

证券研究报告

2025年02月13日

行业报告 | 行业投资策略

看好顺周期复苏、工控出海及人形机器人——2025年工控行业投资策略

作者：

分析师 孙潇雅 SAC执业证书编号：S1110520080009

分析师 高鑫 SAC执业证书编号：S1110523080001



行业评级：强于大市（维持评级）
上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

1、工控行业复盘及2025年展望

□ 24年工控内资订单、库存均处于历史相对底部，25年有望迎来全行业复苏。

- 前三季度以来，工控行业需求弱复苏，光伏锂电触底，3C需求向好，新能源承压显著，传统行业复苏好转。
- 从目前国内工控企业三季度业绩来看，以汇川技术、伟创等为代表的国内工控企业营收保持正增长，然而受国内宏观经济波动影响，多数企业归母净利润负增长。
- 工控行业单一品类拓展至解决方案商，国产替代仍稳步推进。
- 全球工控自动化行业市场规模呈现稳定上涨态势，中国自动化厂商的国际化步伐不断加快，海外市场趋势向好。
- 人形机器人市场前景广阔，国产替代在望。2023年全球人形机器人市场规模约21.6亿美元。中国人形机器人2024年-2029年年复合增速将达93.6%。

2、投资建议

□ 主线一：内需&消费政策刺激下，25年内需消费为主下游企业有望率先受益

- 推荐逻辑：24年国家刺激消费、投资的政策极大促进了工控市场下游企业新增需求及存量市场设备智能化更新需求的增长，以内需消费为主下游企业有望于25年收益。
- 建议关注：信捷电气（小型PLC国内龙头之一）、汇川技术（工控布局广泛受益面广）、麦格米特（把握国内智能卫浴渗透率增长机遇，率先抢占市场）、雷赛智能（工控产品布局全面，步进、伺服带来营收和市占率的提升）

□ 主线二：AI服务器电源&人形机器人行业发展催生广阔增长契机

- 推荐逻辑1：AI服务器对稳定性和效率的要求使AI数据中心耗电量显著增长，AI服务器电源作为关键解决方案将为相关公司带来广阔增量机遇。
- 推荐逻辑2：人形机器人全球共振，特斯拉、英伟达以及以华为有望从中获利。
- 建议关注：麦格米特（大陆龙头，获英伟达订单）、欧陆通（深耕国内市场把握国产化替代机遇）、伟创电气（技术&研发处行业龙头，有望绑定英伟达）、雷赛智能（布局机器人市场，产品受市场认可）

□ 主线三：出海打开增量机遇的优质企业

- 推荐逻辑：欧洲加大进口，同时我国加强新兴市场合作，我国工控企业出海明显加速。
- 建议关注：伟创电气、汇川技术、英威腾

□ 风险提示：下游需求不及预期，海外开拓不及预期，技术迭代风险，竞争加剧风险，测算具有一定主观性，仅供参考

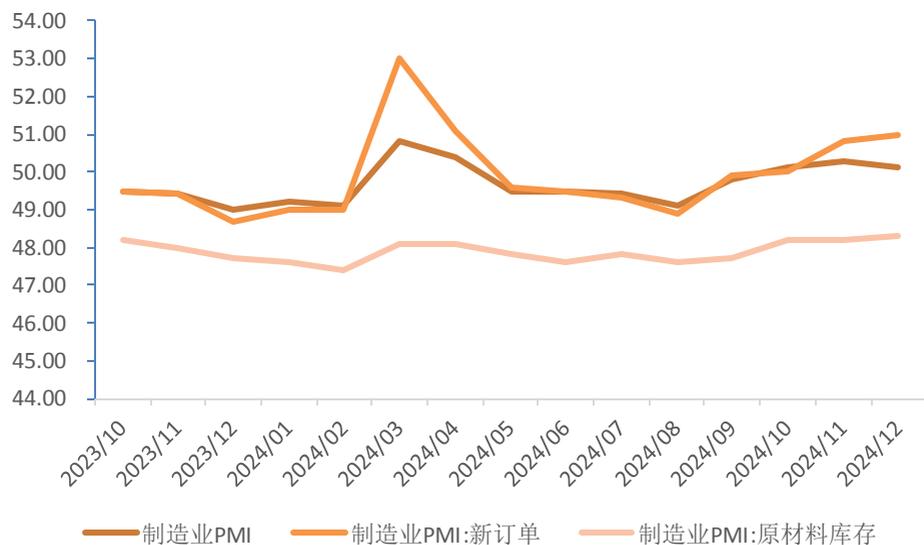
2024复盘及2025展望：

- 1、24年工控内资订单、库存均处于历史相对底部，25年有望迎来全行业复苏。
- 2、前三季度以来，工控行业需求弱复苏，光伏锂电触底，3C需求向好，新能源承压显著，传统行业复苏好转。
- 3、低压变频器、PLC等市场呈复苏态势，国产替代加速。
- 4、从目前国内工控企业三季度业绩来看，以汇川技术、伟创等为代表的国内工控企业营收保持正增长。
- 5、单一品类拓展至解决方案商，国产替代仍稳步推进。
- 6、全球工控自动化行业市场规模呈现稳定上涨态势，中国自动化厂商的国际化步伐不断加快，海外市场趋势向好。
- 7、人形机器人市场前景广阔，国产替代在望。2023年全球人形机器人市场规模约21.6亿美元。中国人形机器人2024年-2029年年复合增速将达93.6%。

24年工控内资订单、库存均处于历史相对底部，25年有望迎来全行业复苏

- 工控行业需求兼具周期性与成长性。2008年以来，我国工控行业经历了4轮周期(每轮平均3-4年)，工控设备行业指数跟随周期的起伏而涨跌，当前正处于缓慢上行周期，25年有望迎来全行业复苏。
- 我们统计了2023.10.1-2024.12.30日期间，制造业PMI、制造业PMI：新订单、制造业PMI：原材料库存、工控设备指数变化，2024年11月中国制造业PMI指数为50.3%，达到枯荣线之上，整体景气度有所改善，进入扩张区间。

图：制造业PMI表现（单位：百分比）



图：工控设备指数表现（单位：点）



光伏锂电触底，部分传统行业已呈现复苏态势

- 虽然外部环境依然严峻复杂，市场需求不足、企业盈利水平较低等困难仍然存在，但工业经济总体保持平稳增长。2024年前三季度以来，工控行业需求弱复苏，3C需求向好，新能源承压显著，传统行业复苏好转。
- 工业自动化市场按下游行业可分为项目型市场与OEM市场，项目型市场代表性行业包括冶金、化工、石化、电力、造纸等，OEM市场代表性下游行业包括锂电池、硅晶、纺织化纤、印刷包装、物流设备等。2024年一季度OEM市场同比下降7%，项目型市场增长2%。
- 电池2024Q1-Q3收入337.1亿元，同比-50%；24Q3收入105.4亿元，同比-56%，环比-8.1%。电池技术多点开花，TOPCon加速渗透。光伏组件行业合同负债较年初显著下降，截至2024Q3末，组件板块合同负债255.2亿元，环比-8.67%，较年初-24%。
- 中国海关数据显示，2024年，我国纺织品服装外贸总额3224亿美元，同比增长2.5%。我国纺织行业外贸顶住全球经济增长趋缓、贸易保护主义加剧以及地缘政治冲突交织的多重压力，实现平稳增长。
- 在“两新”、“两重”等政策实施拉动下，2024年机床工具行业中金切机床、成形机床、功能部件、切削工具等分行业实现增长。相关数据显示，1-11月，金属加工机床营业收入2321亿元，同比增长6.2%。其中，金属切削机床营业收入1493亿元，同比增长6.6%；金属成形机床营业收入828亿元，同比增长5.5%。金属加工机床新增订单同比增长3.7%，在手订单同比增长4.6%。
- 2024年以来，政策带动消费预期改善，经济基本面有望好转，全国机制纸及纸板产量生产加快。2024年1-10月，全国机制纸及纸板产量为12993.9万吨，同比增长9.2%，增速较2023年提高2.6个百分点，较2023年同期提高3.7个百分点。

