工控&电网26Q3财报总结：工控结构性分化、电网特高压兑现力强、出海业绩略承压

--东吴电新团队

证券分析师：曾朵红
执业证书编号：S0600516080001
证券分析师：司鑫尧
执业证书编号：S0600524120002
证券分析师：许钧赫
执业证书编号：S0600525090005

2026年11月5日

请务必阅读正文之后的免责声明部分

摘要

- **电力设备&工控板块2026年前三季度收入保持增长，26Q3电力设备利润同比承压、工控利润同比改善。1）行业收入稳健增长，利润端有所分化。**电力设备/工控板块26Q1-3收入5444/1010亿元，同比+13%/+17%，归母净利润380/72亿元，同比-10%/-4%；26Q3收入1868/360亿元，同比+13%/+20%，归母净利润116/25.7亿元，同比-26%/+10%。**2）26Q3电力设备毛利率环比改善，工控毛利率承压，归母净利率同环比均有所下滑。**26Q3电力设备/工控板块毛利率22.9%/23.9%，同比-0.1/-1.3pct，环比+0.7/-2.6pct；归母净利率6.2%/7.2%，同比-3.4/-0.7pct，环比-0.9/-0.5pct。电力设备板块主要受特变电工等权重公司利润下滑影响，工控板块主要受上游材料涨价及费用投入影响。**3）26Q3末电力设备/工控板块合同负债**同比+17%/+33%，存货同比+14%/+46%，订单储备及备货规模持续增加。**4）26Q3经营活动现金流**环比回落，电力设备板块净流入49亿元，同比-73%、环比-81%；工控板块净流出10亿元，同环比均由正转负。
- **工控行业26Q3需求复苏延续，上游材料涨价挤压盈利空间，国产替代持续推进，龙头表现突出。1）电子、半导体等行业保持高景气，带动板块收入较快增长、利润同比改善。**26Q1-3工控板块实现营业收入1010亿元，同比+17%，归母净利润72亿元，同比-4%；其中26Q3收入360亿元，同比+20%、环比-2%，归母净利润25.7亿元，同比+10%、环比-8%。Q3工控OEM市场同比+6.7%，交流伺服内资份额61.85%，同比+1.18pct，需求复苏叠加国产替代支撑头部企业增长。**2）上游大宗&电子料涨价挤压盈利空间。**26Q1-3板块毛利率25.4%，同比-0.6pct，归母净利率7.1%，同比-1.5pct；其中26Q3毛利率23.9%，同环比-1.3/-2.6pct，归母净利率7.2%，同环比-0.7/-0.5pct，成本向下游传导仍有时滞。**3）备货增加导致经营性现金流阶段性承压。**26Q1-3板块经营活动现金净流入12亿元，同比-86%；其中26Q3净流出10亿元，较26Q2净流入27亿元回落。Q3末存货350亿元，同比+46%；合同负债34亿元，同比+33%。
- **人形机器人板块26Q3收入保持增长，利润同比承压、环比有所改善。1）板块收入稳健增长，利润环比回升。**26Q1-3板块实现营业收入5227亿元，同比+8%，归母净利润339亿元，同比-6%；其中26Q3收入1868亿元，同比+9%、环比+5%，归母净利润125亿元，同比-8%、环比+11%。**2）盈利能力方面，毛利率同环比下滑，归母净利率环比改善。**26Q3板块毛利率20.2%，同环比-1.2/-1.0pct；归母净利率6.7%，同环比-1.3/+0.4pct；期间费用率13.0%，同环比+0.7/-0.2pct。**3）存货持续增加，合同负债同比有所回落。**26Q3末板块存货1387亿元，同比+18%；合同负债77亿元，同比-14%。Q3经营活动现金净流入117亿元，同比-25%、环比-38%，仍保持较大规模净流入。
- **国内高压/特高压板块收入稳定增长，权重公司拖累板块利润，配电、低压电器及智能用电盈利均有所承压。1）从不同板块来看，**26Q3国内电力设备板块实现营收941亿元，同比+11%，归母净利润52亿元，同比-37%。其中，高压/特高压营收同比+14%，归母净利润同比-25%，剔除特变电工后营收同比+11%、归母净利润同比-4%；国内配电营收同比-4%，归母净利润同比-87%；低压电器营收同比-1%，归母净利润同比-28%；智能用电营收同比+79%，归母净利润-3亿元，同比由盈转亏。**2）盈利能力方面，受特变电工、新联电子公允价值变动损失等影响，板块归母净利率同比明显下滑。**26Q3国内电力设备板块毛利率22.6%，同比-0.6pct、环比基本持平；归母净利率5.5%，同环比-4.2/-2.2pct。**3）存货保持稳健增长，经营性现金流回落。**26Q3末板块存货1326.5亿元，同比+8.3%，其中高压/特高压、国内配电存货同比+13%/+12%；Q3经营活动现金净流入8.1亿元，同比-95%。
- **出海设备板块收入保持较快增长，电表企业拖累板块盈利。1）全球电力设备需求旺盛，海外订单持续兑现。**26Q3板块实现营收490亿元，同比+16%；归母净利润32亿元，同比-35%。其中电力设备出海营收同比+20%，智能用电出海营收同比-7%。**2）毛利率环比改善，归母净利率同比承压。**26Q3板块毛利率23.6%，同比基本持平、环比+1.4pct；归母净利率6.6%，同环比-5.1/+0.3pct。**3）存货、合同负债持续抬升，待交付订单储备充裕。**26Q3末存货476亿元，同比+22%；合同负债181亿元，同比+49%。Q3经营活动现金净流入34亿元，同比-15%、环比-52%。
- **AIDC板块受益于国内外AI算力建设需求扩张，收入利润同步增长。1）算力建设需求持续释放，板块收入利润保持较快增长。**26Q3板块实现营收437亿元，同比+16%；归母净利润32亿元，同比+22.5%。其中AIDC电气设备/电源营收同比+24%/+8%，归母净利润同比+16%/+33%，剔除东方电气后其余15家公司营收同比+28%。**2）盈利能力同环比均有所提升。**26Q3板块毛利率22.6%，同环比+0.7/+1.3pct；归母净利率7.4%，同环比均+0.4pct，毛利率改善及非经常性损益贡献增加支撑盈利提升。**3）存货、合同负债持续增加，经营性现金流同比改善。**26Q3末存货640亿元，同比+19.5%；合同负债557亿元，同比+12.1%，创历史新高。Q3经营活动现金净流入7亿元，较上年同期净流出8.7亿元改善、环比-70%，订单储备为后续收入确认提供支撑。
- **投资建议：**AIDC重点推荐**四方股份、阳光电源、金盘科技、麦格米特、蔚蓝锂芯、良信股份、中恒电气、科士达、优优绿能、盛弘股份**，建议关注**可立克、欧陆通、**京泉华、新特电气、江海股份、法拉电子。**电力设备出海**推荐：**思源电气、金盘科技、东方电气、伊戈尔、神马电力、白云电器、海兴电力**，建议关注：华明装备、特变电工、汽轮科技。**人形机器人**推荐**三花智控、科达利、浙江荣泰、斯菱智驱、北特科技、震裕科技、**儒竞科技，建议关注奥比中光、五洲新春、峰岹科技、福莱新材等。**工控**推荐：**汇川技术、雷赛智能、信捷电气、伟创电气**，建议关注正弦电气、禾川科技。**国内电网**推荐：**平高电气、许继电气、中国西电、国电南瑞、长高电气**，建议关注：赛晶科技。
- **风险提示：**宏观经济下行，电网投资不及预期，竞争加剧，原材料价格上涨超预期等。

目录



- 前言
- 26Q3行业总结：工控
- 26Q3行业总结：电力设备
- 投资建议与风险提示

前言

- **电力设备/工控/人形机器人板块2026Q1-Q3收入同比+13%/+17%/+8%，归母净利润同比-10%/-4%/-6%。**我们在电力设备板块选取了54家上市公司，2026Q1-Q3收入5444亿元，同比增长13%，归母净利润380亿元，同比下降10%；在工控板块选取了17家上市公司，2026Q1-Q3收入1010亿元，同比增长17%，归母净利润72亿元，同比下降4%；在人形机器人板块选取了93家上市公司，2026Q1-Q3收入5227亿元，同比增长8%，归母净利润339亿元，同比下降6%。
- **电力设备/工控/人形机器人板块2026Q3收入同比+13%/+20%/+9%，归母净利润同比-26%/+10%/-8%。**电力设备板块2026Q3收入1868亿元，同比增长13%，归母净利润116亿元，同比下降26%。工控板块2026Q3收入360亿元，同比增长20%，归母净利润26亿元，同比增长10%。人形机器人板块2026Q3收入1868亿元，同比增长9%，归母净利润125亿元，同比下降8%。

表 电力设备、工控、人形机器人板块2026Q1-Q3收入和归母净利润情况

分项	营业收入（亿元）	同比增速（%）	归属母公司股东净利润（亿元）	同比增速（%）
电力设备	5,444	13%	380	-10%
国内电力设备	2,752	12%	186	-14%
出海	1,400	15%	98	-24%
AIDC	1,292	15%	96	26%
工控	1,010	17%	72	-4%
人形机器人	5,227	8%	339	-6%

表电力设备、工控、人形机器人板块2026Q3收入和归母净利润情况

分项	营业收入（亿元）	同比增速（%）	归属母公司股东净利润（亿元）	同比增速（%）
电力设备	1,868	13%	116	-26%
国内电力设备	941	11%	52	-37%
出海	490	16%	32	-35%
AIDC	437	16%	32	22%
工控	360	20%	26	10%
人形机器人	1,868	9%	125	-8%

◆ **2026Q3电力设备板块毛利率同比基本持平、环比小幅回升，归母净利率同环比均回落；工控板块毛利率与归母净利率同环比均承压；人形机器人板块毛利率同环比回落、归母净利率环比改善。**2026Q3电力设备板块毛利率为22.9%，同比-0.1pct、环比+0.7pct，其中国内电力设备/出海/AIDC分别同比-0.6/+0.0/+0.7pct。电力设备板块归母净利率为6.2%，同比-3.4pct、环比-0.9pct，其中国内电力设备/出海/AIDC分别同比-4.2/-5.1/+0.4pct，较26Q2变动-2.2/+0.3/+0.4pct，毛利率环比改善但净利率下行。工控板块毛利率为23.9%，同比-1.3pct、环比-2.6pct；归母净利率为7.2%，同比-0.7pct、环比-0.5pct，同环比均走弱。人形机器人板块毛利率为20.2%，同比-1.2pct、环比-1.0pct；归母净利率为6.7%，同比-1.3pct、环比+0.4pct，环比有所改善。 整体来看，电力设备、国内电力设备、出海及AIDC板块归母净利率均较年初回落，其中出海降幅最大；工控、人形机器人板块归母净利率较年初实现回升，但毛利率有所回落。

图 电力设备、工控、人形机器人板块分季度毛利率情况（%）

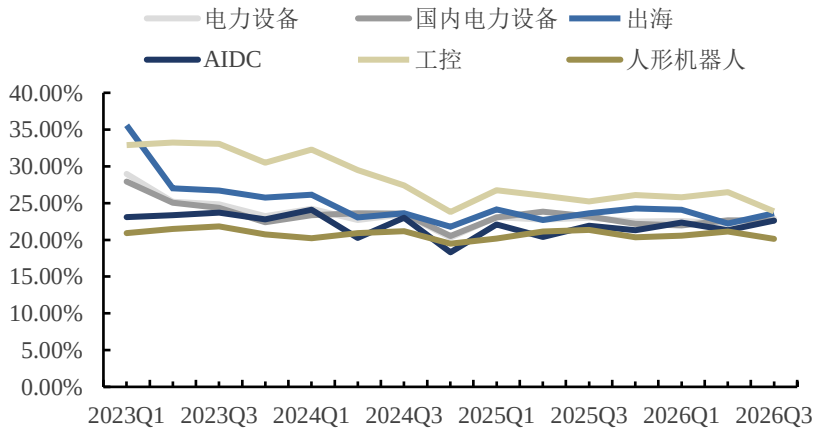
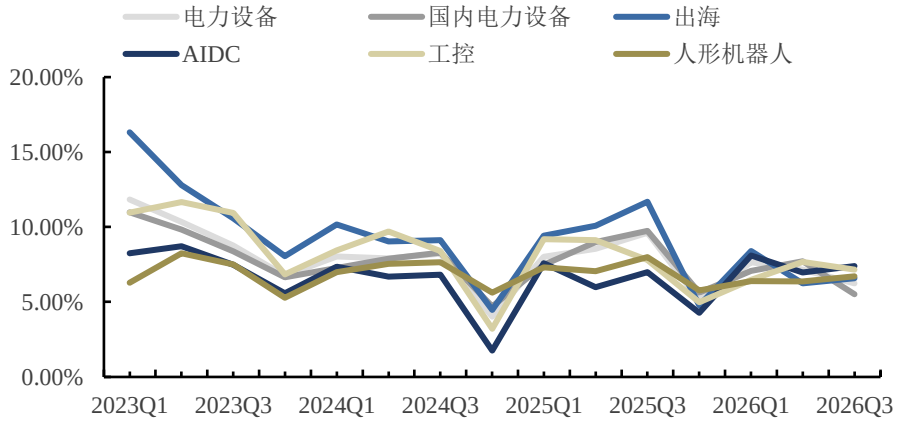


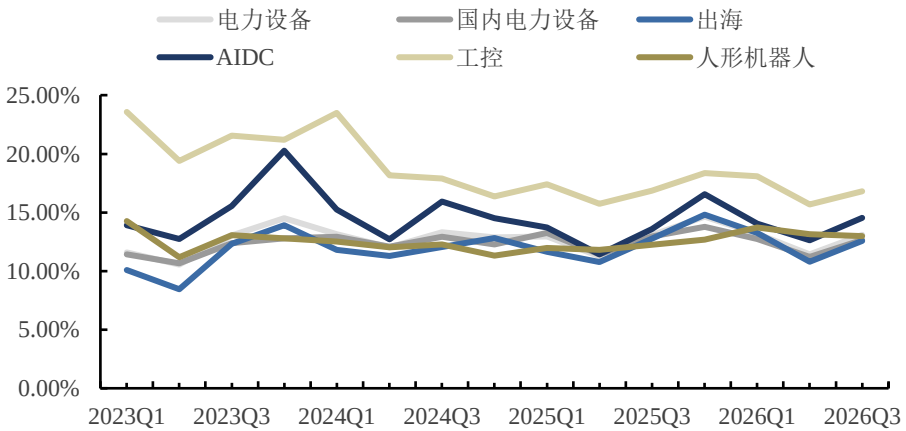
图 电力设备、工控、人形机器人板块分季度归母净利率情况（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

◆ **2026Q3电力设备板块和工控板块期间费用率同环比均有所抬升；人形机器人板块费用率同比小幅上升、环比回落。**2026Q3电力设备板块期间费用率为13.1%，同比+0.0pct、环比+1.6pct，其中国内电力设备/出海/AIDC期间费用率分别为12.7%/12.6%/14.6%，同比-0.3/-0.2/+1.0pct，环比+1.5/+1.8/+1.9pct，三大方向费用率均有所上升，其中AIDC板块升幅最为突出。工控板块期间费用率为16.8%，同比基本持平、环比+1.1pct。人形机器人板块期间费用率为13.0%，同比+0.7pct、环比-0.2pct，在各板块中费用管控相对较好。整体来看，2026Q3电力设备与工控板块费用端同环比压力有所加大，人形机器人板块费用率则保持相对平稳。

图 电力设备、工控、人形机器人板块分季度费用率情况（%）



期间费用率	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	2026Q3	Q3同比	Q3环比
电力设备	11.26%	13.06%	14.66%	13.18%	11.44%	13.08%	0.0pct	1.6pct
国内电力设备	11.43%	12.97%	13.78%	12.74%	11.20%	12.66%	-0.3pct	1.5pct
出海	10.76%	12.77%	14.81%	13.27%	10.79%	12.58%	-0.2pct	1.8pct
AIDC	11.44%	13.58%	16.56%	14.04%	12.64%	14.55%	1.0pct	1.9pct
工控	15.73%	16.86%	18.36%	18.09%	15.68%	16.81%	0.0pct	1.1pct
人形机器人	11.82%	12.24%	12.68%	13.71%	13.15%	12.98%	0.7pct	-0.2pct

数据来源：Wind，东吴证券研究所

- **2026Q3电力设备板块经营活动现金流净额为49亿元，同比-73%、环比-81%，净流入规模同环比均明显回落；工控板块经营活动现金流净额为-10亿元，同环比均由正转负；人形机器人板块经营活动现金流净额为117亿元，同比-25%、环比-38%，仍保持较大规模净流入。**截至2026Q3，电力设备板块存货规模为2,443亿元，同比+14%，较26Q2增加227亿元，环比+10%；工控板块存货规模为350亿元，同比+46%，较26Q2增加61亿元，环比+21%；人形机器人板块存货规模为1,387亿元，同比+18%，较26Q2增加108亿元，环比+8%，各板块存货普遍抬升。2026Q3电力设备板块合同负债规模为1,161亿元，同比+17%，较26Q2增加62亿元，环比+6%；工控板块合同负债规模为34亿元，同比+33%，较26Q2增加10亿元，环比+41%；人形机器人板块合同负债规模为77亿元，同比-14%，较26Q2增加5亿元，环比+7%。整体来看，电力设备、工控板块合同负债同环比均增长；人形机器人板块合同负债同比下降，但环比小幅回升。

