研究合规部索取，地址是200 West Street, New York, NY 10282。

高盛版权所有 © 2025年

对于通过这些服务获取的信息，您仅可出于自行使用的目的进行保存、展示、分析、修改、重新排版和打印。未经高盛明确书面同意，您不得将这些信息转售或进行逆向处理从而用于计算或开发任何用于披露和/或营销的指数、或生成任何其他衍生产品或商业产品、数据或其他产品或服务。未经高盛明确书面同意，您不得以任何形式将这些信息的整体或部分向任何第三方发布、传输或复制。上述限制性要求的适用范围包括但不限于：使用、提取、下载或获取这些信息的整体或部分从而用于对机器学习或人工智能系统的训练或微调、或将这些信息的整体或部分提供或复制给任何此类系统作为提示词或输入信息。