工控市场有望回暖，国产替代加速

- **伺服电机**是指在伺服系统中控制机械元件运转的发动机，是一种辅助马达间接变速装置。它能够控制速度，位置精度非常准确，可以将电压信号转化为转矩和转速以驱动控制对象。根据中研普华产业研究院发布的《2024-2029年伺服电机产业现状及未来发展趋势分析报告》，2023年中国伺服电机市场规模约为195亿元，同比增长7.73%。2024年，中国伺服电机市场规模将有望超过200亿元。
- **中国伺服电机市场集中度较高**，市场份额排名前五的品牌占比超过50%。市场参与者众多，包括外资品牌和国内品牌两大阵营。外资品牌如ABB、施耐德电气、川崎重工、东芝、欧姆龙等凭借其先进的技术和品牌影响力在市场上占据一定优势。而国内品牌如汇川技术、埃斯顿等通过技术创新和品质提升，逐渐提高了市场份额，**实现了进口替代**。
- **低压变频器**作为工业自动化的重要设备，在工业生产中具有广泛的应用。根据威能电气公众号数据，2016-2022年我国低压变频器市场规模从163亿元增长到了290亿元，预计到2024年我国低压变频器市场规模将达到**348.7亿元**。
- **低压变频器的本土份额逐渐上升，国产替代空间大**。我国本土品牌在吸收国外变频技术的基础上不断创新、尝试自主研发生产，不断缩小与欧美品牌差距，且具备**交付周期短、备品备件价格大幅降低、提供质保期内的优质服务并对客户的定制化需求满足度高等优势**，部分优秀的国产品牌加速崛起，国产替代前景广阔。
- 随着工业自动化水平不断提高，PLC作为工业自动化控制系统的核心部件，其市场需求持续增长。2023年我国PLC市场规模约为**155亿元**。
- PLC控制器市场竞争激烈，在我国PLC市场中，**欧美品牌和日系品牌占据主导地位**，但国产品牌通过高性价比、灵活的业务模式及在特定行业的定制化机型开发能力，逐渐增强了市场竞争力。**特别是小型PLC市场，国产品牌已具备与外资品牌同台竞技的实力**。而在大中型PLC市场，由于工艺复杂、用户对产品安全性和抗干扰性要求高，外资品牌凭借领先的技术优势和完善的销售与服务网络占据垄断地位。然而，随着国产品牌技术水平的提升和市场经验的积累，未来有望在这一领域实现更多突破。

工业自动化行业三季度承压，行业复苏可期

- 从目前国内工控企业三季度业绩来看，以汇川技术、伟创等为代表的国内工控企业营收保持正增长。具体来看：
- **汇川技术**：通用自动化（含工业机器人）业务实现销售收入约109亿元，同比增长约4%；其中，通用伺服系统实现销售收入约43亿元，工业机器人（含精密机械产品）实现销售收入约8亿元。
- **伟创电气**：2024年1-9月，伟创电气实现营业收入11.57亿元,同期增长22.37%，主要系公司按照既定战略有序开展各项业务，产品销售势头良好，且公司持续优化产品结构和性能，凭借产品的质量优势、服务优势，保持了较强的增长动力。

图：国内部分工控企业业绩情况（亿元）

公司	营业收入				归母净利润			
	2024Q1-Q3	yoy	2024Q3	yoy	2024Q1-Q3	yoy	2024Q3	yoy
汇川技术	253.97	26.22%	92.14	20.13%	33.54	1.04%	12.36	-0.54%
伟创电气	11.57	22.37%	3.86	20.25%	2.1	34.09%	0.76	51.88%
雷赛智能	11.55	9.62%	3.32	-2.59%	1.44	56.36%	0.28	65.60%
禾川科技	6.44	-27.28%	1.61	-43.27%	-0.81	-	-0.51	-
信捷电气	12.1	11.93%	4.13	13.91%	1.74	12.69%	0.48	-5.89%
鸣志电气	18.3	-4.51%	5.65	-7.42%	0.47	-43.69%	0.07	-76.38%
麦格米特	590.3	21.06%	18.92	19.02%	4.11	-14.82%	0.97	3.86%
英威腾	31.43	-4.81%	10.3	-6.11%	0.53	-49.20%	0.44	-44.37%

中国自动化厂商的国际化步伐不断加快，海外市场趋势向好

- 相比国内工控行业市场，海外工控市场较大，中国工控市场规模约为全球的四分之一，自主品牌出海市场辽阔，2022年全球工业自动化市场超万亿人民币。在工控领域，多家企业通过在海外设立生产基地、开展跨国并购、建立销售网络、开启对外投资、实现技术转让等方式，积极拓展海外市场和参与国际化竞争，让中国制造逐渐走出国门。
- 麦格米特：在海外的发展历程可以追溯到2008年，针对不同海外区域有产品推广的侧重，例如在印度市场主要销售变频家电和自动化产品，在欧美市场主要销售电源和焊机产品等。麦格米特作为英伟达数据中心部件提供商之一，正参与其Blackwell GB200系统的创新设计与合作建设。

图：各工控公司2023年海外市场情况对比（单位：亿元）

公司简称	营业收入	营业收入同比	海外营业收入	海外营业收入同比	海外营业收入占比	主要出口地区	主要销售产品
汇川技术	304.2	32.21%	17.3	96.52%	5.72%	东南亚，持续关注欧美市场	变频器、工业机器人、电梯控制器、伺服、PLC等
中控技术	86.2	30.13%	3.43	37.42%	3.98%	重点关注沙特市场	-
麦格米特	67.54	23.30%	19.51	15.00%	28.88%	印度、美国、欧洲	变频家电、智能卫浴、医疗电源、商显电源等
英威腾	45.9	12.03%	14.75	30.65%	32.14%	覆盖挪威、德国、意大利等100多个国家和地区	光伏逆变器、储能逆变器、工业自动化产品以及新能源车控等为主

中国自动化厂商的国际化步伐不断加快，海外市场趋势向好

- ▣ 汇川技术：早在2012年，汇川就开始了国际化的探索。目前汇川海外业绩主要来源于东南亚（印度、越南和泰国为主），欧美市场作为高端制造业市场，在工业领域占据着战略引领的地位，是汇川会持续关注 and 投入的市场，汇川在规划成立北美办事处和仓储中心，并筹备建立北美生产基地，正加速通过认证提升产品的国际认可度和市场竞争力。
- ▣ 中控技术：中控技术自2017年起创新商业模式，开启了国际化的新征程。2023年4月，中控技术在瑞士证券交易所成功发行全球存托凭证（GDR）并上市，打开了国际融资渠道，提升了在国际上的知名度和影响力，助力其在全球范围内吸引更多的合作伙伴和客户。
- ▣ 英威腾：英威腾自2006年便开始进军海外市场，在开拓海外经销商方面表现出色。目前，英威腾在全球已经开拓了600多家渠道合作伙伴，覆盖了100多个国家和地区。

图：各工控公司2024年度股价变化（单位：元）



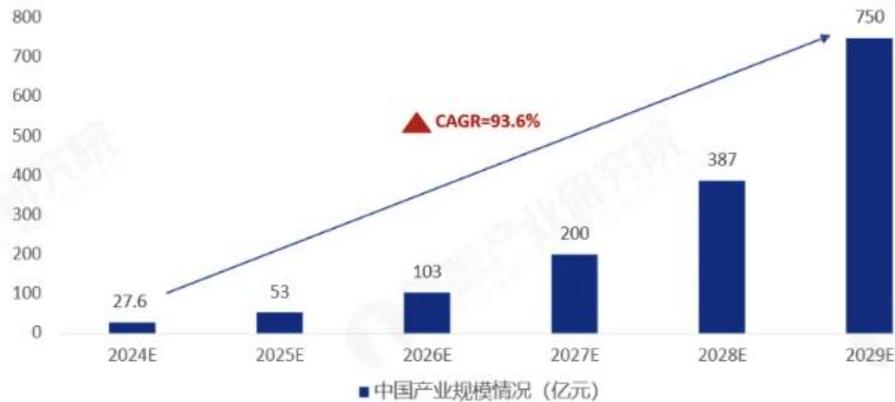
人形机器人市场前景广阔，国产替代在望

- **人形机器人空间大。**从需求侧看劳动力供给将面临短缺，用机器人代替人成为不可逆趋势；从供给端看，以ChatGPT为代表的AI大模型不断迭代，使人形机器人应用场景进一步拓宽。全球人形机器人市场规模持续增长。据九方金融研究所的数据，**2023年全球人形机器人市场规模约21.6亿美元**。根据九方金融研究所预测，**到2029年，全球人形机器人产业规模预期达324亿美元**。中国人形机器人2024年-2029年年复合增速将达93.6%。
- **人形机器人行业应用场景：**人形机器人在细分市场率先商业化，如工厂生产、安防巡检、物流配送、服务业引导等，初期功能单一，后逐步成熟转为通用型机器人，由ToB转为ToC，进入家政等市场；更远的未来，人形机器人有望应用于航天航空领域。专用型向通用型。
- **人形机器人三大核心零部件包括减速器、伺服系统和控制器，成本合计占比超70%。**