图 电力设备、工控板块2023Q1-2026Q3经营净现金流情况（亿元）

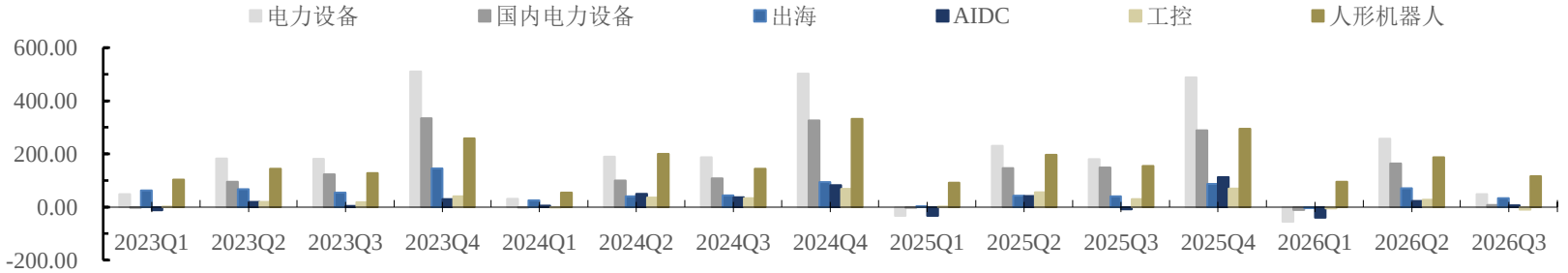


图 电力设备/工控/人形机器人板块26Q3存货（亿元）

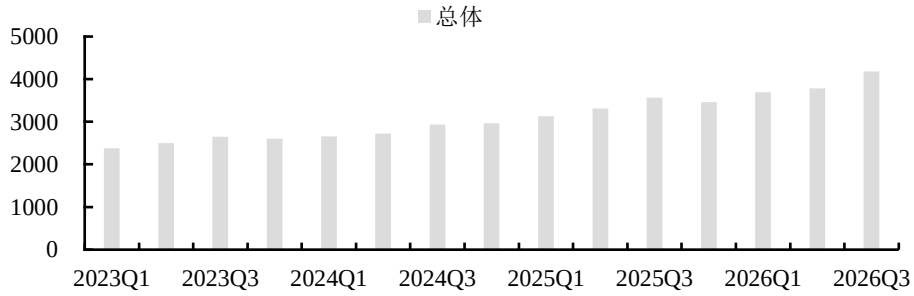
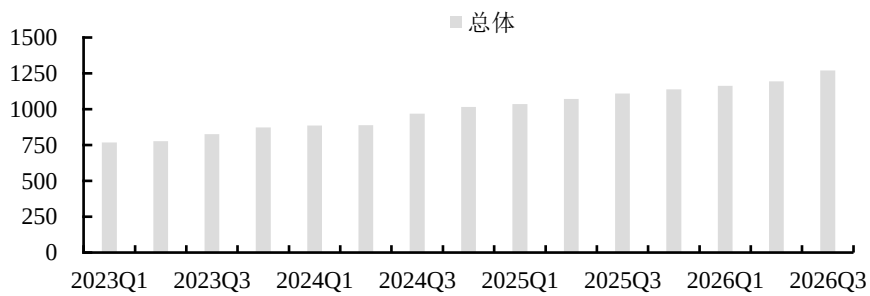


图 电力设备/工控/人形机器人板块26Q3合同负债（亿元）

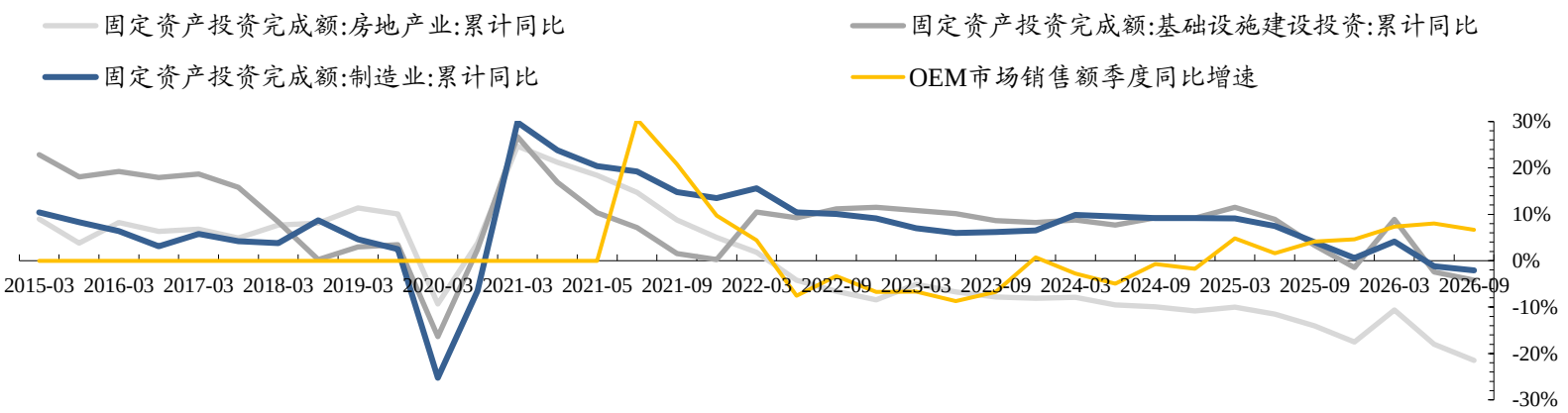


数据来源：Wind，东吴证券研究所

26Q3行业总结：工控

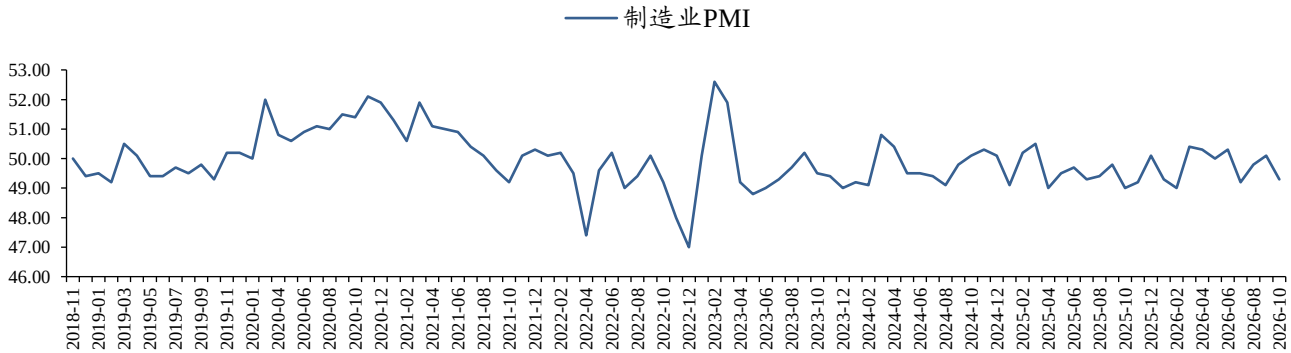
2.1 工控：需求兼具周期性及成长性

图 工控OEM市场及下游固定资产投资增速变化



周期性：

- **从历史上看，2008年以来3轮上行周期，行业增长与制造业景气度、固投的关系明确，行业业绩的波动性高于股价的弹性。**

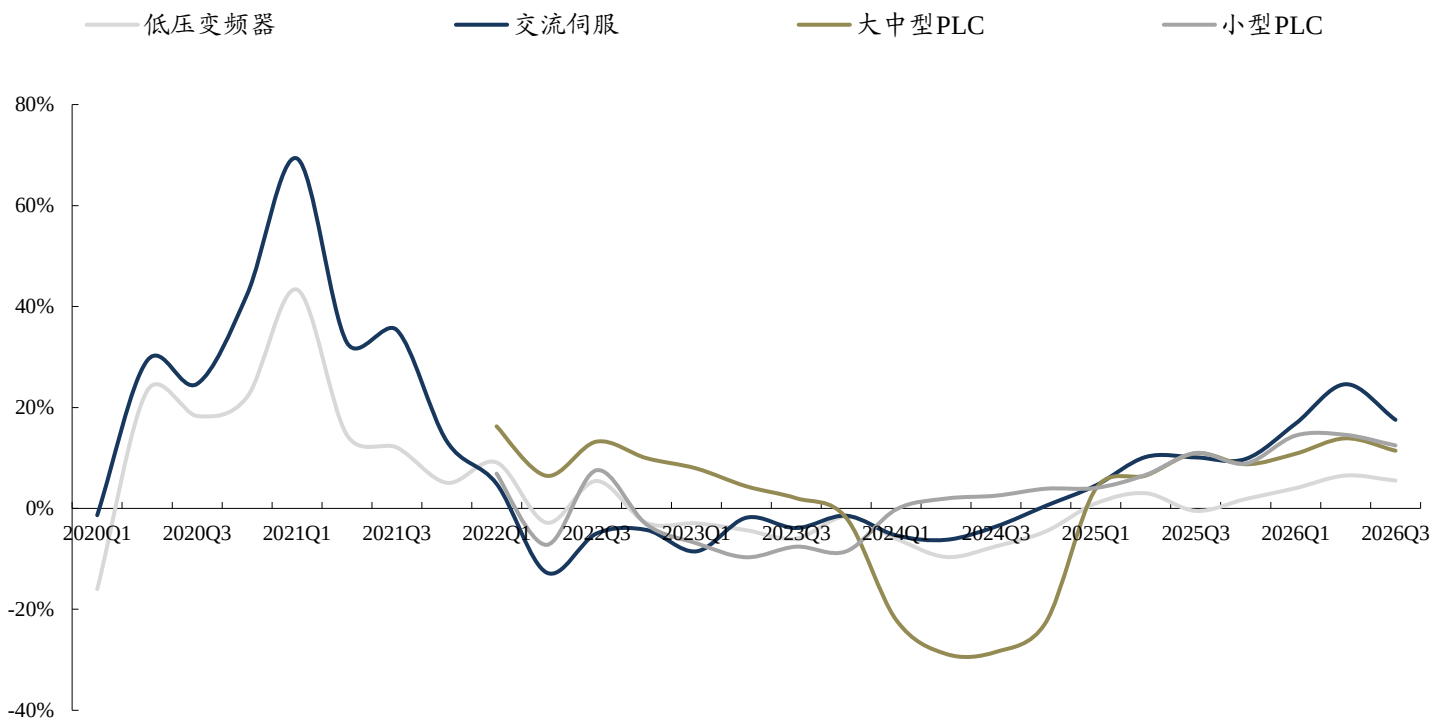


- **第一轮“四万亿计划”：** 2008年四万亿+PMI自2008年历史低位后连续反弹，2010年工控行业增速创新高，2009年、2010年年初至年末超额收益分别达93%、72%。
- **第二轮房地产三年小周期反弹：** 2013-2014年持续超额收益，房地产投资2013年初有一定反弹+轻工业用电量增长+PMI持续位于荣枯线之上，行业实现小幅增长，股价取得一定超额收益。
- **第三轮供给侧改革：** 2016H2开始反弹，制造业和房地产都是触底反弹，2017年行业弹性甚至接近2010年，说明行业弹性仍然很高，指数反弹不明显，个股龙头业绩和股价表现优异。
- **第四轮贸易战扰动：** 2018Q2开始贸易战影响下游投资信心，工控行业增速开始快速下行，股价整体有所回落。
- **第五轮先进制造驱动：** 19Q4复苏、20-21年高增，21年中景气度最高，随后增速逐步放缓。**从房地产投资驱动到制造业投资驱动**
- **新一轮周期：** 24Q4企稳、25年开始向上态势，26年趋势持续。以传统行业需求上行为主导，新能源增速相对24年放缓

数据来源：Wind，睿工业，东吴证券研究所

- **分产品来看，**2026Q3低压变频/交流伺服/中大型PLC/小型PLC销售额同比增速分别为+5.5%/+17.5%/+11.4%/+12.5%。

图 工控行业分四大产品同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

- **工控自动化市场26Q3整体增速+0.1%，高景气行业景气度维持。**1）分市场看，26Q3 OEM市场、项目型市场整体增速为+6.7%/-3.4%，新兴行业投资持续回暖，传统行业改造订单释放，项目型需求改善；2）分行业来看，26Q3 AI算力投资拉动电子行业设备需求依旧大幅增长，其中半导体景气度进一步提升，锂电因基数原因增速环比有所下降，工业机器人/包装/物流等行业高景气保持。

图 工控行业下游细分行业增速

	2025								2026					
亿元	2025Q1	YoY	2025Q2	YoY	2025Q3	YoY	2025Q4	YoY	2026Q1	YoY	2026Q2	YoY	2026Q3	YoY
OEM市场合计	**32345**	**4.8%**	**32381**	**1.6%**	**29593**	**4.1%**	**29178**	**4.6%**	**34727**	**7.4%**	**34979**	**8.0%**	**31571**	**6.7%**
机床	7450	11.0%	9186	3.9%	7299	10.0%	8270	0.3%	7972	7.0%	10013	9.0%	8029	10.0%
电池	2921	12.0%	1847	13.9%	1613	23.9%	2017	33.0%	3943	35.0%	2493	35.0%	2005	24.3%
纺织	2590	8.1%	2125	0.6%	1566	-12.4%	1434	-6.4%	2616	1.0%	2189	3.0%	1597	2.0%
电子制造	2037	3.7%	1868	-9.7%	1964	1.7%	2393	0.8%	2241	10.0%	2111	13.0%	2190	11.5%
工业机器人	1446	9.9%	1454	13.1%	1276	27.3%	1180	18.2%	1764	22.0%	1818	25.0%	1450	13.6%
半导体	1700	4.0%	1491	-1.6%	1054	-3.4%	1263	-4.2%	1955	15.0%	1789	20.0%	1380	30.9%
物流	1201	7.8%	1554	11.6%	1559	17.9%	986	8.8%	1321	10.0%	1772	14.0%	1710	9.7%
电梯	1036	-3.2%	1612	-5.3%	1390	-4.3%	1251	-1.3%	1026	-1.0%	1564	-3.0%	1418	2.0%
暖通空调	1238	3.9%	1320	-12.4%	1462	-0.7%	1117	30.6%	1263	2.0%	1492	13.0%	1540	5.3%
包装	1799	0.0%	1347	8.8%	1703	20.2%	1303	41.8%	1835	2.0%	1455	8.0%	1681	-1.3%
起重	840	-6.3%	846	-8.4%	749	-11.4%	669	-9.5%	773	-8.0%	863	2.0%	771	2.9%
食品饮料	739	10.6%	782	4.8%	959	4.9%	820	-5.3%	776	5.0%	798	2.0%	911	-5.0%
塑料	681	5.7%	686	7.0%	743	6.0%	519	2.8%	667	-2.1%	665	-3.1%	713	-4.0%
纸巾	436	-4.6%	493	-0.6%	444	4.0%	360	-5.3%	440	0.9%	503	2.0%	457	2.9%
橡胶	674	3.2%	430	2.6%	637	6.9%	449	2.7%	661	-1.9%	439	2.1%	650	2.0%
建材	361	3.4%	396	17.5%	371	4.5%	236	29.7%	336	-6.9%	384	-3.0%	352	-5.1%
工程机械	338	-12.4%	309	-9.6%	333	-7.2%	214	-8.2%	328	-3.0%	294	-4.9%	326	-2.1%
制药	299	2.4%	286	-3.4%	304	-4.4%	283	-6.0%	302	1.0%	255	-10.8%	280	-7.9%
印刷	244	-9.0%	313	-8.5%	319	-9.4%	298	-1.7%	195	-20.1%	247	-21.1%	294	-7.8%
烟草	35	6.1%	29	-3.3%	48	6.7%	50	6.4%	33	-5.7%	28	-3.4%	47	-2.1%
其他	4280	-2.8%	4007	0.1%	3800	-7.3%	4066	2.7%	4280	0.0%	3807	-5.0%	3770	-0.8%
项目型市场合计	**57280**	**3.2%**	**55207**	**-2.6%**	**56383**	**-0.4%**	**50737**	**-3.3%**	**57308**	**0.0%**	**52789**	**-4.4%**	**54488**	**-3.4%**
化工	16427	2.9%	15032	-1.0%	12295	-6.3%	11971	-8.3%	15606	-5.0%	13558	-9.8%	11553	-6.0%
市政及公共设施	12385	10.0%	12039	2.9%	12946	3.9%	11217	-2.2%	13004	5.0%	11071	-8.0%	12687	-2.0%
电力	5569	7.9%	6516	6.9%	6783	13.1%	6368	7.9%	5959	7.0%	7551	15.9%	7393	9.0%
石化	5814	9.0%	4282	-6.7%	4797	-10.3%	3963	-13.5%	5581	-4.0%	3934	-8.1%	4350	-9.3%
冶金	2801	-13.4%	3459	-10.4%	5457	-6.3%	3045	-9.4%	2661	-5.0%	3217	-7.0%	4966	-9.0%
汽车	1184	5.8%	2397	4.9%	1435	8.0%	1456	5.9%	1196	1.0%	2241	-6.5%	1363	-5.0%
采矿	1187	5.0%	1127	10.0%	1366	11.0%	1396	6.8%	1460	23.0%	1142	1.3%	1393	2.0%
造纸	834	6.8%	764	4.1%	930	0.6%	840	-6.3%	826	-1.0%	772	1.0%	958	3.0%
其他	11079	-3.7%	9591	-14.4%	10374	-0.1%	10481	-0.4%	11015	-0.6%	9303	-3.0%	9825	-5.3%
工控行业合计	**89625**	**3.8%**	**87588**	**-1.1%**	**85976**	**1.1%**	**79915**	**-0.6%**	**92035**	**2.7%**	**87768**	**0.2%**	**86059**	**0.1%**

数据来源：Wind，东吴证券研究所

- **Q3企业订单及销售受高基数影响增速有所下降，Q4及27年预计延续快速增长。**年初以来，锂电、半导体、消费类3C行业持续高景气，物流、包装、印刷等多行业持续表现较好，食品饮料、纺织、液晶、机床等行业需求复苏。我们预计全年工控OEM市场销售额同比5~10%增长，内资公司凭借新兴产业需求复苏加速及持续替代日系品牌实现快速增长。

