

● 证券研究报告 ●

工业自动化：制造业需求复苏，看好高景气赛道

证券分析师：胡书捷 A0230524070007

王珂 A0230521120002

联系人：胡书捷 A0230524070007

2026.5.21

投资要点

- **2025年工业自动化行业需求企稳，不同行业分化明显。**根据睿工业数据，2025年中国工业自动化市场整体同比下降1.00%，相比23-24年降幅收窄；行业分化明显，项目型市场下滑2.55%，OEM型市场增长1.88%。锂电、3C、半导体、机床、AI相关设备需求向好；企业出海需求显著增强，拉动相关产品、装备与服务出口。
- **分品类来看，变频器、伺服、PLC呈现差异化特点。**2025年HMI市场增长4.2%，多数行业正增长；小型PLC增长7.8%，中型PLC增长7.4%，电池、物流、半导体等行业增速较高；PC-based运动控制器同比增长6.96%，下游电子、半导体、机床等行业需求较好；通用伺服增长8.6%，电池和物流行业增速较高；低压和中高压变频器分别增长1.3%和2.8%，部分地产和传统行业需求偏弱。
- **展望26年全年：看好顺周期、AI设备、机器人方向。****1) 需求端：**整体工控需求继续回暖，2026年Q1自动化整体市场增长2.26%，其中OEM市场增长6.64%，项目型市场增长0.73%，电池、机器人、电子、半导体等行业需求集中释放。**2) 价格端：**26年以来汇川、西门子、ABB、施耐德等密集提价（伺服/PLC/变频器涨幅2%-20%），下游接受度较高，反映需求较好。**3) 高景气赛道：**AI的发展拉动消费电子、半导体、光模块、机器人等下游行业的资本开支大幅增长，带动相关设备和零部件需求爆发式增长，国产厂商同时受益外资供货周期拉长带来的国产化替代的机会。**4) 具身智能：**工控自动化行业的电机、驱动器、传感器等技术与人形机器人零部件技术高度相通，具身智能进入商业化元年，核心零部件开始贡献收入和业绩。
- **建议关注：**汇川技术（工控需求向好，发力具身智能与AI工业软件）；雷赛智能（半导体和光模块等下游放量）；信捷电气（PLC领先，机器人和半导体开始起量）；众辰科技（被低估的减速器标的）；伟创电气（机器人多元化布局）；英威腾（战略转型期，电源和液冷有潜力）；固高科技（深耕运动控制领域，坚持拓展高端装备领域）；禾川科技（下游需求回暖，业绩触底）。
- **风险提示：**行业复苏不及预期风险、新兴业务开拓不及预期风险、竞争加剧风险。

主要内容

1. 25年回顾：需求企稳，OEM/项目型市场分化明显
2. 分品类：变频器、伺服、PLC呈现差异化特点
3. 26年展望：看好顺周期、AI设备、机器人方向
4. 相关公司梳理
5. 风险提示

1.1 工业自动化行业：自动化设备核心部件，下游行业分布广泛

- **工业自动化**，即依托控制、传感与工业软硬件，用机器和系统替代人工，实现自动加工和连续生产的生产方式。工业自动化包括控制系统、驱动系统、执行系统、反馈系统和输出系统等层级，产品类型众多，如工业软件、DCS、PLC、变频器、伺服、电机、传感器等。
- **根据下游应用领域**，可分为OEM型行业和项目型行业，其中**OEM型**以离散型行业为主，生产机械设备。离散型行业以零部件加工、组装、生产为主，生产工艺灵活可调整；**项目型**以流程型行业为主，被加工对象连续地通过生产设备完成生成制造，生产流程一般不可逆，对自动化产品的采购通常以独立项目为主。

图1：工业自动化行业的上中下游



1.2 2025年中国工业自动化市场：项目型小幅下滑，OEM回暖

■ 2025年中国工业自动化市场同比下滑1%，其中项目型市场需求下滑2.55%，OEM型市场中需求回暖，增长1.88%

- 2025年，中国工业自动化市场整体规模达2831亿元，较2024年同比下降1.00%；其中项目型市场规模达1812亿元，同比下降2.55%；OEM型市场规模达1019亿元，同比增长1.88%。
- 行业驱动因素：**①**需求端：**工业自动化行业周期性波动，2023-2025年需求筑底并有回暖迹象；②**结构性机会：**锂电、3C、半导体、机床、AI相关设备需求向好；企业出海需求显著增强，拉动相关产品、装备与服务出口；③**库存端：**经历2024年的库存消化后，25年行情好转，代理商备货意愿度提升。④**价格端：**铜等原材料价格上涨，逐步传导至终端市场价格温和提升。

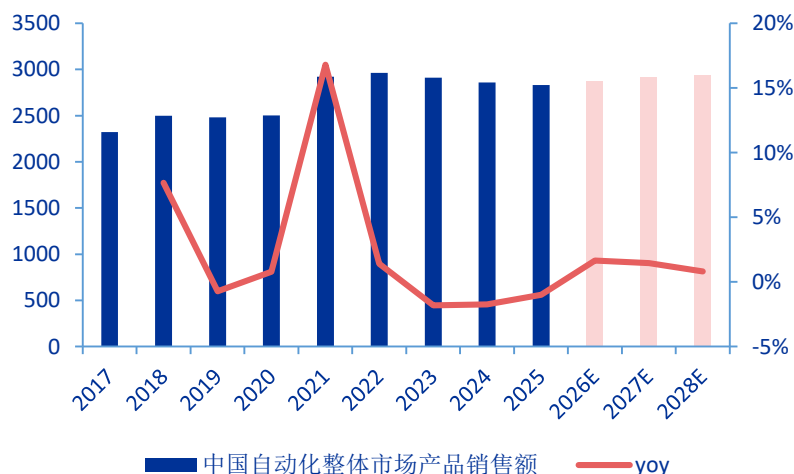


图2：中国工业自动化市场整体规模（亿元，%）

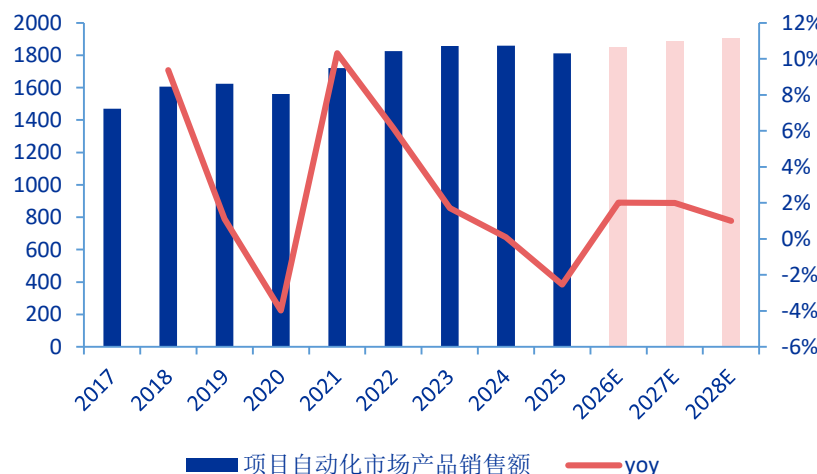


图3：中国项目型市场整体规模（亿元，%）

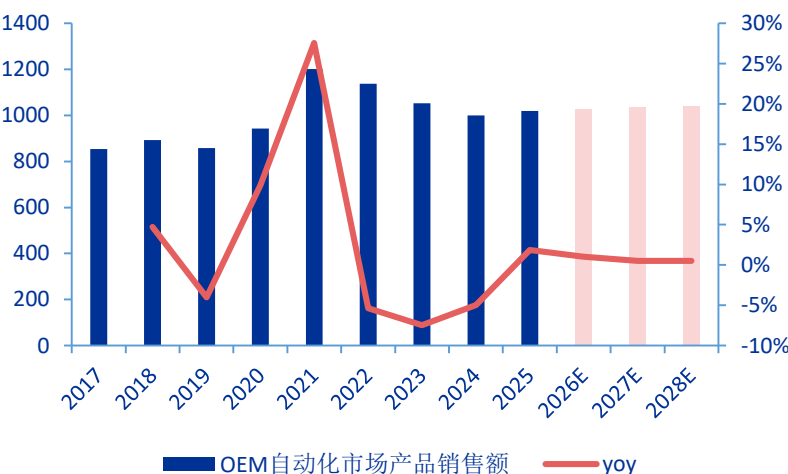


图4：中国OEM型市场整体规模（亿元，%）

1.2 PMI 整体呈现 “前高后低、年末回升” 的弱势复苏态势

■ 2025年以来制造业PMI整体在荣枯线下方波动，生产端保持一定韧性，2026年3月回到扩张区间

- 2025年一季度PMI在春节后明显修复，2-3月连续回到荣枯线以上，反映复工复产推进、阶段性订单释放带动制造业景气回升；但Q2-Q4多数时间在收缩区间。12月生产、新订单同步回升至扩张区间，市场预期好转。2026年3月，PMI再度回到扩张区间，显示在节后复工推进下，制造业景气度出现边际改善。
- 从分项指标看：生产端总体强于需求端。**2025年以来生产指数多数月份维持在50以上，企业生产活动仍具一定韧性；相比之下，新订单指数波动较大，多数月份仍低于荣枯线，表明终端需求修复仍不稳固。原材料库存指数长期处于47%-48%区间、从业人员指数长期低于50%，反映企业补库和用工扩张仍偏谨慎；供应商配送时间指数大部分月份维持在50附近或以上，说明供应链整体仍较为平稳。

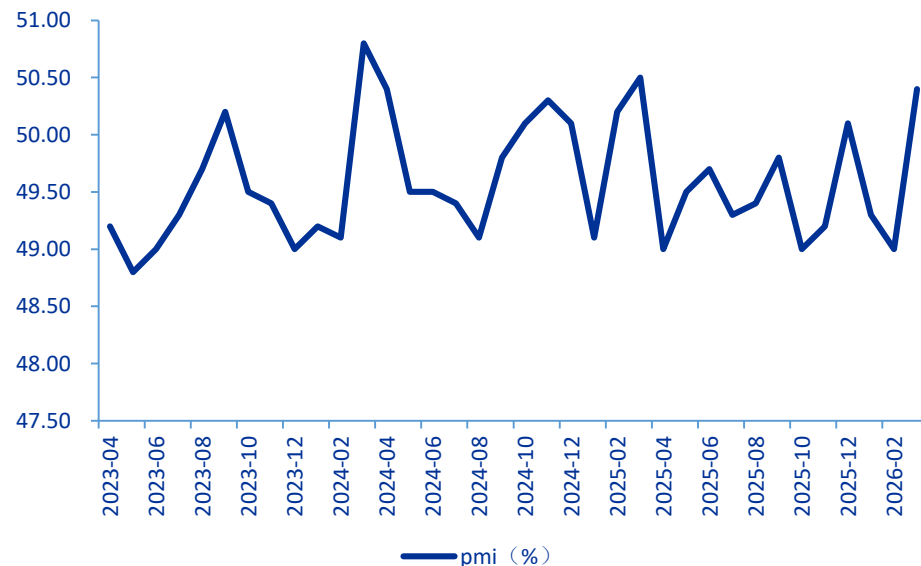


图5：制造业PMI变动情况

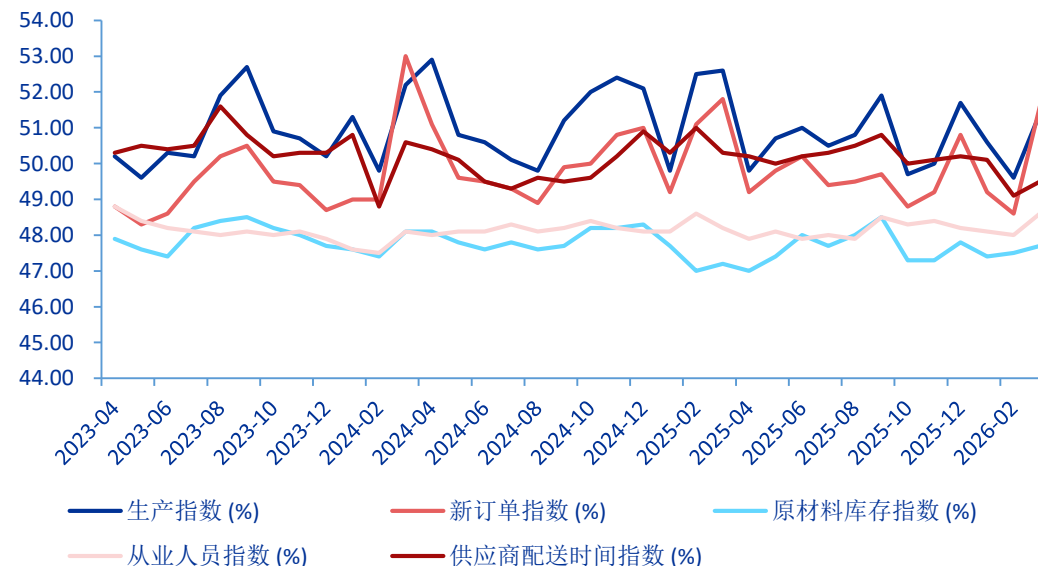


图6：制造业PMI变动情况

1.3 OEM市场：25年需求回暖，电池、工业机器人表现亮眼

■ OEM自动化市场持续增长，电池、工业机器人、包装、物流行业显著增长

- **高增长行业：**锂电、包装、工业机器人、物流分别同比增长17.04%、12.43%、14.27%、9.93%，是全年景气度最高的几个方向。
- **温和增长：**通用制造和部分消费类下游取得个位数增长，机床、塑料、橡胶、烟草、食品饮料分别同比增长3.89%、3.63%、2.15%、3.08%、1.45%。
- **承压行业：**地产链、传统周期制造承压，部分景气回落板块。电子及半导体、纺织、电梯、起重、工程机械、印刷、制药分别同比下滑2.73%、3.25%、5.44%、10.45%、11.18%、8.84%、4.64%，整体表现偏弱。

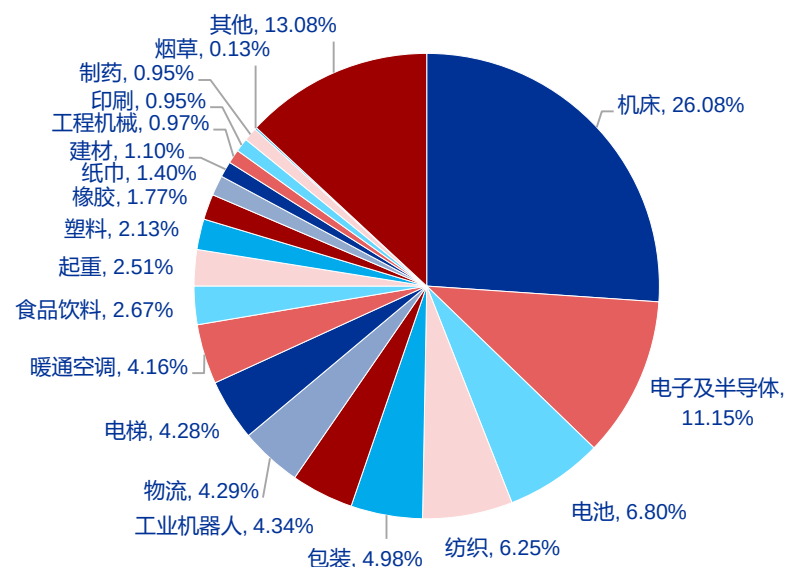


图7：2025年中国OEM自动化市场分行业市占率

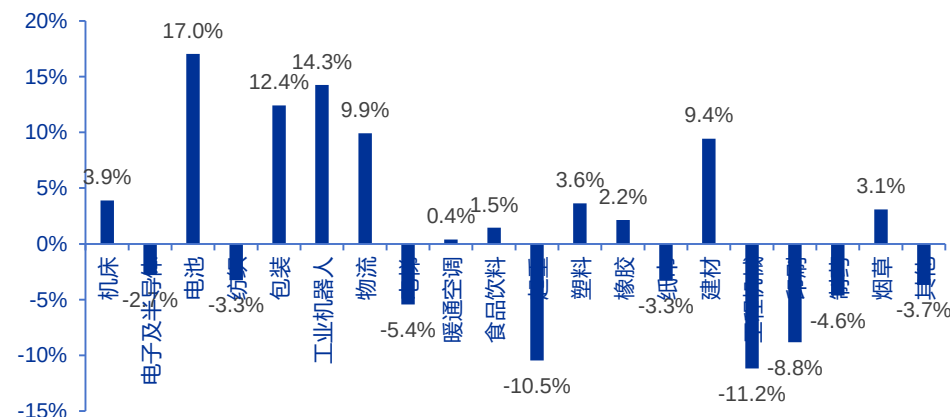


图8：2025年中国OEM自动化市场分行业增速

1.4 项目自动化市场下滑，冶金、石化行业资本开支下滑

■ 项目型自动化市场下滑，冶金、石化、化工下滑趋势显著

- 下滑行业：**化工、石化、冶金行业下滑，2025年分别同比下滑4.57%、6.74%、10.96%。石化产品的需求与下游房地产、基建、家电、汽车等终端消费紧密相关。当前这些领域复苏势头整体偏弱，政策“反内卷”严控新增，因此相关投资需求有所下滑。
- 增长行业：**电力、采矿、汽车分别同比增长7.03%、6.19%、4.05%，是全年少数实现正增长的行业方向。其中，电力行业增速居前，主要受益于特高压建设提速、配网改造收官带动设备交付，以及数据中心用电需求激增，整体投资需求维持稳定增长。

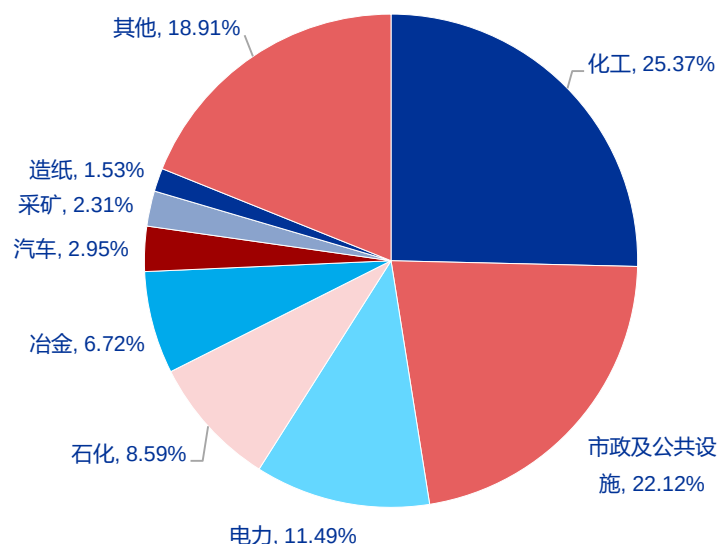


图9：2025年中国项目自动化市场分行业市占率

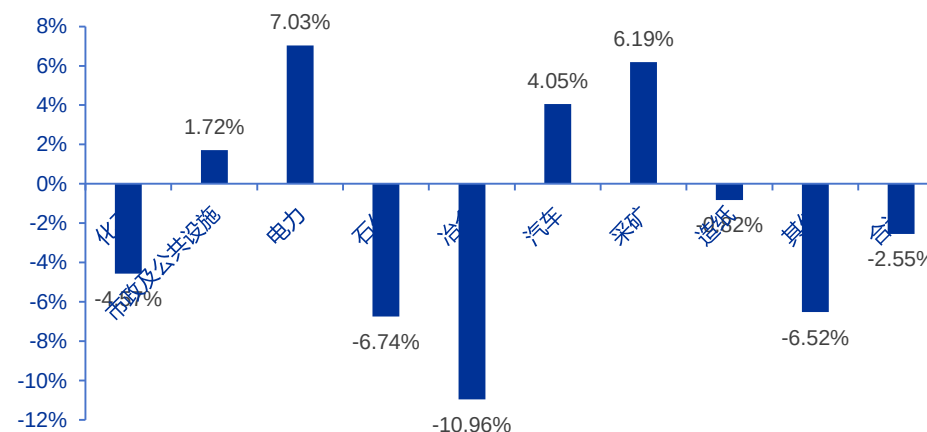


图10：2025年中国项目自动化市场分行业增速

主要内容

1. 25年回顾：需求企稳，OEM/项目型市场分化明显
2. 分品类：变频器、伺服、PLC呈现差异化特点
3. 26年展望：看好顺周期、AI设备、机器人方向
4. 相关公司梳理
5. 风险提示

2.1 HMI市场：整体呈现复苏态势，大部分行业增长

■ 需求端：整体呈现复苏态势，2025年HMI市场规模为48.65亿元，同比增长4.2%，大部分行业正增长

- 以半导体、锂电、机器人为代表的新兴行业增长良好：随着国内工厂自动化的不断深入以及服务出口满足海外市场产品需求的产线建设，预计2026年半导体、锂电以及机器人行业仍将持续保持增长。
- 包装、物流为代表的民生类行业保持增长：受益快递行业的增长以及2025年国家消费补贴政策，仓储中心的建设对包装、物流提出需求，带动相关行业增长。
- 政策资金引导的电力、采矿行业转降为增。

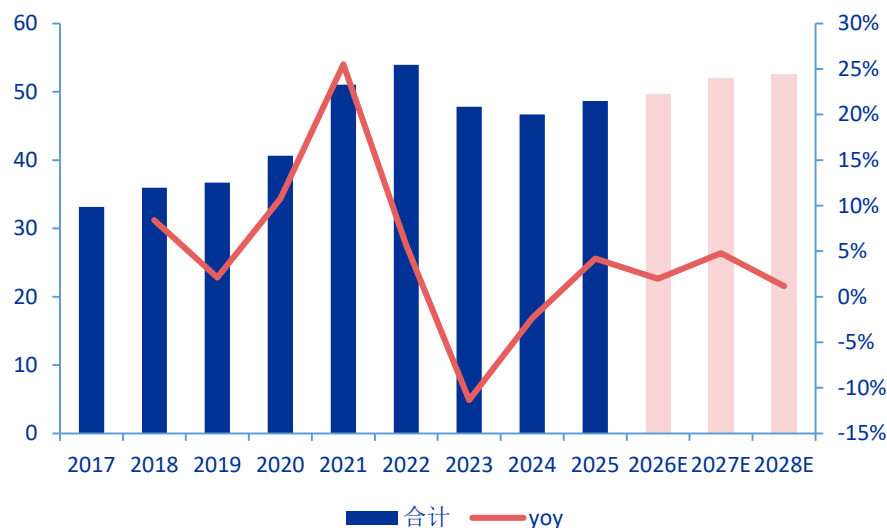


图11：中国HMI整体市场规模及增长（亿元，%）

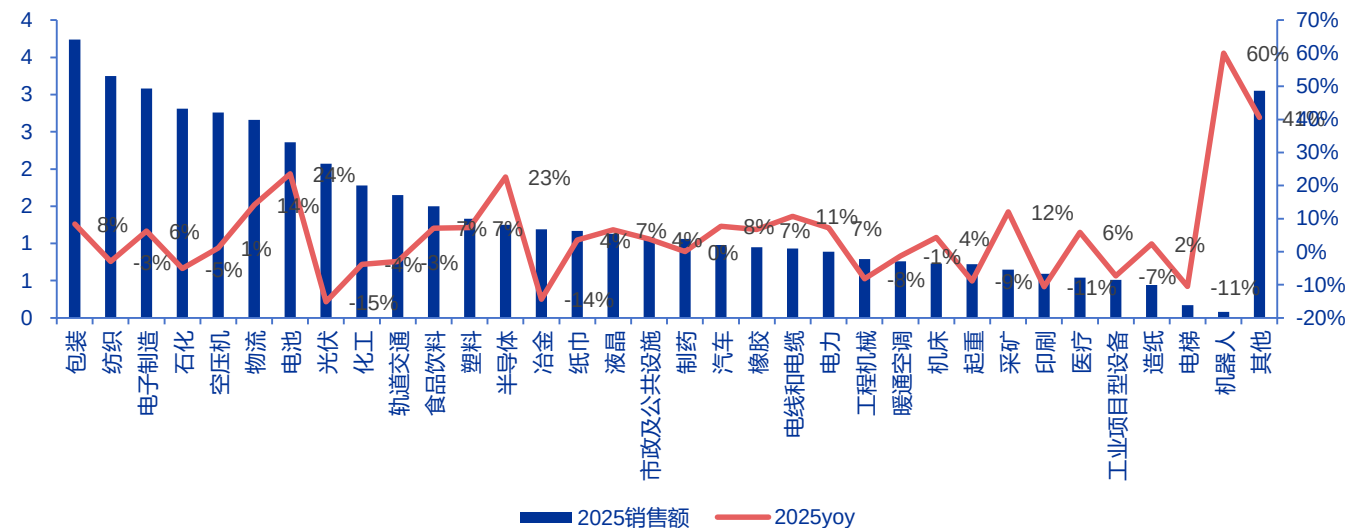
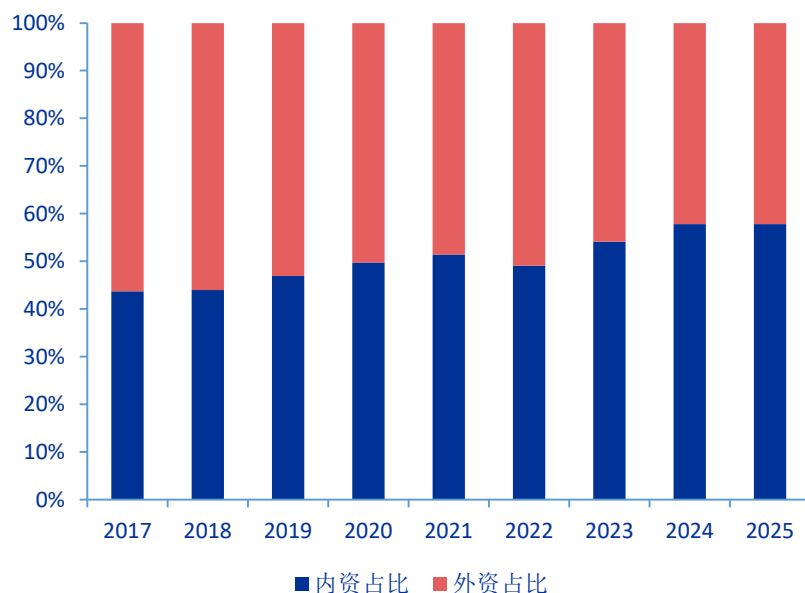


图12：中国HMI整体市场规模及增长（亿元，%）

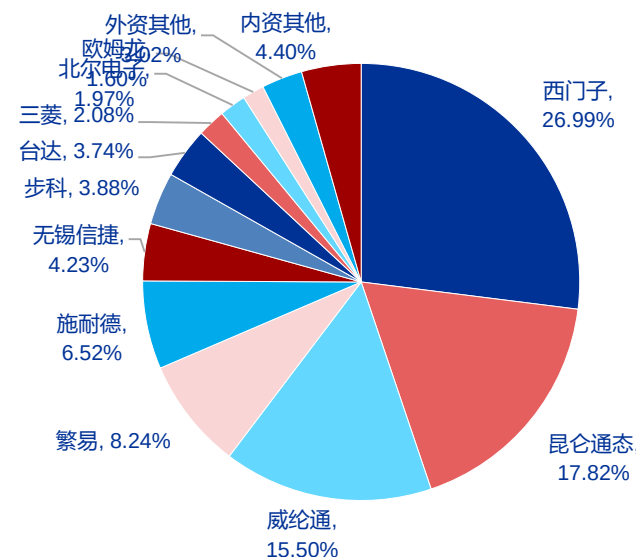
2.1 HMI竞争格局相对稳定，国产化率超过50%

■ 供给端：市场竞争格局相对稳定，国产化率达到58%，西门子仍占据主导

- **外资品牌：**从市场占有率来看，西门子仍是HMI领域的头部厂商，其产品可靠性高，并与西门子PLC、伺服等一系列产品进行成套销售；外资HMI产品目前市场占有比例有所下降，但目前仍占据对产品可靠性要求高的市场如医疗卫生、无菌车间、海事船舶、防爆等领域，在客户认知以及认证等方面仍存在优势。
- **国产品牌：**国产厂商此前更多利用产品价格优势开展竞争，随着其占据一定的市场份额，从价格竞争逐渐转向综合能力竞争，产品的性能、软件操作逻辑等逐步改善，预计未来市场规模会进一步提升。



图：中国HMI内外资市场规模占比



图：年中国HMI供应商市占率

表1：HMI各供应商产品销售额及同比增速变化

供应商	产品销售额 (亿元)			
	2024	2024yoy	2025	2025yoy
西门子	12.04	-7.53%	13.13	9.05%
昆仑通态	8.18	8.49%	8.67	5.99%
威纶通	7.23	-1.77%	7.54	4.29%
繁易	3.69	15.31%	4.01	8.67%
施耐德	3.12	-22.00%	3.17	1.60%
无锡信捷	1.95	9.55%	2.06	5.64%
步科	1.76	1.73%	1.89	7.39%
台达	1.73	-4.95%	1.82	5.20%
三菱	0.98	-11.71%	1.01	3.06%
北尔电子	0.87	0.00%	0.96	10.34%
欧姆龙	0.84	-20.00%	0.78	-7.14%
外资其他	1.84	-3.16%	1.47	-20.11%
內资其他	.	.%	.	-.%

2.2 小型PLC：25年增长7.8%，电子、食品饮料、包装、机床、物流增长

■ 2025年小型PLC产品在多重因素带动下，实现7.8%的正增长

- 需求端-多行业需求增长，带来较好的增长动力：电子行业-AI 相关制造产品需求增长明显；物流行业-行业厂房建设增多，快递物流分拣项目增多；包装、机床等民生行业在国内新建项目和出口项目增多的双重带动下，保持稳定增长。

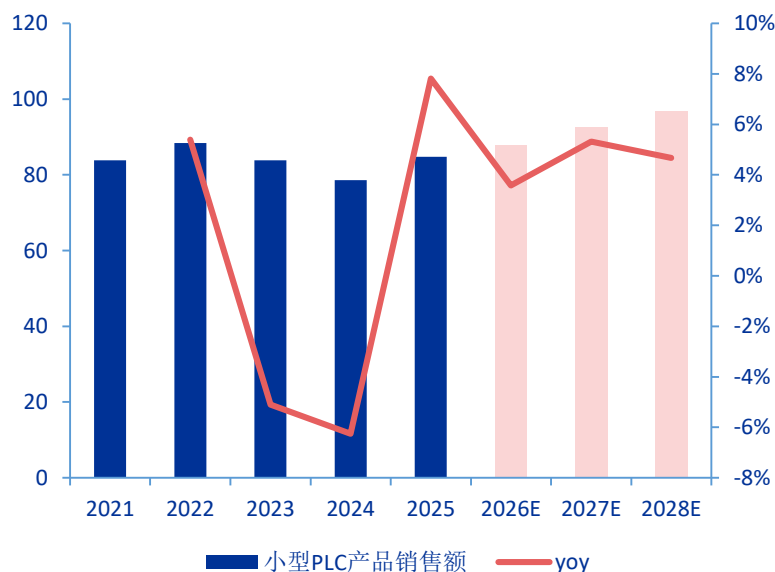


图15：小型PLC整体市场规模及增长 (亿元, %)

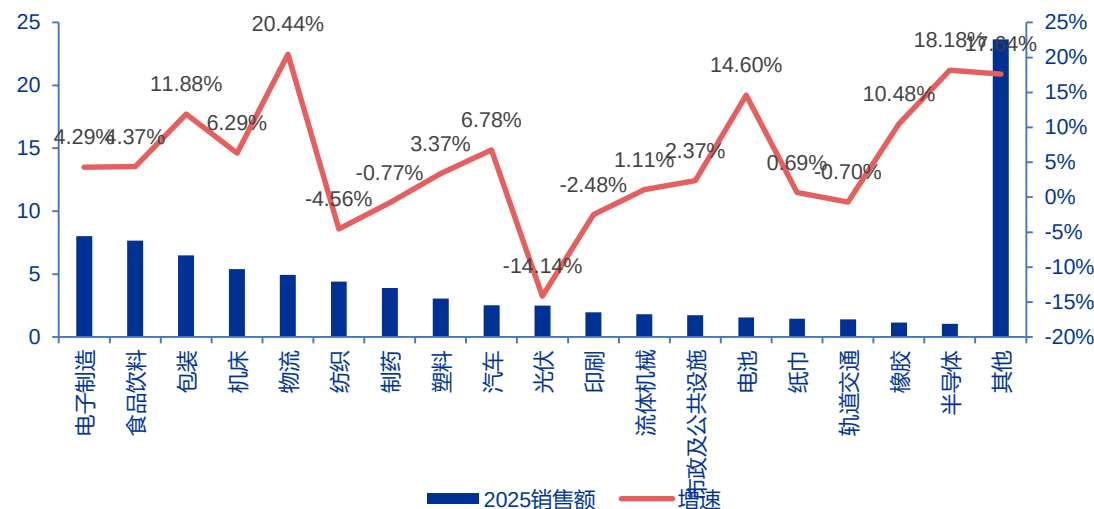


图16：小型PLC分行业销售额及增速 (亿元, %)

2.2 小型PLC竞争格局：国产化率逐渐提升，信捷、汇川、雷赛位居前十

■ 供应端：小型PLC国产化率逐渐提升

- **国产品牌普遍取得较好增长：**汇川、信捷、雷赛等受到物流、电子、包装、食品饮料等行业需求的增长带动，且陆续推出新品，以便于进入更多行业，销售额取得增长。
- **多家供应商在加大整套解决方案的拓展：**各家厂商加强对于重点行业做自动化产品整套解决方案的销售和拓展。
- **多数头部外资品牌均在加大国产化进程，增强对于新行业的关注：**①研发和上市适合中国本土的PLC产品，拓展产品价格优势和产品性能优势；②提升中国公司的决策能力，缩减决策时长，更快响应市场需求。③更多关注AI相关制造、船舶、新农业、数据中心、锂电池回收等领域，综合来拓展自己在中国大陆市场中的占比。

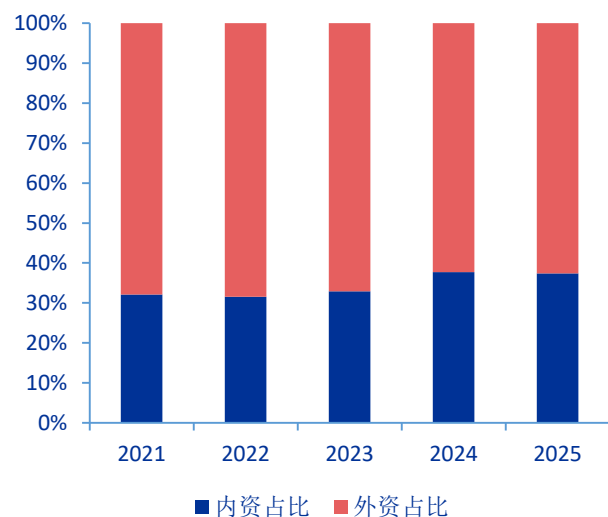


图17：中国小型PLC内外资市场规模占比

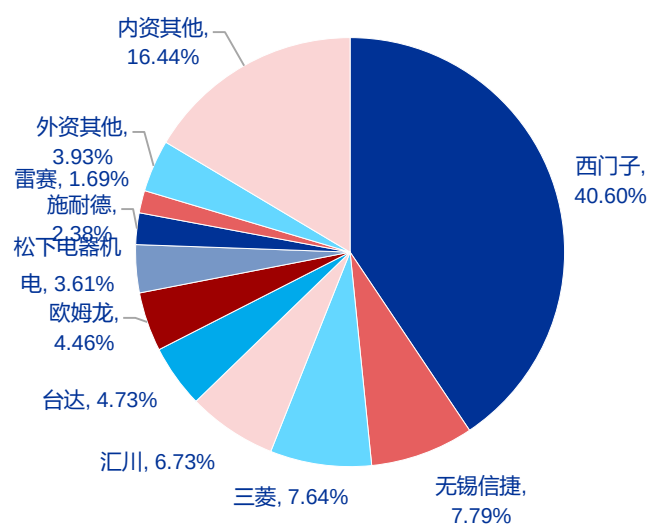


图18：2025年中国小型PLC供应商市占率

表2：小型PLC各供应商产品销售额同比增速

供应商	产品销售额同比增长率				
	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2025年度
西门子	3.44%	10.49%	17.58%	15.35%	11.47%
无锡信捷	11.11%	12.26%	10.20%	9.52%	10.74%
三菱	2.02%	4.72%	12.59%	11.61%	7.48%
汇川	15.45%	16.67%	18.70%	12.40%	15.85%
台达	0.00%	3.41%	3.39%	5.00%	0.75%
欧姆龙	3.64%	-3.41%	8.33%	1.39%	3.00%
松下电器机电	2.38%	-1.64%	1.65%	1.41%	2.34%
施耐德	1.72%	2.33%	9.25%	5.25%	4.66%
雷赛	72.22%	77.78%	40.62%	6.06%	41.58%
外资其他	-10.17%	-2.00%	-2.06%	-2.25%	-3.48%
内资其他	-2.98%	1.25%	1.80%	2.25%	0.94%

2.2 中大型PLC：市场恢复正增长，电池行业增速亮眼

■ 2025年中大型PLC整体市场规模85.2亿元，同比增长7.35%，电池行业贡献主要增量

- 需求端-部分行业需求提升：OEM行业整体市场增长优于项目型行业。OEM行业：锂电池行业-在储能电池以及新建换电站需求带动下有所提升；半导体行业在国家政策带动下，晶圆段制造设备国产化率逐渐提升。项目型行业：船舶、电力、矿山等行业需求有所增长，其他行业项目需求基本都有所减少。

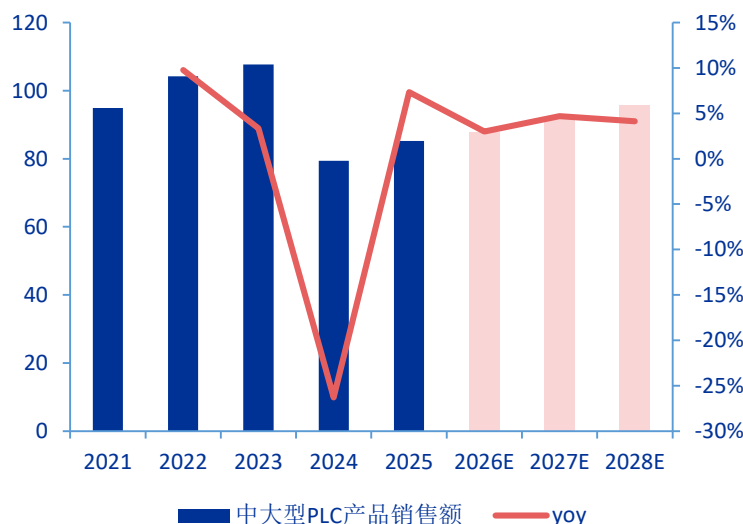


图19：中大型PLC整体市场规模及增长（亿元，%）

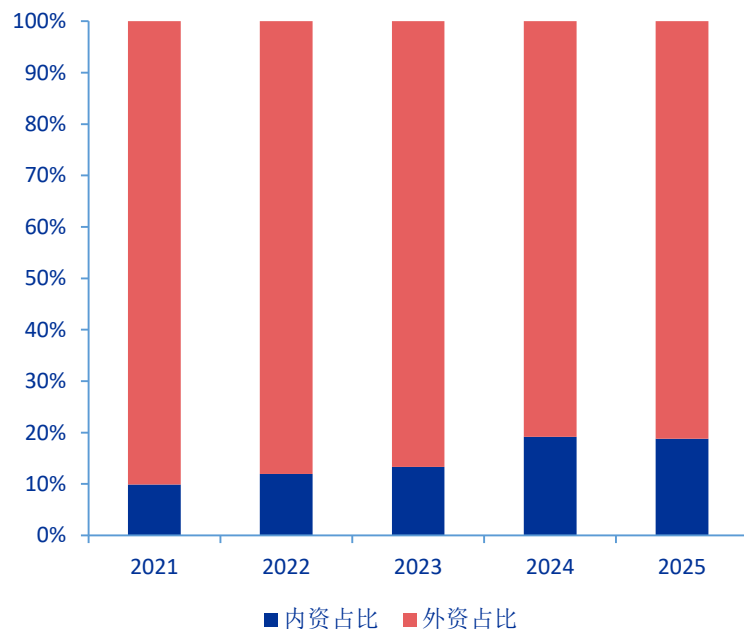


图20：中大型PLC分行业销售额及增速（亿元，%）

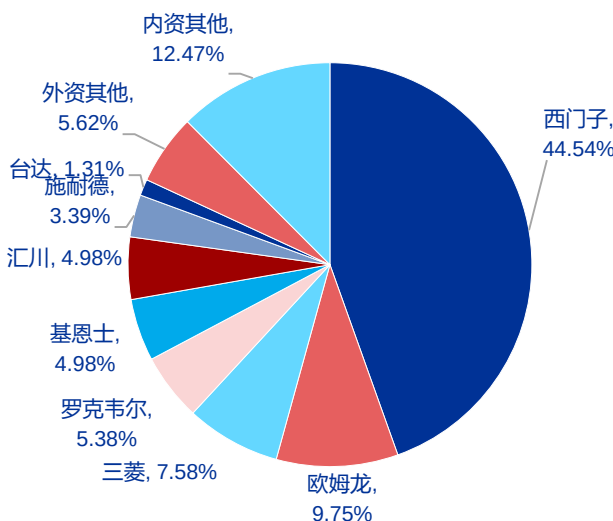
2.2 中大型PLC竞争格局：国产化率仍处于很低水平

■ 中大型PLC国产化率逐渐提升，但提升速度低于小型PLC

- 中大型PLC市场国产化率虽然依旧较低，但在逐渐扩展：**中大型PLC产品的客户测试周期较长，对产品性能和稳定性要求较高，国产品牌优势并不明显，仍需要经历一定的市场验证周期。但也有部分国产品牌有在持续发力，如汇川等品牌中型PLC产品在锂电、半导体等OEM行业持续突破；和利时、中控、南大傲拓等品牌大型PLC在水利水电、船舶、市政等行业持续替代外资品牌，也取得一定的成绩。



图：中国中大型PLC内外资市场规模占比



图：年中国中大型PLC供应商市占率

表3：中大型PLC各供应商产品销售额同比增速

供应商	销售额同比增长率				
	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2025年度
西门子	2.49%	14.23%	19.46%	18.15%	13.05%
欧姆龙	1.50%	3.02%	3.02%	5.83%	3.36%
三菱	3.54%	6.14%	8.43%	4.10%	5.56%
罗克韦尔	3.17%	3.77%	2.13%	0.83%	2.46%
基恩士	4.39%	3.00%	3.85%	2.54%	3.41%
汇川	25.61%	9.52%	15.73%	11.96%	15.22%
施耐德	-8.24%	-8.57%	5.19%	3.12%	-2.36%
台达	4.55%	-3.70%	3.33%	0.00%	0.90%
外资其他	-5.56%	-2.22%	-0.78%	-1.68%	-2.44%
内资其他	3.51%	1.75%	1.82%	1.19%	2.02%

2.3 PC-based运动控制器：下游集中于电子、半导体，景气度向上

■ 2025年：PC-based运动控制器市场规模33.83亿元，同比增6.96%

- PC-based运动控制器的下游行业主要集中在电子、半导体、机床等行业，多数行业在2025年的表现都较好，实现同比增长；受国内外项目建设提速带动，新能源电池行业需求重回旺盛；3C、半导体等行业的市场规模延续增长；机床、工业机器人等领域的需求也保持正增长；而纺织、光伏等行业仍然处于低迷状态。综合各种因素，PC-based运动控制器整体市场保持增长。
- 展望后续，AI产业造更多机会点：**1) AI算力芯片、服务器终端建设的需求激增，通讯是核心配套环节，通讯领域对光模块的需求，预计将进一步拉动耦合机、固晶机等设备的市场需求；2) PCB板配套的螺丝机、检测设备等相关设备的市场需求大幅提升。

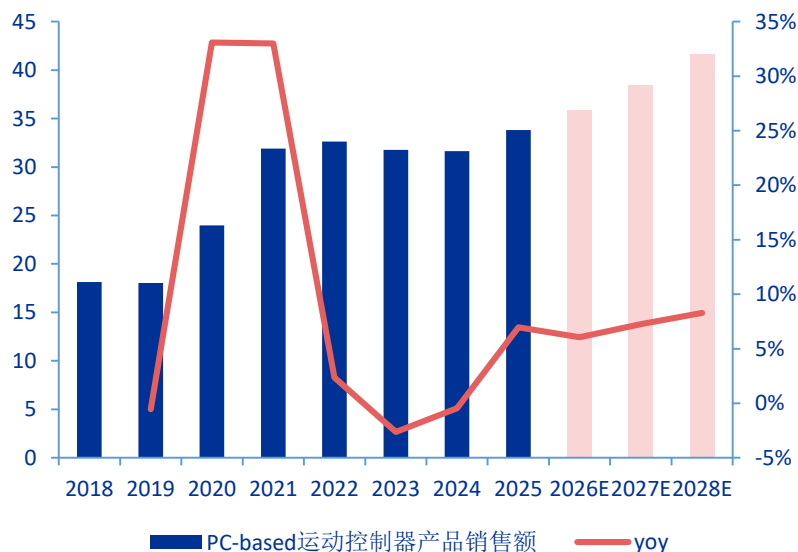


图23：中国PC-based运动控制器整体市场规模及增长（亿元，%）

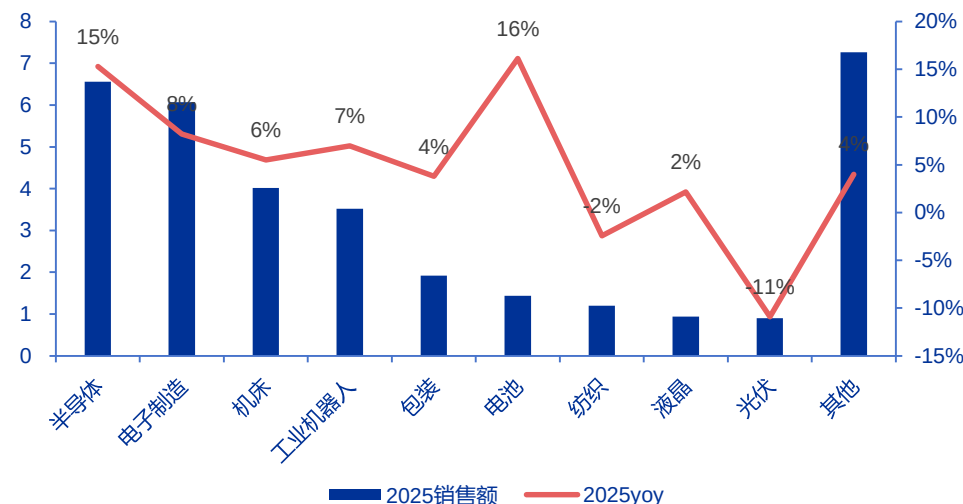
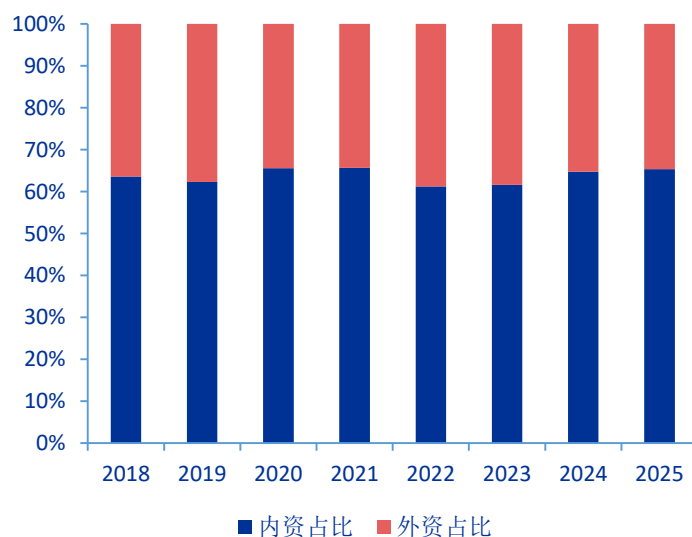


图24：中国PC-based运动控制器行业销售额及增长（亿元，%）

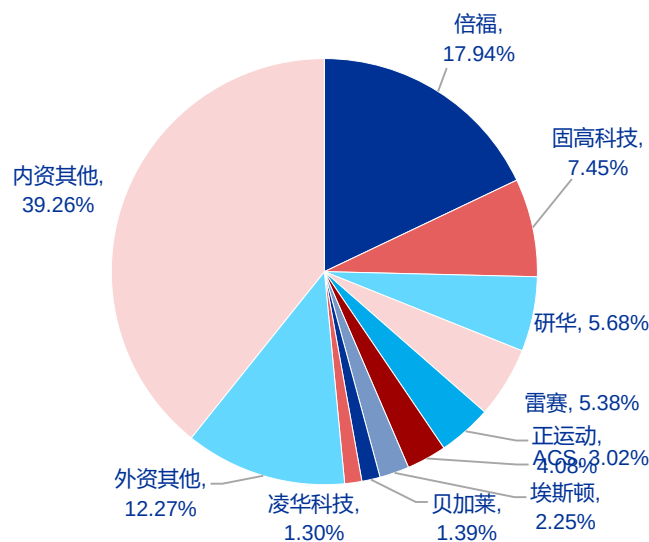
2.3 PC-based运动控制器竞争格局：国产化率保持较高水平

■ 从内外资市场表现来看，内资品牌份额持续扩大，外资占比逐步下滑

- **内资品牌的市场份额保持增长的趋势：**内资品牌紧抓市场机遇，持续在3C等核心行业拓展布局；同时，内资品牌运控技术迭代升级，在精密切割、焊接、打标等应用场景的进口替代进程持续深化。预计未来内资品牌的市场占比也有望持续提升。
- **外资品牌的市场份额处于下滑状态：**外资品牌依托积淀的客户资源与行业影响力，实现销售额增长。倍福在PC-based运动控制器市场保持领先，凭借深厚的行业积淀和产品性能，在半导体、锂电、机床等领域形成了较强的品牌影响力与良好的客户口碑，但竞争激烈；外资品牌普遍遭遇国产替代的行业趋势影响，整体市场份额呈现收缩态势。



图：中国PC-based运动控制器内外资占比



图：年中国PC-based运动控制器供应商市占率

表4：PC-based运动控制器各供应商产品销售额及同比增速变化

供应商	产品销售额 (亿元)			
	2024	2024yoy	2025	2025yoy
倍福	5.70	-16.67%	6.07	6.49%
固高科技	2.14	13.23%	2.52	17.76%
研华	1.79	-5.79%	1.92	7.26%
雷赛	1.51	17.05%	1.82	20.53%
正运动	1.18	24.21%	1.38	16.95%
ACS	0.89	36.92%	1.02	14.61%
埃斯顿	0.69	23.21%	0.76	10.14%
贝加莱	0.45	-4.26%	0.47	4.44%
凌华科技	0.42	-27.59%	0.44	4.76%
外资其他	4.11	-3.29%	4.15	0.97%
内资其他	12.75	2.82%	13.28	4.16%

2.4 通用交流伺服市场：电池投资快速增长带动伺服市场增长

■ 2025年，通用伺服市场规模223亿元，同比增长8.62%

- 需求端-多产业需求持续增长：锂电池产业投资爆发增长，头部企业如宁德时代、比亚迪扩产项目持续落地，叠加换电站项目大兴扩建，整体需求大幅提升；工业机器人、物流等产业需求快速提升，得益于多产业的自动化；综合多行业的影响下，市场需求呈现增长趋势。展望后续，锂电池以及AI相关产业依旧是未来的发展重心。



图27：中国通用交流伺服整体市场规模及增长 (亿元, %)

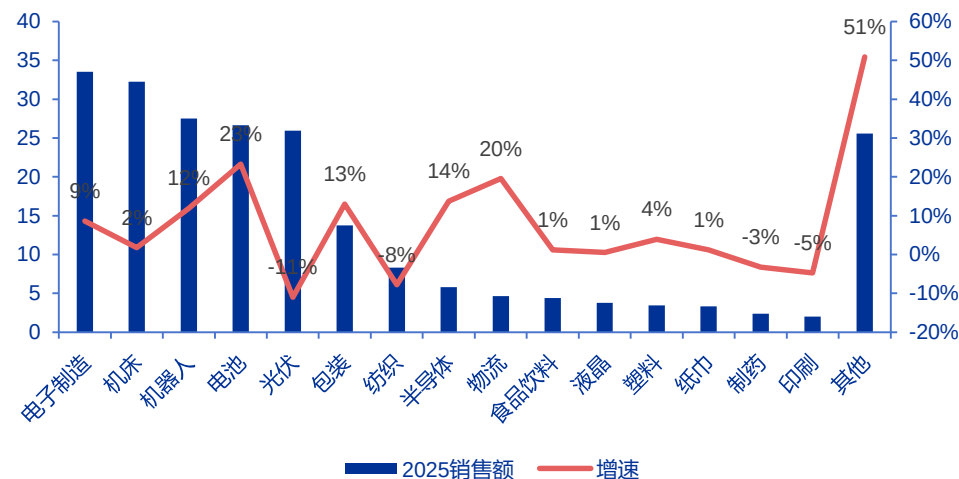


图28：中国通用交流伺服行业销售额及增长 (亿元, %)

2.4 通用交流伺服竞争格局：汇川保持领先，国产厂商份额提升

■ 通用交流伺服国产化率逐渐提升

- **国产品牌普遍取得较好增长：**汇川、信捷、雷赛等受到锂电、物流、电子等行业需求的增长带动影响，整体实现持续增长。
- **多数头部外资品牌均在加大国产化进程，凭借本土化产品持续突破高增长行业：**从销售上看，西门子、施耐德、三菱、松下等外资厂商持续推进本土化产品的销售，在锂电池、电子等领域实现订单突破，未来趋势需进一步观察。

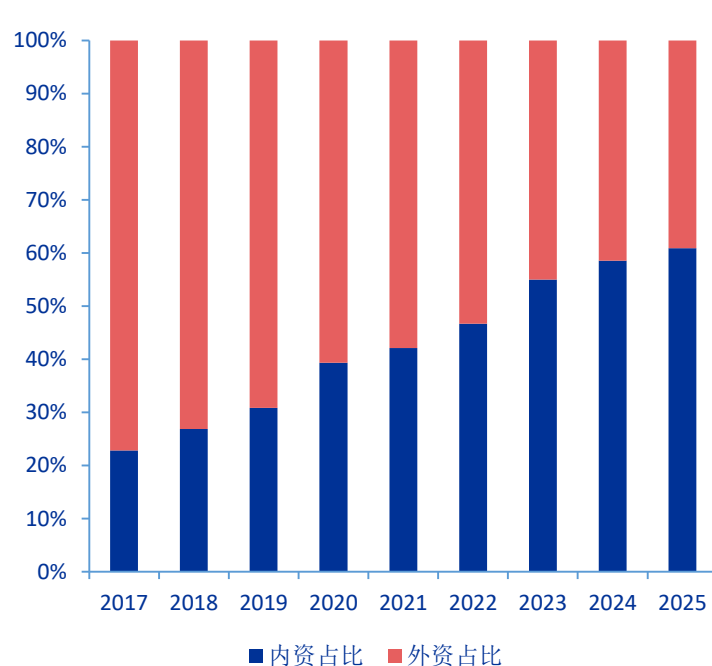


图29：中国通用交流伺服内外资市场规模占比 (%)

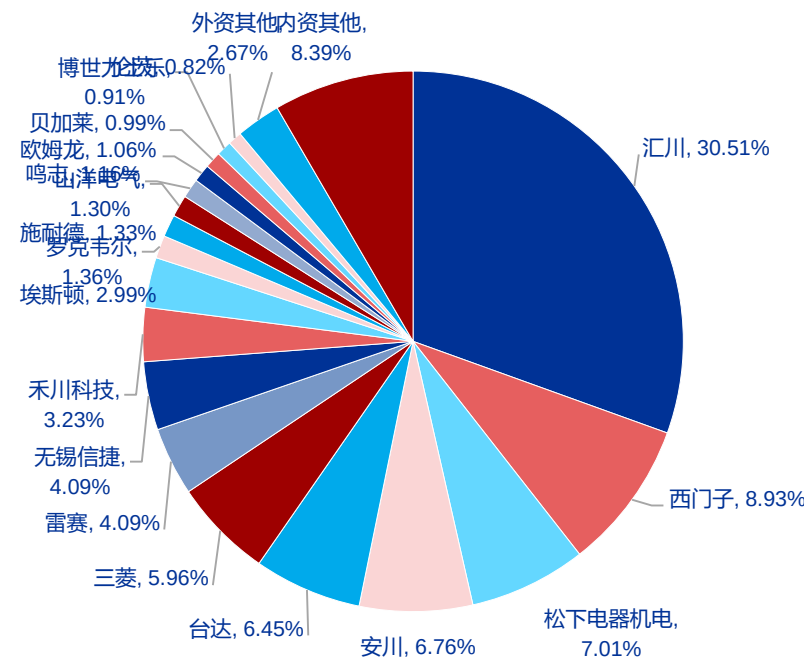


图30：2025年中国通用交流伺服供应商市占率

表5：2025年通用交流伺服各供应商产品销售额

	销售额 (亿元)	增速
汇川	68.1	20.96%
西门子	19.93	-0.40%
松下电器机电	15.64	7.86%
安川	15.09	4.86%
台达	14.39	6.43%
三菱	13.31	9.64%
雷赛	9.13	33.67%
无锡信捷	9.13	20.93%
禾川科技	7.2	11.28%
埃斯顿	6.67	2.46%
罗克韦尔	3.04	23.08%
施耐德	2.97	20.24%
山洋电气	2.91	0.00%
鸣志	2.58	48.28%
欧姆龙	2.36	-2.88%
贝加莱	2.2	-12.70%
博世力士乐	2.03	-1.46%
伦茨	1.84	-2.13%
外资-others	5.97	-19.97%
内资-others	.	-.%
合计	223.21	8.62%

2.5 低压变频器：市场呈现微增趋势，行业整体复苏缓慢

■ 2025年市场规模286.47亿元，同比增长1.30%

- **OEM行业整体略好于项目型行业：**1) OEM代表行业物流行业持续增长，受益于国家政策补贴带动了不少厂房进行新建及规划，头部厂商持续增加新建设备的投入等，2025年全年保持两位数的增长；2) 锂电液晶半导体等行业维持高增长趋势；3) 房地产强相关行业继续下滑：如电梯设备、起重机械等均持续在下滑。

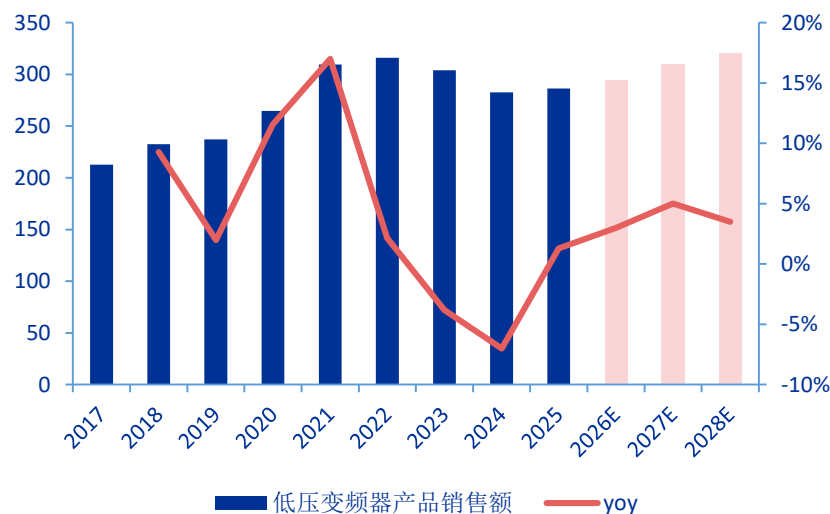


图31：中国低压变频器整体市场规模及增长（亿元，%）

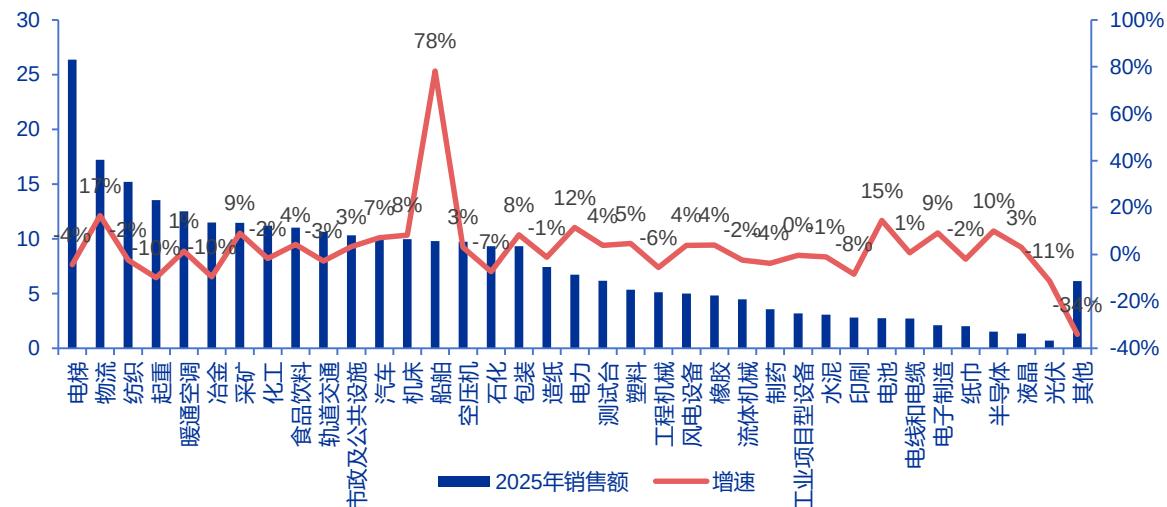


图32：中国低压变频器整体分行业销售额及增长（亿元，%）

2.5 低压变频器竞争格局：国产厂商份额稳步提升

■ 内资厂商份额持续扩大，汇川保持头部位置

- **国产化替代持续加剧**，从原来的传统OEM行业的替换正在朝向更高端应用和复杂工艺领域进军，标志着国产替代从“成本优势”为导向向“价值认同”的重要转变。面对加剧的国产化进程，多数外资品牌持续加大在中国的本土化进程，主要包括：
 - ① 推出本土化产品，继续布局本土化市场；
 - ② 组织架构的调整及人员的变化，更适应市场变化，提高市场份额。

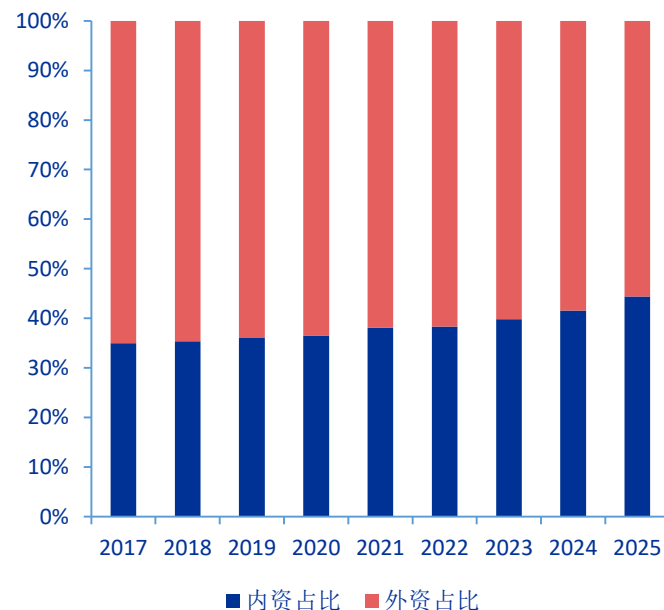


图33：中国低压变频器内外资市场规模占比 (%)

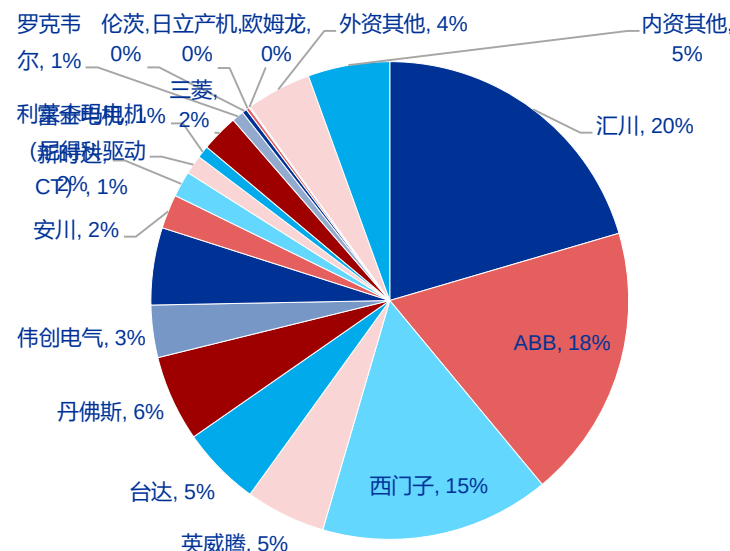


图34：2025年中国低压变频器供应商市占率

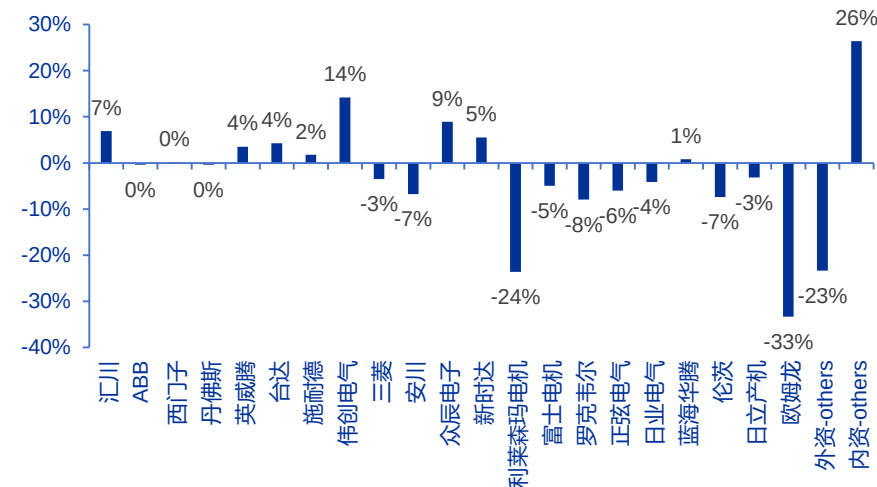


图35：2025年中国低压变频器供应商增速

2.5 中高压变频器：市场规模增速放缓

■ 2025年市场增速逐渐放缓，回落至2.76%

- 中高压变频器的下游市场主要为项目型市场，冶金、石化、电力、采矿等为主。2025年冶金行业投资需求下滑，新项目建设数量减少；石化行业受进口原油限额影响，增速放缓；市政、油气等行业项目建设周期拉长。综合多行业的影响下，市场增速呈现下降趋势。**2026年为十五五规划开局之年**，国家实行各类具体的补贴、帮扶政策，扶持全国产业发展，稳住经济表现，有望进一步带动中高压变频器产品需求增长。

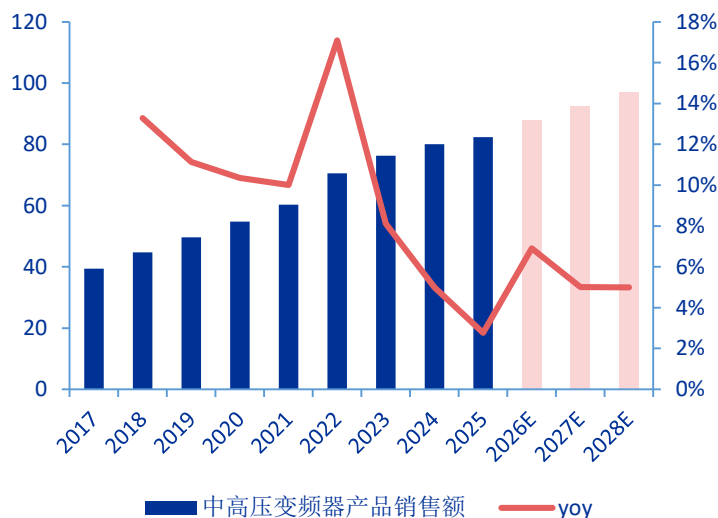


图36：中国中高压变频器整体市场规模及增长（亿元，%）

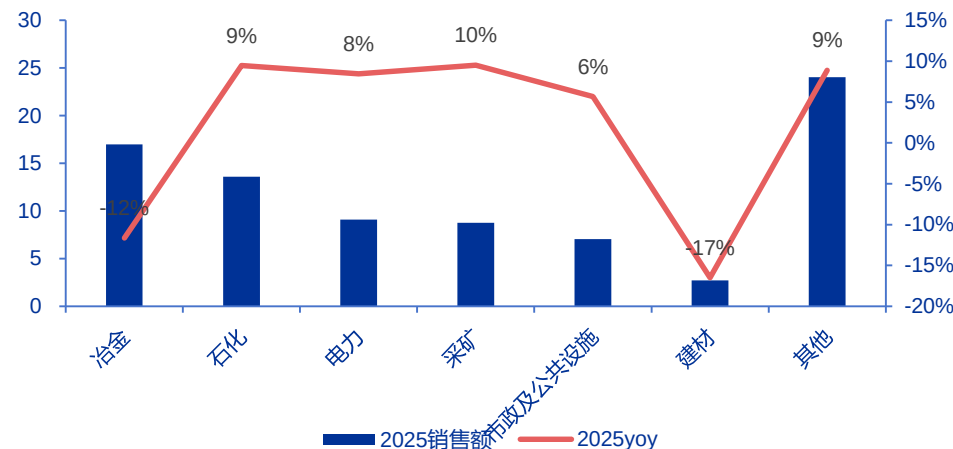


图37：中国中高压变频器行业销售额及增长（亿元，%）

2.5 中高压变频器竞争格局：国内外份额较为均衡，行业格局稳定

■ 2025年，中高压变频器整体国产化率较高，内外资并存

- 中高压变频器市场国产化率持续提升：**国产头部品牌汇川等产品性能和价格方面的优势不断提升，并在矿山、电力等行业需求的增长带动下，销售额取得增长。其他国产品牌，也纷纷加大中高压变频器产品投入力度。2025年，中高压变频器市占率TOP3企业分别为汇川、施耐德、ABB，相较于24年，厂商未发生变化，但是施耐德市占率超过ABB排名第二，主要增长在于电力行业的需求带动。

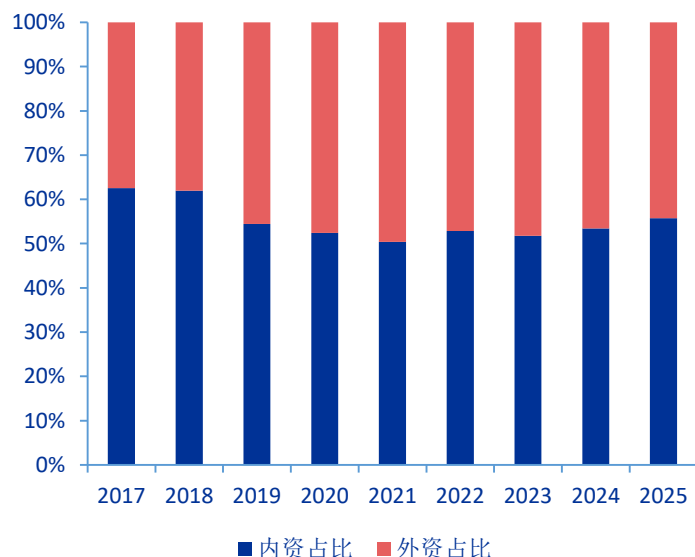


图38：中国中高压变频器内外资市场规模占比 (%)

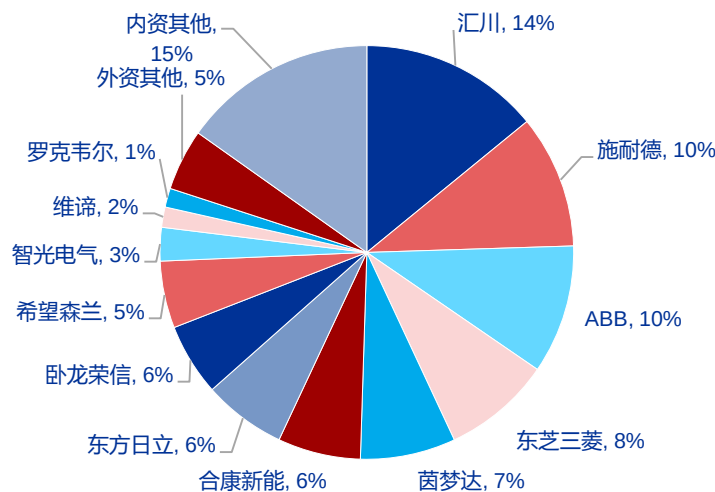


图39：2025年中国中高压变频器供应商市占率

表6：中高压变频器各供应商产品销售额及同比增速变化

供应商	产品销售额 (亿元)			
	2024	2024yoy	2025	2025yoy
汇川	10.95	23.03%	11.60	5.94%
施耐德	8.00	10.19%	8.57	7.12%
ABB	8.04	3.08%	8.29	3.11%
东芝三菱	7.12	-1.11%	6.98	-1.97%
茵梦达	7.40	-6.33%	6.13	-17.16%
合康新能	4.50	4.65%	5.33	18.44%
东方日立	4.00	3.90%	5.33	33.25%
卧龙荣信	5.20	8.33%	4.63	-10.96%
希望森兰	4.14	4.02%	4.31	4.11%
智光电气	2.07	-17.86%	2.16	4.35%
维谛	1.37	3.79%	1.30	-5.11%
罗克韦尔	1.26	-6.67%	1.22	-3.17%
外资其他	4.08	2.51%	3.95	-3.19%
内资其他	11.96	7.55%	12.50	4.52%

主要内容

1. 25年回顾：需求企稳，OEM/项目型市场分化明显
2. 分品类：变频器、伺服、PLC呈现差异化特点
3. 26年展望：看好顺周期、AI设备、机器人方向
4. 相关公司梳理
5. 风险提示

3.1 展望：市场整体呈现复苏态势，结构性机会突出

- **政策端：**“十五五”规划将制造业高端化、智能化、绿色化与工业自主可控作为核心战略，对自动化、智能制造、工业互联网、AI 融合、产业链安全作出系统性部署。有望拉动制造业智能化改造和数字化升级。
- **技术端：**AI技术开始赋能和改造各行各业，深度融入生产工作流程，从自动化升级为自主决策和优化的智能工厂；
- **新产业：**AI产业的资本开支持续增加，相关设备和零部件需求旺盛；其次AI技术拉动其他产业的产品变革和技术革新，拉动新兴产业（如AI硬件和具身智能机器人等）的资本开支。
- **全球化：**国内制造业公司陆续出海，实现本土化产能建设和本地化服务，带动自动化零部件企业出海。
- **总结：**国内工业自动化行业整体呈现复苏态势，但结构性机会更加突出，建议关注高景气赛道占比高的公司。

图40：工控整体景气度



3.2 2026Q1表现: OEM行业多点需求释放, 需求持续回暖

■ 2026年Q1自动化整体市场增长2.26%, 其中OEM市场增长6.64%, 项目型市场增长0.73%。

- OEM市场多点开花: 电池、机器人、电子、半导体等行业需求集中释放, 政策补贴与AI资本开支形成双重支撑。
- 项目型市场疲软: 冶金、石化、化工等传统工业投资放缓, 仅电力(火电灵活性改造/数据中心)、采矿(能源安全)实现正增长。

图41: 2026Q1自动化市场销售额

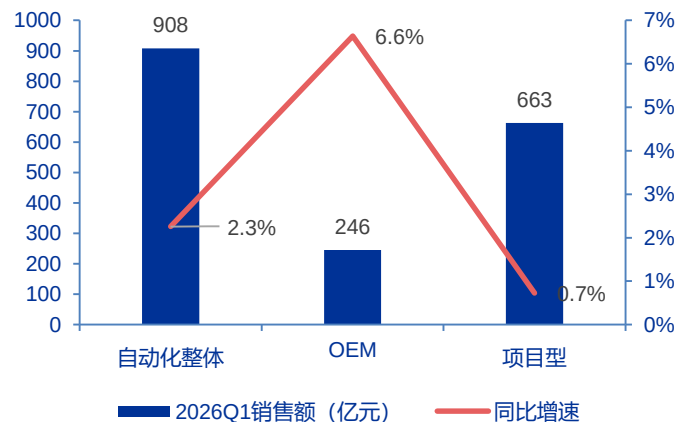


图42: 2026Q1OEM市场的下游行业销售额及增速 (亿元)

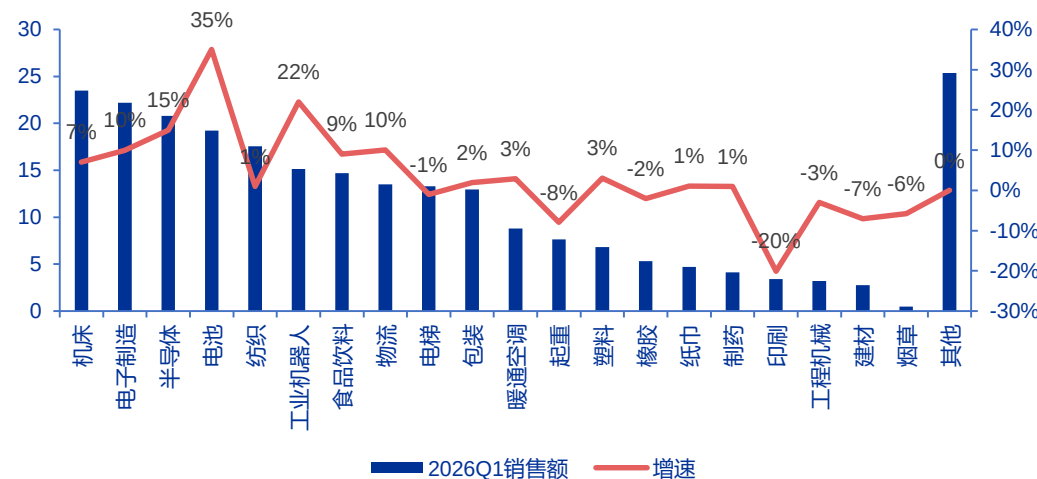
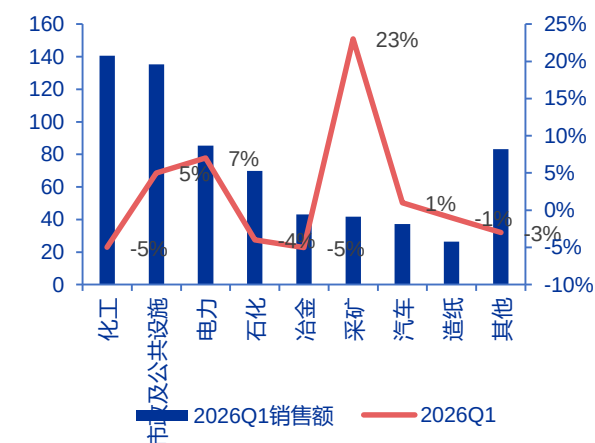


图43: 2026Q1项目型市场的下游行业销售额及增速 (亿元)

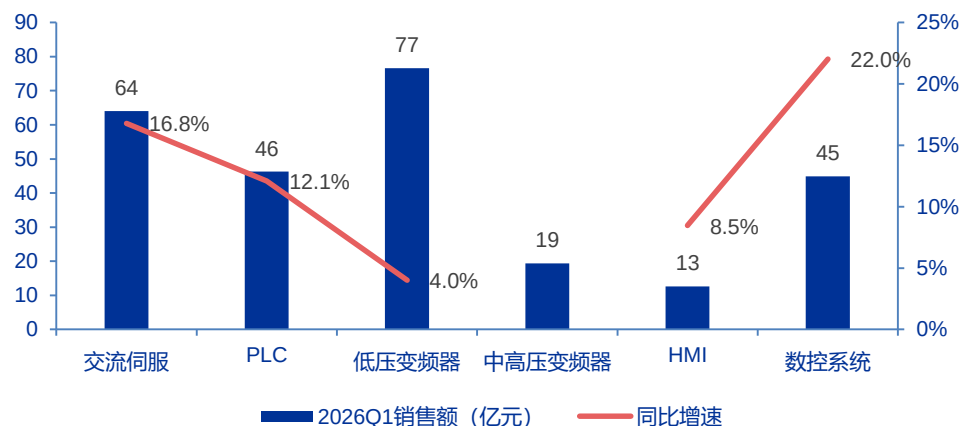


3.2 2026Q1表现：OEM行业多点需求释放，需求持续回暖

■ 品类分化：数控/伺服增速亮眼，低压变频器偏弱

- 交流伺服（+16%）和数控系统（+22%）增速最高，受益于工厂自动化深入、机床回暖及AI设备（光模块贴片机/固晶机）需求爆发。HMI（+8.5%）与PLC（+12.1%）保持较高速增长，锂电扩产、工业机器人高景气（Q1同比+22%）、半导体设备投资旺盛为核心驱动因素。
- 低压变频器（+4.0%）增速偏低，受地产链（电梯/起重）拖累，但物流、新能源细分领域仍有增长。

图44：2026Q1分品类的销售额及增速



3.3 工控产品涨价潮：成本压力向终端传导，下游接受度较高

■ 涨价传导顺畅，量价齐升验证需求刚性

- 2026年以来汇川、西门子、ABB、施耐德等密集提价（伺服/PLC/变频器涨幅2%-20%），下游接受度较高，反映高景气品类供不应求。
- 成本端：**铜价持续走高；AI需求外溢造成的电子元器件和芯片缺货和涨价，构成成本上升的主要来源；
- 需求端：**制造业景气度回升与下游客户接受度良好为涨价提供了支撑窗口：2025年OEM自动化市场持续回暖，电池、工业机器人、半导体设备等景气赛道需求旺盛。

表7：2026年以来国内外工控企业产品涨价情况

厂商	产品	涨价幅度	生效日期
汇川技术	低压变频器MD500/MD310系列	10%	2026年4月27日
	低压变频器MD290/MD480/MD5X系列	5%	
	中型PLC AC700/AC800/AM700系列	20%	
	中型PLC AM300/AM400/AM500系列	8%	
	小型PLC		2026年1月10日
	Easy300/Easy500/H3U/H3S/H5U系列	8%	
	无框式直驱电机全系列	12%	
	运动控制卡通用型	8%	
西门子	V90伺服系统200V	5%	2026年1月1日
	V90伺服系统400V	2%	
	S210伺服系统（3AC驱动器）	7%	
	S7-1200 G1系列	7%	
	S7-300系列（退市后新增产品）	10%-23%	2025年12月1日
	其他SIMATIC退市系列产品	35%	
	SIRIUS国产系列（低压工控）	2%	
	低压工控进口及控制保护产品	3%	
ABB	低压变频器/传动服务	2%-5%	2026年1月1日
	ACS800系列变频器备件	5%	
	智慧电力及智慧建筑产品	4%-10%	2026年1月19日
	Lexium16系列伺服	10%	
施耐德	Lexium18系列部分附件	15%	2026年2月1日
	ATS22软起动器、STB I/O模块	5%-20%	
	工控机PSA6/P6系列	20%	
	Acti9微型断路器系列	6%（平均）	
台达	低压变频器E/EI/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%	
	伺服马达A2/B3/E3/J3系列及配件	5%-8%	
松下	伺服类产品	%-%	26年 3月1日
	传感器类产品	8%-10%	
埃斯顿	运动控制及伺服等部分产品	5%-15%	2026年2月1日

3.4 AI浪潮带动多行业设备需求旺盛

■ 1) 3C设备：消费电子回暖与高端化迭代共振，拉动设备投资

- 1) 新品推出和设备升级：AI手机、折叠屏、AR/VR等新品发布和量产，带动上游高端设备投资；
- 2) 材料与工艺迭代：高端机型中钛合金中框渗透率提升、折叠屏机型带来双倍中框加工量，拉动高刚性、高精度设备需求。

■ 2) 半导体设备：呈现全球高景气、AI+存储双轮驱动、国产替代加速的格局

- 1) AI算力爆发：AI 从训练转向大规模推理，拉动先进逻辑(GPU/ASIC/NPU)+ 先进封装 (CoWoS/Chiplet/HBM) 双扩产；
- 2) 存储上行周期：HBM 驱动 DRAM/NAND 进入量价齐升周期，国内外存储公司开启新一轮资本开支和产能扩建。DRAM 向更高密度、更低功耗迭代，工艺迭代带来专用设备采购。
- 3) 国产替代：供应链安全与产业自主政策导向下，国内晶圆厂、封测厂加大国产半导体设备导入比例，中高端设备进入验证、小批量导入到规模化采购的落地阶段。

■ 3) 光模块设备：随着技术迭代和下游需求扩张，将带来大量新增设备及电控需求

- 光模块封装测试工艺涵盖贴片、引线键合、光学耦合、封装及老化测试等多个关键环节，涉及固晶贴片机、共晶机、光耦合机、芯片/模块老化测试设备等专业装备。

3.5 机器人进入商业化元年，核心部件开始贡献营收

- 工控自动化行业的电机、驱动器、传感器等技术与人形机器人行业所需要的零部件技术具有高度的技术相通性。

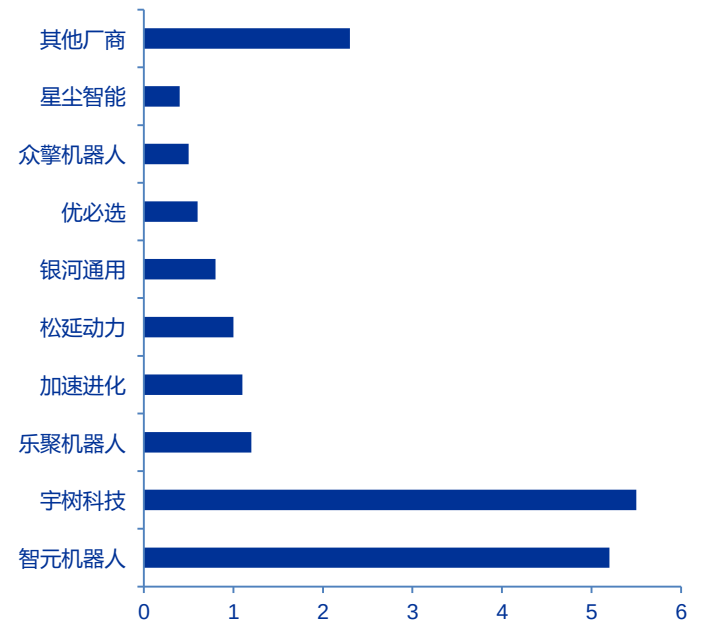
■ 例如，工控领域的电机技术可复用至机器人关节电机和灵巧手电机，驱动器技术涉及的高精度算法和通讯等技术可复用至关节驱动器领域，编码器技术相通的；关节模组技术涉及的集成化要求、散热和安全性要求同样相通。
- 具身智能进入商业化元年，核心零部件开始贡献收入和业绩。

表8：工控技术和人形机器人技术的相通性

类别	工控领域核心技术特征	人形机器人对应技术	技术共通点
电机技术	1.永磁同步电机为主流，聚焦高功率密度、低损耗；2.伺服电机支持宽转速范围、快速动态响应；3.部分场景已应用空心杯电机、无框电机。	关节驱动电机（无框力矩电机为主）；灵巧手驱动电机（空心杯电机为主）。	1.电磁设计原理共通：工控PMSM的磁路优化、损耗控制技术可直接复用至机器人关节电机，降低发热； 2.动态响应需求一致：工控伺服电机的“快速启停/转速切换”能力，匹配机器人关节的灵活姿态调整需求。
驱动器技术	1.支持矢量控制、转矩控制等高精度算法；2.集成EtherCAT/Profinet等工业总线；3.具备过流、过压、STO安全保护功能。	关节驱动器（直接控制电机输出，需匹配机器人“小体积、高集成”需求）；机器人总控单元（复用多轴协同控制逻辑）。	1.控制算法高度共通：工控驱动器的“高精度转矩控制”可直接迁移至机器人关节，避免关节卡顿/过冲； 2.总线技术无缝衔接：工控EtherCAT总线的多轴同步能力，满足机器人多关节的实时协同需求； 3.安全逻辑复用：工控STO安全功能可直接适配机器人“紧急停机”的安全标准。
编码器技术	1.以光电编码器为主，分辨率可达17-23位，支持多圈计数；2.部分应用磁编码器（抗油污/粉尘，适配工业恶劣环境）；	关节位置反馈编码器（核心反馈部件，决定关节定位精度）；灵巧手指位移编码器（需微型化、高分辨率）	1.反馈原理共通：工控编码器的“位置/转速检测”核心逻辑，可直接迁移至机器人关节，实现±0.01°的定位精度； 2.环境适应性技术复用：工控磁编码器的“抗油污/振动”设计，可适配机器人关节的封闭、高运动频率环境。
模组技术	1.多为“电机+驱动器+减速器”集成模组（如机床伺服模组）；2.聚焦“即插即用”，适配工业设备的标准化安装；3.部分模组集成散热、防护设计。	机器人关节模组（电机+驱动器+减速器+编码器）；灵巧手执行模组	1.集成逻辑共通：工控“多部件一体化”的模组设计思路，可直接迁移至机器人关节模组，减少布线与装配复杂度； 2.可靠性设计复用：工控模组的“散热/防护”技术，可提升机器人关节模组的寿命。

资料来源：申万宏源研究

图45：2025年人形机器人主要厂商销售量（千台）

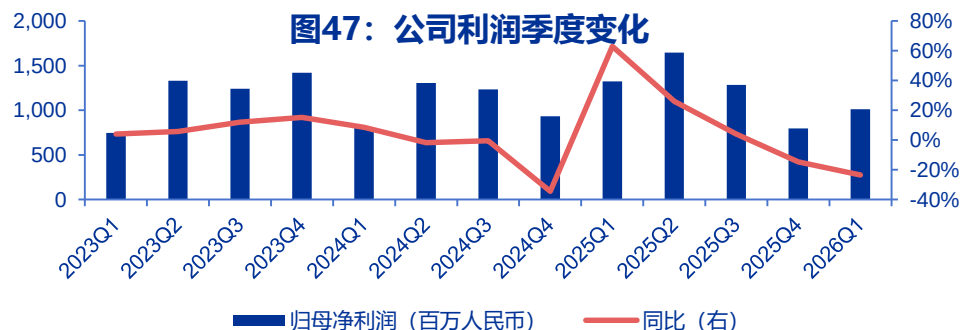
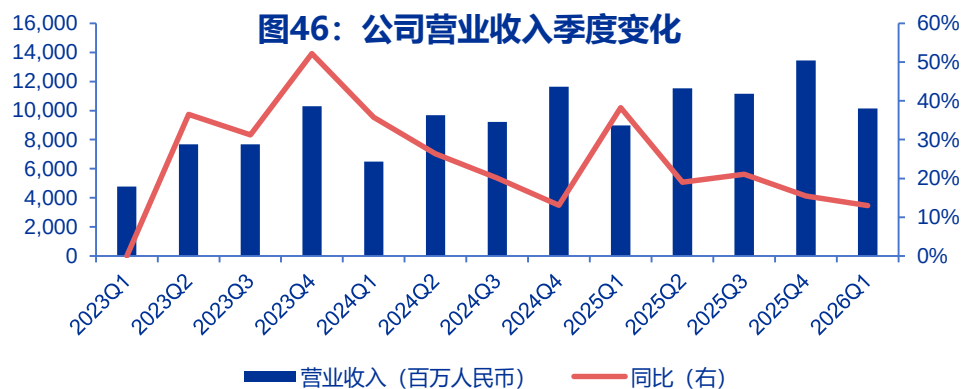


主要内容

1. 25年回顾：需求企稳，OEM/项目型市场分化明显
2. 分品类：变频器、伺服、PLC呈现差异化特点
3. 26年展望：看好顺周期、AI设备、机器人方向
4. 相关公司梳理
5. 风险提示

4.1 汇川技术：通用景气度向上，重点发力具身智能

- **收入利润双增长，通用业务景气度向上。**2025年，公司营业收入451.05亿元，同比增长21.77%；归母净利润50.50亿元，同比增长17.84%。其中，工业自动化与数字化收入222.45亿元，同比增长18.79%；新能源汽车动力系统收入203.23亿元，同比增长26.39%；新兴产业（包括储能、视觉、工业机器人、人形机器人）收入17.95亿元，增长15.80%；其他业务收入7.42亿元，同比增长8.47%。
- **公司发力布局机器人赛道，本体、零部件和解决方案均涉及。**产品包括工业机器人（SCARA机器人、六关节机器人、协作机器人等）、机器视觉、人形机器人零部件（七自由度仿生臂、行星旋转执行器、直线执行器、无框力矩电机、低压直流驱动器、行星滚柱丝杠和编码器）等产品及解决方案，并推动泛人形机器人解决方案在工业场景落地。



4.2 伟创电气：收入稳健增长，机器人业务多元化布局

- **收入稳健增长，利润同步提升。**2025年营业收入19.46亿元，同比增长18.66%；归母净利润2.63亿元，同比增长7.24%。分产品看，变频器收入12.46亿元，同比增长20.41%，持续在冶金、起重、风机水泵、船舶、矿山等行业渗透，市场份额稳步提升；伺服系统及控制系统收入5.77亿元，同比增长16.39%，公司已实现伺服产品功率范围全覆盖，支持多种总线协议，形成完整产品矩阵；绿色能源业务收入7407万元，同比增长22.37%。分地区看，境内收入13.63亿元，同比增长18.67%，境外收入5.44亿元，同比增长19.36%。
- **在机器人领域**，公司布局空心杯电机、无框力矩电机、灵巧手等系列产品；并通过成立合资公司整合资源，2024年与科达利、上海盟立设伟达立创新，布局关节模组等；2025年与科达利、银轮股份等设苏州依智，聚焦灵巧手技术；与浙江荣泰在泰国建立合资公司，合作开发生产执行器。

图48：公司营业收入季度变化

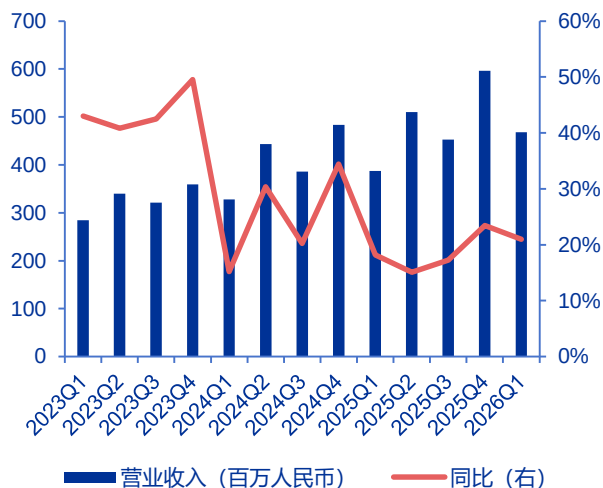


图49：公司利润季度变化

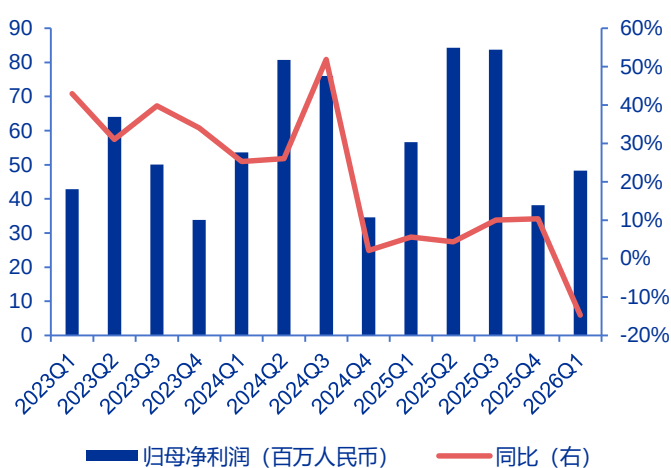


图50：公司自动化产品矩阵



4.3 雷赛智能：主业进入增长轨道，受益于光模块、半导体景气度

- **公司覆盖控制、步进和伺服品类，三大品类规模均扩张。**公司2025年实现营业收入18.74亿元，同比增长18.28%；归母净利润2.25亿元，同比增长12.43%。分业务来看，控制技术类收入2.87亿元，增长14.0%；步进系统类收入6.53亿元，增长7.71%；伺服系统类收入9.22亿元，同比增长30.03%。
- **半导体设备行业是重点布局的战略新兴行业之一。**公司围绕客户需求，叠加在耦合/贴片/AOI分选等设备的工艺提炼，提供实时核+抑振算法+定制化轨迹算法等功能，打造“硬件定制+算法内嵌+工艺赋能”的“控制+伺服+五相步进”整体解决方案，精度、效率及稳定性方面持续优化。
- **机器人业务高速增长。**2025年无框力矩电机产品交付超过12万台，获得智元机器人“优秀供应商伙伴”；根据国内外客户的业务预期，目前正在建设年产200万台的自动化生产制造能力。公司的行星关节模组、谐波关节模组以及高自由度灵巧手研发成功并实现批量供应，目前已经获得数十家主流机器人客户订单，并开始规模化供货。

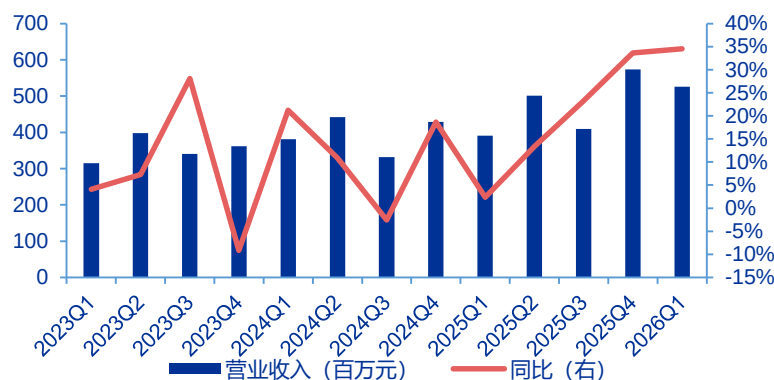


图51：公司营业收入季度变化

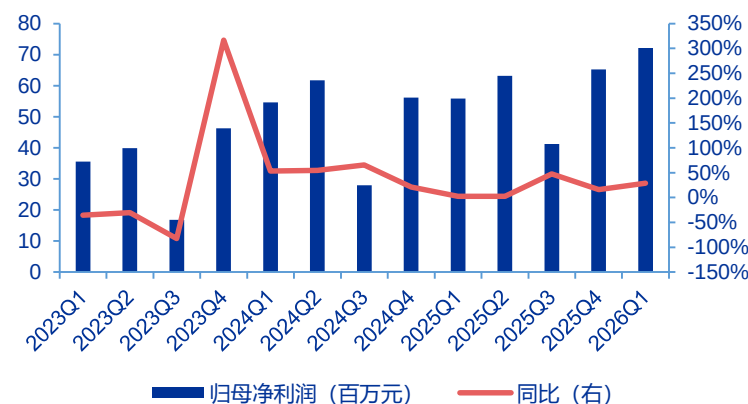


图52：公司利润季度变化

4.4 信捷电气：PLC+驱动系统构筑基本盘，机器人开始贡献营收

- **核心产品线带动收入、利润双增长。**2025年，公司实现营业收入20.14万元，同比增长17.87%；归母净利润2.54亿元，同比增长11.21%。公司2025年收入增长主要来自核心板块协同发展。可编程控制器和驱动系统仍是公司收入的核心支撑，其中PLC收入7.08亿元，同比增长9.16%，驱动系统收入10.19亿元，同比增长26.39%，人机界面收入2.05亿元，同比增长5.21%。公司围绕以上产品线持续拓展，在机器人、智慧物流、半导体、锂电、光伏、医疗等领域加深客户合作。
- **机器人板块爆发式增长，成为新引擎。**智能装置（机器人）业务25年实现收入0.68亿元，同比增长64.96%。核心技术全面突破：成功攻克空心杯电机、无框力矩电机、微型无框电机、轴向磁通电机、高性能编码器关键零部件技术，核心零部件均实现自主知识产权；产能布局提速：投资8亿元建设机器人智能驱控系统生产项目，加速推动具身智能机器人产业发展进程。

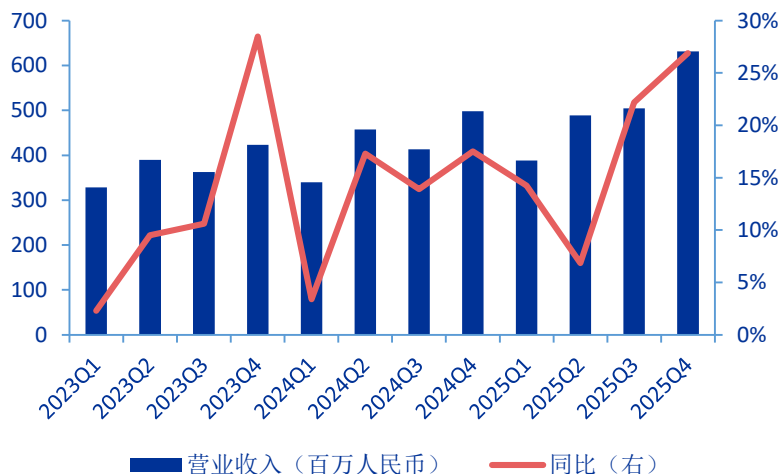


图53：公司营业收入季度变化

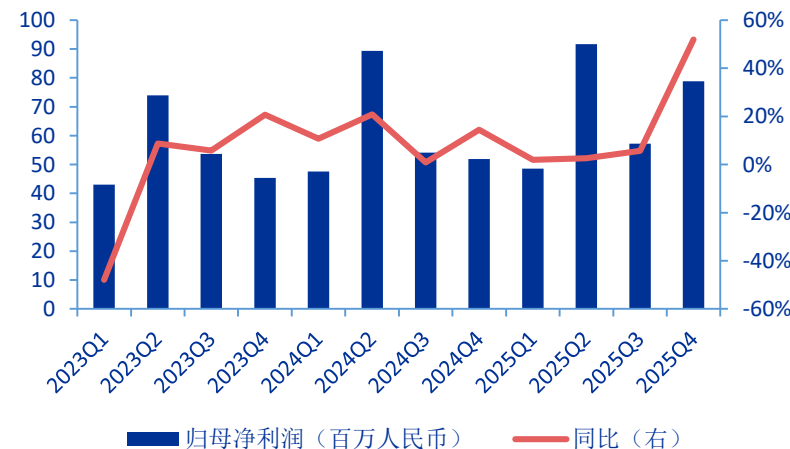


图54：公司利润季度变化

4.5 众辰科技：深耕变频器，发力具身智能和减速器

- **收入主要来自于变频器业务。**公司2025年实现营业收入7.29亿元，同比增长7.77%；归母净利润1.79亿元，同比下降16.48%。其中，变频器收入6.08亿元，同比下滑2.91%；伺服系统收入0.18亿元，同比增长78.27%；减速机收入0.45亿元。
- **机器人方面，**公司依托收购标的浙江贝托、江苏三木禾的技术与产业优势，重点深耕精密减速机领域，聚焦行星减速器、谐波减速器等核心产品的研发、生产与市场拓展；26年4月底成立具身智能科技股份有限公司。

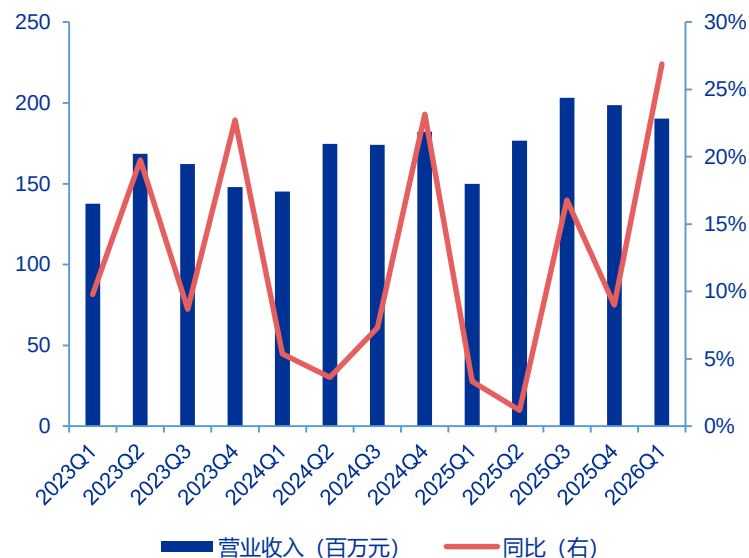


图55：公司营业收入季度变化



图56：公司利润季度变化

4.6 固高科技：深耕运动控制领域，坚持拓展高端装备领域

- **公司收入基本来源于运动控制核心部件、系统和整机。**公司2025年实现营业收入5.50亿元，同比增长31.55%；归母净利润6295.52万元，同比增长25.32%。
- **公司坚持拓展高端装备领域。**半导体/泛半导体设备、高端数控机床等高技术壁垒、生态壁垒和海外主导的领域，公司坚持进行各类设备的运动控制部件产品的研制、量产和产品投放。根据公告，2025年公司运控部件与系统在高端数控机床、晶圆前道制造装备、光模块精密耦合贴片等设备领域的交付量突破5000套/台，客户群覆盖数控机床、半导体/泛半导体装备领域领军企业。

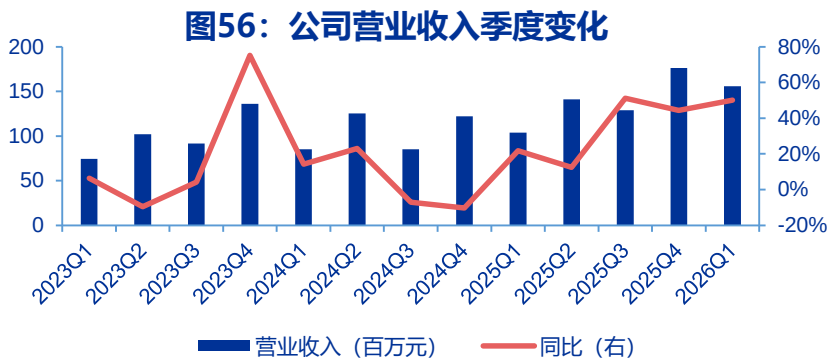
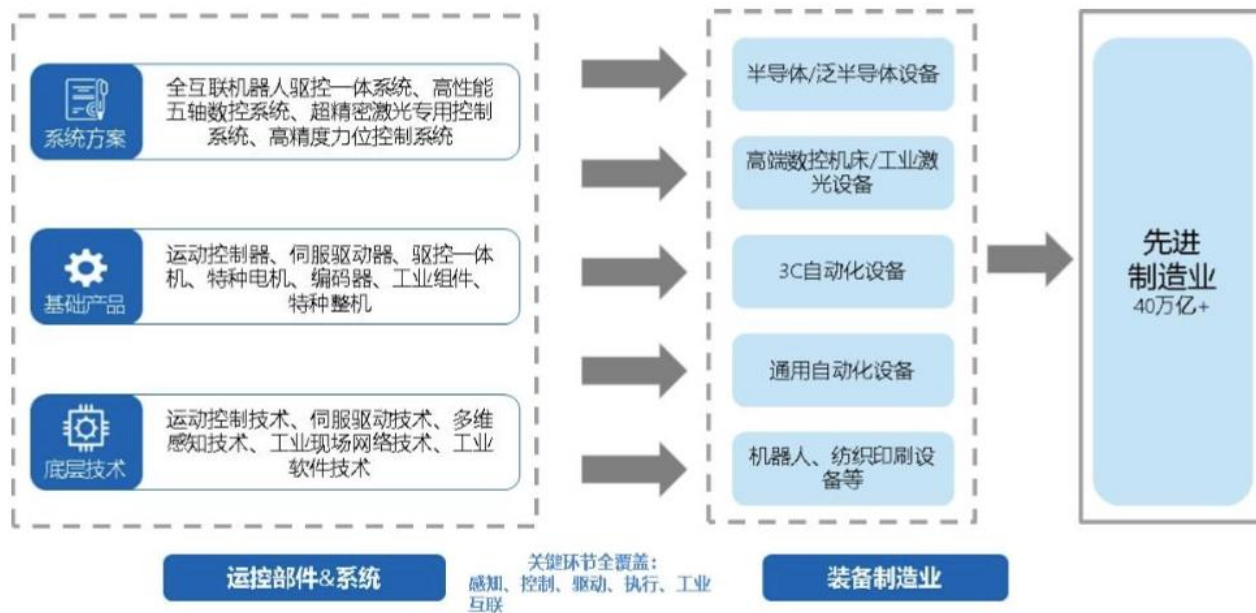


图58：公司主营业务和空间



4.7 英威腾：战略转型进行时，加速布局数据中心电源和液冷

- **战略转型期利润有所承压。**2025年公司营业收入44.74亿元，同比增长3.52%；归母净利润2.08亿元，同比下降27.33%。其中，工业自动化收入28.11亿元，同比增长5.15%；网络能源收入7.29亿元，同比下滑7.9%；光伏储能收入1.70亿元，同比下滑23.57%；新能源动力收入7.64亿元，同比增长30.71%。
- **数据中心下游为高景气度方向。**在电源领域，公司持续推进大功率、中大功率产品平台升级，推出1.2MW大功率UPS产品，并预研下一代新型储备一体UPS系统。在智能温控领域，持续完善液冷、风液融合整体解决方案，拓展液冷CDU全系列冷量覆盖。

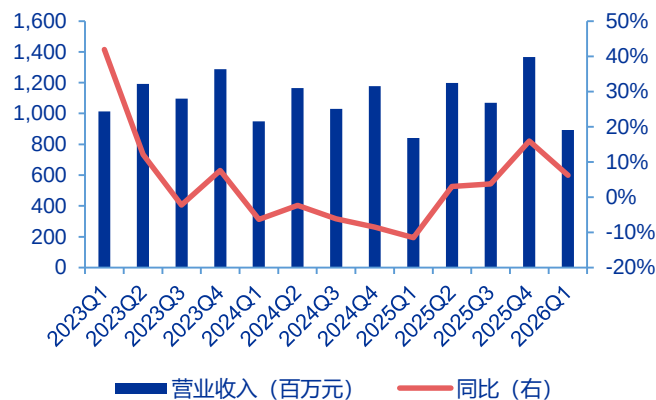


图59：公司营业收入季度变化

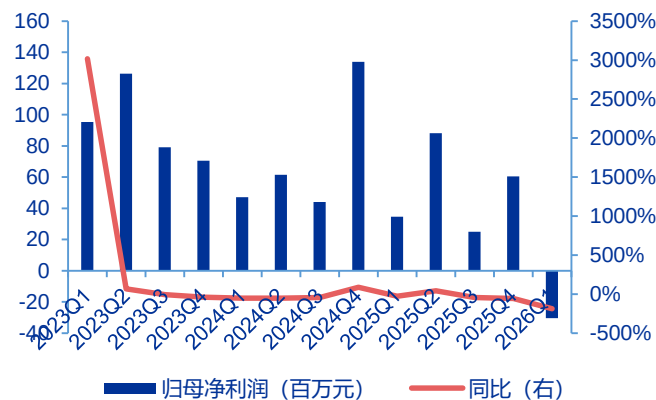


图60：公司利润季度变化

4.8 禾川科技：下游需求回暖，核心产品持续迭代

- **下游需求回暖拉动公司收入增长，亏损幅度收窄。**2025年公司实现营业收入10.17亿元，同比增长25.49%，在下游锂电、激光、包装及CNC等行业需求增长带动下，公司整体经营规模持续扩大。归母净利润为-1.30亿元，较上年同期亏损收窄。分业务来看，伺服系统收入7.44亿元，同比增长25.18%；PLC及拓展收入0.82亿元，同比增长3.31%；其他工控产品收入0.93亿元，同比增长74.73%；机床收入0.75亿元，同比增长10.23%。
- **公司核心产品迭代加速，SV730系列伺服、E630高性能矢量变频器、M/Q系列控制器、V300系列HMI等重磅产品相继发公司保持新品研发。布，性能与场景适配能力显著提升；人形机器人领域多点突破，“青龙lite”、“YOLO 02”人形机器人及Hu-MCS摆线关节、Hu-MLF五指灵巧手、系列电机与传动部件集中亮相，底层驱动与核心部件自主化水平处于行业前列。**

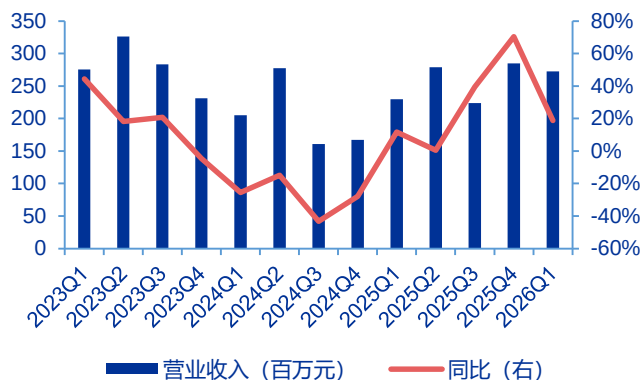


图61：公司营业收入季度变化

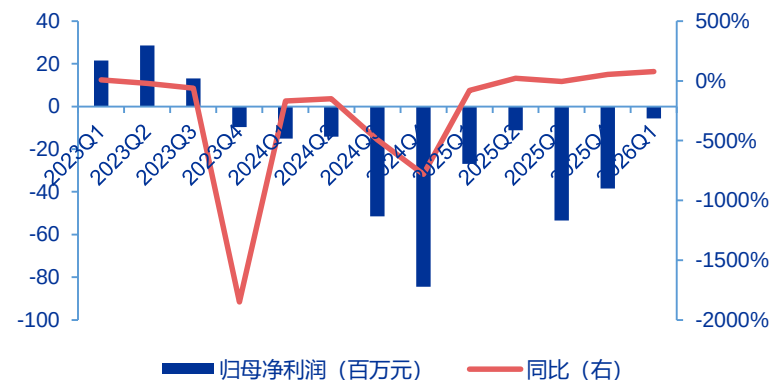


图62：公司利润季度变化

4.9 相关公司估值表

表9：重点公司估值表

公司代码	公司简称	2026/5/20	EPS (元/股)				PE				PB (LF)
		收盘价 (元/股)	25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E	
300124	汇川技术	76.8	1.9	2.3	2.7	3.2	41	34	28	24	6.4
688698	伟创电气	81.6	1.2	1.6	1.9	2.2	66	53	44	37	5.6
002979	雷赛智能	63.2	0.7	1.0	1.2	1.5	88	64	51	41	10.1
603416	信捷电气	64.7	1.6	2.0	2.4	2.8	40	32	27	23	4.1
603275	众辰科技	50.5	1.2	1.3	1.4	1.5	42	38	35	33	3.0
301510	固高科技	41.1	0.2	0.3	0.4	0.0	261	139	103	/	9.6
002334	英威腾	9.2	0.3	0.3	0.3	0.4	36	31	27	24	2.6
688320	禾川科技	40.2	-0.9	/	/	/	-	/	/	/	5.4

资料来源：iFinD、申万宏源研究 注：盈利预测均为iFinD一致预测，负值PE用-替代显示

主要内容

1. 25年回顾：需求企稳，OEM/项目型市场分化明显
2. 分品类：变频器、伺服、PLC呈现差异化特点
3. 26年展望：看好顺周期、AI设备、机器人方向
4. 相关公司梳理
5. 风险提示

5. 风险提示

■ (1) 行业复苏不及预期风险

- 工控行业整体需求与制造业景气度密切相关，若整体经济复苏不及预期，制造业需求未能逐步回升，将导致工控行业景气度处于低位，市场竞争加剧，进而影响行业内公司的收入增长和毛利率水平。

■ (2) 新兴业务开拓不及预期风险

- 工业自动化技术具有比较高的迁移性，大部分公司会布局其他赛道，构建第二成长曲线，如具身智能、液冷、数控机床和半导体设备等，新业务拓展的进度和业绩兑现的节奏存在不确定性，如果业务开展不及预期，可能会造成估值回落。

■ (3) 竞争加剧风险

- 工业自动化行业存在产品同质化的特征。随着自动化行业高速发展，市场空间不断增加，吸引众多新进入者参与市场竞争。如果市场参与者数量快速增加，将会导致行业的竞争格局恶化，甚至导致低价竞争，压缩行业内公司的利润空间。



信息披露
 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhyse.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhyse.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhyse.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhyse.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhyse.com
华南创新团队	邵景丽	0755-82579627	shaojingli@swhyse.com

A股投资评级说明

证券的投资评级：
 以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：
 买入（Buy）：相对强于市场表现20%以上；
 增持（Outperform）：相对强于市场表现5%～20%；
 中性（Neutral）：相对市场表现在 - 5%～+ 5%之间波动；
 减持（Underperform）：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：
 以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：
 看好（Overweight）：行业超越整体市场表现；
 中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；
 看淡（Underweight）：行业弱于整体市场表现。
 本报告采用的基准指数：沪深300指数

港股投资评级说明

证券的投资评级：
 以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：
 买入（BUY）：股价预计将上涨20%以上；
 增持（Outperform）：股价预计将上涨10-20%；
 持有（Hold）：股价变动幅度预计在-10%和+10%之间；
 减持（Underperform）：股价预计将下跌10-20%；
 卖出（SELL）：股价预计将下跌20%以上。

行业的投资评级：
 以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：
 看好（Overweight）：行业超越整体市场表现；
 中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；
 看淡（Underweight）：行业弱于整体市场表现。
 本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数（HSCEI）

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。

有信仰 敢担当 守正创新 追求卓越

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

胡书捷
husj@swsresearch.com



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号