图：2023-2029年全球人形机器人产业规划情况



表：2024-2029年中国人形机器人产业规划情况

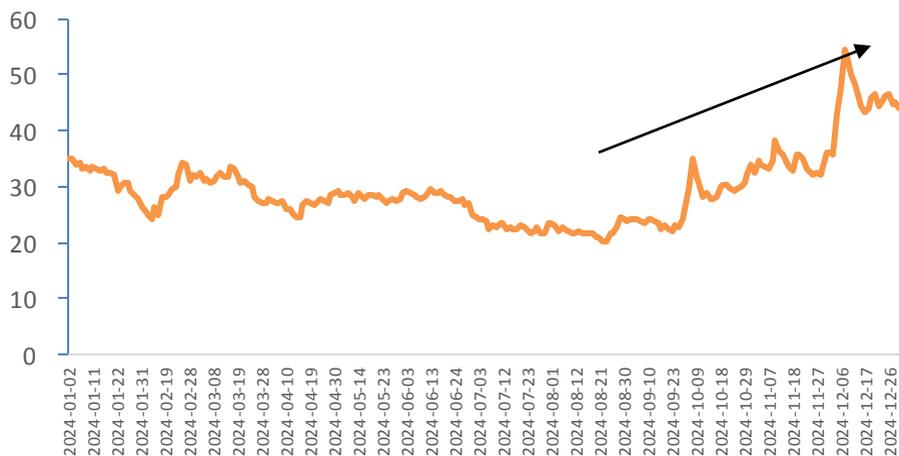


工控板块中与机器人相关公司股价迅速拉升

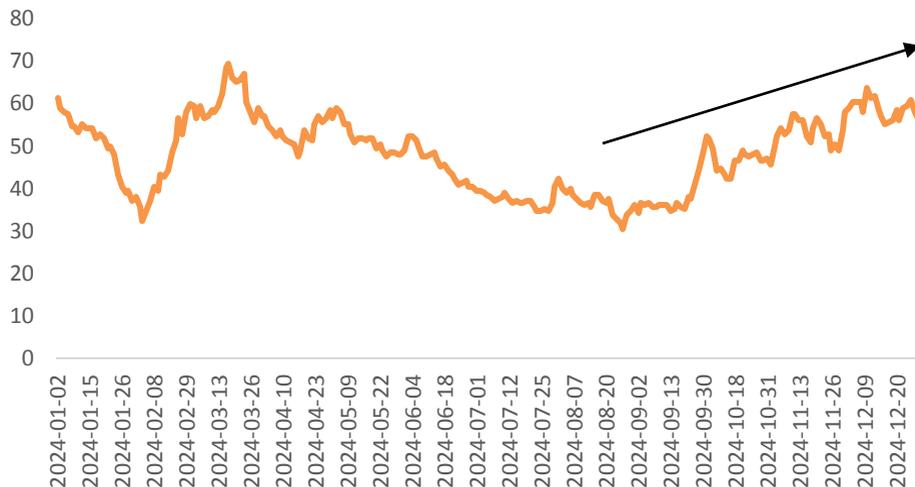
- 鸣志电器机器人蓄势待发，助推空心杯快速增长。公司的混合式步进电机产品在全球市场一直享有较高的市场地位，占据全球市场份额10%以上。公司的直流无刷电机、交流伺服电机、空心杯电机技术亦在全球居于前列水平。
- 伟创电气2022年成立机器人行业部，切入机器人产业链。公司目前主要是以机器人大配套为主，主要面向移动类、协作类、服务类的机器人领域，提供低压伺服、空心杯电机、特种无框力矩电机等核心部件。作为构建高性能机器人不可或缺的基础，包括低压伺服系统、伺服一体轮、伺服一体机、无框电机等在内的核心零部件，对于推动机器人迭代升级起着至关重要的作用。伟创自主研发机器人核心部件，帮助机器人产业自主创新。

图：鸣志电器、伟创电气2024年股价走势图（元）

伟创电气股价走势图



鸣志电气股价走势图



投资建议：

- 1、顺周期：内需&消费政策刺激下，25年内需消费为主下游企业有望率先受益
- 2、新兴产业：AI服务器电源&人形机器人行业发展催生广阔增长契机
- 3、工控出海：优质企业打开增量机遇

主线一：

顺周期：内需&消费政策刺激下，25年内需消费为主下游企业有望率先受益

推荐逻辑：24年国家刺激消费、投资的政策极大促进了工控市场下游企业新增需求及存量市场设备智能化更新需求的增长，以内需消费为主下游企业有望于25年受益。

建议关注：信捷电气、汇川技术、麦格米特、雷赛智能

推荐逻辑：利好政策密集出台，有力拉动工控设备制造行业向好发展

- 利好频出，“新增+存量”双双打开新需求：2024年国务院与工信部等部门相继出台了一系列刺激消费、投资的政策，如《推动大规模设备更新和消费品以旧换新方案》、《国务院关于促进服务消费高质量》等，12月召开的中央经济工作会议更是将“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”列为2025年九大重点任务之首，都极大促进了工控领域的需求增长。
 - 新增市场方面：在政策驱动内需影响下，终端消费需求大幅提振，下游内资工控企业未来订单有望实现增加，我们预计这将会促进业绩增长，下游企业新建产线需求同步水涨船高。
 - 存量市场方面：随着“两新”政策的深入实施，工控领域旧生产设备更新需求将日益凸显，对更新、更高技术设备产品都提出一定要求，促使行业向先进、智能、高端方向发展。
- 政策刺激效果显著：国家统计局最新数据显示，11月，在大规模设备更新相关政策带动下，专用设备制造业利润同比增长36.7%。其中，电子和电工机械专用设备制造，采矿、冶金、建筑专用设备制造，化工、木材、非金属加工专用设备制造等行业利润快速增长，同比分别增长110.6%、90.4%、35.7%。

表：24年以来刺激内需及投资政策及会议内容

政策/会议	颁布/召开时间	颁布单位	主要内容
2024年中央经济工作会议	2024年12月11至12日	-	将“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”列为2025年九大重点任务之首。提出“实施提振消费专项行动”“加力扩围实施‘两新’政策”“更大力度支持‘两重’项目”。
国务院关于促进服务消费高质量发展的意见	2024年8月20日	国务院	挖掘基础性消费潜力、激发改善型消费活力、培育壮大新型消费、增强服务消费动能优化服务消费环境、强化政策保障
促进创业投资高质量发展的若干政策施	2024年6月15日	国务院办公厅	培育多元化创业投资主体、多渠道拓宽创业投资资金来源、加强创业投资政府引导和差异化监管、健全创业投资退出机制、优化创业投资市场环境
推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案	2024年3月7日	国务院	围绕推进新型工业化，大力推动生产设备、用能设备、发输配电设备等更新和技术改造;实施汽车、家电产品、家装消费品换新行动;实施回收循环利用行动
国务院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	2024年4月30日	国务院	未来5年，基本形成资本市场高质量发展的总体框架;到2035年基本建成具有高度适应性、竞争力、普惠性的资本市场;到本世纪中叶，资本市场治理体系和治理能力现代化水平进一步提高，建成与金融强国相匹配的高质量资本市场
工业重点行业领域设备更新和技术改造指南	2024年5月23日	工业和信息化部办公厅	文件对电力装备、电子组装、电子元件、光伏等二十七个工业重点行业制定了政策及标准依据，并指明了重点方向

信捷电气：小型PLC国内龙头之一，下游应用广泛

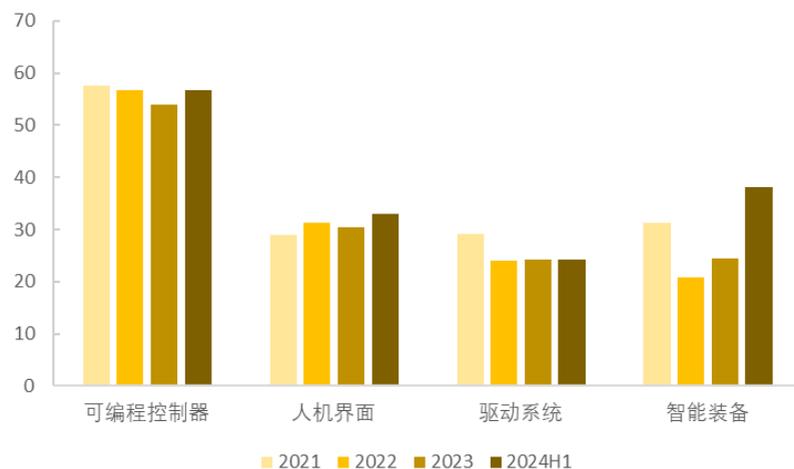
- 公司专注于用于OEM市场的小型PLC，市占率国内厂商第二为7%：**2023年信捷电气小型PLC在国内市占率7%，位居第四，在国内厂商中排名第二，产品稳定性高、抗干扰能力强等强大技术优势为持续占领市场提供保障，且目前我国小型 PLC 市场仍以西门子、三菱电机等欧日系品牌为主，2022 年小型 PLC 市场中西门子和三菱合计占有率达 51%，国产化替代空间广阔。
- 小型PLC主要下游应用行业广泛，内需&消费增加刺激传统行业增长，有望带动公司业绩增长：**OEM市场需求来自传统行业与新兴产业自动化，主要下游应用产业有纺织机械、包装机械、起重机械、食品机械等机械设备，国家政策刺激内需和消费增加，公司有望在传统行业需求扩张的推动下实现显著的营收增长。此外，PLC产品超50%的毛利率也为公司的盈利能力做出了重要贡献。
- 公司产品系列完整，可满足新增&存量市场需求：**公司紧抓市场发展和客户需求，推出如XS、XC、XD等完整齐全产品系列，覆盖客户全方位需求，处于国内厂商领先地位；公司强化控制器技术，丰富产品线，拓展至智慧农业与高端制造领域，适应目前“两新”政策拉动下的存量市场智能化需求。