表 工控公司月度销售/订单统计（亿元）

产品类型		伺服						低压变频器				中大PLC	
厂商		安川		松下		台达		ABB		安川		施耐德	
销售/订单		销售	GR	销售	GR	销售	GR	销售	GR	销售	GR	订单	GR
2023Q1	1月	1.2	-40%	0.74	-27%	1.1	-33%	4.5	-10%	0.6	-25%	1	-6%
	2月	1.5	-6%	0.89	-63%	1.15	-3%	5.1	2%	1	113%	0.72	3%
	3月	2.2	29%	1.74	0%	1.35	2%	5.5	10%	0.96	12%	0.44	10%
2023Q2	4月	2.2	69%	0.99	-53%	1.35	-11%	5.7	46%	1	n.a.	0.5	11%
	5月	1.9	-10%	1.14	-31%	1.3	-13%	4.5	15%	0.97	94%	0.7	-7%
	6月	2.15	8%	1.15	-36%	1.3	-24%	2.8	-8%	0.79	-21%	0.67	-4%
2023Q3	7月	1.8	13%	0.87	-25%	1.2	-6%	3.2	-20%	0.7	-42%	0.75	0%
	8月	1.4	-7%	1.04	-2%	1.1	-6%	2.8	-3%	0.65	-41%	0.7	8%
	9月	1.3	0%	1.17	-24%	1	-7%	5.7	36%	0.8	-33%	0.75	0%
2023Q4	10月	1.2	-8%	0.82	-9%	1	-5%	3.3	0%	0.7	-30%	0.7	-4%
	11月	1.4	-7%	1.01	3%	1.2	11%	2.2	-4%	0.8	-20%	0.75	-6%
	12月	1.6	14%	1.12	2%	1.1	9%	3.5	59%	0.7	-30%	0.9	-2%
2024Q1	1月	1.65	38%	1	35%	1.2	4%	4.8	7%	0.65	8%	0.95	-5%
	2月	1.4	-7%	0.76	-15%	1.15	-9%	3.7	-27%	0.35	-65%	0.65	-10%
	3月	1.65	-41%	1.12	-36%	1.1	-19%	5.1	-7%	0.7	-27%	0.5	14%
2024Q2	4月	1.5	-32%	1.77	79%	1.4	4%	5.2	-9%	0.85	-15%	0.45	-10%
	5月	1.3	-46%	1.61	41%	1.35	4%	4	-11%	0.75	7%	0.7	0%
	6月	1.1	-49%	1.41	23%	1.3	0%	4.8	71%	0.7	-11%	0.72	7%
2024Q3	7月	1.2	-33%	1.12	29%	1.35	13%	3.2	0%	0.75	7%	0.66	-12%
	8月	1.3	-7%	1.22	17%	1.2	9%	2.6	-7%	0.75	15%	0.6	-14%
	9月	1.2	-8%	1.23	5%	1.1	10%	4.4	-23%	0.7	-13%	0.66	-12%
2024Q4	10月	1.1	-8%	0.92	12%	1.09	9%	3.2	-3%	0.6	-14%	0.62	-11%
	11月	1.6	7%	1.12	11%	1.3	8%	2.8	27%	0.75	7%	0.78	4%
	12月	1.5	-6%	1.26	13%	1.2	9%	3	-14%	0.8	14%	0.9	0%
2025Q1	1月	0.98	-41%	1.14	-14%	1.2	0%	4.2	-13%	0.52	-20%	0.95	0%
	2月	2	43%	1.02	34%	1.27	10%	3.9	5%	0.65	86%	0.7	8%
	3月	1.2	-8%	1.19	6%	1.15	5%	5.1	0%	0.76	9%	0.48	-4%
2025Q2	4月	1.5	0%	1.78	1%	1.35	-4%	4.9	-6%	0.7	-18%	0.42	-7%
	5月	1.4	8%	1.61	0%	1.38	2%	4.2	5%	0.61	-19%	0.65	-7%
	6月	1.4	27%	1.44	2%	1.35	4%	5.3	10%	0.68	-3%	0.66	-8%
2025Q3	7月	1.5	25%	1.1	-2%	1.36	1%	3	-6%	0.67	-11%	0.68	3%
	8月	1.7	31%	1.43	17%	1.3	8%	2.3	-12%	0.72	-4%	0.57	-5%
	9月	0.9	-25%	1.32	7%	1.15	5%	4.3	-2%	0.65	-7%	0.55	-17%
2025Q4	10月	1.2	9%	0.96	4%	1.11	2%	3.6	13%	0.6	0%	0.5	-19%
	11月	1.5	-6%	1.22	7%	1.32	2%	3.2	14%	0.68	-9%	0.65	-17%
	12月	1.6	7%	1.41	9%	1.3	8%	3.5	17%	0.62	-23%	0.8	-11%
2026Q1	1月	1.9	94%	1.25	10%	1.5	25%	6.1	45%	0.85	63%	1	5%
	2月	0.86	-57%	0.95	-7%	1.1	-13%	4.1	5%	0.4	-38%	0.5	-29%
	3月	1.3	8%	1.33	12%	1.25	9%	4.5	-12%	0.66	-13%	0.5	4%
2026Q2	4月	1.45	-3%	1.98	11%	1.43	6%	4.5	-8%	0.8	14%	0.43	2%
	5月	1.5	7%	1.82	13%	1.53	11%	5.5	31%	0.76	25%	0.7	8%
	6月	1.3	-7%	1.62	13%	1.47	9%	6.5	23%	0.77	10%	0.65	-2%
2026Q3	7月	1.4	-7%	1.36	24%	1.58	16%	2.7	-10%	0.83	24%	0.72	6%
	8月	1.6	-6%	1.72	20%	1.6	23%	2.25	-2%	0.8	11%	0.5	-12%
	9月	1.3	44%	1.52	15%	1.45	26%	5.5	8%	0.67	3%	0.6	9%

2.4 竞争格局：下游需求分化，国产替代持续推进

- **伺服：AI与电子设备需求支撑，国产优势延续。**1）需求端：26Q3 AI投资、手机工艺升级带动PCB、半导体及机床设备需求，锂电、物流等行业修复。2）供给端：国产头部依托性价比、快速响应及多产品方案拓展客户，内资份额61.85%，同比+1.18pct。
- **低压变频器：设备更新提供支撑，下游需求分化。**设备更新、节能改造支撑需求，流程工业投资偏弱制约部分工程应用。国产厂商以行业方案、本地服务拓客，26Q3内资份额39.46%，同比+0.77pct，外资仍占六成左右。
- **PLC：电子与物流支撑，国产替代分层推进。**1）需求端：3C、锂电及物流自动化带动控制需求。2）供给端：本土交付与快速服务支撑小型PLC替代，中大型国产产品的硬件、功能安全及工程软件仍有提升空间。26Q3小型/大中型内资份额40.10%/17.13%，同比+0.25/-0.57pct。

图 低压变频器内外资比例（上）交流伺服内外资比例（下）

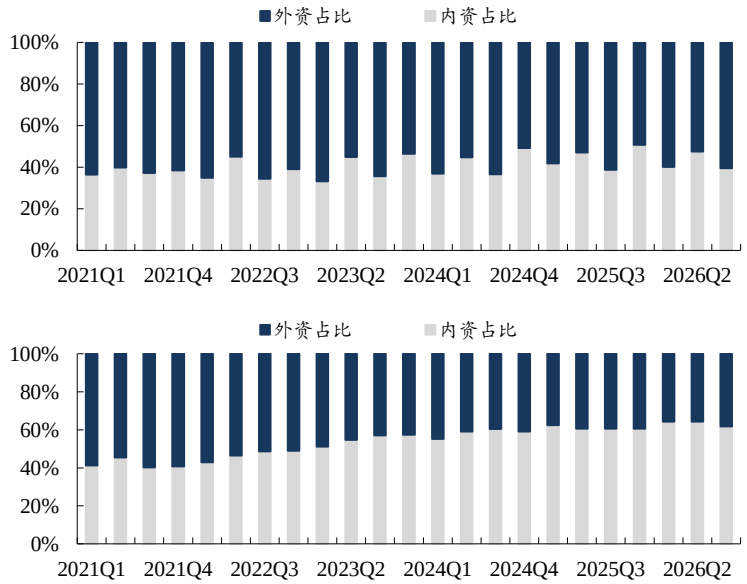
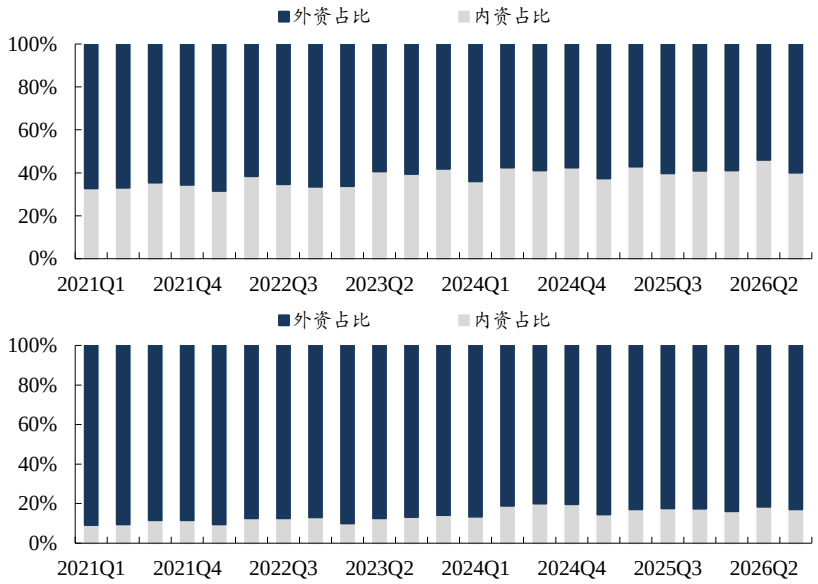


图 小型PLC内外资比例（上）大中型PLC内外资比例（下）



数据来源：Wind，睿工业，东吴证券研究所

- **成本压力&供给紧缺推动内外资龙头企业启动涨价，下游接受度较高。**25Q4以来，受铜、铝等核心原材料涨价及AI发展带来的芯片、PCB等产品供应紧张等因素影响，内外资龙头企业启动涨价。1）施耐德采取"退市+涨价"策略：Lexium16系列伺服产品26Q4起停止接受新订单，退市前涨价10%；Lexium28系列伺服产品涨价5%；2）西门子伺服、PLC等产品涨价2-7%；3）ABB变频器涨价3%-5%；4）台达变频器、伺服产品涨价2%-10%；5）汇川技术低压变频器/PLC产品涨价5%-10%/8%-20%。

表 25Q4以来国内外工控企业产品涨价情况

厂商	产品	涨价情况	涨价日期
汇川	中型PLC：AC700、AC800、AM700系列	20%	2026年1月1日
	中型PLC：AM300、AM400、AM500系列	8%	
	变频器MD500、MD310系列	10%	2026年4月27日
	变频器MD290系列、MD480系列、MD5X系列、MD8X多传系列	5%	
	变频器MD880系列、HCE880系列	5%	
西门子	SIMATIC S7-300系列（退市后期产品）	10%-23%	2026年1月1日
	SIMATIC TDC/ ET 200S/ ET 200SP/ HMI Panel（退市后期产品）	10%	
	其他SIMATIC系列退市后期产品	35%	
	V90伺服系统200V	5%	
	V90伺服系统400V	2%	
	S210伺服系统	2%	
	S210伺服系统（3AC驱动器）	7%	
	SINAMICS S/G（非MBP产品范围）	2%	
	SIMOTICS GMC M/MS	2%	
	S7-400 CPU / PCS7 400 套件	5%	
	S7-1200 G1（Standard/I/O/F）	7%	
施耐德	Lexium18系列中的部分附件	15%	2026年1月1日
	Lexium16全系列伺服产品	10%	2026年7月1日
	Lexium28A/S/E驱动器	5%	2026年7月1日
ABB	变频器ACS510-01+B055/B056	3%-5%	2026年3月1日
台达	低压变频器E/EL/C200/CP2000/VE系列	5%	2026年4月13日
	伺服驱动器A2/E3 系列	5%	
	伺服驱动器W3系列	5-8%	
	伺服马达A2/B3/E3/J3系列及配件	5-8%	
	伺服客制品DTE/DTV/DTK/DT3/DTC1000	2%-10%	

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.6 出海：龙头破局存量市场，海外存在替代机遇

- **海外尤其是东南亚、一带一路等需求相对较好，欧美技术、品牌壁垒高，但市场空间更大，24H2开始部分内资工控公司开始在欧美创新性产品方面获取定点，但由于原有品牌积淀深厚，替代仍需时间：**
- **东南亚**国家市场追求性价比&解决方案，需求增速快于国内，行销能力重于技术研发能力。25H1伟创依托海外非俄国家的光伏扬水等行业而增长较快，欧洲地区经销商拓展正常进行，美国认证暂停（原本无对美业务）；麦米印度空调变频需求增速趋缓，汇川海外增长稳定，主要也是印度、东南亚等市场工控需求拉动，海外电梯24年&25H1增长边际放缓，工控以解决方案&定制化出海。
- **欧洲和美国市场，**针对行业大客户，内资龙头凭借产品差异化创新和定制化服务，同样实现了替代。如麦格米特进入欧美电源领域，25年已拿到订单。汇川进入欧洲注塑机领域，电梯产品已在匈牙利工厂部分落地，工控品牌逐渐渗透。鸣志依托海外子公司进医疗、机器人等高端领域。
- **日本和德国市场**自动化技术世界前列，市场拓展难度高，客户采购对技术的考量排在第一位，攻克难度高于前两者。目前内资涉足较少，麦格米特、鸣志在日本OA市场有产品销售。

表 工控公司出海情况更新（按海外直接营收规模排序。截至2026中报）

国内工控公司（按照海外收入体量排序）	海外营收（亿元）	海外营收YoY	海外收入占比	海外毛利率	国内毛利率	海外毛利率-国内毛利率
麦格米特	21.8	45.49%	35.97%	25.89%	18.59%	7.3pct
汇川技术	16.39	24.18%	6.64%	33.79%	29.45%	4.34pct
英威腾	6.08	-8.15%	27.90%	36.99%	28.05%	8.94pct
伟创电气	2.59	6.93%	24.24%	44.17%	28.94%	15.23pct

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.7 工业物理AI：环境可控、回报明确，工业是落地优选

- **工业是物理AI规模化落地的优选场景，环境可改造、任务可拆解有利于降低泛化难度。**1）工厂可通过工位、治具、光照及作业区域设计限定环境变化，将搬运、上下料、焊接等复杂任务收敛为明确工序。2）相较通用家务操作，工业更容易确定输入、动作与验收标准，模型可先解决高价值单点任务，再逐步扩充能力。
- **企业付费逻辑明确，经济回报与既有交付体系支撑推广。**替代人工、改善良率及提升产出均可纳入成本收益核算，客户能够按节拍、合格率与连续运行验收。现有自动化设备、客户渠道与现场服务网络有利于导入试点，并将验证后的工艺方案复制至相近工位。
- **工业优势集中于商业化条件，推广仍需跨过高精度与长期可靠性门槛。**任务边界清晰、投入产出可验证的柔性工序有望率先兑现新增AI能力，同类方案跨工厂仍需适配，节拍、停线风险及维护成本将决定实际推广速度。

表 工业与其他物理AI场景的落地条件对比

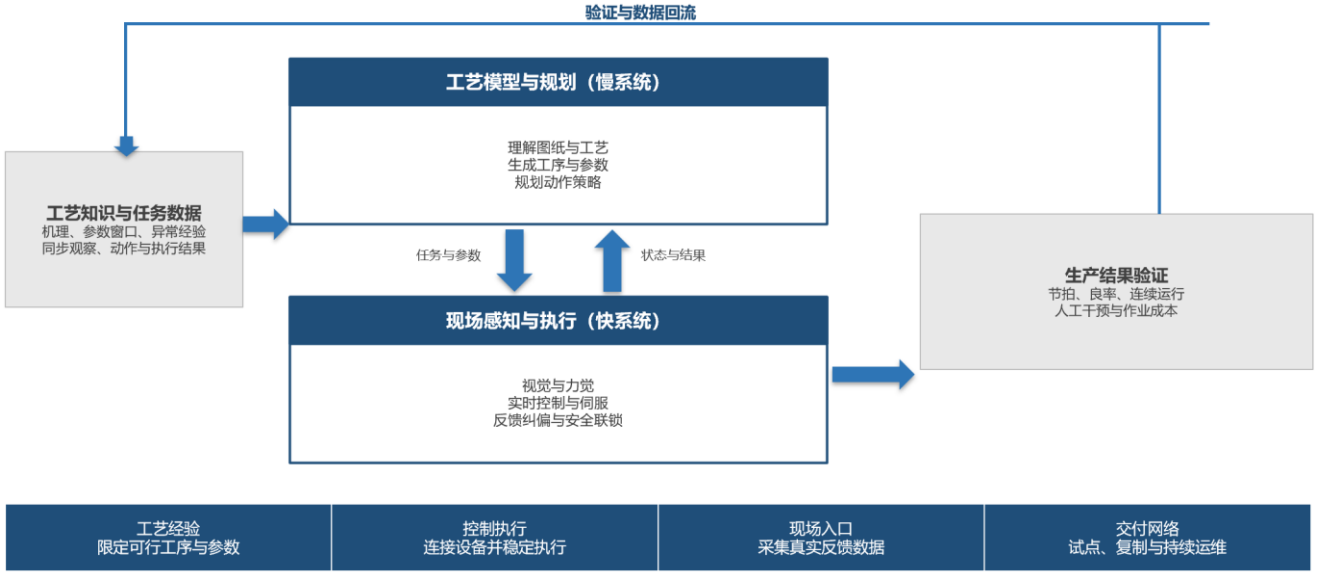
比较维度	工业柔性操作	开放道路智驾	家庭通用服务
环境与任务	工位可改造，工序可拆分	道路开放，任务相对统一	家庭差异大，家务类型多
安全与可靠性	可隔离联锁，精度节拍要求高	公众混行，长尾安全要求高	人宠共处，非标接触多
付费与回报	人工、良率、产出可核算	已有付费运营，拓城需验证	用户需求分散，价格敏感
数据与验证	工艺重复可验收，跨厂数据分散	车队及仿真积累丰富	交互数据分散，偏好多样
交付与复制	存量客户触达，同工艺再适配	按城市及运营范围扩展	逐户适配，售后要求高
商业化基础	传统自动化成熟，柔性模型验证	部分城市已付费无人运营	清洁应用成熟，通用家务探索

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.7 工业物理AI：模型&工艺深度结合，工控龙头占优

- **工业AI落地需要模型能力与工艺经验协同，工艺知识决定模型输出能否转化为合格生产。**1）通用模型提供理解与规划能力，工序顺序、参数窗口、质量标准及异常处理仍需结合工艺机理。2）同一动作能否满足节拍、精度与良率，需要现场数据和设备反馈验证，长期工艺调试与行业解决方案经验有望成为差异化能力。
- **工控龙头具备感知、控制与执行基础，更易连接模型与既有生产系统。**工艺模型负责规划和参数生成，边缘模型与实时控制承担快速感知、动作执行及反馈纠偏。控制器、伺服、视觉和机器人协同，有助于降低跨设备集成工作量，并在安全约束下完成生产任务。
- **客户入口与交付网络支撑持续迭代，竞争优势有望由单品延伸至工艺方案。**工控企业能够从存量客户切入试点，围绕失败工况补采数据、优化模型并持续运维。我们看好同时具备工艺积累、软硬件平台与交付能力的龙头，后续以跨工位复制成本及客户复购验证优势。