表：公司产品线与应用领域

产品线		产品应用领域
通用产品	可编程控制器	XS 系列、XD 系列 (XD3、XD5、XDM 运动控制型、XDC、XDH 运动控制总线型)、XL 系列、XG 系列
	伺服系统	DS (含支持运动总线控制的 DS3E、DS5 高性能型) 系列伺服驱动器、MS 系列伺服电机
	步进驱动	两相步进驱动器、三相步进驱动器
	机器视觉	X-SIGHT 高性能一体式 SV 系列机器视觉
	低压变频器	VH 系列、VB 系列
	工业触摸屏	TS 系列、TG 系列、TH 系列、MP 系列、CCSG 系列
	文本显示器	OP 文本显示器
	一体机	XPG 系列、XP 系列、XMH 系列、XMP 系列、ZG3 系列、ZP3 系列、ZGM 系列
通讯模块	G-BOX、T-BOX、MA、COM-BLUETOOTH、XG、XL、XD	
智能装置	RC 系列智能装备控制器、视觉引导冲床上料机、焊接机、磨床、视觉检测装置和机械手	

公司产品应用领域广泛，几乎涉及所有机电一体化设备，其中核心行业如包装机械、数控机床、玻璃机械、木工机械、纺织机械等 OEM 行业。

图：公司主营业务毛利率情况(%)

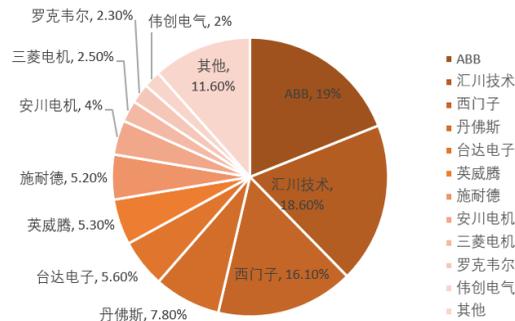


汇川技术：工控多元业务齐头并进，全方位受益制造业景气回升

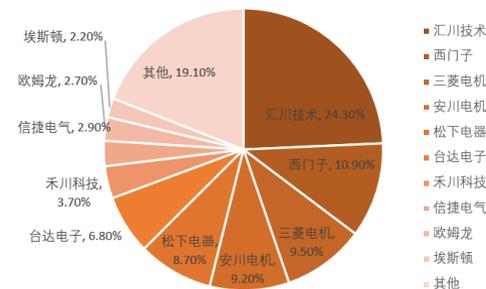
□ 多业务均占据市场龙头地位，多产品差异化解决方案满足各种需求：公司伺服、低压变频器国内市占率第一，小型PLC第二，汇川作为国内龙头有望在国产化替代过程中占据先机；此外，公司通过强大的产品组合满足下游市场多种需求：推出“PLC/HMI/CNC+伺服系统/变频系统+机器人+总线”多产品打包解决方案，满足“易用性”、“TVC（总体成本价值）”需求，推出“工控+工艺”定制化解决方案，满足“TVO（总体拥有价值，TVO=TVC+流程改造、运营模式优化等额外效益）”需求。

□ 研发水平处于市场相对高位，可快速响应市场变化：公司研发费用率长期在8%以上，研发人员占比保持在20%，22年发明专利/实用新型专利/外观设计专利/软件著作权分别新增86/481/156项，处于行业领先水平。

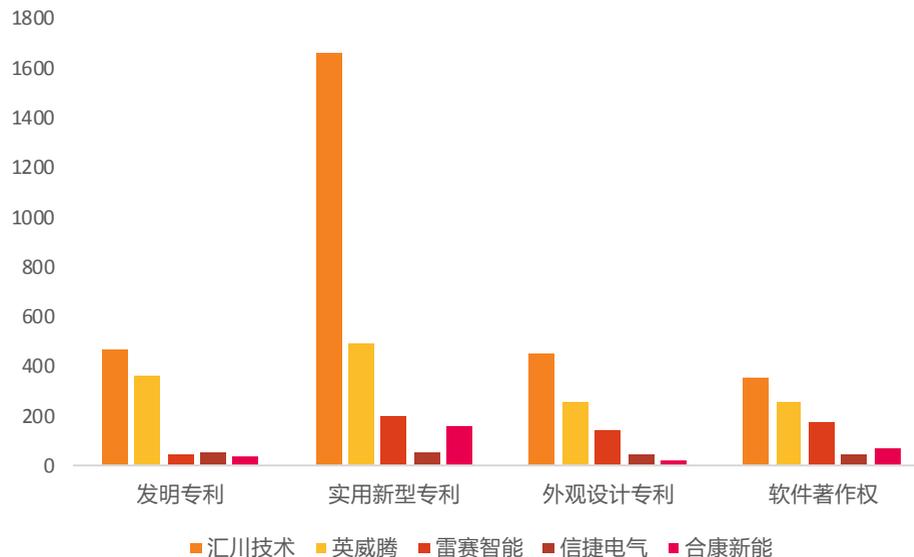
图：2022年我国低压变频器市场份额（不含风电）



图：2022年我国伺服系统市场份额



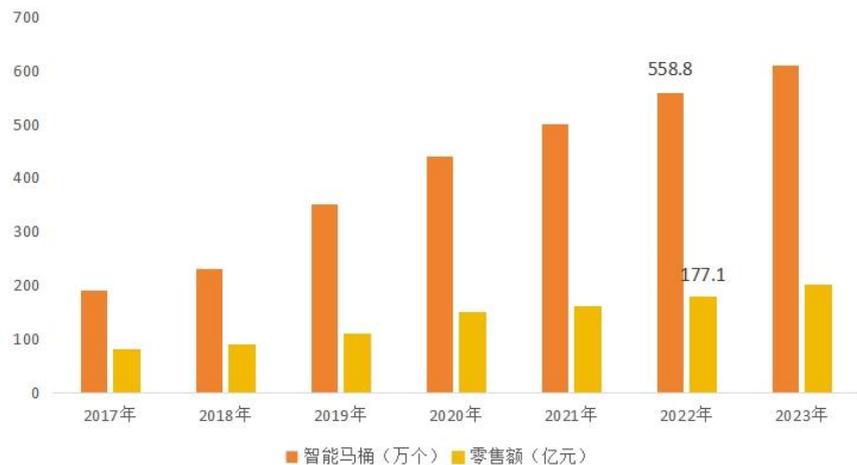
图：截至22年底工控企业累计专利情况（项）



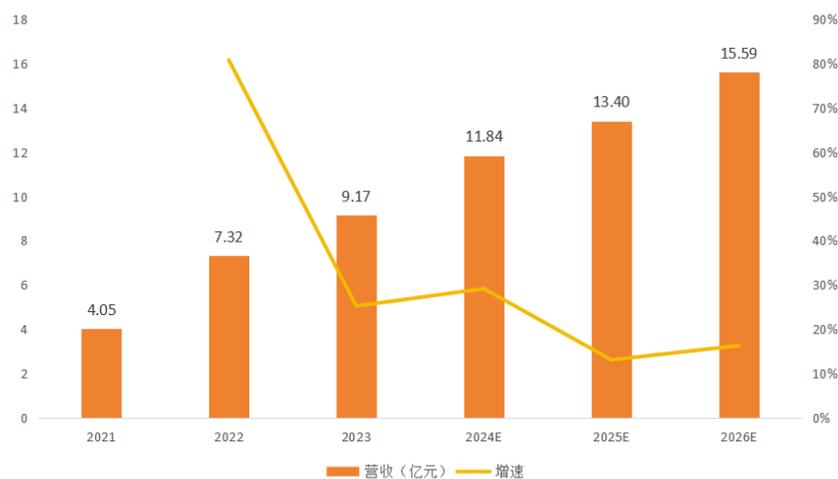
麦格米特：智能卫浴国内市场渗透率尚低，专注产品部件有望维持高增

- 智能家电电控占比营收达50%，其中智能卫浴产品国内市场渗透率尚低公司有望维持高增：24H1公司智能家电电控产品销售收入20.06亿元，同比增长43.55%，占公司营业收入的50%；目前智能卫浴市场渗透率低、更新需求高，以销售额计2022年渗透率18%，以保有量计2021年渗透率为4%，近年来随着居民生活水平提高、装修理念的转变，消费者对智能坐便器的接受程度和需求快速提升，市场规模持续增长，在国家政策刺激下智能卫浴市场有望持续快速增长，为面向B端的研发、制造提供了较好的市场机遇。
- 公司专注产品部件，与国际头部客户保持合作关系，将通过完善产业链优势不断扩大在各客户采购体系内的供应份额：全资子公司怡和卫浴作为国内智能卫浴主流解决方案ODM服务厂商，近年来在国内外品牌商和电商方面的客户覆盖越来越广泛，从核心控制部件出发，经过多年的深耕研发与市场应用，公司现已具备完善的智能马桶全产业链优势，真正成为了“智能卫浴一站式、全流程解决方案”的深度服务商。2023年期间公司新获得多家国际龙头厂商的定点及订单，为公司贡献了超行业平均增速的业绩增量。

图：智能马桶产品零售情况



图：智能卫浴收入趋势



主线二：

新兴产业：AI服务器电源&人形机器人行业发展带来广阔增量机遇

推荐逻辑1：AI服务器对稳定性和效率的要求使AI数据中心耗电量显著增长，AI服务器电源作为关键解决方案将为相关公司带来广阔增量机遇。

推荐逻辑2：人形机器人全球共振，特斯拉、英伟达以及华为有望从中获利。

建议关注：麦格米特、欧陆通、伟创电气、雷赛智能

推荐逻辑1：AI技术发展带动AI服务器电源需求上涨，在服务器内价值占比3%

- AI大模型发展，用电量大增：数字化和云服务的快速部署推动了全球数据中心的生长。随着AI服务器的市场规模不断扩大，其核心处理器，包括CPU、GPU、NPU、ASIC、FPGA等，以及内存、网络通信等芯片元器件的性能和功耗水平都在提升。耗能方面，中兴通讯股份有限公司研发总工熊勇表示，由于AI服务器的功率较普通服务器高6-8倍，电源的需求也将同步提升6-8倍。通用型服务器原来只需要2颗800W服务器电源，而AI服务器的需求直接提升为4颗1800W高功率电源，服务器能耗成本从3100元直接飙升到12400元，大涨3倍。
- AI服务器电源作为服务器重要构件，在整体价值量中价值占比约为3%，随AI服务器市场迅速扩张可为相关企业带来广阔增量。

图：AI服务器电源功率发展趋势



表：服务器构件价值占比

构件名称	作用	价值占比
处理器（CPU）及芯片组	处理器是计算机的大脑，执行计算、任务和功能。服务器处理器与电脑处理器的不同之处在于，它们通常设计用于处理更重、更复杂的工作负载。	32%-83% (高端服务器中GPU的价值占比大幅提升)
内存	内存是服务器中的重要部件之一，是与CPU进行通信的桥梁。计算机中的所有程序都在内存中执行，因此内存的性能对计算机的影响很大。	-
外部存储	外部存储通常是指连接到服务器的额外存储设备，如硬盘驱动器、网络附加存储（NAS）或云存储。在服务器上配置外部存储可以扩展服务器的存储容量，提供更多的数据存储空间。	-
电源	服务器电源主要应用在数据中心场景中，用于服务器、存储及交换机等IT设备的供电，以提供稳定的电力保障。	其中电源约3%
风扇	服务器内高功耗、高热量的电子元器件更多，服务器内部的发热量也大幅增加，此时需要布局高转速的服务器散热风扇进行散热。	
其他配件不一列举		

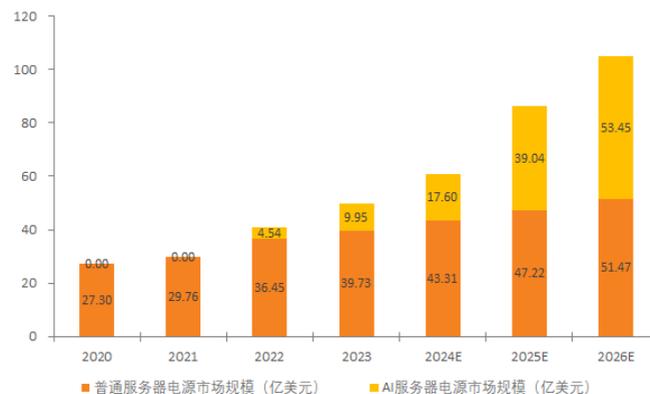
推荐逻辑1：英伟达作为数据中心人工智能芯片领域（AI）龙头占据高市场份额，2026年AC-DC市场空间有望达53亿美元

- 英伟达以90%以上市场份额拥有绝对优势：**目前，在PC及服务器GPU领域，全球GPU市场呈现“美国芯片三巨头”——英特尔、AMD和英伟达垄断的局面。研究机构Jon Peddie Research数据显示，2021年第一季度全球独立GPU领域中，英伟达是数据中心GPU市场领导者，占据81%的市场份额，拥有领先优势，AMD则以占比19%位居第二。2023年，根据富国银行的统计，英伟达目前在数据中心AI市场拥有98%的市场份额，而AMD仅有1.2%的市场份额，英特尔则只有不到1%。2024年，根据富国银行的预测，AMD虽然在2023年的AI芯片的营收仅为4.61亿美元，但是2024年将有望增长到21亿美元，将有望拿到4.2%的市场份额。英特尔也可能拿到将近2%的市场份额。这将导致英伟达的市场份额可能将小幅下滑到94%。
- 英伟达B系列服务器电源2026年市场空间有望达53亿美元：**随着AI服务器电源功率密度提升，预计单瓦价值量会有明显提升；假设未来两年出货的AC-DC产品单瓦价格为2-3人民币/瓦，同时假设25/26年GB200 NVL36出货量分别为6-8/9-14万台（根据GB200芯片出货量预期全部折算为NVL36），我们预计25年AC-DC市场空间可达238-317亿元人民币，26年AC-DC市场空间可达297-462亿元人民币；AI服务器电源呈高速增长趋势（25-26年按照均值测算），未来增量广阔。

表：英伟达AI服务器电源（AC-DC）市场规模测算（亿元人民币）

	2025E		2026E	
功率单价（人民币/瓦）	3	3	2.5	2.5
GB200 NVL36出货量（万台）	6	8	9	14
GB200 NVL36耗(kw/台)	132	132	132	132
单台价格（万人民币/台）	39.6	39.6	33	33
AC-DC空间（亿人民币）	238	317	297	462

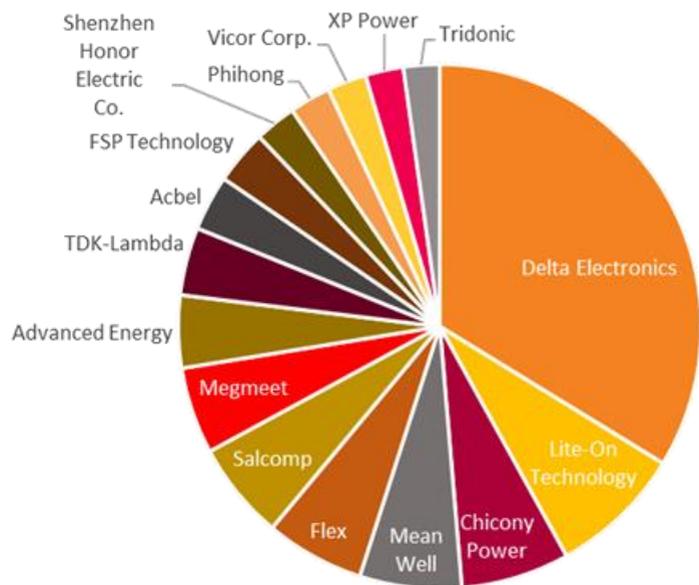
图：预计AI服务器电源（AC-DC）市场规模26年可超过50亿美元



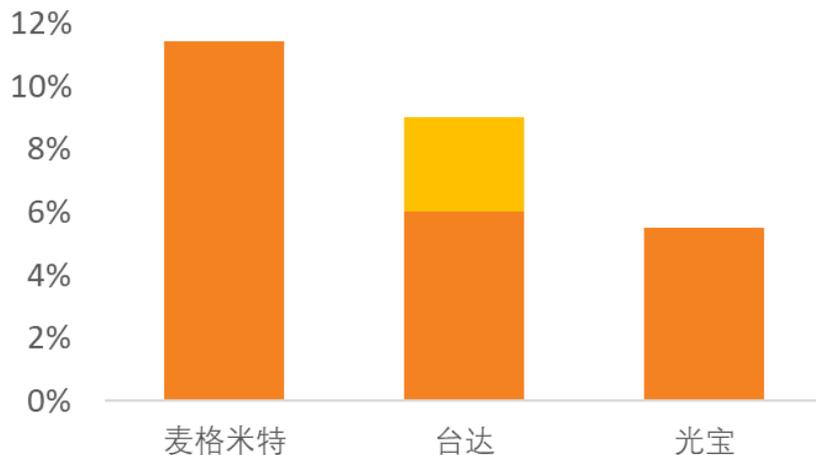
麦格米特：大陆领先持续研发减小差距，获英伟达供货资格有望实现超额收益

- 大陆地区厂商中排名第一，成本控制及服务能力的优势有望快速抢占市场份额：我国电源设备行业市场化程度较高，呈现完全竞争的市场格局。在开关电源领域，以台达和光宝为主的中国台湾地区厂商因进入市场时间较早，目前占据开关电源主要市场份额，而中国大陆电源厂商成本控制、服务能力更佳，麦格米特23年市占率为全球第7，大陆第一，其作为大陆厂商龙头未来有望快速抢占市场份额。
- 已拿到英伟达AI服务器电源供货资格并与其他头部客户合作，将持续投入研发减小与台湾厂商的技术差距：公司产品系列全面，4KW、2400W钛金以及33KW Powershelf 等最新技术突破产品将陆续亮相各大展会，可满足现阶段国内外行业头部客户对AI服务器的电源应用需求；此外，麦格米特研发费用超收入的10%，有望缩小技术差距，2023年麦格米特研发费用占收入比重为11.4%，而台达的研发投入为收入的6-9%，光宝则为5.5%。