表 工控企业将模型能力转化为生产结果的能力闭环



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.8 汇川&西门子：场景与平台各具优势，有望成为全球龙头

- **汇川与西门子均具备模型、工艺与自动化协同基础，有望成为工业物理AI全球重要龙头。**竞争关键在于把AI能力沉淀为可复制的工艺方案。汇川依托中国制造业场景与控制驱动产品切入，西门子依托工业软件、数字孪生及全球客户拓展，两家优势来源与商业化路径各有侧重。
- **汇川推进产品AI化与工艺方案落地，场景迭代有望支撑方案出海。**26H1已披露iFG工业智脑、PLC开发智能体及PLC等产品AI化，9月发布物理AI智能焊接方案，覆盖焊缝识别、轨迹规划、参数生成及焊检反馈。期后10月28日披露焊接智能体已在5—6家客户试机，后续关注验收与复制。
- **西门子以软件&自动化平台连接模型与生产，跨厂复制能力进一步验证。**4月发布工程智能体与Industrial AI Suite，9月与P&G扩展全球AI质检部署，通过Industrial Edge连接模型与PLC执行。期后10月在埃尔朗根展示AI排产及虚拟质检测试，软件、控制与全球交付体系有望共同支撑平台化扩张。

表 汇川技术与西门子工业AI进展及龙头路径

比较维度	汇川技术	西门子
平台与工程AI	26H1：iFG工业智脑、PLC开发智能体；PLC及伺服AI化	2026年4月：Eigen工程智能体、Industrial AI Suite
Q3现场方案	9/20：发布物理AI智能焊接解决方案	9/16：与P&G扩展全球AI质检部署
期后验证（10月）	10/28披露：焊接智能体在5—6家客户试机	10/19披露：埃尔朗根AI排产与虚拟质检测试
执行与闭环	工艺模型规划与边缘感知控制，连接视觉与机器人	数字孪生与Industrial Edge，连接PLC及生产流程
龙头路径（判断）	中国场景迭代、软硬件协同，成熟工艺方案出海	工业软件与全球客户基础，平台化与跨厂复制

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.9 26Q1-3行业总结：高景气延续，盈利边际改善

- **工控行业2026年前三季度景气度较高，龙头汇川工控收入高增，二线分化，雷赛高景气敞口最大，宏发继电器业务增长强劲，收入高增表现亮眼；人形机器人行业延续较快增长，但盈利端同比承压、环比改善。**

2026Q1-Q3工控实现营业收入1,010亿元，同比+17%，环比+7%；归母净利润72亿元，同比-4%，环比+6%。其中26Q3工控实现收入360亿元，同比+20%，环比-2%；归母净利润25.7亿元，同比+10%，环比-8%。其中26Q3汇川/伟创/禾川/雷赛/宏发收入同比+19%/+17%/+51%/+62%/+38%，归母净利润同比+24%/-23%/+101%/+156%/+29%。

表 工控公司收入和归母净利润变动情况分析表（亿元）

	营业收入									归母净利润								
公司	2026Q3	26Q2	26Q1-Q3	25Q3	25Q1-Q3	26Q3同比	26Q3环比	26Q1-Q3同比	26Q1-Q3环比	2026Q3	26Q2	26Q1-Q3	25Q3	25Q1-Q3	26Q3同比	26Q3环比	26Q1-Q3同比	26Q1-Q3环比
汇川技术	132.8	145.3	379.6	111.5	316.6	19%	-9%	20%	5%	15.89	17.96	43.98	12.86	42.54	24%	-12%	3%	18%
雷赛智能	6.6	7.2	19.1	4.1	13.0	62%	-8%	47%	29%	1.06	1.22	2.99	0.41	1.60	156%	-13%	87%	76%
伟创电气	5.3	6.0	15.9	4.5	13.5	17%	-12%	18%	2%	0.65	0.62	1.75	0.84	2.25	-23%	4%	-22%	-15%
正弦电气	1.3	1.4	3.9	1.1	3.3	19%	-5%	18%	12%	0.07	0.13	0.32	0.08	0.30	-12%	-49%	8%	4%
禾川科技	3.4	4.3	10.4	2.2	7.3	51%	-21%	42%	32%	0.00	0.28	0.23	-0.53	-0.92	101%	-99%	125%	122%
英威腾	12.5	12.9	34.3	10.7	31.1	17%	-3%	10%	-6%	0.14	0.44	0.27	0.25	1.48	-46%	-69%	-82%	-85%
新时达	9.8	10.3	28.7	10.1	26.5	-3%	-5%	8%	4%	-0.30	-0.04	-0.41	0.02	0.04	-1302%	-692%	-1046%	-401%
宏发股份	63.2	59.1	173.4	45.7	129.1	38%	7%	34%	31%	6.54	6.72	18.10	5.06	14.70	29%	-3%	23%	34%
埃斯顿	11.2	13.6	37.0	12.5	38.0	-11%	-18%	-3%	2%	0.09	0.63	1.71	0.22	0.29	-58%	-85%	489%	428%
合康变频	14.0	17.4	48.2	16.8	61.8	-17%	-19%	-22%	-8%	-0.54	-0.54	-1.19	0.03	0.74	-2006%	1%	-261%	-452%
弘讯科技	1.9	2.5	6.3	1.7	6.1	7%	-26%	3%	2%	0.03	0.18	0.28	0.04	0.32	-16%	-83%	-12%	44%
蓝海华腾	1.1	1.0	3.0	1.2	3.6	-7%	12%	-15%	-15%	0.14	0.05	0.31	0.06	0.47	119%	149%	-35%	31%
鸣志电器	9.1	8.7	24.8	7.3	20.4	25%	5%	21%	14%	0.63	0.23	1.00	0.23	0.50	175%	169%	101%	86%
英搏尔	15.9	13.4	40.2	9.9	23.6	61%	19%	70%	21%	0.17	0.61	1.34	1.12	1.49	-85%	-72%	-10%	-23%
步科股份	3.0	2.6	7.5	2.0	5.1	53%	17%	47%	27%	0.34	0.23	0.71	0.18	0.45	86%	49%	58%	15%
三友联众	7.0	7.9	20.7	5.9	17.5	18%	-12%	19%	17%	0.42	0.67	1.24	0.20	0.63	109%	-38%	98%	100%
联合动力	61.7	52.3	156.8	53.8	145.3	15%	18%	8%	-7%	0.41	-1.37	-0.47	2.43	7.92	-83%	130%	-106%	-106%
工控	**359.8**	**365.7**	**1,009.7**	**301.1**	**861.8**	**20%**	**-2%**	**17%**	**7%**	**25.73**	**28.04**	**72.16**	**23.49**	**74.79**	**10%**	**-8%**	**-4%**	**6%**

数据来源：Wind，东吴证券研究所

- **上游大宗&电子料涨价挤压盈利空间。**26Q1-Q3板块毛利率25.4%，同比-0.6pct，环比-0.4pct；归母净利率为7.1%，同比-1.5pct，环比-0.1pct，其中26Q3板块毛利率23.9%，同比-1.3pct，环比-2.6pct；归母净利率为7.2%，同比-0.7pct，环比-0.5pct。26Q1板块毛利率25.8%，同比-1.0pct，环比-0.3pct；归母净利率为6.5%，同比-2.7pct，环比+1.5pct。主要原因有：1）上游大宗材料涨价压缩毛利率。2）大部分企业顺价存在gap，内部降本是主要手段。3）工控企业在新业务/新市场上（完善工控解决方案品类&横向延伸至人形机器人等新技术领域）已完成前期平台搭建，费用率稳步下行。
- **期间费用率波动下行至17%上下，26Q3期间费用率为16.8%，同比基本持平、环比上升1.1pct。**26Q3行业整体管理费用率同环比均小幅上升，销售费用率同比持平、环比微升，研发费用率同比回落、环比抬升，财务费用率同比较为平稳、环比小幅回落。

图 工控板块毛利率和归母净利率情况

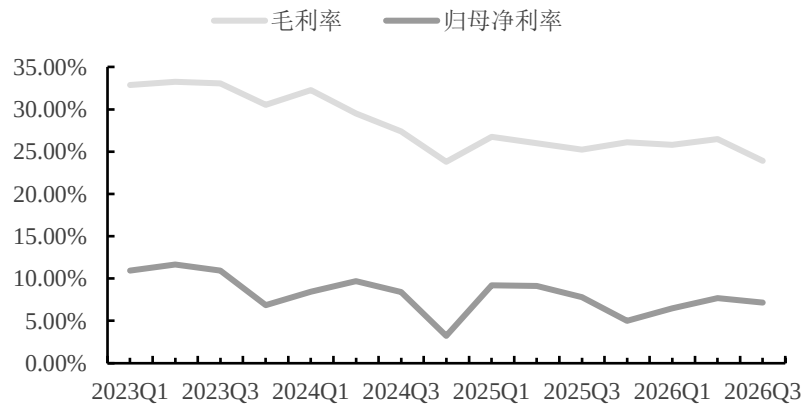
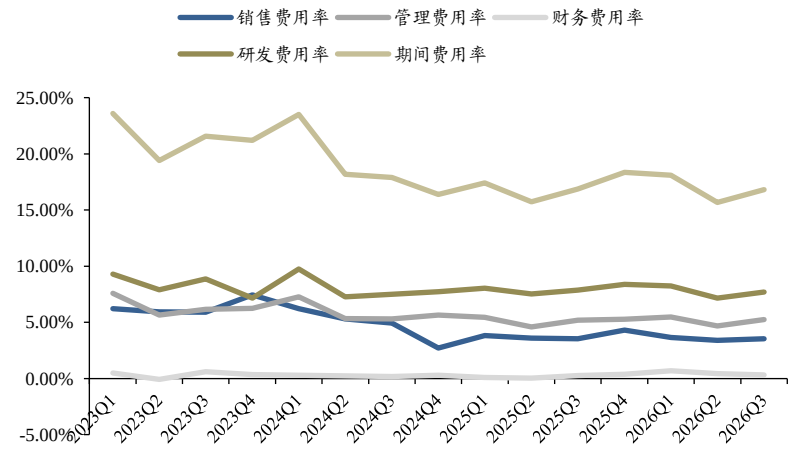


图 工控板块期间费用率情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

- **工控板块经营现金流26年前三季度同环比大幅下降，26Q3环比由正转负、同比大幅回落，整体健康但前三季度阶段性承压。**26Q1－Q3板块经营性现金流为净流入12亿元，同比-86%，较26H1的22亿元有所回落；其中26Q3经营性现金流为净流出10亿元，同比-133%，环比由净流入转负；26Q2经营性现金流为净流入27亿元，同比-51%。
- **2026Q3存货规模较年初有所增长，合同负债规模较年初明显回升。**截至2026Q3，工控行业存货规模350亿元，较年初增长+31%。2026Q3工控行业合同负债规模34亿元，较年初+36%。

图 工控板块2023Q1-2026Q3经营净现金流情况（亿元）

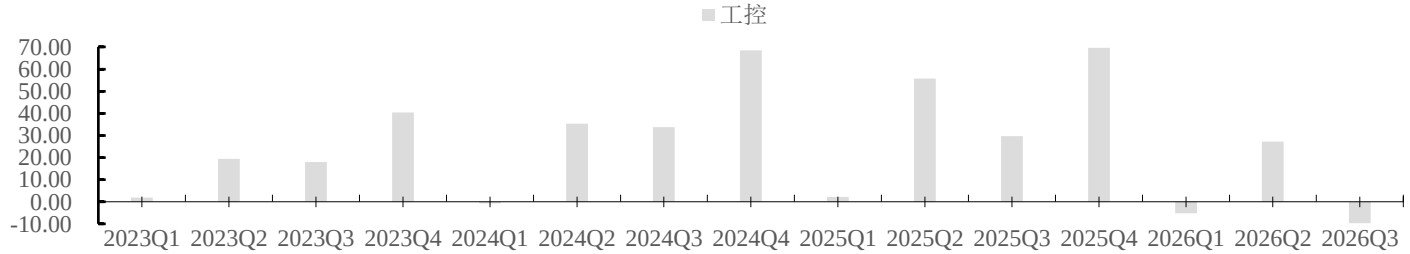


图 工控板块2023Q1-2026Q3存货情况（亿元）

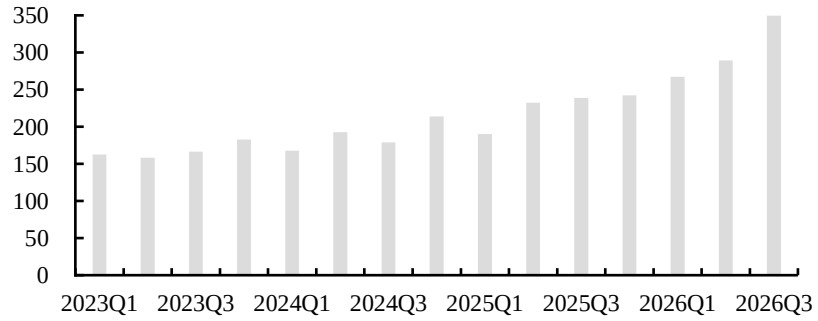
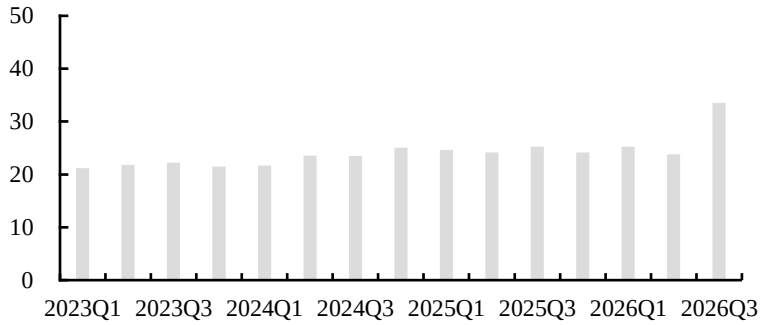


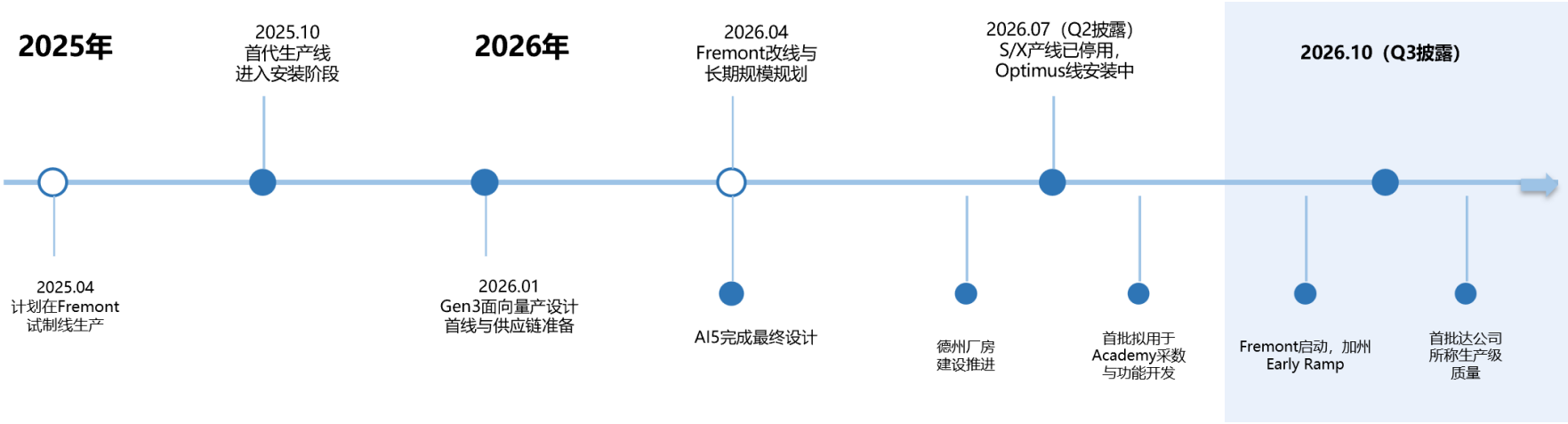
图 工控板块2023Q1-2026Q3合同负债情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

- **Optimus近半年由产线准备进入早期爬坡，产业化验证持续推进。**1）7月披露Fremont已停用Model S/X产线，并推进Optimus首代产线安装，德州厂房同步建设。2）首批机器人计划用于Optimus Academy采集训练数据及开发功能，制造与数据迭代开始衔接。
- **期后10月21日Q3更新披露，Fremont高批量产线已启动生产，加州状态进入Early Ramp。**首批达到公司所称生产级质量，制造与硬件继续迭代。德州仍处建设阶段，实际产量、对外交付及稳定节拍尚未披露，大规模放量仍需持续爬坡。
- **产线落地有望推动产业链验证由样件性能延伸至批量一致性、寿命与成本。**1）执行器、灵巧手及感知部件需适配整机迭代，制造与检测环节的重要性提升。2）内部采数有助于补充真实交互经验，后续重点跟踪合格产出、人工介入、有效工作小时及客户验收，长期设计产能应通过实际生产和使用逐步兑现。