图：2023年电源厂商Top16比较



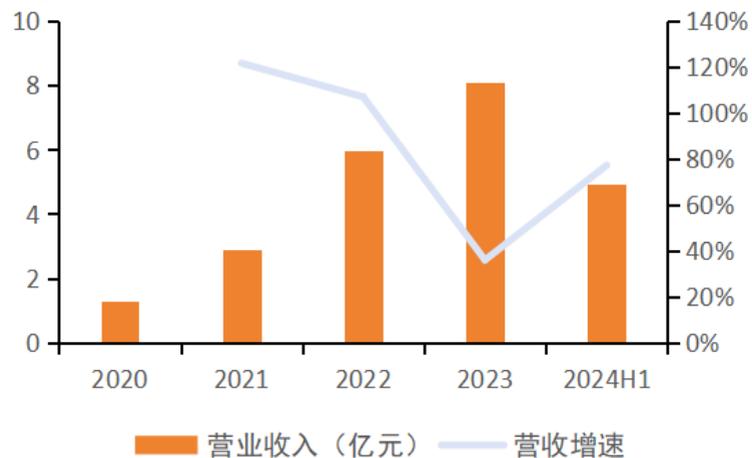
图：三家厂商2023年研发费用占收入比重对比（台达给出的范围为6%-9%）



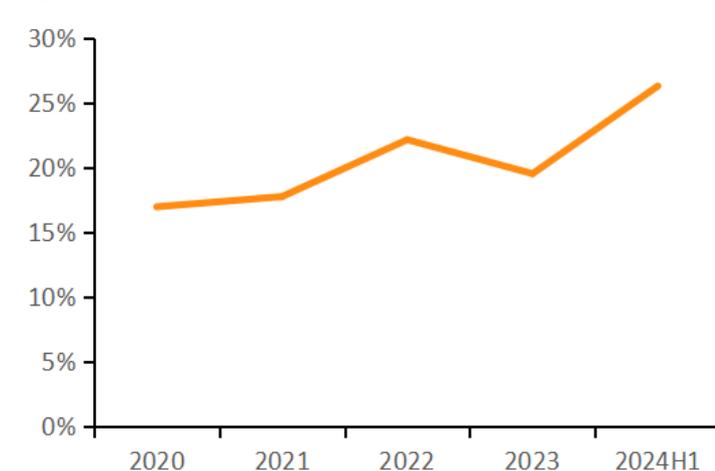
欧陆通：高功率服务器产品齐全，深耕国内市场把握国产化替代机遇

- **高功率服务器产品齐全：**在高功率服务器电源产品及解决方案上，公司已推出了包括 3200W 钛金 M-CRPS 服务器电源、1300W-3600W 钛金 CRPS 服务器电源、3300W-5500W 钛金和超钛金 GPU 服务器电源、浸没式液冷服务器电源及机架式电源解决方案等核心产品，研发技术和产品处于领先水平。
- **深耕国内市场积极把握国产化替代机会，与国内头部客户保持紧密联系：**公司是市场上少数能够实现高功率服务器电源规模销售的电源供应商，在24H1已陆续为浪潮信息、富士康、华勤、联想、中兴、新华三等国内知名服务器系统厂商出货，公司也同步与国内头部工业互联网企业等终端客户保持紧密合作，综合实力获得了客户的高度认可。
- **数据中心电源营收及毛利率显著增长：**20-24H1，公司数据中心电源营收及毛利率整体均为上升趋势，得益于数据中心的迅速发展，营收自20年1.3亿元增至23年8.1亿元，CAGR达84%；随着高功率服务器电源出货占比不断提升，产品结构改善，且公司持续优化客户结构，毛利率自20年17%增至24年H1的26.26%，盈利能力显著增强（23年毛利率下降系通用服务器行业景气度低迷导致部分中低端产品毛利率水平有所下降，但高价值量服务器电源产品仍保持较高毛利率水平）。

图：20-24H1数据中心电源营收情况



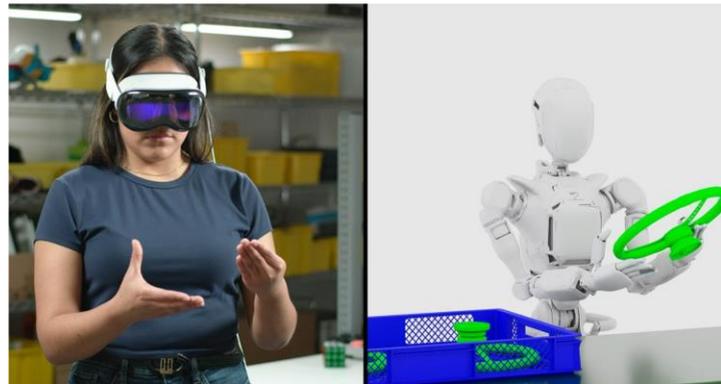
图：20-24H1数据中心电源毛利率情况



推荐逻辑2：人形机器人全球共振，国内产业链上游公司有望从中获利

- **人形机器人市场空间庞大：**根据IFR和中国电子学会数据，尽管人形机器人处于起步阶段，参照其他电子产品，渗透率超过20%后将快速增长。按23-30年CAGR30%测算，到30年我国人形机器人市场规模约8700亿元。
- **从人形机器人本体和软件出发，市场上的终端公司多点开花：**
 - **特斯拉27年有望实现50-100万个人形机器人销量，T链进入量纲指数级增长阶段：**2025年1月马斯克在视频中表示“如果一切进展顺利，明年(2026年)我们的产量将增加10倍，因此我们的目标是明年生产50,000到100,000个人形机器人，然后在第二年再增加10倍”。类比整车销量9000万辆，100万台人形机器人的量对应1.1%渗透率，市场进入从0到1的阶段。
 - **英伟达预计25年发布机器人大脑Jetson Thor，重要零部件供应商相关公司有望入局：**英伟达计划面向人形机器人市场，推出Jetson Thor计算机，Jetson Thor是英伟达推出的一系列小型高性能计算机中的新成员，能够执行复杂的任务并安全、自然地与人和机器交互，具有针对性能、功耗和尺寸优化的模块化架构。英伟达已接触多家中国台湾机床和关键零部件制造商，目标包括征求关键零组件的技术与规格，并探索合作企业加入其人形机器人供应链的可能性。
 - **华为布局人形机器人产业端倪初现：**华为自22年开始在人形机器人/具身智能方向有多种布局。从22年的专利布局，到23年的给本体公司提供系统、探索应用，甚至是自己成立全资子公司极目机器，并在24年大幅增资，与此同时成立具身智能创新中心，合作伙伴涵盖本体、灵巧手、工业机器人等。

图：英伟达人形机器人概念图



伟创电气：产品性能&技术研发处行业龙头，有望通过合资公司进入英伟达链

- 2022年成立机器人行业部，切入机器人产业链：公司目前主要是以机器人大配套为主，主要面向移动类、协作类、服务类的机器人领域，提供低压伺服、空心杯电机、特种无框力矩电机等核心部件。产品能广泛应用于人形机器人、检测机器人、工业自动化机器人、航空、医疗设备、工业工具、仪器仪表、电子设备等领域。
- 公司产品性能业内领先，技术研发不断推进：作为国内目前少数具有空心杯自主研发能力的公司，公司产品具有高转速、高扭矩和低噪音振动等优势，以高功率密度、高响应、高转速场合为主要应用场景，产品可广泛应用于机器人、医疗等行业。
 - 产品性能方面，公司首款13mm产品综合优于国内外头部厂商：1) 空载转速：伟创>MAXON>FAULHABER>鸣志；2) 响应速度（机械时间常数）：伟创<MAXON<鸣志<FAULHABER；3) 额定扭矩&最高效率：MAXON>伟创>鸣志>FAULHABER。
 - 技术研发方面，公司优势有望进一步延续：后续公司将进一步研发10mm、8mm、6mm及100000rpm的更高功率密度的产品，而国内空心杯转速主要集中在30000或60000rpm以下，公司优势有望进一步延续。
- 伟创有望通过合资公司“伟达立”绑定NV：2024年9月伟创与盟立、科达利成立合资公司“伟达立”；24年12月初，英伟达去中国台湾考察人形机器人供应链或绑定盟立；伟创有望通过合资公司给NV出货模组产品。