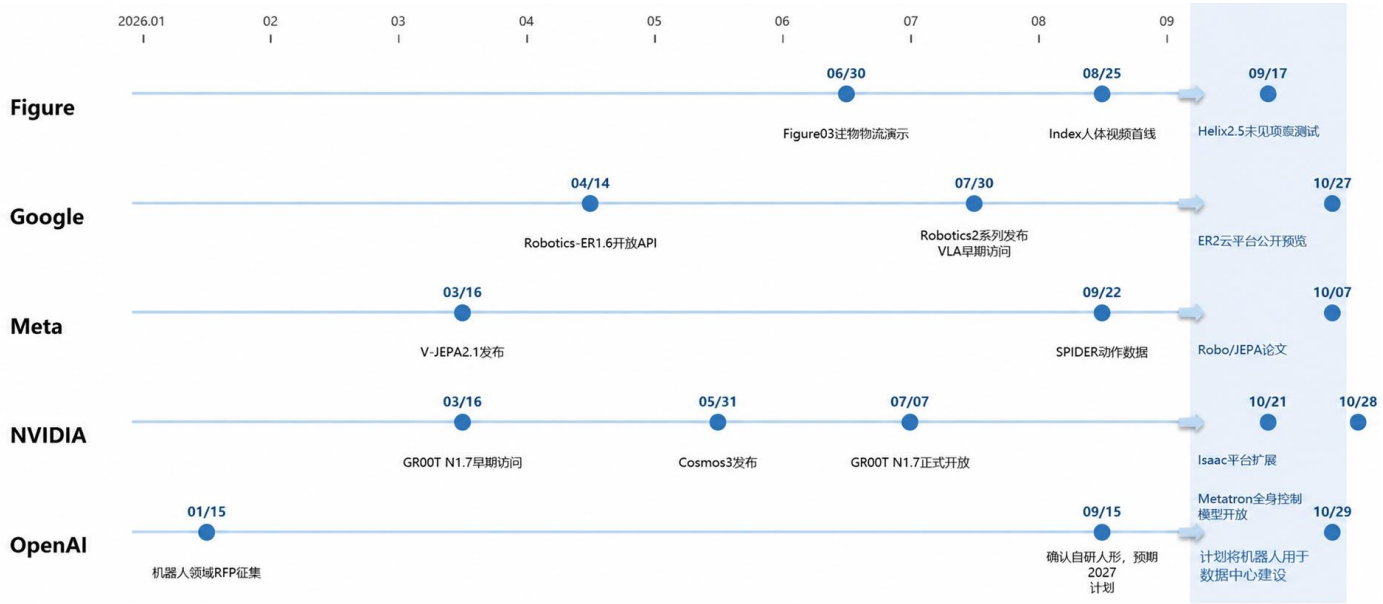
表 特斯拉人形进展时间轴



数据来源：Wind，东吴证券研究所

- **Figure、Google与Meta持续迭代具身模型，泛化&动作能力加快验证。**Figure9月发布Helix2.5，在30个未见家庭测试；Google7月发布Robotics2系列、10月开放ER2云端预览；Meta9月开放SPIDER动作数据、10月发布RoboJEPA研究。
- **英伟达开放Metatron全身控制模型，操作与执行能力持续协同。**5月发布Cosmos3，7月正式开放GR00T N1.7，10月28日进一步开放Metatron。同一冻结策略可响应身体目标、速度等提示，支持运动跟踪、行走、交互及恢复，为上层规划连接全身动作提供执行层。
- **OpenAI明确推进自研人形机器人，布局核心硬件与整机能力。**9月管理层确认自研方向并预期2027年演示；官网披露机端计算、定制电机及执行器、整机控制等研发方向。10月29日Altman表示计划将机器人用于数据中心建设，模型、硬件与工业应用共同布局。

表 海外代表企业具身智能进展时间轴



数据来源：Wind，东吴证券研究所

- **工业落地更加关注有效作业效率，轮式双臂成为重要产品路线。**1）平整工厂地面、搬运与上下料任务，使轮式底盘能够减少步态平衡的控制负担，将研发资源集中于双臂操作、负载与连续作业。2）本体形态围绕工艺选择，台阶及跨障等场景仍有双足需求，多种形态有望长期并行。
- **轮式方案进入生产场景验证，评价重点落到工序表现。**4月HMND 01轮式平台在西门子工厂开展物流测试；6月宁德时代披露Galbot S1已进入模块及电池包生产线，承担搬运、拣选等任务。案例反映工业操作需求，后续仍需跟踪有效运行、人工介入及部署成本。
- **操作模型更加关注泛化、执行与工艺反馈，软硬件协同持续推进。**星海图6—7月开放G0.5权重及R1 Pro部署入口，将推理与动作生成结合；智元9月发布GE-Act2.0，联合学习世界预测与动作。通用操作模型与垂类工艺约束结合，有望降低新任务适配成本，最终仍需以真机节拍、良率和完整任务成功率检验。

表 工业落地推动本体与模型协同优化

工业任务：平整地面、双臂操作、连续作业	
本体侧：轮式双臂聚焦有效作业	**模型侧：提升操作泛化与执行能力**
轮式移动减少步态平衡负担，集中优化操作	2026.06—07 G0.5：开放权重与R1 Pro部署入口
2026.04 HMND 01：西门子工厂物流测试	2026.09 GE-Act 2.0：世界预测与动作学习
2026.06 Galbot S1：宁德时代产线部署	工艺垂类模型：参数、轨迹与质量反馈约束

共同验证：持续完成合格任务的能力				
有效工作小时	完整任务成功率	节拍与良率	人工接管频次	单位合格产出成本

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.11 数采：高质量交互数据稀缺，供需存在数量级缺口

- **高质量真实交互数据供给不足，现有规模与模型潜在需求存在数量级差距。**1）中国信通院等2026年8月报告估计，全球可用的高质量真实数据仅为数十万至百万小时级。2）该报告在规模定律假设下测算，具身基础模型至少需要1000万小时级真实数据，高质量供给扩容成为能力迭代的重要基础。
- **交互数据难以依赖互联网低成本获取，动作&物理反馈决定采集门槛。**1）任务指令需与视觉观察、本体状态及动作同步，接触操作还需要受力、执行结果与纠偏反馈。2）人类视频可补充预训练，向机器人动作迁移仍需真机验证，视频、仿真与真实交互时长不能直接等量换算。
- **数采价值由规模与质量共同决定，多场景覆盖及失败纠偏支撑有效供给。**重复轨迹的时长扩张需转化为新增技能、物体及异常工况经验，并由数据合格率、单位有效成本及目标真机泛化表现持续验证，规模化交付能力有望成为数采竞争关键。

表 有效交互数据组成及智元Theme3进展



智元Theme 3，2026年9月	
真机轨迹	11,430条
任务覆盖	14项
数据类型	示教、成功、失败与纠偏

- **多源数据协同扩容，真机数据提供动作与物理反馈，离体示教拓宽采集场景。**1）真机遥操作能直接记录观察、状态与动作对应，适合目标本体及接触任务，但受设备、人员与场景复位约束。2）UMI使用手持夹爪与相机记录示教，降低对真机在场的依赖，迁移仍需匹配末端结构、运动学及控制时延。
- **人类视频与仿真扩大供给，训练收益依赖动作经验及迁移验证。**1）人类视频提供任务流程及视觉语义，利用效果与已有机器人预训练经验有关。2）MimicGen等方法以少量示教扩增轨迹，GR00T采用真实、合成与人类视频混合训练，不同来源分别补充场景覆盖与动作监督。
- **降本需要落实到单位有效数据及真机表现。**采集便利性、生成数量与训练价值需要共同评估，重点观察目标本体成功率、长尾表现及部署后的补采需求，多路线组合有望成为持续迭代的重要方式。

表 数采技术路线对比

数据路线	主要信息	核心优势	主要约束	适用环节
真机遥操作	观察、状态、动作	本体与动作对应	设备、人工、复位成本	目标本体训练与接触操作
UMI离体示教	夹爪视觉与位姿	便携、多场景覆盖	末端、运动学与时延匹配	操作示教与迁移
人类视频	视觉语义与任务流程	场景广、采集门槛低	人机动作与外观差异	预训练与任务理解
仿真与合成	可控状态、动作、结果	扩充变化、重复评估	物理逼真度、虚实差异	数据扩增、策略训练

- **模型持续迭代带来数据需求更新，服务能力需贯通采集、处理与真机验证。**客户既需要新增技能和场景样本，也需要针对失败点补采及记录人工纠偏。2026年9月国家数据局召开具身智能座谈会，提出推动数据标准建设、支持企业加大数据投入，数据质量与复用能力受到重视。
- **数采产业链覆盖设备工具与数据服务，场景资源及算法协同有望形成差异化。**1）设备及系统提供同步、标定与动作记录能力。2）数据服务进一步承担任务设计、清洗标注、质检及迭代，训练评测可连接数据交付与模型效果，第三方外采比例仍需客户采购验证。
- **商业化质量取决于有效交付及持续采购，需结合成本和回款跟踪。**主要取决于轨迹合格率、任务&场景覆盖、目标本体迁移效果及客户复购。采集时长和设备数量应结合利用率、单位合格数据成本评价，后续重点验证持续需求、服务毛利与现金回收。

表 数采商业化链条



产业链公司类型	业务分工	核心壁垒
采集硬件与工具厂商	提供遥操与传感设备、同步标定及采集软件	跨设备同步精度、标定稳定性与本体适配
数采与数据运营商	组织任务与场景采集，完成标注质检及数据交付	场景与任务组织、质量一致性及持续交付效率
仿真与合成数据厂商	构建场景资产与仿真轨迹，补充可控训练样本	接触物理建模、资产复用与真机迁移验证
具身模型厂商	定义数据需求与训练评测，反馈失败任务并补采	数据配比与策略训练、评测及持续迭代能力
机器人本体及应用厂商	运营真机与生产场景，回流工况及人工接管数据	硬件接口与控制适配、场景接入及部署经验

- **人形机器人行业2026年前三季度延续较快增长，但盈利端同比承压、环比改善。**26Q1-Q3人形机器人板块实现营业收入5,227亿元，同比+8%，环比+1%；归母净利润339亿元，同比-6%，环比-5%。其中26Q3实现收入1,868亿元，同比+9%，环比+5%；归母净利润125亿元，同比-8%，环比+11%。分环节看，减速器作为人形机器人价值量最高的核心零部件之一，需求随整机量产放量而高增，绿的谐波、双环传动26Q3收入分别同比+56%/+14%；结构件与传动件环节同样表现亮眼，科达利/浙江荣泰/震裕科技/斯菱智驱/北特科技收入同比+46%/+45%/+66%/+18%/+13%，归母净利润同比+41%/+19%/+24%/-8%/+6%，其中震裕科技、科达利收入增速领先。龙头三花智控体量居首但增速相对温和、净利同比承压；奥比中光等感知环节标的收入同比小幅下滑。整体来看，板块呈现减速器/结构件环节高增、龙头稳健、部分环节承压的分化格局，收入端景气延续，盈利端仍待规模效应释放与降本兑现。

表 人形机器人公司收入和归母净利润变动情况分析表（亿元）

	营业收入									归母净利润								
公司	2026Q3	26Q2	26Q1-Q3	25Q3	25Q1-Q3	26Q3同比	26Q3环比	26Q1-Q3同比	26Q1-Q3环比	2026Q3	26Q2	26Q1-Q3	25Q3	25Q1-Q3	26Q3同比	26Q3环比	26Q1-Q3同比	26Q1-Q3环比
三花智控	84	91	253	78	240	+8%	-8%	+5%	+8%	10.2	11.2	31	11.3	32	-10%	-8%	-5%	-3%
科达利	58	51	150	40	106	+46%	+14%	+41%	+23%	5.8	4.8	15	4.2	12	+41%	+21%	+29%	+11%
浙江荣泰	6	5	15	4	10	+45%	+8%	+52%	+32%	0.9	0.8	2	0.8	2	+19%	+21%	+21%	+12%
斯菱智驱	2	2	6	2	6	+18%	+8%	+11%	+9%	0.4	0.4	1	0.4	1	-8%	-1%	-18%	-9%
北特科技	7	6	19	6	17	+13%	+10%	+10%	+6%	0.4	0.4	1	0.4	1	+6%	+11%	+11%	+7%
震裕科技	42	34	106	25	66	+66%	+23%	+61%	+34%	2.5	1.4	7	2.0	4	+24%	+75%	+63%	+53%
奥比中光-UW	3	2	7	3	7	-2%	+16%	0%	-5%	0.3	0.1	1	0.5	1	-33%	+203%	-32%	-29%
五洲新春	7	8	22	8	27	-7%	-12%	-15%	-8%	9.2	0.3	10	0.2	1	+3875%	+2962%	+898%	+1736%
绿的谐波	2	2	6	2	4	+56%	+16%	+45%	+25%	0.5	0.4	1	0.4	1	+29%	+39%	+30%	+17%
双环传动	26	25	71	22	65	+14%	+4%	+10%	+1%	3.3	3.0	9	3.2	9	+4%	+10%	+2%	-7%
人形机器人	1,868	1,783	5,227	1,713	4,833	+9%	+5%	+8%	+1%	125.4	113.4	339.3	136.9	360.6	-8%	+11%	-6%	-5%

- **人形机器人2026Q3毛利率20.2%，同比-1.2pct，环比-1.0pct；归母净利率为6.7%，同比-1.3pct，环比+0.4pct。**其中26Q2板块毛利率21.1%，同比+0.0pct，环比+0.6pct；归母净利率为6.4%，同比-0.7pct，环比-0.0pct。26Q1板块毛利率20.6%，同比+0.4pct，环比+0.2pct；归母净利率为6.4%，同比-0.9pct，环比+0.6pct。主要原因有：1）板块公司以汽车零部件及自动化企业为主，汽车零部件受到大宗材料涨价及下游客户降价压力影响，毛利率有所承压。2）行业进入小批量交付阶段，营收利润贡献有限，且自动化产线多处于产能爬坡阶段，毛利率提升仍需时间。
- **期间费用率波动下行至13%上下，26Q3期间费用率为13.0%，同比小幅上升、环比小幅下降。**其中销售费用率持续下行，管理费用率同环比基本持平，财务费用率环比有所回落。整体来看，板块费用管控保持稳健。

图 人形机器人板块毛利率和归母净利率情况

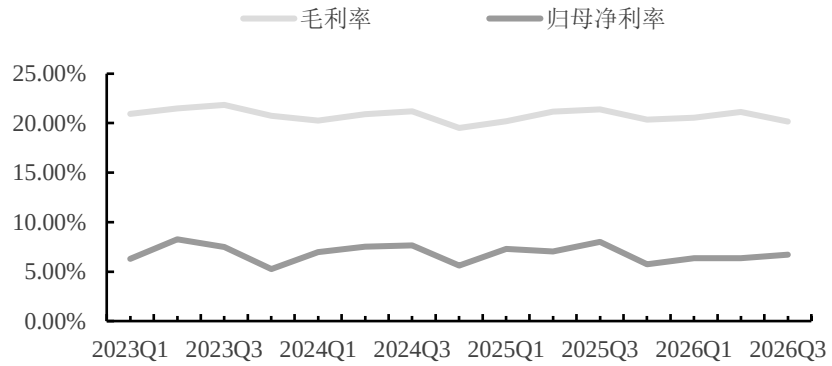
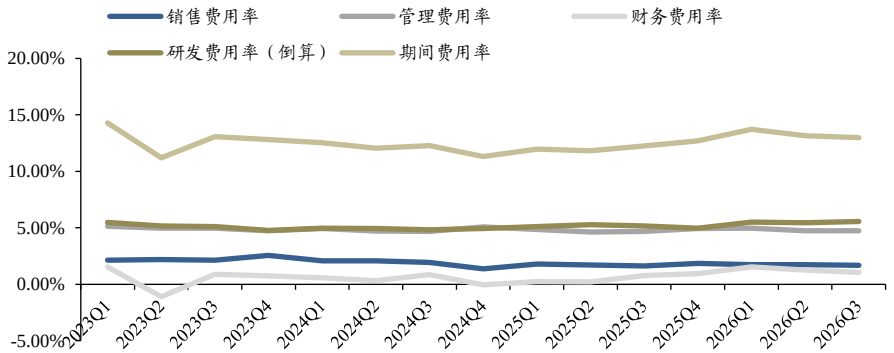


图 人形机器人板块期间费用率情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

- **人形机器人板块经营现金流26年前三季度同环比有所回落，26Q3环比下降但同比降幅收窄，整体保持稳健，前三季度维持较大规模净流入。**26Q1－Q3板块经营性现金流为净流入399亿元，同比-10%；其中26Q3经营性现金流为净流入117亿元，同比-25%，环比-38%；26Q2经营性现金流为净流入187亿元，同比-5%，环比+97%；26Q1经营性现金流为净流入95亿元，同比+4%。
- **2026Q3存货规模较年初有所增长，合同负债规模较年初小幅上升。**截至2026Q3，人形机器人行业存货规模1,387亿元，较年初增长+14%；全行业来看，库存处于合理位置。2026Q3人形机器人行业合同负债规模77亿元，较年初+4%。

图 人形机器人板块2023Q1-2026Q3经营净现金流情况（亿元）

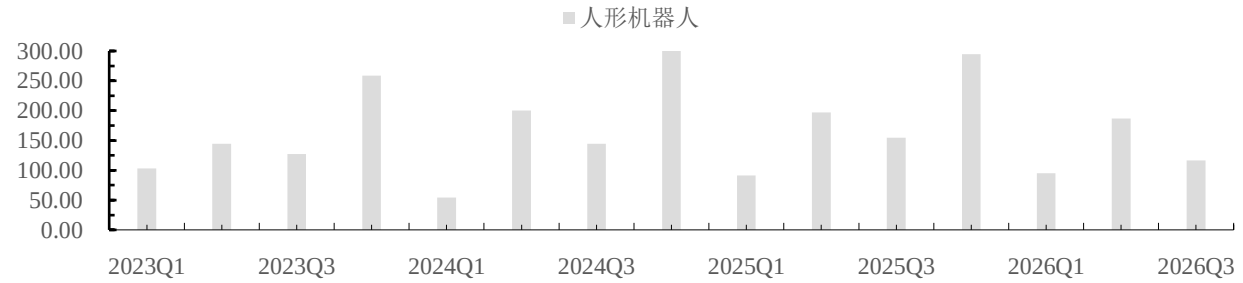


图 人形机器人板块2023Q1-2026Q3存货情况（亿元）

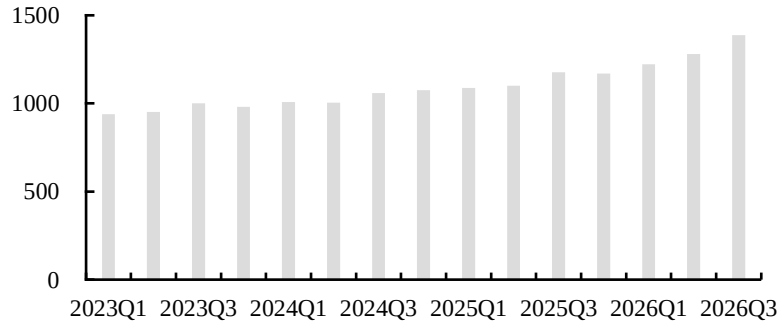
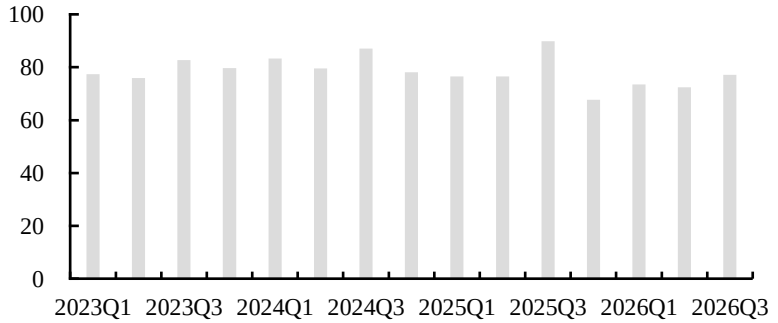


图 人形机器人板块2023Q1-2026Q3合同负债情况（亿元）

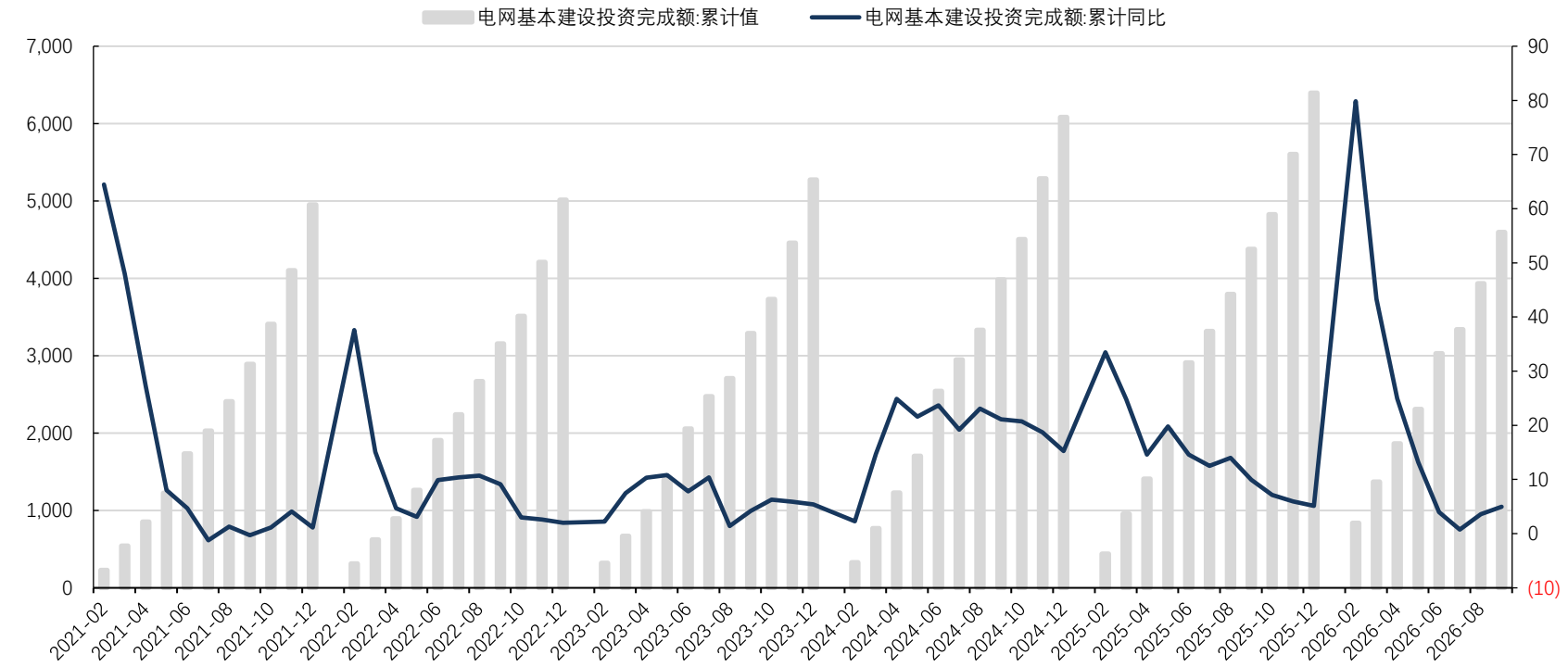


数据来源：Wind，东吴证券研究所

26Q3行业总结：电力设备

- **26Q3电网投资稳定增长、7月大幅下降后重回增长轨道。**26年1-9月电网基建投资完成额4594亿元，同比+5%，其中26Q3完成电网基建投资额1567亿元，同比+7%，三季报保持稳健增长，从投资结构上来看，我们认为26年特高压方向投资完成度最好，其次配网，主网受极端天气等因素影响建设进度有所延后，平高电气、长高电气、思源电气等公司国内网内高压确收均略承压。

图 电网基础建设投资完成额累计值（左轴，亿元）&累计同比（右轴，%）



- **“十四五”一次设备每年均保持较高速增长，26年开年高基数下招标增速略有分化。**截至26年国网前5批输变电物资招标，变压器/组合电器/电抗器/互感器/电容器/断路器/隔离开关/开关柜招标量分别同比-17%/-13%/-20%/-31%/-3%/+11%/-9%/+1%。我们认为主网设备招标同比下降主要受在建项目建设滞后影响，新项目出库节奏滞后，且“十五五”首年新项目大多处在筹备期，展望27年，我们认为输变电招标需求有望恢复增长。
- **二次设备招标有所分化。**截至26年前5批物资招标，保护类设备/变电监控设备招标量分别同比-10%/+13%，结构上主要需求来自于改造项目的设备更新需求。

表 国网输变电物资招标情况（截至26年前5批）

产品	21A	21A YoY	22A	22A YoY	23A	23A YoY	24A	24A YoY	25A	25A YoY	26 YTD	26 YTD YoY
变压器（容量MVA）	192,432	43.7%	299,689	55.7%	379,464	26.6%	403,503	6.3%	498,601	23.6%	351,202	-17.3%
组合电器（套）	9,556	28.6%	11,291	18.2%	13,612	20.6%	13,830	1.6%	15,917	15.1%	11,843	-12.6%
电抗器	1,294	64.0%	1,503	16.2%	1,773	18.0%	1,936	9.2%	2,383	23.1%	1,660	-19.5%
互感器	17,228	168.1%	19,755	14.7%	29,341	48.5%	34,197	16.6%	41,543	21.5%	24,608	-31.1%
电容器	3,736	653.2%	4,463	19.5%	5,234	17.3%	5,857	11.9%	7,156	22.2%	5,992	-3.2%
断路器	2,647	79.6%	3,610	36.4%	4,432	22.8%	5,486	23.8%	5,102	-7.0%	4,660	10.9%
隔离开关	10,170	234.1%	11,012	8.3%	13,165	19.6%	15,459	17.4%	17,938	16.0%	14,195	-8.6%
消弧线圈	1,432	817.9%	1,505	5.1%	1,886	25.3%	2,133	13.1%	2,726	27.8%	2,442	4.9%
开关柜	33,294	306.1%	36,919	10.9%	43,188	17.0%	47,685	10.4%	58,353	22.4%	51,715	0.6%
保护类设备	18,403	10.9%	18,323	-0.4%	23,164	26.4%	26,597	14.8%	42,600	60.2%	33,234	-9.7%
变电监控设备	1,553	128.7%	1,466	-5.6%	1,566	6.8%	1,810	15.6%	2,358	30.3%	2,437	13.2%

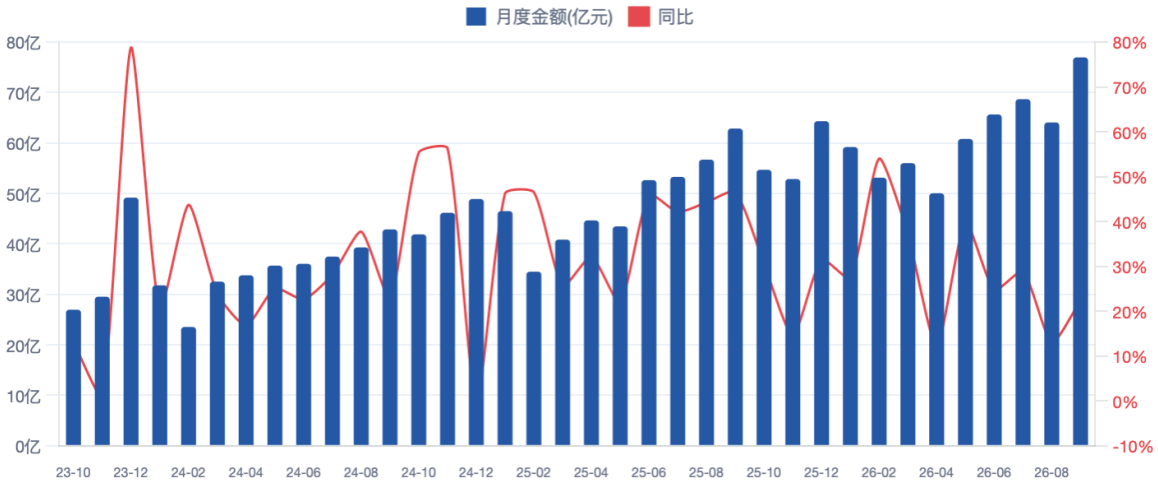
- **新核准【2直1交】，26年是特高压交流大年，静待27年特高压直流工程放量。**26年已累计核准【3直6交】，特高压交流工程核准开工顺利，目前有【6直】已进入核准前阶段，我们认为27年有望成为特高压直流核准开工大年。

表 国内特高压在建和待建工程进度表

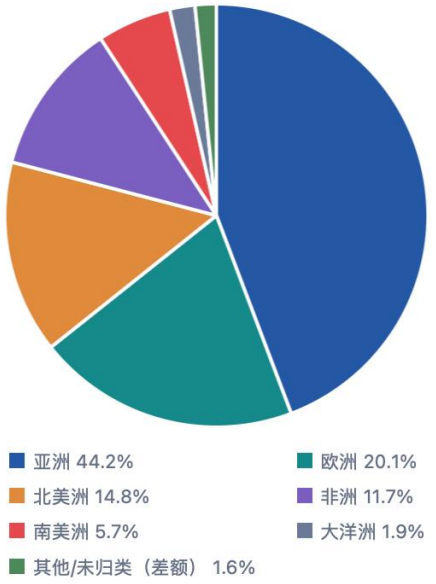
类型	项目名称	开工/预计开建时间	预计投运时间	当前进展	所属规划
特高压直流	**陕西-安徽±800KV**	**已投运，24年3月**	**26年上半年**	**核心设备电气安装**	“十四五”规划
	甘肃-浙江±800KV（柔）	建设中，24年7月	27年7月	受端越州换流站交流系统已投运	
	蒙西-京津冀±800KV（半柔）	建设中，25年12月		内蒙古段已开工，河北段已跨雄忻高铁架线	
	藏东南-粤港澳大湾区±800KV一期（全柔）	建设中，25年12月	29年	广西段10月首基塔浇筑，年底转组塔	
	陕西-河南±800KV（半柔）	已核准，26年12月	28年	已完成物资招标	
	巴丹吉林-四川±800kV（半柔）	已核准，26年10月	29年		滚动增补
	疆电送川渝±800kV（全柔）	已核准，26年10月	29年		
	吉电入京±800kV	可研收口，27年	29年		
	库布齐-上海±800kV（半柔）	环评公示，27年	30年	过江隧道控制性工程开工	
	青海-广东±800kV（半柔）	待核准，27年			
	库布齐-江苏±800kV（半柔）	待核准，27年			
	腾格里-江西±800kV	可研，27年			
	青桂直流±800kV（半柔）	可研，27年			
特高压交流	**烟威（含中核cx送出）1000kV**	**已投运，25年5月**	**26年10月**	**"十五五"首个投运特高压交流**	“十四五”规划
	阿坝-成都东1000kV	建设中，24年1月	26年12月	目前处于线路建设及变电站施工阶段	
	大同-怀来-天津北-天津南双回1000KV	建设中，25年3月	27年6月	目前正在全面推进土建与设备安装工作	滚动增补
	浙江1000kV环网	建设中，26年4月	29年11月底	已完成物资招标	
	达拉特-蒙西1000kV	建设中，26年4月	2027年9月	已完成物资招标	
	攀西-川南1000kV	建设中，26年3月	28年	已完成物资招标	
	长治-南阳1000kV二期	已核准，26年10月	28年	待启动物资招标	
	赣江-赣南1000kV	已核准，27年		待启动物资招标	
	甘孜、阿坝扩建	已核准，27年		待启动物资招标	
背靠背直流互济	重庆-贵州【渝黔背靠背】	建设中，25年11月	27年	已招标	电力灵活互济工程
	湖南-广东【湘粤背靠背】	建设中，25年11月	27年	已招标	
	福建-江西【闽赣背靠背】	建设中，25年11月	27年	已招标	
	湖南-贵州【湘黔背靠背】	建设中，25年11月	27年	已招标	
	安徽-湖北【皖鄂背靠背】	建设中，26年3月	27年	已招标	
	山东-江苏【鲁苏背靠背】	建设中，26年5月	27年	已招标	

- **电力设备海外出口保持高景气，北美地区份额提升显著。**根据海关出口数据，1-9月我国变压器出口金额达约555亿元，同比+27%，其中9月出口金额为77亿元，同比+22%。分地区来看，亚洲占比最高，欧洲、北美市场占比提升幅度较大，分别为20%和15%，其中9月欧洲/北美洲变压器出口金额分别为14.5/15.9亿元，同比+23%/157%，需求十分旺盛。

图：9月我国变压器出口金额约77亿元，同比+22%



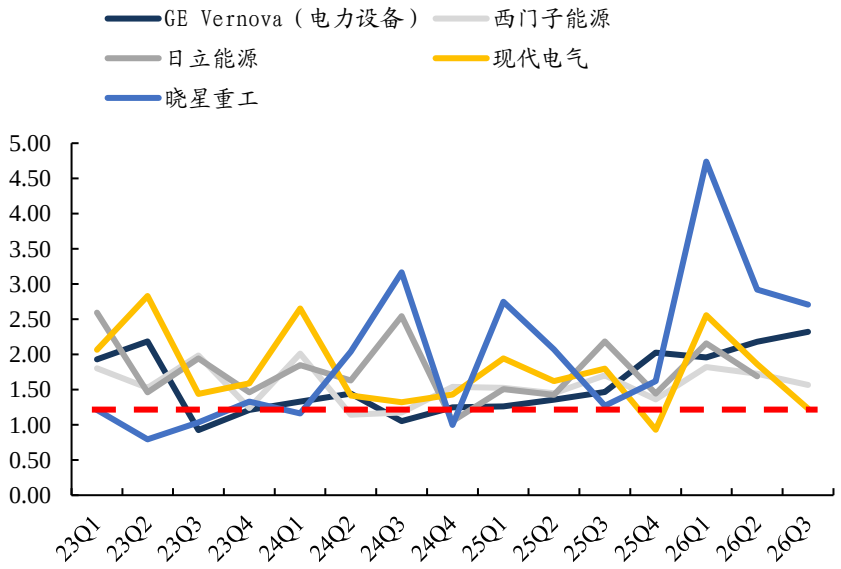
图：结构来看，亚洲是主要出口地区，欧洲、北美次之



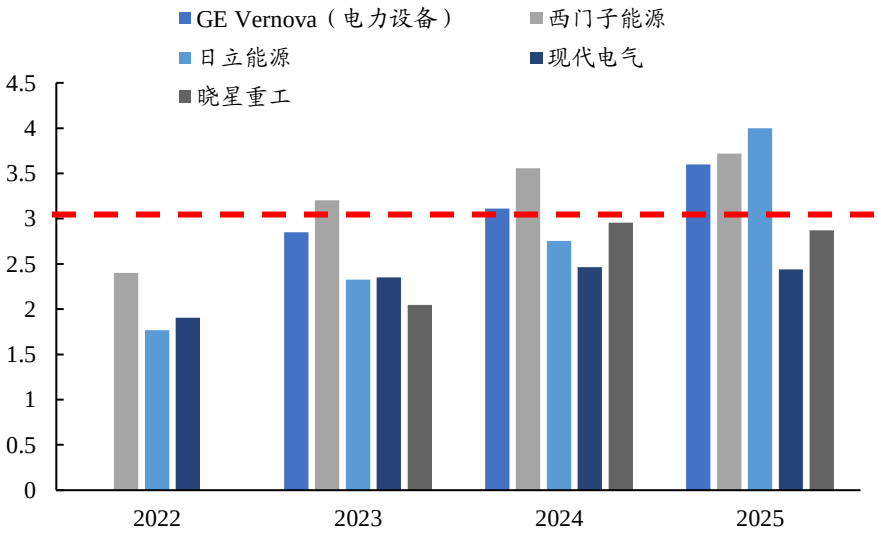
数据来源：IEA，东吴证券研究所

- **23-25年海外电力设备巨头订单仍保持了较快增长，其中高压电力变压器需求远超预期。**美国AIDC接力再工业化，欧洲电网扩容+中东2030愿景，海外电力设备巨头新签订单/收入保持基本保持在1以上，新增需求仍大于供给，看好需求高景气的持续性。
- **产能释放节奏缓慢，国际龙头企业在手订单交期普遍在3年以上：**1）巨头投产主要集中在发达国家，因熟练工人不足，产能释放节奏缓慢；2）AI算力中心对变压器交期要求高，部分采取加价抢单或巨头分包给中国公司的形式，为国产高压电力设备出海创造了条件。

图：海外电力设备公司每季度新签订单/收入基本大于1



图：海外电力设备公司在手订单/收入逐年增加，25年已累加至3年以上



- **高压电力设备产能释放预计集中于26H2-28，但供不应求仍将存在。**根据海外主要电力设备公司反映，其产能主要集中于26H2-28年陆续落地，其中西门子能源扩建项目、LS和现代电气韩国本土扩建工厂先投产，日立能源、现代电气和晓星重工的美国产能有望陆续在27-28年投产，但公司普遍反馈，短期高压变压器短期供给约束仍强，试验能力、核心部件、熟练工与本土供应链是重要瓶颈。

表：全球头部电力设备扩产近况跟踪

公司	扩产产品对象	产能规划/扩产项目	最新进展与管理层表述	公司对供需的最新观点	扩产节奏与未来供需判断
GE Vernova（GEV）	燃机：重型燃气轮机。电力设备：变压器、开关设备、互感器	【燃机】年化产出20GW（26Q3）→24GW（2028）→30GW（2030）。【电力设备】Charleroi扩建高压开关设备/互感器；通过Prolec GE扩大变压器制造网络	【燃机】20GW年化已达成，以现有厂房、精益、自动化和增量设备爬坡；116GW已签约/预留，拟年末达≥125GW。【电力设备】Charleroi 1.38亿美元扩建；Prolec GE整合和现有厂效率提升持续	【燃机】2030年基本售罄，2031年产能预计已售出过半；未来5-6年供需“非常健康”。【电力设备】数据中心订单增长快，持续投入变压器/开关设备产能	【燃机】新增供给主要被已签约时段吸收，2026-2030仍偏紧。【电力设备】扩产和收购补充供给，但高压设备交付与本土制造仍受约束
日立能源	仅电力设备：大型电力变压器、套管/组件、HVDC相关设备	【电力设备】全球90亿美元扩产计划；美国>10亿美元、印度新LPT厂、拉美/中国/土耳其多点扩建。无燃机扩产项目	【电力设备】弗吉尼亚新LPT厂已于2026年6月动工；印度厂预计FY28完成；阿拉莫套管扩建预计2027年中投运；中国3亿美元项目宣布	【电力设备】按框架协议、客户预付款和项目实质推进配置产能，避免过度扩产；公告称投资旨在缓解变压器供应瓶颈	【电力设备】项目最分散、对变压器供应链瓶颈的缓解最直接；但主要新产能集中2027-2028后，2026-2027大型变压器供需仍偏紧
西门子能源	燃机：大型/中型燃气轮机。电力设备：大型电力变压器、GIS等	【燃机】中型燃机约50台/年（FY25）→约80台/年（FY26）；大型燃机扩建FY27生效。【电力设备】Grid Technologies棕地扩建FY26H2起爬坡，绿地/棕地延续至FY30	【燃机】中型燃机新增产能已在FY26H2上线；大型燃机扩建按计划推进。【电力设备】变压器/GIS首批实质性扩建已运营，后续项目持续推进	【燃机】“总产能投用后需求可能趋平衡”仅指中小型燃机/发动机类新增产能，不指大型燃机。【电力设备】需求强劲，产品交付周期3-4年或更长	【燃机】大型燃机短期仍紧，中小型燃机/发动机类在新增产能充分投用后可能趋平衡。【电力设备】变压器/GIS供给改善较慢，2026H2-2027仍偏紧
HD现代电气	仅电力设备：超高压变压器；中低压断路器/配电设备	【电力设备】韩国蔚山与美国阿拉巴马扩建超高压变压器；清州扩建中低压断路器。无燃机扩产项目	【电力设备】蔚山变压器扩建计划2026年9月完成；阿拉巴马第二工厂目标2027年4月投产，UHV变压器能力+50%；清州断路器基地已投产	【电力设备】美国/欧洲电网升级和AI数据中心带动需求，现有变压器产能接近满负荷；扩产效益预计2028年充分体现	【电力设备】韩国厂先落地、美国变压器厂后放量；区域供给从2026末增加2028体现更充分，高压变压器交付与本土制造仍是约束
晓星重工（Hyosung Heavy）	仅电力设备：超高压变压器、HVDC变压器	【电力设备】孟菲斯及昌原扩建超高压变压器；昌原新建HVDC变压器专用厂。无燃机扩产项目	【电力设备】孟菲斯三期扩建：2025年12月宣布追加1.57亿美元，计划2028年前产能+50%以上；昌原HVDC变压器厂预计2027年7月完工	【电力设备】AI数据中心、老旧电网替换支撑变压器需求；孟菲斯扩产完成后目标美国最大产能	【电力设备】美国本土超高压供给增加显著，但最大一轮增量到2027-2028；765kV制造/试验能力形成高门槛，短期结构性紧缺仍在
乐星产电（LS ELECTRIC）	仅电力设备：超高压变压器/HVDC；北美开关柜	【电力设备】釜山第二生产楼扩充UHV变压器/HVDC；美国犹他扩建开关柜；德州Bastrop为综合基地。无燃机扩产项目	【电力设备】釜山第二生产楼2025年12月完成，UHV变压器年产值能力从2,000亿韩元至6,000亿韩元；犹他扩建2026年6月开工，目标2027年初投运	【电力设备】AI数据中心、老旧电网替换和可再生能源为扩产需求基础；UHV变压器已为最大积压订单品类	【电力设备】变压器供给已先释放，开关柜北美产能在2027起放量；供给改善偏细分/区域，不足以快速解除高端变压器紧张

数据来源：IEA，东吴证券研究所

- **海外市场空间广阔，国内电力设备厂商出海进一步加速。**智能电表是我国电力设备出海最早且海外份额最高的产品，海兴电力海外收入占比保持在60%以上。伊戈尔、金盘等中压变压器出海进展顺利，其中北美市场收入占比的提高有效拉动公司毛利率的提升。高压电力设备出海保持高壁垒，思源电气、特变电工出海马太效应显著，其中25年思源电气海外收入占比提升至27%。盈利能力方面，海外市场毛利率相比国内具有较明显的优势。

图 主要电力设备公司海外收入占比（%）

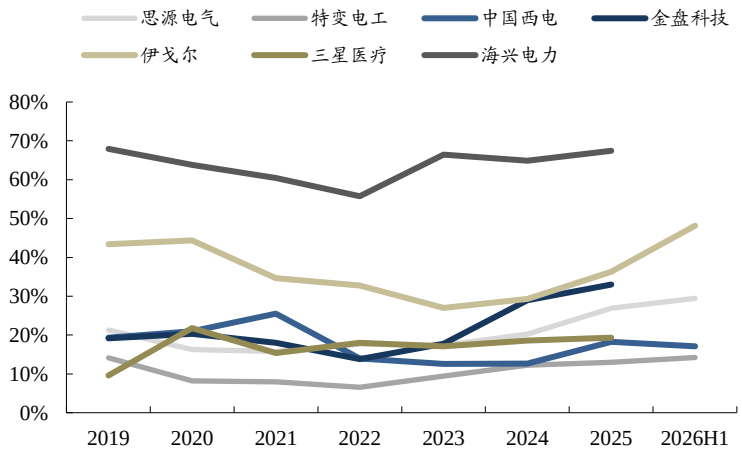
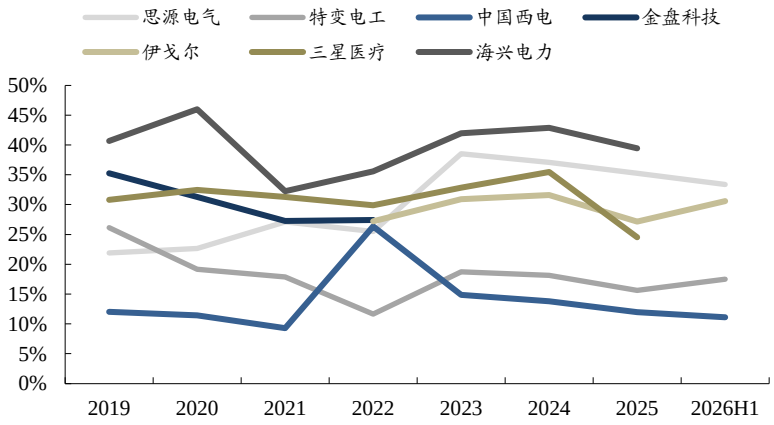


图 主要电力设备公司海外毛利率情况（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

- **国内高压/特高压板块收入稳定增长，盈利明显承压；国内配电板块收入小幅回落，盈利承压明显；低压电器板块收入基本持平，盈利能力承压；国内智能用电板块收入大幅增长，但利润转亏。**我们共选取了26家国内电力设备企业，26Q3实现营收941亿元，同比+11%，实现归母净利润52亿元，同比-37%，收入维持正增长，但板块盈利降幅扩大，盈利能力明显走弱。
- **国内高压/特高压板块收入稳定增长，盈利明显承压。**26Q3特高压/高压板块实现收入675亿元，同比+14%，归母净利润42亿元，同比-25%。特变电工营收稳定增长，26Q3营收同比+18%，但净利润受公允价值变动损失、发电与煤炭业务承压等因素影响同比-57%，是板块利润下滑的主要来源。**排除特变电工后，板块收入384亿元，同比+11%；归母净利润32亿元，同比-4%，剔除后板块盈利基本走平。**
- **国内配电板块收入小幅回落，盈利承压明显。**26Q3实现收入50亿元，同比-4%，实现归母净利润0.5亿元，同比-87%，板块收入略有下滑，利润承压较大。
- **低压电器板块收入基本持平，盈利能力承压。**26Q3实现收入189亿元，同比-1%，实现归母净利润12亿元，同比-28%。其中，正泰电器26Q3实现收入163亿元，同比-3%，归母净利润11亿元，同比-33%。
- **国内智能用电板块收入大幅增长，利润转亏。**26Q3实现收入28亿元，同比+79%，实现归母净利润-3亿元，同比由盈转亏。

表 国内电力设备板块26Q3收入和归母净利润情况

分项	营业收入（亿元）	同比增速（%）	归属母公司股东净利润（亿元）	同比增速（%）
国内高压/特高压	675	14%	42	-25%
国内配电	50	-4%	0	-87%
低压电器	189	-1%	12	-28%
国内智能用电	28	79%	-3	-157%
国内电力设备	941	11%	52	-37%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

- **国内电力设备26Q3毛利率小幅承压、归母净利率同比大幅下滑。**26Q3国内电力设备板块毛利率22.6%，归母净利率5.5%，同比-0.6/-4.2pct、环比-0.1/-2.2pct，归母净利率同比大幅下降主要受特变电工公允价值变动损失等因素拖累。
- **26Q3国内电力设备板块费用率同比小幅下降、环比抬升。**26Q3国内电力设备期间费用率为12.7%，同比-0.3pct、环比+1.5pct。国内配电板块费用率明显抬升，国内智能用电板块费用率大幅下降，国内高压/特高压板块小幅下降，低压电器板块基本持平。

表 国内电力设备板块毛利率和归母净利率情况（%）

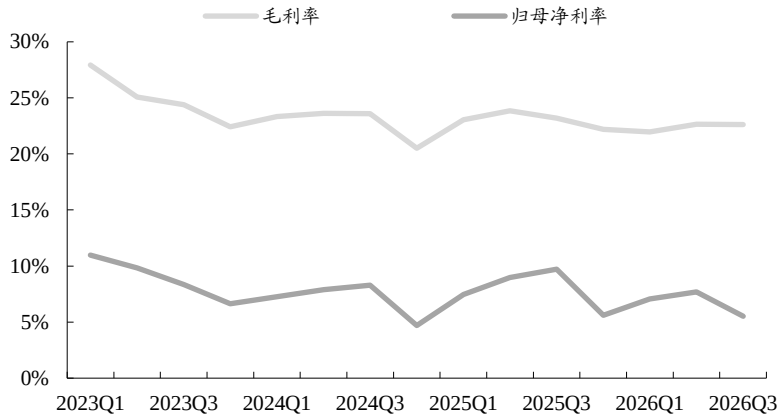
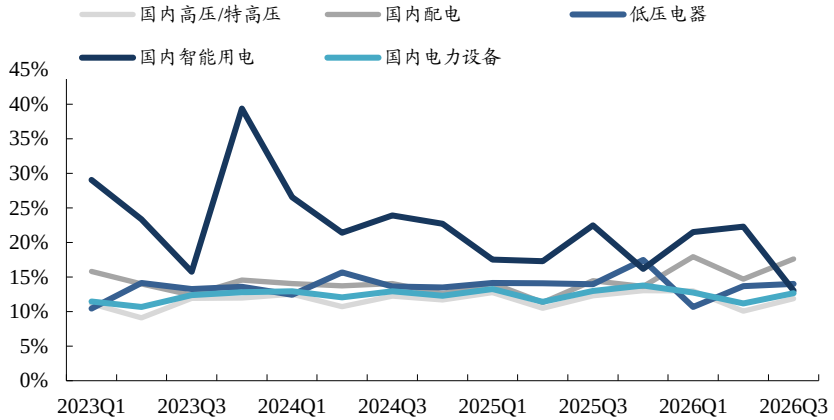


表 国内电力设备板块期间费用率（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

- **26Q3国内电力设备板块经营性现金流承压较大。**26Q3国内电力设备板块经营性现金流净额8.1亿元，同比-95%；国内配电板块同比+48%，是唯一改善的环节；国内高压/特高压、低压电器、国内智能用电板块同比分别为-193%/-40%/-75%，均显著承压，其中国内高压/特高压单季净流出51.5亿元，是主要拖累。
- **存货保持稳健增长，国内电力设备板块备货基础扎实。**26Q3国内电力设备板块存货1326.5亿元，同比+8.3%，低压电器板块存货较年初-4%、同比基本持平，国内高压/特高压&国内配电板块存货维持稳健增长态势，分别同比+13%/+12%，国内智能用电板块存货同比显著增长70%。

图 国内电力设备板块2023Q1-2026Q3经营净现金流情况（亿元）

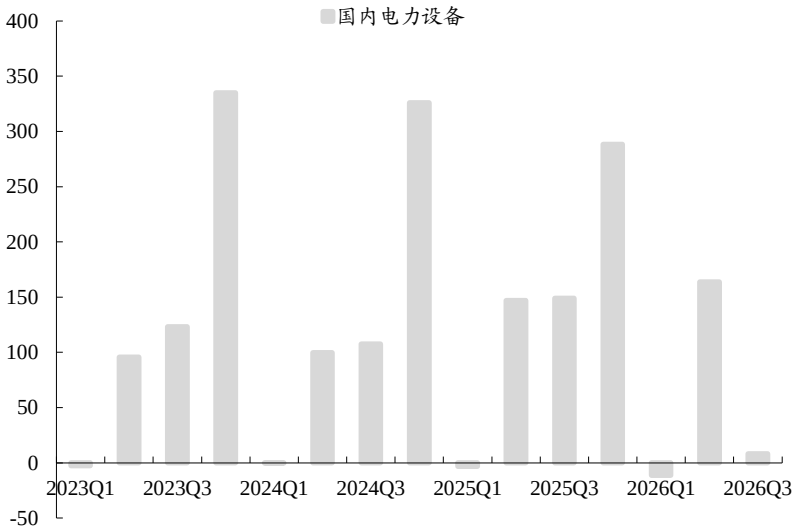
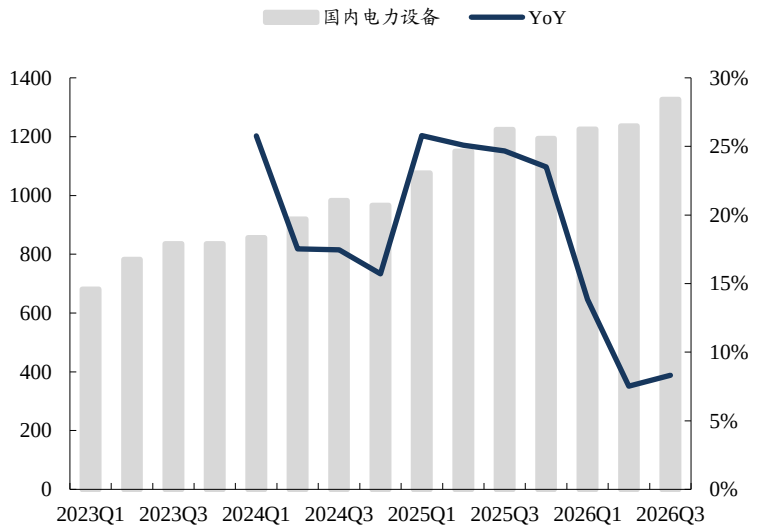


图 国内电力设备板块2023Q1-2026Q3存货情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

- **出海板块海外订单持续兑现，收入实现较快增长，2026Q3利润端同比回落。**26Q3板块实现营收490亿元，同比+16%；实现归母净利润32亿元，同比-35%，收入高增的背景下利润受项目交付节奏、汇兑损失以及成本端压力等因素同比走弱。从公司层面看，26Q3多数公司收入端延续同比增长，其中伊戈尔、思源电气、金盘科技分别同比+34%、+31%、+25%，海外订单兑现韧性延续。利润端表现分化，大连电瓷、伊戈尔归母净利润分别同比+85%/+21%，低基数下实现较高增速；特变电工受公允价值变动损失拖累，归母净利润同比下降57%，单家减少13.1亿元，占板块利润降幅的77%。智能用电出海四家公司量利同步收缩，其中，海兴电力26Q3营收/归母净利润同比-20%/-77%，承压较大。整体来看，出海板块收入端有望持续受益海外订单交付；利润端短期受权重股公允价值变动损益扰动及项目交付节奏扰动出现波动。

表 出海板块2026Q3收入情况

分项	营业收入（亿元）	同比增速（%）	归属母公司股东净利润（亿元）	同比增速（%）
电力设备出海	435	20%	28	-30%
智能用电出海	55	-7%	4	-54%
出海	490	16%	32	-35%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

- **26Q3出海板块毛利率同比基本持平、环比小幅改善，归母净利率同比明显承压、环比基本持平。**26Q3板块毛利率为24%，同比持平、环比上升1个百分点；归母净利率为6.6%，同比下降5个百分点、环比持平，主要受上年同期高基数影响，叠加费用端扰动，共同导致净利率同比走弱。
- **出海板块费用率26Q3环比小幅抬升，同比保持平稳。**26Q3期间费用率为12.6%，同比和环比分别下降0.2个百分点、上升2个百分点；电力设备出海费用率同比小幅下行，智能用电出海费用率明显抬升，仍相对偏高。整体看，26Q3板块费用率环比抬升，但海外市场开拓持续带来费用投放压力，压制盈利水平。

图 出海板块毛利率和归母净利率情况（%）

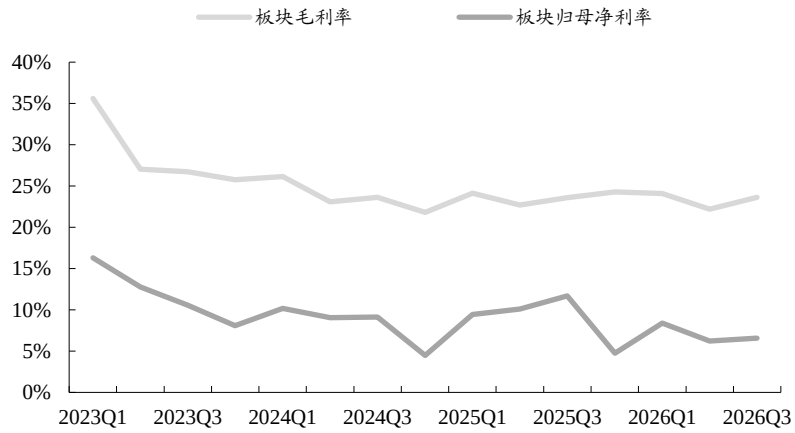
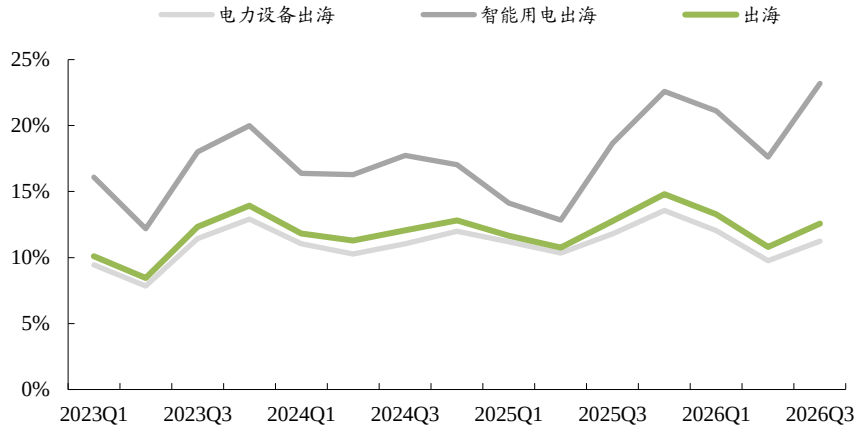