表：公司空心杯产品性能与国内外头部厂商对比

	伟创电气	鸣志电器	MAXON	FAULHABER
	ECH13 系列	ECU13038H36-S001	ECX SPEED 13 系列	系列 1218S006B
电机直径 (mm)	13	13	13	12
空载转速 (rpm)	85000	25640	67300	30500
最大输出功率 (W)	58	-	50	-
额定转矩 (mNm)	7	5.59	8.28	3.39
最高效率	90%	66%	92%	62%
机械时间常数 (ms)	1.52	2.55	1.63	7.7

雷赛智能：布局AGV/AMR和协作机器人细分市场，接连推出电机等产品并获得市场认可

□ **布局机器人行业：**作为运动控制领域的领航者，雷赛智能自2018年起便前瞻性布局机器人行业，特别是在AGV/AMR和协作机器人细分市场，每年输出数万套伺服系统解决方案。公司接连推出的FM2系列超高密度型无框电机、RM系列机器人关节模组、LD3mini微型伺服驱动器、以及无刷空心杯电机，满足了人形机器人对精密控制与高效能的需求。

□ **产品已实现量产并获得市场认可：**雷赛智能已实现了FM1、FM2系列高密度无框力矩电机的成功量产，年产能可达30万台。此外，公司已与国外先进企业联合开发成功关节模组产品，在2024年11月的德国展会获得广大客户的好评。雷赛智能产品已经过近百家机器人公司测试和试用，包括协作机器人和人形机器人。产品功能和性能得到市场和客户的广泛认可，公司无框力矩电机已经取得若干规模商业订单，累计供货超万台。公司表示未来将保持持续增长。公司无刷空心杯电机采用马鞍型全自动绕线技术、一次成型，具有转矩特性好、功率密度高、转速范围大、使用寿命长等众多优点，总体上达到世界一流技术水平。公司空心杯电机已经成功量产，年产能12万台。订单稳步增长。

图：雷赛智能FM2系列超高密度型无框电机



图：雷赛智能ECT无刷空心杯电机

大转矩 / ECT无刷空心杯电机

ECT-0620	φ6mmX20mm	五五五	▶ 超大转矩, 相对标准型转矩大幅提升 四种直径 φ6mm~φ30mm 额定转速 14000rpm~16000rpm 空载转速 16000rpm~17000rpm 转矩范围 43.8mNm~92.7mNm 功率范围 65W~150W 霍尔、编码器、减速机等可选配
ECT-1337	φ13mmX37mm	四四四	
ECT-2248	φ44mmX48mm	65.0W	
ECT-2266	φ22mmX66mm	85.0W	
ECT-3047	φ30mmX47mm	120.0W	
ECT-3064	φ30mmX64mm	150.0W	

主线三：

出海：优质企业打开增量机遇

推荐逻辑：欧洲加大进口，同时我国加强新兴市场合作，我国工控企业出海明显加速，海外收入占比持续提升。伟创电气/汇川技术/英威腾2023年海外营收占比分别为25.63%/5.72%/32.14%，成为业绩增长的重要支撑点。

建议关注：伟创电气、汇川技术、英威腾

我国工控企业出海明显加速，海外收入增速可观

- 2023年，我国工控企业出海明显加速，海外收入增速可观。从主要工控企业海外营收占比看，23年，汇川技术、中控技术、麦格米特、英威腾的外销收入分别同比增长 96.52%、37.42%、15%、30.65%，占总收入比例较2020年提高1.42pct、0.18pct、5.22pct、4.95pct。
- 欧洲去工业化加剧，制造业能力流失并加大进口：新冠疫情背景下，欧洲面临高通胀、高失业、供应链中断等问题，工业秩序受到扰动，俄乌危机后这些矛盾进一步加剧。对俄制裁后欧洲短期难以获取廉价能源，制造业成本大幅上升；消费端，能源短缺拉升能源价格，欧洲商品价格随之走高，从而加大进口：23年1-7月欧自华进口额达3065亿欧元，因22年基数较大同比下降13.0%，但较21年同期提升4.1%。
- 我国加强新兴市场合作：22年初RCEP对首批国家生效以来，政策红利持续释放，区域内各国经贸往来更密切；同时我国对欧洲出口的替代效应显现。从23年1-4月我国对外出口累计同比来看：东盟增加24.1%，印度增加12.8%，马来西亚增加25.9%，菲律宾增加23%，泰国增加20.7%，越南增加13.2%。
- 一带一路沿线国家增速迅猛：以越南为例，根据MIR睿工业的数据，外国投资者在越南国民经济的21个行业中投资了18个，其中，加工制造业投资最多，投资额近202亿美元，约占总投资额的64.4%，越南的加工制造业吸引了众多跨国企业的投资，尤其在电子制造、纺织服装、汽车制造和机械制造等领域。在电子制造业中，全球领先的电子企业如苹果、三星等，均在越南设有生产基地，同时，许多为这些巨头提供产品配套的供应链企业也纷纷选择在越南建立工厂。

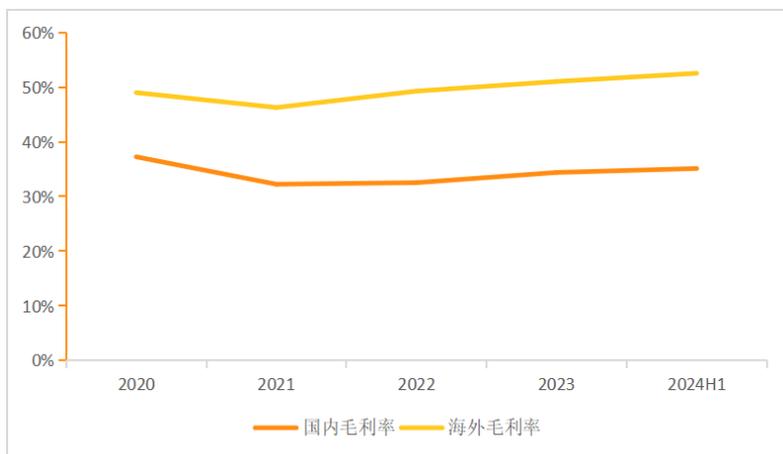
表：2023年汇川技术、中控技术、麦格米特、英威腾海外业绩情况

公司简称	营业收入(亿元)	营业收入同比	海外营业收入(亿元)	海外营业收入同比	海外营业收入占比
汇川技术	304.2	32.21%	17.3	96.52%	5.72%
中控技术	86.2	30.13%	3.43	37.42%	3.98%
麦格米特	67.54	23.30%	19.51	15.00%	28.88%
英威腾	45.9	12.03%	14.75	30.65%	32.14%

伟创电气：海外市场抬高整体利润率，光伏扬水等业务拓展海外市场

- **海外市场抬升整体业务利润水平。**公司在全球采用统一定价策略，受益于国内机电自动化产品的出口增值税“免、抵、退”政策，海外业务收入增速快于国内，且利润率显著高于国内。伟创电气在2023年海外收入占比提升明显，2022-2024H1 年海外营收占比分别为 22.39%、24.04%、25.63%。2024H1 伟创国内、海外毛利率分别为 35.1%、52.5%，海外毛利率高 17.4pct。海内外市场毛利率均持续增长。
- **光伏扬水：**光伏扬水行业专机产品以海外销售市场为主，主要应用于农业灌溉、养殖和水体治理等。伴随着全球能源多元化、清洁化、低碳化发展，未来发展空间较大，公司也将依托自身的技术创新和方案解决能力，加大新品研发，逐步完善发电、储电、节电的市场需求。
- **深入推进海外布局：**目前公司海外市场的需求主要以一带一路、亚非拉等地区为主，公司在巩固原有市场的同时，不断加大欧美等市场的开拓力度，持续进行区域扩充和重点布局。公司在海外推出技术成熟的通用产品，为市场拓展打下了良好基础，并积累了宝贵的经验和资源。公司也将进一步提供非标定制服务，丰富海外出口的产品种类，拓展多元化出海布局，聚焦优势行业，实施关联性业务拓展，并提供全场景方案定制服务，致力于打造一站式系统解决方案，进一步提升海外市场份额及品牌影响力。

图：伟创电气海内外毛利率情况



图：伟创光伏扬水产品



伟创电气：营销服务网络优势，合资子公司加速智能机器人研发

- **营销和服务网络优势：**在销售渠道方面，公司在逐渐建立了“区域+行业”的独特营销体系。区域销售侧重于区域客户的开发和维护，主要客户为区域经销商，公司经过多年国内外销售渠道的布局，拥有覆盖面广泛且高效的经销网络。截至2024H1，在国内 21 个主要城市设立常驻业务和技术服务团队，在海外成立了印度子公司，国内外经销商 304 个。公司的经销网络提高了公司产品的知名度和市场覆盖率，有利于公司捕捉市场机会，进而保证公司的成长性。
- **成立合资智能机器人公司：**基于全球市场机器人在工业领域未来的发展前景，公司与科达利、盟立成立了合资公司，集合各方优势，针对于机器人迭代发展及机器人有关的精密机械零部件、机器人关节、控制器、驱动器、减速器等关键组件，打造具备强竞争力的机电一体化核心零部件产品，如旋转关节模组（谐波/行星），直线关节模组等。公司积极关注工业自动化智能制造领域的市场需求及技术发展，持续加大研发投入发展新产品新技术，储备该领域专业人才和研发技术，为客户实现工业自动化和产品升级不断赋能。