图 出海板块各项费用率情况（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

- **出海板块26Q3经营性现金流环比回落。** 26Q3经营活动现金流净额为34亿元，同比-15%、环比-52%，主要原因是特变电工26Q2基数较高，叠加26Q3备货付款占用增加，单家环比减少45亿元；电力设备出海仍贡献主要现金流，智能用电出海环比由负转正，但同比仍-33%，表现偏弱。
- **出海板块存货、合同负债持续抬升，海外待交付订单储备充裕。** 26Q3期末存货进一步提升至476亿元，同比+22%、环比+12%；合同负债181亿元，同比+49%、环比+12%。整体来看，26Q3现金流环比回落，但存货与合同负债保持较快增长，特变电工、思源电气分别贡献合同负债增量的53%/26%，为后续海外收入确认提供坚实支撑。

图 出海板块2023Q1-2026Q3经营净现金流情况（亿元）

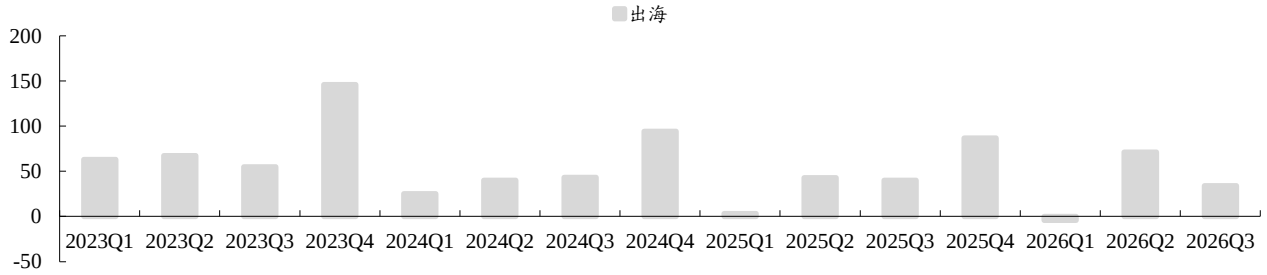


图 出海板块2023Q1-2026Q3存货情况（亿元）和YoY（%）

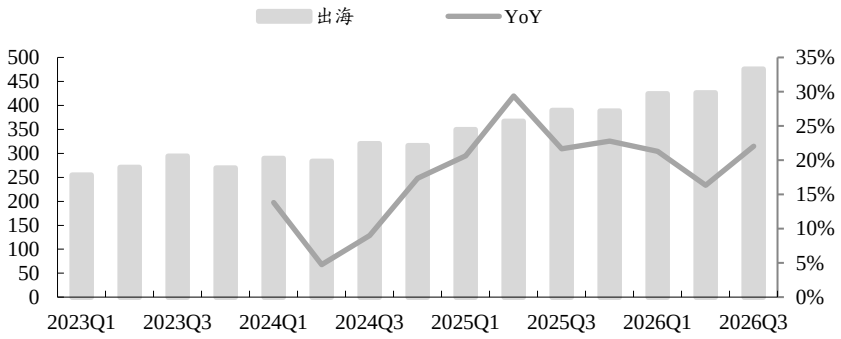
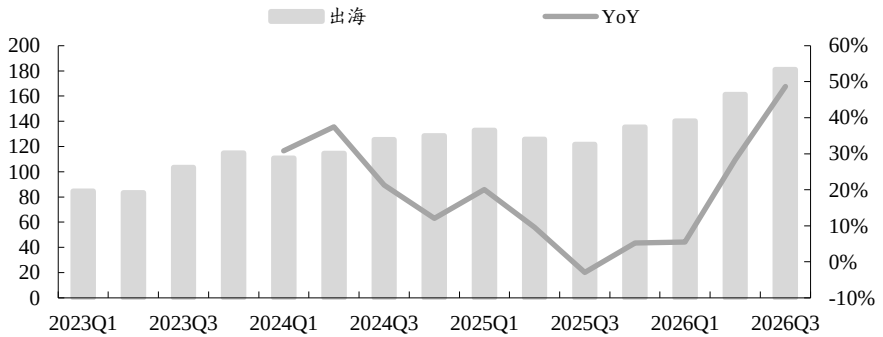


图 出海板块2023Q1-2026Q3合同负债情况（亿元）和YoY（%）



- **AIDC板块26Q3订单持续落地，收入维持较快增长。** 26Q3板块实现营收437亿元，同比+16%，环比-8%；实现归母净利润32亿元，同比+22.5%，环比-2%，归母净利率由26Q2的7.0%回升至7.4%。公司层面看，26Q3东方电气、宏发股份、麦格米特、金盘科技分别实现营收173/63/30/25亿元，同比+1%/+38%/+40%/+25%；东方电气营收环比-17%，仍是板块收入压舱石。26Q3板块内多数企业利润保持正增长，宏发股份、麦格米特、伊戈尔同比增速表现亮眼，其中宏发、伊戈尔主要系主业交付所致，剔除东方电气后其余15家营收同比+28%。利润端，26Q3东方电气归母净利润11.3亿元，同比+7%，仍是板块利润核心来源；麦格米特、科泰电源利润同比增幅突出，但从结构看，麦格米特/科泰电源主要受益于投资收益/低基数带来的利润贡献。

表 AIDC2026Q3收入情况

分项	营业收入（亿元）	同比增速（%）	归属母公司股东净利润（亿元）	同比增速（%）
AIDC电气设备	234	24%	19	16%
AIDC电源	203	8%	14	33%
AIDC	437	16%	32	23%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

- **AIDC板块毛利率&归母净利率同比、环比均小幅提升。** 26Q3板块毛利率为23%，同环比分别+0.7pct/+1.3pct；归母净利率为7.4%，同环比分别+0.4pct/+0.4pct，盈利质量较26Q2有所改善。
- **AIDC板块费用率环比明显抬升。** 26Q3期间费用率为14.6%，同环比分别+1.0pct/+1.9pct。整体看，26Q3费用率较26Q2上行，主要受研发投入加大与收入季节性回落影响，但归母净利率仍环比提升，主要系毛利率改善及非经常性损益贡献增加所致。

图 AIDC毛利率和归母净利率情况（%）

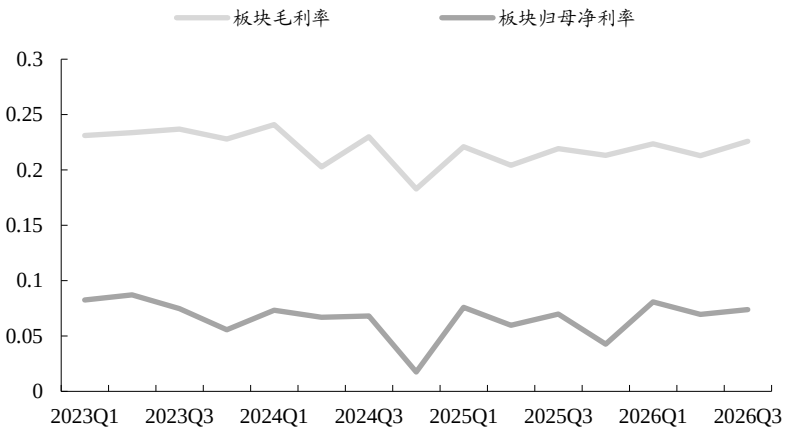
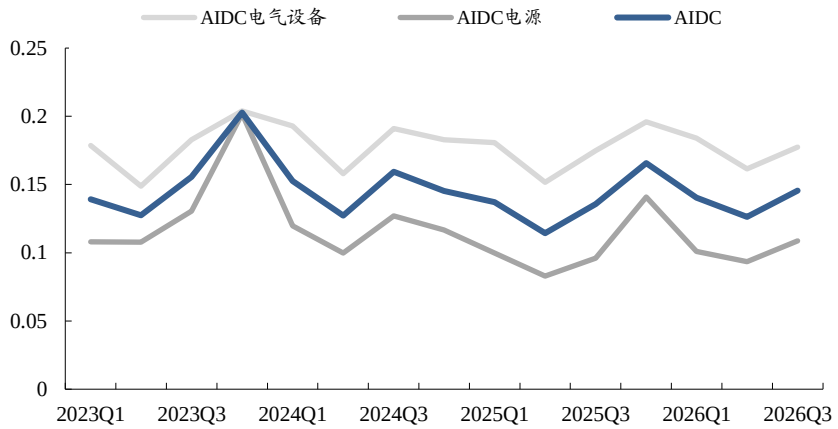


图 AIDC各项费用率情况（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

- **AIDC板块26Q3现金流环比回落、但同比由负转正。**26Q3经营活动现金流净额为7亿元，环比-70%，同比由上年同期净流出8.7亿元转为净流入，现金流状况仍好于去年同期，环比回落主要系东方电气交付节奏所致。
- **AIDC板块存货、合同负债保持高位，待交付基础依旧扎实。** 26Q3期末存货640亿元，同比+19.5%、环比+16%；合同负债557亿元，同比+12.1%、环比+5%，创历史新高。整体看，26Q3经营现金流环比回落，但存货与合同负债继续双升，反映AIDC订单储备仍在积累、后续收入确认具备支撑。

图 AIDC2023Q1-2026Q3经营净现金流情况（亿元）

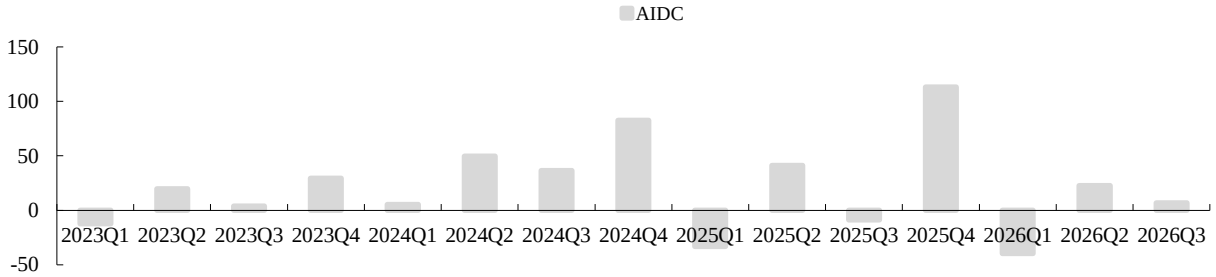


图 AIDC2023Q1-2026Q3存货情况（亿元）

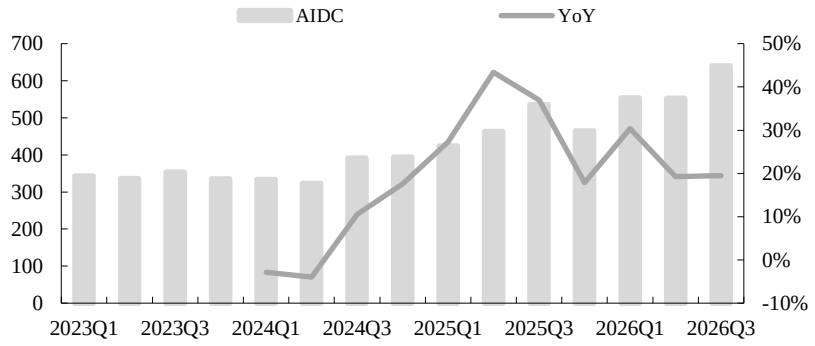
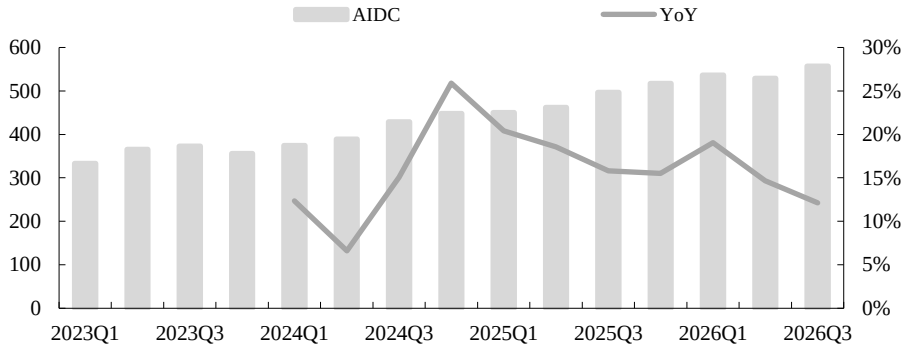


图 AIDC2023Q1-2026Q3合同负债情况（亿元）



投资建议与风险提示

- **投资建议：**AIDC重点推荐**四方股份、阳光电源、金盘科技、麦格米特、蔚蓝锂芯、良信股份、中恒电气、科士达、优优绿能、盛弘股份**，建议关注**可立克、欧陆通**、京泉华、新特电气、江海股份、法拉电子。**电力设备出海**推荐**思源电气、金盘科技、东方电气、伊戈尔、神马电力、白云电器、海兴电力**，建议关注：华明装备、特变电工、汽轮科技。**人形机器人**推荐**三花智控、科达利、浙江荣泰、斯菱智驱、北特科技、震裕科技**、儒竞科技，建议关注奥比中光、五洲新春、峰岹科技、福莱新材等。**工控**推荐**汇川技术、雷赛智能、信捷电气、伟创电气**，建议关注正弦电气、禾川科技。**国内电网**推荐**平高电气、许继电气、中国西电、国电南瑞、长高电气**，建议关注：赛晶科技。

图 核心公司盈利预测（截至2026年11月4日）

板块	环节	证券代码	公司简称	总市值（亿元）	收盘价（元/股）	归母净利润（亿元）				PE				评级	数据来源
						2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E		
发电设备	燃气轮机	600875.SH	东方电气	768	23.18	38	46	56	68	20	17	14	11	买入	东吴
		300277.SZ	海联讯	173	11.39	0	5	6	7	7697	37	31	-	未评级	Wind
电力设备	出海	002028.SZ	思源电气	900	114.45	32	36	47	61	29	25	19	15	买入	东吴
		688676.SH	金盘科技	244	53.17	7	9	13	17	37	28	19	14	买入	东吴
		002922.SZ	伊戈尔	90	21.28	2	3	5	7	45	30	18	12	买入	东吴
		603861.SH	白云电器	54	10.08	2	2	3	5	27	25	17	11	买入	东吴
		603530.SH	神马电力	142	33.00	4	6	7	10	33	26	19	14	买入	东吴
	特高压	601179.SH	中国西电	567	11.07	13	15	18	22	45	37	31	25	买入	东吴
		600312.SH	平高电气	292	21.52	11	14	17	20	26	21	17	14	买入	东吴
		000400.SZ	许继电气	251	24.62	12	11	15	19	21	23	17	13	买入	东吴
AIDC	柜内电源	002851.SZ	麦格米特	458	78.30	1	6	13	19	314	71	35	24	买入	东吴
		300870.SZ	欧陆通	156	101.90	2	3	6	8	64	57	28	20	未评级	Wind
	柜外电源	002364.SZ	中恒电气	139	24.68	1	1	2	3	110	103	69	50	买入	东吴
		301590.SZ	优优绿能	33	56.84	1	2	3	6	31	16	10	6	买入	东吴
		300274.SZ	阳光电源	1,683	81.17	135	100	140	171	13	17	12	10	买入	东吴
	SST	688676.SH	金盘科技	244	53.17	7	9	13	17	37	28	19	14	买入	东吴
		601126.SH	四方股份	254	30.45	8	9	10	11	31	29	26	24	买入	东吴
	配套电气设备	002706.SZ	良信股份	95	8.47	3	4	5	7	36	27	20	14	买入	东吴
		301291.SZ	明阳电气	122	38.87	6	5	8	10	21	26	16	12	未评级	Wind
		002484.SZ	江海股份	287	33.73	7	9	12	16	43	32	23	18	未评级	Wind
工控&机器人		300124.SZ	汇川技术	1,565	57.72	51	56	67	83	31	28	23	19	买入	东吴
		002050.SZ	三花智控	1,381	34.57	41	41	51	66	34	34	27	21	买入	东吴
		600885.SH	宏发股份	510	32.96	18	24	30	37	29	21	17	14	买入	东吴
		002979.SZ	雷赛智能	163	51.50	2	4	6	8	72	40	27	19	买入	东吴
		688698.SH	伟创电气	94	43.70	3	2	3	4	36	40	32	26	买入	东吴

数据来源：Wind，东吴证券研究所 注：评级为“买入”的企业盈利预测来自内部预测，评级为“未评级”的企业盈利预测来自2026年11月4日wind一致预期，“-”为暂无wind一致预期数据

风险提示

- **宏观经济下行。**工控自动化公司下游涵盖各大制造业领域，若宏观经济下行，使得制造业企业资本开支意愿下降，最终影响工控设备的采购。
- **电网投资不及预期。**电力设备公司主要客户为国家电网、南方电网公司，其收入依赖电网公司每年的投资开支。若电网投资不及预期，将会影响电力设备招标量，从而对公司业绩造成不利影响。
- **竞争加剧。**电网&工控设备发展较为成熟，若在投标或商务谈判过程中面临较强的价格竞争，可能对公司业绩造成不利影响。
- **原材料价格上涨超预期。**电网&工控设备原材料占比较高，既包括大宗商品铜、钢等，也包括IGBT、MCU等半导体材料。若上述核心原材料价格继续维持高位，将对相关公司利润造成不利影响。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。 未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来 6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来 6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性： 预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持： 预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

东吴证券 财富家园