图：伟创机器人产品



图：伟创空心杯电机产品



汇川技术：继续推进 GLOBALLOCAL 模式

- **在全球布局方面：**公司继续围绕东亚、东南亚、印度、中东北非、欧洲、美洲等区域，通过“Global Local”的模式，在销售与服务、研发、供应链等方面全方位走向国际化。公司在2024年上半年：**①**新设越南等子公司及办事处，并在泰国新建汇川联合动力工厂，目前已在全球设立18家子公司及办事处，支撑海外业务拓展；**②**加强渠道发展与管理，优化现有渠道质量，发展战略认同、能够共同成长的合作伙伴；**③**新落地10家联保中心，目前已在全球拥有26家联保中心，提供本地备件支持及现场技术服务，满足全球24小时内线上服务响应。
- **在市场拓展方面：****①**公司不断提升现有产品的性能及功能，以满足海外市场的不断变化和海外客户的多元化需求。新推出的国际版产品可满足功能安全、宽电压、高可靠及高性能应用，助力海外市场销售。**②**公司“行业线出海”与“借船出海”策略持续落地，行业TOP客户接连突破，在欧洲、印度、韩国、东南亚等市场的行业全球TOP客户建立了良好的合作关系，部分项目已获得批量订单。在24H1，公司海外业务总收入约9.5亿元，同比增长约17%。

图：汇川技术全球布局



汇川技术：电梯业务的海外市场、整体解决方案、后服务市场或将助力新发展格局

- **海外业务：**公司持续推进国际化战略，电梯业务在欧洲、印度等市场已取得良好拓展。此外，凭借与贝思特的协同效应，公司的海外客户拓展到奥的斯、迅达、通力（2021销售额全球top3）等全球电梯整机制造商巨头。23H1海外电梯业务营收超3.24亿，yoy+50%，电梯占海外业务比重40%+，为公司出海的主力。
- **产品矩阵丰富且可提供整体解决方案：**汇川与贝思特发挥产品互补优势，产品覆盖人机界面、线束线缆、门系统、井道电气、一体化控制器、控制柜、电梯物联网等，产品矩阵丰富。而汇川凭借产品完备和规模实力等优势，可向客户提供驱动/控制一体化、门系统、电缆系统等大配套解决方案。公司近年的大配套业务成效显著，22年同比+44%，跨国业务增长超 100%；23H1同增20%+，未来或将持续作为增长点。

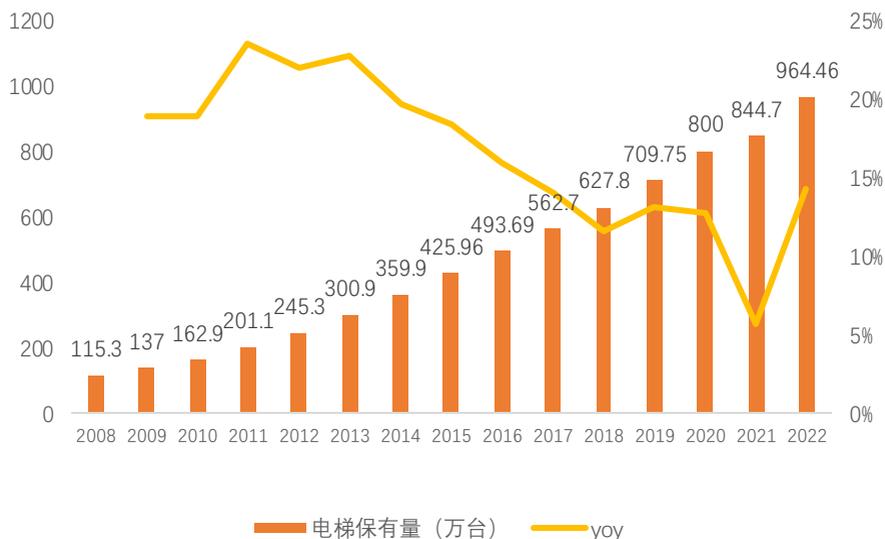
图：公司的电梯电气大配套解决方案



汇川技术：电梯业务的海外市场、整体解决方案、后服务市场或将助力新发展格局

后服务市场需求高增：随着时间推移，电梯保有量及老龄电梯数量持续增加，最早期的电梯已进入更换周期（电梯寿命15-20年），预计每年有几十万台存量梯会有后服务需求，电梯维保市场需求大。公司多年来利用数字化解决方案，拓展电梯检验、维修、保养、改造等后服务业务。早在2016年，公司便开发了互联网+电梯营运平台，通过3大产品（硬件智能、手机APP、云服务器）以及4大核心技术（移动APP办公，业务流程电子化、数据分析、智能电梯），帮助整梯企业实现电梯后市场生命周期业务拓展。互联网+电梯由两个板块组成：一是EBS业务系统，包括监测系统、业务系统、APP平台、接口集成、媒体推送平台；二是现代化的监测中心。2023年5月，公司表示电梯后服务业务在整个电梯业务占比未达10%，存在较大的提升空间，利用数字化解决方案并叠加互联网产品，相关业务潜力可期。

图：2008-2022年全国电梯保有量及增速



图：互联网+电梯模式



汇川技术：“跨步国际化”新战略，加快海外布局

□ **销售与服务体系国际化：**1) **强化区域**，基于过去积累的国际化销售与服务平台，强化区域线的行业覆盖，并针对不同海外市场的客户需求，继续推动公司创新的产品和解决方案在不同区域市场的拓展，基于这些需求的梳理，公司定义适用不同市场的通用产品，并做好全球化产品认证和竞争力的打造；2) **行业线出海**，通过与国际大客户在中国区的业务合作，以行业线运作的方式与其全球业务进行合作，公司海外业务团队已陆续出征欧洲、中东等地区，2022年上半年，公司梳理了空压机、空调与制冷、风电等十几个行业出海机会点，把公司成熟的行业解决方案推向海外，部分行业实现重点跨国客户的突破；3) **随中国制造出海**，近几年，越来越多的中国龙头企业开始拓展海外市场，公司作为这些中国龙头OEM客户在国内市场的重要供应商，也在积极跟随中国企业的步伐，在全球市场部署更为完善、健全的本土化服务体系。

□ **研发体系海外本土化：**当前除了国内设立的四个研发中心（深圳、苏州、西安、南京），公司在欧洲成立了2个研发中心：意大利米兰和德国斯图加特。米兰研发中心主要攻坚伺服系统的底层算法，提升伺服产品性能，在TOP客户的关键环节发挥了重要作用。公司在整合了伺服系统、精密滚珠丝杆等机床核心备件后，在德国斯图加特成立数控系统研发中心，完善公司在高端数控机床领域的产品线。

图：汇川技术研发中心



英威腾：积极拓展海外业务，加速光伏行业布局

- **开拓海外经销商方面表现出色：**目前，英威腾在全球已经开拓了600多家渠道合作伙伴，覆盖了100多个国家和地区。2024年2月，英威腾举办了海外经销商技术培训会，来自美国、加拿大、巴西、意大利、土耳其、巴基斯坦、印度、印度尼西亚、越南等国家的合作伙伴参加了此次培训。
- **加速光伏行业布局：**公司加速海内外布局，不断提升光伏业务的竞争力。公司持续推进潜在客户的开发和新客户的合作，今年以来相继在西班牙、意大利、南非、土耳其、菲律宾等国家参展，并针对海外不同地区的细分市场，进行针对性的产品线升级，稳步开拓国际市场。光伏产业链技术迭代加速，公司近年来接连推出XG系列并网逆变器和XD系列储能逆变器的各功率段产品，在提升效率和降本的同时，不断扩大下游应用场景，为未来业务的发展做支撑。
- **工业自动化业务：**24H1，公司积极拓展市场，工业自动化项目型市场和OEM市场销售额取得小幅增长；在起重行业，该系列变频器已广泛应用于大型塔机，并以大规模出口海外，不断刷新公司的国际市场记录。

图：英威腾海外服务网络



风险提示

- **下游需求不及预期：**若传统行业恢复不及预期，行业整体利润将受到影响；
- **海外开拓不及预期：**海外市场利润普遍高于国内，若海外开拓进度不及预期，公司盈利将受到影响；
- **技术迭代风险：**行业技术迭代持续，可能带来不同环节需求此消彼长，从而影响公司预期；
- **竞争加剧风险：**行业参与者增加可能会带来竞争加剧风险；
- **测算具有一定主观性，仅供参考：**本报告测算部分为通过既有假设进行推算，仅供参考。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS