下载日志已记录，仅供内部参考

拓斯达（300607.SZ）

增持（首次评级）

收入企稳盈利修复，智能制造+具身智能双轮驱动发展

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	2,872	2,510	2,508	2,698	3,178
增长率 yoy（%）	-36.9	-12.6	-0.1	7.6	17.8
归母净利润（百万元）	-245	74	215	294	394
增长率 yoy（%）	-378.6	130.1	190.6	37.1	33.9
ROE（%）	-8.3	2.4	7.0	8.8	10.3
EPS 最新摊薄（元）	-0.51	0.15	0.45	0.62	0.83
P/E（倍）	-56.1	186.3	64.1	46.7	34.9
P/B（倍）	4.9	4.8	4.5	4.1	3.7

资料来源：聚源数据，公司财报，长城证券产业金融研究院

拓斯达处于收入端企稳、盈利端修复的关键拐点期。公司构建工业机器人、数控机床、注塑装备三大核心产品矩阵，2025 年营收降幅收窄至 12.6%、企稳于 25.10 亿元，结束连续两年深调；综合毛利率实现跨越式攀升，核心业务含金量显著提高，净利润步入强劲反弹周期。智能能源业务基本剥离后，收入引擎正式切换至工业机器人，业务结构持续优化。

智能制造装备赛道长期成长逻辑清晰。下游三大核心赛道共振支撑需求：3C 电子 2025 年零售额大幅增长 27.7%至 8385.6 亿元，弹性强劲；汽车产量 2025 年攀升至 2979.8 万辆，稳托基本盘；塑料制品需求体量庞大且增长趋稳，构成注塑装备核心应用场景。具身智能市场正处于爆发增长前夜，技术升级与场景拓展双轮驱动，为公司第二成长曲线提供广阔产业空间。

全栈自研技术体系构筑公司核心竞争壁垒。公司围绕控制、伺服、视觉、AI、信息化五大板块构建全栈自研架构，其中 X5 机器人控制系统是中国首个具备云边端部署和感-算-控一体化能力的智能控制平台，技术壁垒深厚。在收入收缩期，公司研发投入强度逆势提升，2025 年研发费用回升至 1.30 亿元、研发费用率达 5.18%。研发重心正向具身智能、五轴机床等前沿领域切换，专利产出有望随新业务量产迎来新一轮释放。

投资建议：我们预测 2026-2028 年公司营收 25.08/26.98/31.78 亿元，归母净利润 2.15/2.94/3.94 亿元，EPS 0.45/0.62/0.83 元，对应 PE 64.1/46.7/34.9 倍。公司联合智谱成立矩阵智拓切入具身智能赛道，推出人形机器人”小拓”，我们看好公司在具身智能市场的发展。此外，我们认为公司工业机器人及自动化应用系统业务、注塑机配套设备及自动供料系统业务利润将持续改善，加之新业务利润率高于传统主业且业务规模持续增长，公司利润将显著提升，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：下游行业周期波动风险，新业务拓展不及预期风险，市场竞争加剧风险，应收账款坏账风险，股权投资及标的整合不及预期风险。

股票信息

行业	机械
2026 年 10 月 08 日收盘价(元)	28.85
总市值（百万元）	13,760.65
流通市值（百万元）	9,958.37
总股本（百万股）	476.97
流通股本（百万股）	345.18
近 3 月日均成交额(百万元)	1,131.90

作者



分析师 邓宇亮
SAC：S1070525120004
邮箱：dengyuliang@cgws.com



联系人 陈雨君
SAC：S1070126070023
邮箱：chenyujun@cgws.com

相关研究

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1. 拓斯达：智能制造全栈布局，具身智能开启第二成长曲线 4
1.1 深耕高端装备十九年，从注塑辅机到智能制造全栈布局 4
1.2 三大核心产品协同发力，构建工业机器人+数控机床+注塑装备增长矩阵 4
1.3 营收降幅收窄企稳，毛利率跨越式攀升彰显盈利质量改善 5
1.4 创始团队稳定控股，多轮股权激励绑定核心人才 9
2. 智能制造赛道稳健扩容，下游升级与具身智能双轮驱动 11
2.1 工业机器人市场稳健扩容，下游升级驱动长期成长 11
2.2 注塑装备市场温和复苏，升级出海双轮驱动增长 11
2.3 五轴数控机床市场稳步扩张，结构升级与国产替代驱动增长 12
2.4 下游 3C+汽车+塑料三大赛道共振，需求支撑坚实 13
2.5 具身智能市场爆发增长，技术升级与场景拓展驱动扩张 15
3. 全栈自研技术构筑核心壁垒，研发与全球布局双轮驱动 17
3.1 全栈自研技术架构，控制+伺服+视觉+AI 构筑核心壁垒 17
3.2 研发投入逆势提升，全球化布局+头部客户资源构建差异化优势 18
4. 盈利预测及投资建议 21
5. 风险提示 23

图表目录

图表 1：拓斯达发展大事记 4
图表 2：拓斯达核心产品矩阵 5
图表 3：2021-2025 拓斯达营收&增长率情况 6
图表 4：2021-2025 拓斯达分地区营收&增长率情况 6
图表 5：2021-2025 拓斯达分业务营收&增长率情况 7
图表 6：2021-2025 拓斯达分业务毛利&毛利率情况 8
图表 7：2021-2025 拓斯达归母净利润&增长率情况 8
图表 8：2021-2025 拓斯达费用情况 9
图表 9：公司董事及高管人员信息 10
图表 10：中国工业机器人解决方案市场规模（按收入计） 11
图表 11：中国注塑装备市场规模（按收入计） 12
图表 12：中国五轴联动数控机床市场规模（按收入计） 13
图表 13：中国 3C 电子（通讯器材类）市场规模（按收入计） 14
图表 14：中国市场汽车产量（按产量计） 14
图表 15：中国塑料制品市场规模（按产量计） 15
图表 16：全球具身智能机器人市场规模（按收入计） 16
图表 17：拓斯达核心技术及应用示意图 17
图表 18：拓斯达研发费用&专利情况 18
图表 19：拓斯达研发力量示意图 19
图表 20：拓斯达全球布局情况 19

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 21： 拓斯达 ToB 合作情况 20
图表 22： 公司 2026 年 8 月 24 日《关于对外投资的公告》 20
图表 23： 公司分业务收入预测 21
图表 24： 可比公司估值表 22

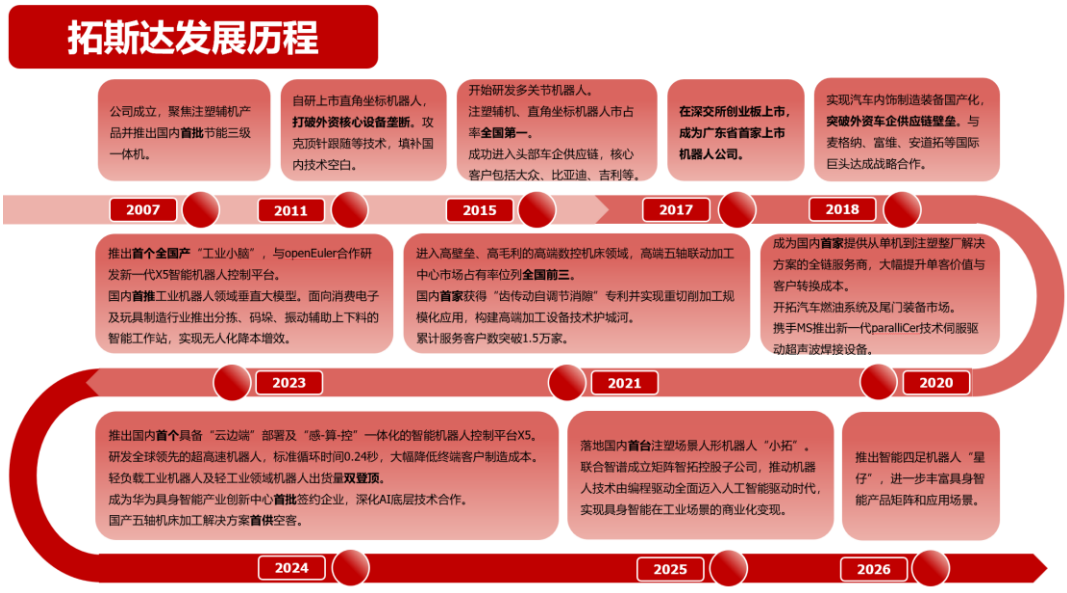
下载日志已记录，仅供内部参考

1. 拓斯达：智能制造全栈布局，具身智能开启第二成长曲线

1.1 深耕高端装备十九年，从注塑辅机到智能制造全栈布局

公司立足高端装备全栈布局，持续拓展具身智能相关业务。根据公司官网及招股说明书，拓斯达科技公司成立于 2007 年。公司成立之初聚焦注塑辅机并研发国内首批节能三级一体机。2011 年，公司自研上市直角坐标机器人，打破外资核心设备垄断。2015 年，实现注塑辅机、直角坐标机器人国内市占率双登顶。2017 年，公司成为广东省首家上市的机器人公司。2021 年，公司进入高端数控机床领域，实现塑料与金属材料加工装备全布局。2023 年，公司推出首个全国产智能机器人控制平台和工业机器人领域垂直大模型。2024 年，公司研发全球领先的超高速机器人，大幅降低终端客户制造成本，并实现轻负载工业机器人以及轻工业领域机器人出货量双登顶。2025 年，公司确立"成为全球领先的具身智能科技公司"新愿景。同年公司联合智谱成立矩阵智拓子公司，推动机器人技术全面迈入人工智能驱动时代。

图表1：拓斯达发展大事记



资料来源：公司官网，公司招股说明书，长城证券产业金融研究院

1.2 三大核心产品协同发力，构建工业机器人+数控机床+注塑装备增长矩阵

公司产品围绕三条增长曲线进行布局。依托核心的底层控制、伺服驱动及视觉系统技术，公司已推出涵盖工业机器人、数控机床、注塑装备及智能能源系统在内的全链条智能制造装备生态。第一增长曲线由工业机器人及注塑装备构成，已实现高度商业化并贡献充沛现金流。该曲线产品包括具备极高自由度的多关节机器人（SCARA、六轴）、直角坐标机器人以及注塑整厂自动化系统。据公司官网，2024 年公司实现轻负载工业机器人及轻工业领域机器人出货量双登顶。第二增长曲线由高端数控机床业务构成，实现了向高毛利、高壁垒市场的跨越。依托前期积累的技术平台，公司向工业母机领域延伸，于 2021 年推出高端五轴联动加工中心及系列数控机床，成为航空航天等精密加工行业的"重切

下载日志已记录，仅供内部参考

削”加工首选，2021 年市占率跻身全国前三，有效拓展了高端制造领域的增量市场。第三增长曲线由具身智能及工业大模型生态构成，锚定公司长效增长空间与远期估值。为应对劳动力短缺趋势及把握 AI 产业浪潮，公司首推新一代 X5 智能机器人控制平台，深度融合人工智能大模型技术，推动机器人技术由“编程驱动”时代迈向“人工智能驱动”时代。公司与华为（深圳）全球具身智能产业创新中心首批签约，并与大模型独角兽智谱 AI 合作成立子公司，于 2025 年落地国内首台注塑场景应用的人形机器人“小拓”，随后在 2026 年推出智能四足机器人“星仔”，打开具身机器人在复杂通用工业场景下的广阔商业边界。

图表2：拓斯达核心产品矩阵



资料来源：公司 2025 年报，长城证券产业金融研究院

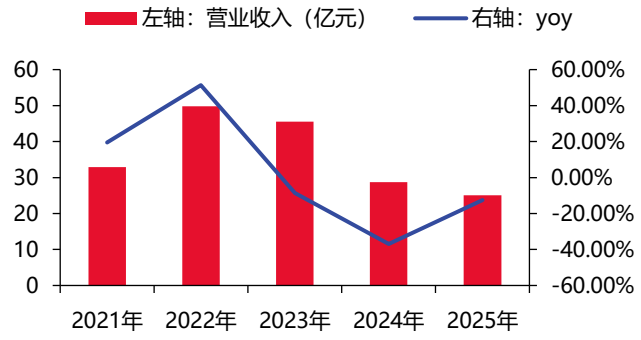
1.3 营收降幅收窄企稳，毛利率跨越式攀升彰显盈利质量改善

公司营收 2022 至 2024 年先高增后深调，2025 年降幅收窄企稳。从营业收入增长轨迹来看，2021—2022 年公司延续扩张态势，2021 年增速 19.5%，整体呈现整固到加速的扩张节奏，收入端动能充沛；2022 年营收规模达 49.84 亿元，同比增长 51.4%，构成增长曲线主升浪。2023 年成为重要拐点，营收同比下滑 8.6%至 45.53 亿元，结束此前正增长态势；2024 年下行压力进一步释放，智能能源及环境管理系统业务收入大幅降低，公司营收同比大幅回落 36.9%至 28.72 亿元，为近年最大跌幅；2025 年降幅收窄至 12.6%，营收企稳于 25.10 亿元，下行斜率趋缓，收入端初现筑底信号。2022—2025 年三年复合增长率为-20.4%，与前期扩张节奏形成鲜明反差，反映公司收入端经历了从规模扩张到主动收缩的深度调整，当前正处于降幅收敛、逐步企稳的过渡阶段。

下载日志已记录，仅供内部参考

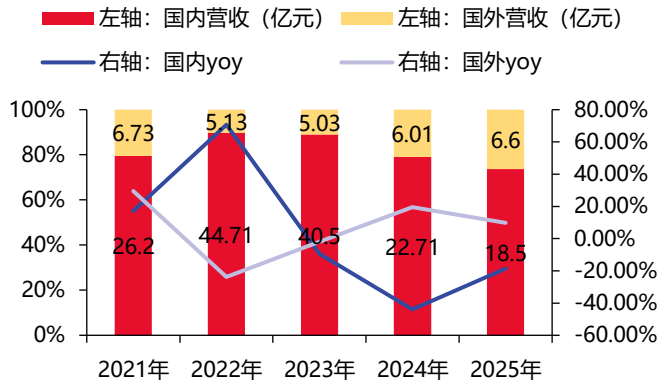
境内外协同发展，全球化布局提升整体资产价值。公司始终重视海外市场布局，海外营业收入自 2023 年以来持续增长。根据公司 2025 年报，公司 2025 年海外收入同比增长近 10%，收入占比达 26.3%。公司海外销售网络覆盖超过 50 个国家及地区，服务近一千名海外客户，并成为逾 20 家《财富》世界 500 强公司的供应商。我们认为，海外收入的稳定性使得公司减少对单一市场的依赖，降低受到单一市场的宏观经济波动的影响。国际市场经验及国外技术也能提升本土产品质量。这套境内外并重的业务架构，确保公司整体营收体系具备长期的抗风险能力，凸显了较高的长期投资价值。

图表3：2021-2025 拓斯达营收&增长率情况



资料来源：ifind，公司 2021 年-2025 年报告，长城证券产业金融研究院

图表4：2021-2025 拓斯达分地区营收&增长率情况

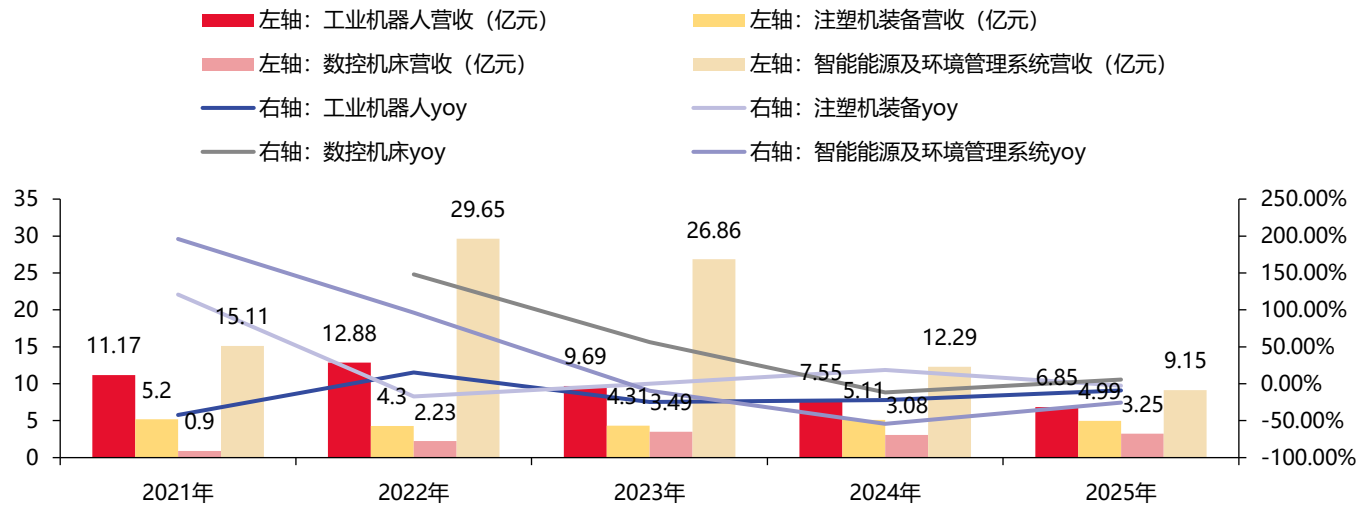


资料来源：ifind，公司 2021-2025 年报，长城证券产业金融研究院

智能能源基本剥离，收入引擎切换至工业机器人。2024 年，公司基于“聚焦产品、收缩项目”战略，持续主动收缩这部分低利润且占用现金流的智能能源及环境管理系统业务，仅保留收取管理费的轻资产分包模式。根据公司 2025 年报，智能能源、工业机器人、注塑装备、数控机床分业务收入占比分别为 36.5%、27.3%、19.9%、12.9%，智能能源为第一大收入来源。分业务结构来看，在剥离智能能源业务后，公司已形成工业机器人及自动化应用系统、注塑装备、数控机床三大板块并行的收入格局，但各板块增长节奏与战略定位显著分化。2021—2025 年，数控机床实现 37.9%的四年复合增长率，业务快速扩张；注塑装备为-1.0%，规模持平；工业机器人为-11.5%，收入承压。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表5：2021-2025 拓斯达分业务营收&增长率情况

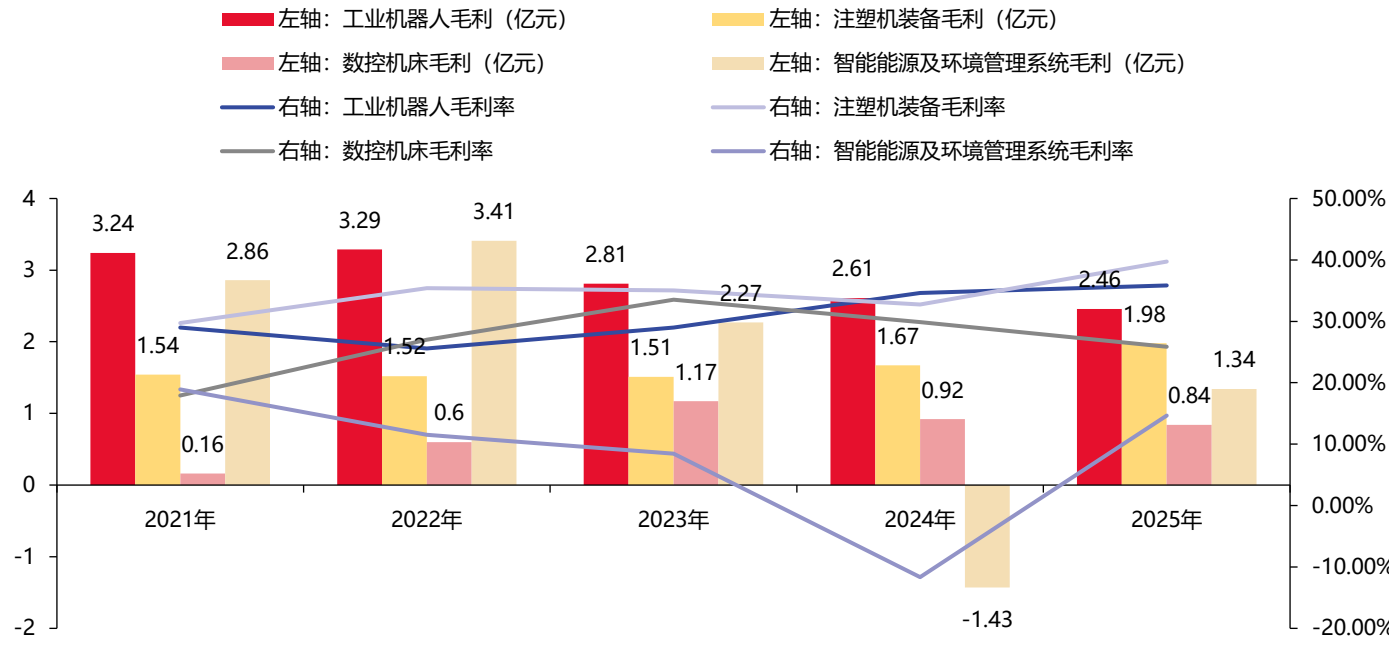


资料来源：ifind，公司 2021 年-2025 年报告，长城证券产业金融研究院

综合毛利率实现跨越式攀升，核心业务含金量大幅度提高。从分业务毛利及毛利率结构来看，公司盈利质量在 2021—2025 年间经历了 V 型修复，核心驱动力并非收入扩张而是业务结构优化。根据公司 2022 年报，2022 年智能能源业务收入占公司总营业收入高达 59.5%，但毛利率 11.5%，严重拉低整体盈利水平。2024 年随着智能能源业务出现大额计提，该板块毛利转为-1.43 亿元、毛利率-11.7%，根据公司 2024 年报，公司综合毛利率仅 14.6%，为上市后最低水平；2025 年智能能源风险出清叠加高毛利产品类业务占比提升，根据公司 2025 年报，公司综合毛利率修复至 28.3%，较 2024 年提升 13.7 个百分点。同时，公司通过淘汰付款能力差、低信用的客户，优化客户质量，减少对现金流的占用。公司应收账款占资产总额比例 2023-2025 连续两年降低，从 2023 年末的 30.1%降到 2024 年末 21.2%，2025 年末进一步降至 16.5%。应收账款的回落使得现金流能向高毛利产品倾斜，公司整体毛利率不断走高，获取长期核心竞争力。

下载日志已记录，仅供内部参考

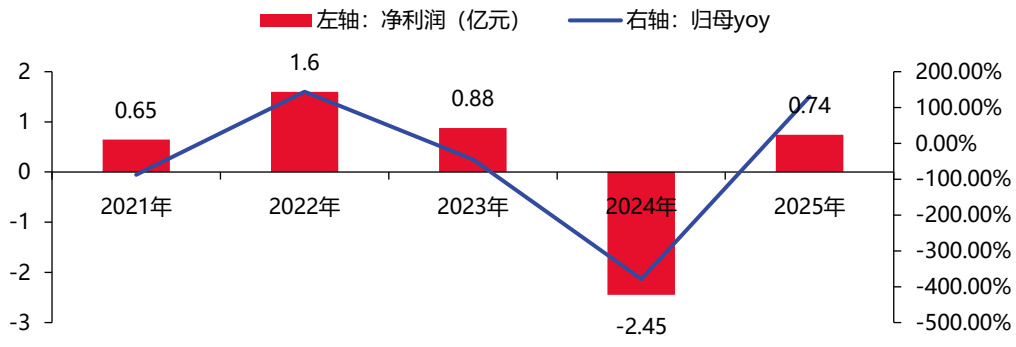
图表6：2021-2025 拓斯达分业务毛利&毛利率情况



资料来源：ifind，公司 2021-2025 年报，长城证券产业金融研究院

大额计提风险在前期较为充分释放，净利润步入强劲反弹周期。前期受下游新能源行业扩产退潮影响，公司账面曾面临一定程度的坏账堆积。2024 年公司通过执行资产减值测试与大额计提程序修复资产负债表，为后续利润表的轻装上阵与弹性释放扫除障碍。公司归母净利润 2024 年降至-2.45 亿元，同比下降 378.6%。2025 年归母净利润达到 0.74 亿元，同比增长 130.1%，实现扭亏为盈，盈利修复至 2023 年 0.88 亿元相近水平。

图表7：2021-2025 拓斯达归母净利润&增长率情况

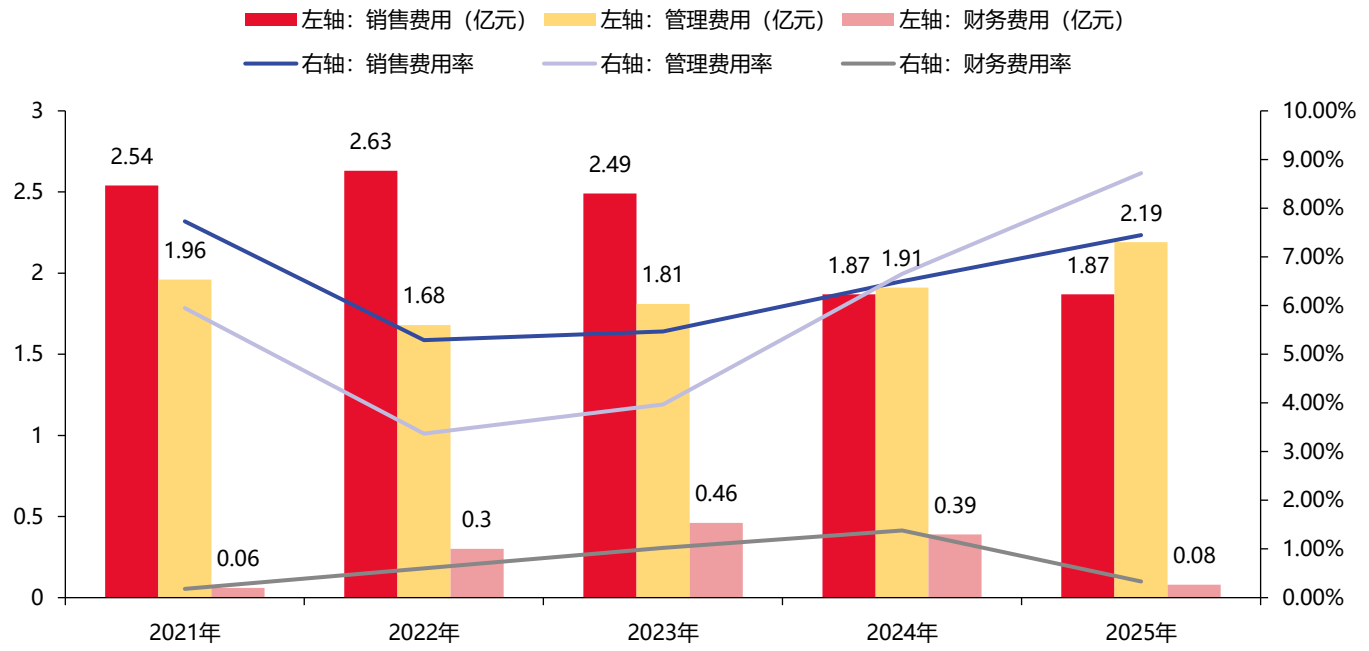


资料来源：ifind，公司 2021 年-2025 年报告，长城证券产业金融研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

销售费用弹性较强，管理费用刚性承压，财务费用显著下行。销售费用从 2022 年峰值 2.63 亿元逐步降至 2024 及 2025 年的 1.87 亿元，累计下降约 28.9%，说明销售端人员与渠道投入随业务收缩具有较强弹性。管理费用则呈明显刚性，2022 年降至 1.68 亿元低点后，连续攀升至 2025 年的 2.19 亿元，已超 2021 年峰值，管理费用率从 2022 年的 3.4%升至 2025 年的 8.8%的最高峰，为当前三费核心压力点。财务费用在 2023 年升至 0.46 亿元后持续下降，2025 年骤降至 0.08 亿元。整体看，后续利润弹性释放依赖收入修复对管理费用率的摊薄。

图表8：2021-2025 拓斯达费用情况



资料来源：ifind，公司 2021 年-2025 年报告，长城证券产业金融研究院

1.4 创始团队稳定控股，多轮股权激励绑定核心人才

高管团队兼具市场与研发背景。董事长吴丰礼先生具有 25 年的机械制造从业经历，经历过多轮行业变化，始终拥有公司控制权，截至 2026H1 直接持股 30.32%，保障长期战略执行力。执行董事兰海涛先生曾任高级工程师，有逾 13 年机械及机器人经验；黄晶先生深耕机器人产品 10 年，深谙一线痛点。执行董事张朋先生在市场部有 18 年经验，保证产品直击市场痛点，对齐用户需求。万加富教授作为机械电子工程领域的专业学者，直接为公司在具身智能机器人及高端数控机床等前沿技术研发方向提供了顶层学术智囊支持。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表9：公司董事及高管人员信息

职位	姓名	主要履历
董事长、执行董事	吴丰礼	于 2011 年 9 月在中国清华大学取得高级管理人员工商管理硕士（EMBA）学位及于 2025 年 5 月在美国明尼苏达大学取得工商管理博士学位。2007 年 6 月创办拓斯达。是第十四届全国人大代表、全国工商联执委、广东省工商联常委、东莞市工商联副主席；入选广东省"特支计划"科技创业领军人才、科技部"科技创新创业人才"、第四批国家"万人计划"科技创业领军人才，并荣获"全国非公有制经济人士优秀中国特色社会主义事业建设者"、"第五届广东省优秀中国特色社会主义事业建设者""2019—2020 年全国优秀企业家"等称号。
执行董事	兰海涛	本科学历，现任拓斯达机械手产品线总经理、执行董事。
执行董事	周永冲	大专学历，中级职称、注册会计师、注册税务师。现任拓斯达财务总监、执行董事、董事会秘书。
执行董事	张朋	本科学历，现任拓斯达行业与解决方案中心总经理、执行董事。
执行董事	黄晶	硕士研究生学历。现任机器人产品线总经理、执行董事及子公司广东矩阵智拓科技有限公司经营管理负责人。
独立非执行董事	万加富	博士学历，曾任广东机电职业技术学院助教、讲师、副教授，2014 年起任华南理工大学机械与汽车工程学院副教授、教授。现任广东启创智能科技有限公司监事、拓斯达独立董事、佳禾智能科技股份有限公司独立董事。
独立非执行董事	叶德容	于 2005 年毕业于香港城市大学，取得会计学工商管理（荣誉）学士学位。现任前海健康控股有限公司首席财务总监兼公司秘书、拓斯达独立董事。
独立非执行董事	杨联达	本科学历，已取得律师从业资格、中级经济师资格、项目评估分析师资格、企业法律风险顾问师资格、企业合规师（高级）资格、独立董事资格证书等相关证书。现任广州金鹏（东莞）律师事务所律师、拓斯达独立董事。

资料来源：ifind，公司 2025 年报，长城证券产业金融研究院

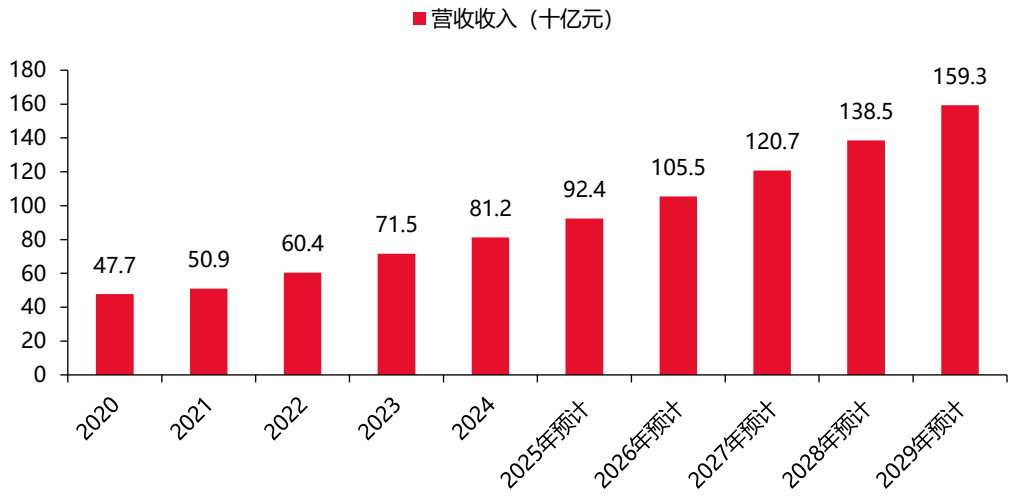
下载日志已记录，仅供内部参考

2. 智能制造赛道稳健扩容，下游升级与具身智能双轮驱动

2.1 工业机器人市场稳健扩容，下游升级驱动长期成长

工业机器人市场稳健扩容，下游升级驱动长期成长。工业机器人是一种可自动定位控制、可重复编程的多功能多自由度操作机，能够替代人工处理复杂、多变、非标准化的生产任务，是实现柔性制造的核心自动化装备。工业机器人解决方案不仅包括执行具体操作的工业机器人产品，还整合了完成特定工作任务所需的周边设备和智能控制系统。据公司 2025 年报，中国工业机器人解决方案按收入计，市场规模从 2020 年的 477 亿元增长至 2024 年的 812 亿元，四年复合增长率达 14.2%，其中 2022—2023 年连续实现 18%以上的高速增长，2024 年增速回落至 13.6%；展望未来，市场规模预计从 2025 年的 924 亿元持续扩张至 2029 年的 1593 亿元，2024—2029 年复合增长率约 14.4%，表明行业总量稳健增长、结构持续升级的成熟扩张阶段。增长驱动力来自两方面：一是下游制造业自动化渗透率持续提升，3C 电子、新能源、汽配等传统领域的“机器换人”需求仍有空间；二是具身智能技术突破，推动机器人从定点专用向泛化通用演进，人形机器人、智能工作站等新兴品类正在打开工业场景之外的商业、服务业增量市场，行业长期成长逻辑清晰。

图表10：中国工业机器人解决方案市场规模（按收入计）



资料来源：公司 2025 年报，弗若斯特沙利文，长城证券产业金融研究院

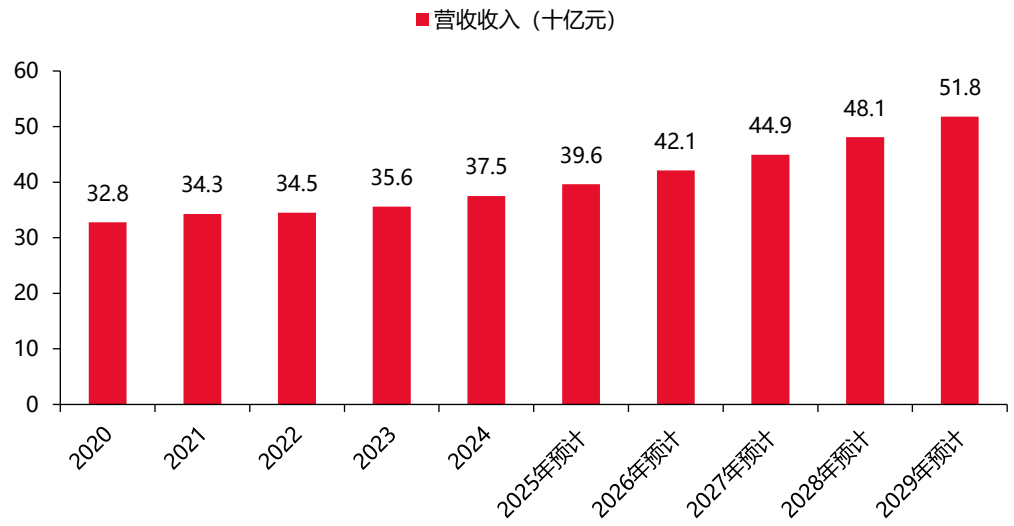
2.2 注塑装备市场温和复苏，升级出海双轮驱动增长

中国注塑装备市场温和复苏，升级出海驱动增长。注塑机是将热塑性或热固性塑料通过塑料成型模具制成各种形状塑料制品的核心工业装备。注塑装备指一个自动化、集成的生产体系，包括注塑机、辅助设备等，旨在为企业客户提供一站式、定制化及完整的自动化注塑生产线。据公司 2025 年报，中国注塑装备市场按收入计，市场规模从 2020 年的 328 亿元增长至 2024 年的 375 亿元，四年复合增长率 3.4%，其中 2021—2023 年增速分别为 4.6%、0.6%、3.2%；2024 年增速回升至 5.3%，市场规模达 375 亿元，显示

下载日志已记录，仅供内部参考

需求端出现边际修复。展望未来，市场规模预计从 2025 年的 396 亿元持续扩张至 2029 年的 518 亿元，2024—2029 年复合增长率约 6.7%，较前一周期明显提速，2029 年同比增速达 7.7%，表明行业正从存量调整期进入温和复苏通道。增长驱动力主要来自三方面：一是塑料制品应用领域的扩大及产量的持续增长，为注塑装备的发展提供了持续动力；二是新能源汽车、医疗器械、高端消费电子等领域对精密注塑的需求持续增长，推动电动注塑机渗透率提升；三是海外市场拓展为国内注塑装备企业打开增量空间，行业长期成长逻辑稳健但弹性相对有限。

图表11：中国注塑装备市场规模（按收入计）



资料来源：公司 2025 年报，弗若斯特沙利文，长城证券产业金融研究院

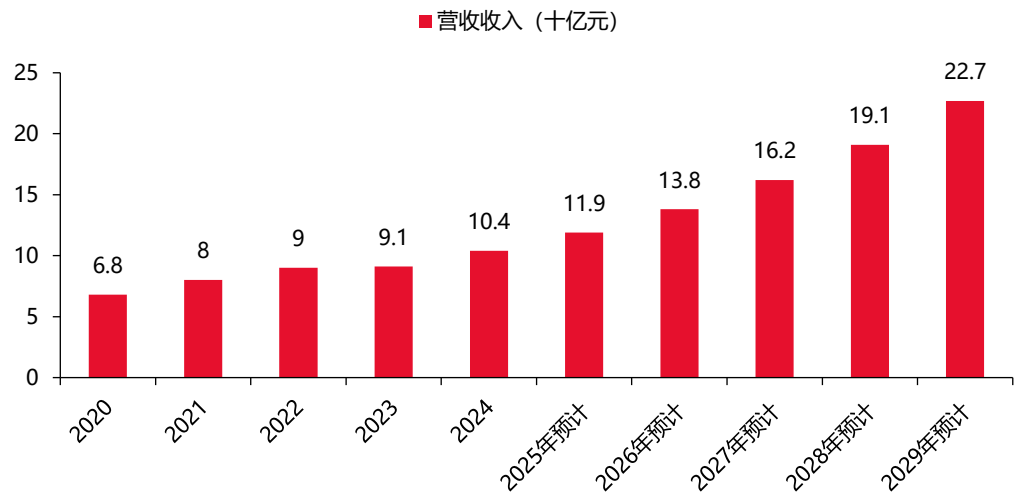
2.3 五轴数控机床市场稳步扩张，结构升级与国产替代驱动增长

中国五轴联动数控机床市场稳步扩张，结构升级与核心突破驱动增长。数控机床是一种装有程序控制系统的自动化机床，其中五轴联动数控机床是一种科技含量高、精密度高、专门用于加工复杂曲面的设备。与传统机床相比，五轴机床具有支持空间复杂特征加工能力的优势，更易于实现多工序复合加工，具备更高的加工效率和精度。中国数控机床市场规模从 2020 年的 865 亿元增加至 2024 年的 1169 亿元，其中作为高科技含量代表的五轴联动数控机床，其市场规模从 2020 年的 68 亿元高速增长至 2024 年的 104 亿元，四年复合增长率达 11.0%，在总市场中的占比也由 7.9%提升至 8.9%，反映出行业在整体稳健增长背景下，高端设备需求端展现出强劲的高景气度。展望未来，整体市场规模预计将于 2029 年进一步扩张至 1512 亿元，同时五轴联动设备的渗透率有望加速攀升，预计到 2029 年市场规模将大幅扩大至 227 亿元，占数控机床总市场的比例将达到 15.0%，2024—2029 年复合增长率预计高达 17.0%，表明细分赛道正加速步入高端化、高附加值的快速渗透扩张通道。增长驱动力主要来自三方面：一是航空航天、新能源汽车、医疗器械和消费电子等高端制造领域快速发展，对精密复杂零部件加工需求持续攀升带动了高端装备需求；二是五轴联动设备支持空间复杂特征加工，在减少打磨工序与实现多工序复合加工上具备高效率和高柔性优势，成为先进制造工艺升级的核心选择；三是国

下载日志已记录，仅供内部参考

内供应商在高端数控系统、伺服驱动器和精密主轴等核心部件上的自主研发能力不断增强并取得突破，大幅提升了国产设备的性价比、定制化能力与响应速度，为国内机床企业打开了向上突围的增量空间与更强的市场竞争力。

图表12：中国五轴联动数控机床市场规模（按收入计）



资料来源：公司 2025 年报，弗若斯特沙利文，长城证券产业金融研究院

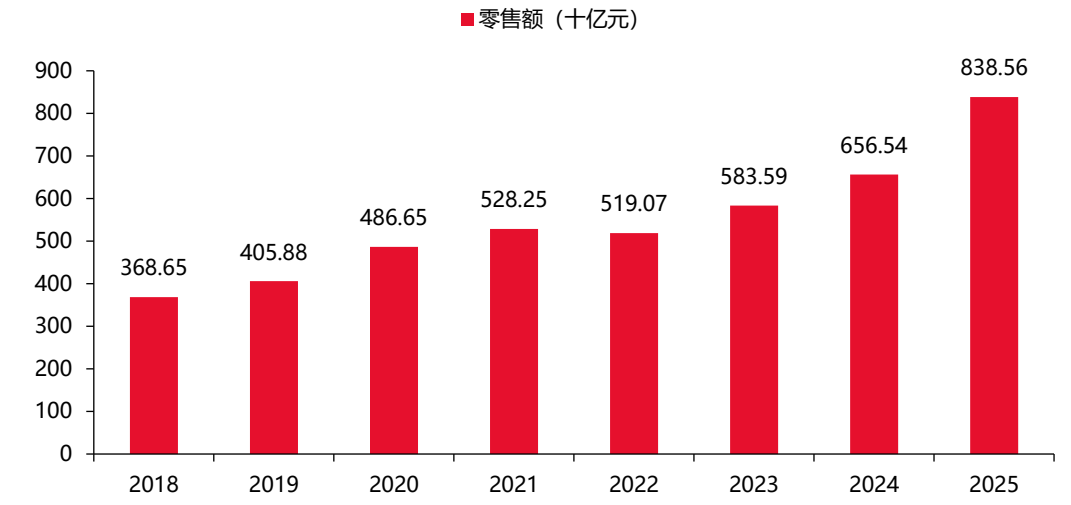
2.4 下游 3C+汽车+塑料三大赛道共振，需求支撑坚实

3C 电子需求弹性强劲，为工业机器人及自动化应用系统提供核心增长动能。据国家统计局，按收入计，中国 3C 电子 (通讯器材类) 零售额从 2018 年的 3686.5 亿元增长至 2024 年的 6565.4 亿元，六年复合增长率达 10.1%，期间 2019—2021 年持续攀升，由 4058.8 亿元增至 5282.5 亿元；2022 年受宏观波动影响微幅收缩 1.7%至 5190.7 亿元，为样本期内唯一调整年份，下行幅度有限且韧性凸显；2023 年迅速反弹，2023 年与 2024 年同比增速分别达 12.4%和 12.5%，连续两年实现双位数稳健增长；2025 年大幅增长 27.7%至 8385.6 亿元，展现强劲边际修复能力与消费升级动能，为工业机器人及自动化应用系统提供持续且强劲的核心需求支撑。



下载日志已记录，仅供内部参考

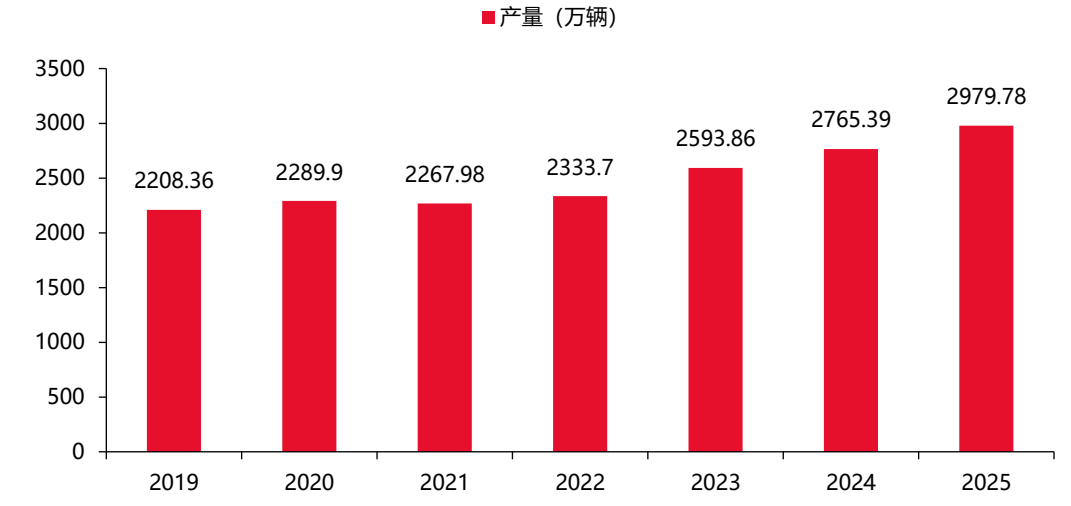
图表13：中国 3C 电子（通讯器材类）市场规模（按收入计）



资料来源：ifind，国家统计局，长城证券产业金融研究院

汽车市场稳托底盘，为智能制造装备提供稳定需求基本盘。据国家统计局，中国汽车类商品产量从 2018 年的 2387.9 万辆增长至 2024 年的 2765.4 万辆，6 年复合增长率达 2.5%，期间 2019 年回调至 2208.4 万辆，2020—2021 年在 2267—2290 万辆区间震荡整固；2022 年微增至 2333.7 万辆，2023 年同比增长 11.2%至 2593.9 万辆，产销量迎来显著修复，新能源汽车渗透率持续提升成为行业扩容核心引擎；2024 年达 2765.4 万辆，2025 年进一步攀升至 2979.8 万辆，连续三年保持增长态势，产量规模持续刷新历史高点，行业景气度稳步上行，为工业机器人、数控机床等智能制造装备提供体量庞大且增长稳健的需求基本盘。

图表14：中国市场汽车产量（按产量计）

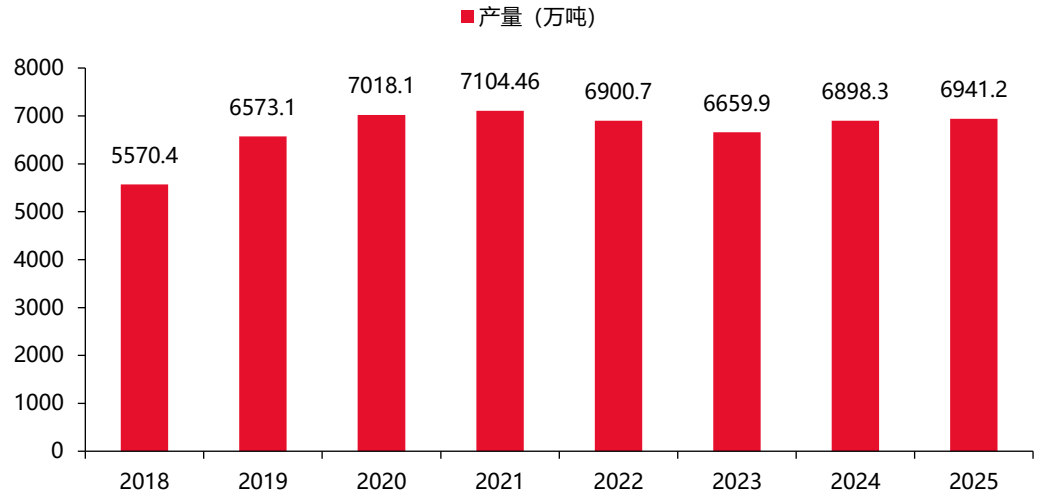


资料来源：ifind，国家统计局，长城证券产业金融研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

塑料制品需求平稳支撑，构成注塑装备下游核心应用场景。据国家统计局，中国塑料制品产量从2018年的5570.4万吨增长至 2024年的6898.3万吨，6年复合增长率达3.6%，期间 2019—2021 年持续扩张，由 6573.1 万吨攀升至 7104.5 万吨的历史高点；2022 年同比下滑 2.9%至 6900.7 万吨，2023 年进一步回落至 6659.9 万吨，连续两年调整主要受下游地产需求疲软、环保政策趋严与落后产能出清等因素叠加影响；2024 年修复至 6898.3 万吨，2025 年微增至 6941.2 万吨，行业逐步走出调整周期，产量企稳回升，需求体量庞大且增长趋稳，整体呈现高位震荡后逐步修复的运行特征，构成注塑装备下游应用场景与需求压舱石。

图表15：中国塑料制品市场规模（按产量计）



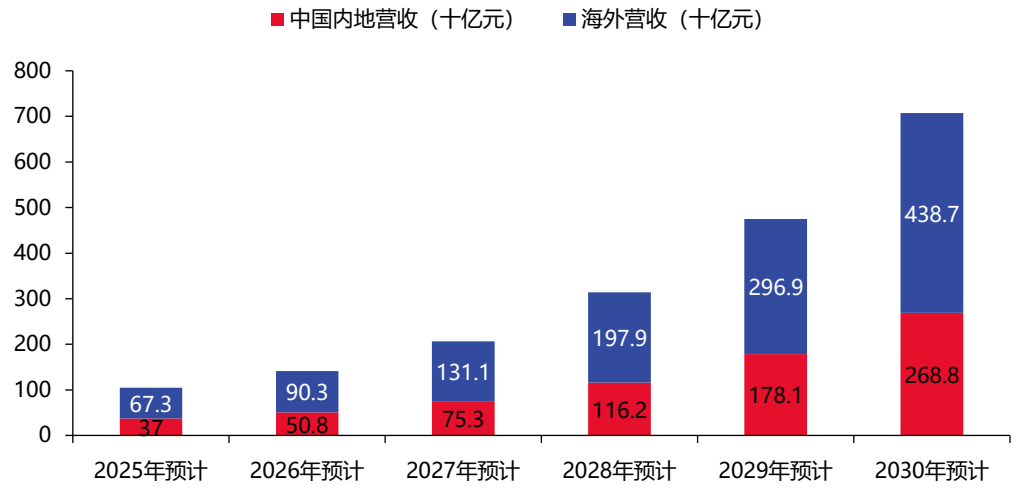
资料来源：ifind，国家统计局，长城证券产业金融研究院

2.5 具身智能市场爆发增长，技术升级与场景拓展驱动扩张

中国具身智能市场预计高增，技术升级与场景拓展驱动扩张。具身智能机器人是指具有物理本体并与人工智能深度融合的机器人实体，具备实体化、感知与行动闭环、情境化学习以及多模态融合的能力，是人工智能与真实物理世界互动的关键载体。中国具身智能机器人市场呈现高速爆发性增长的前沿产业特征。据预测，全球市场规模预计将从2025 年的 1043 亿元大幅增长至 2030 年的 7075 亿元，五年复合增长率高达 46.7%，反映出行业在大模型与具身智能技术深度融合及核心技术突破的背景下，正加速步入大规模商业化应用阶段；聚焦国内，中国市场增长势头更为强劲，预计市场规模将于 2030 年达到 2688 亿元，占全球市场的 38.0%。展望未来，中国市场 2025—2030 年复合增长率高达 48.7%，较传统自动化设备周期明显提速，表明行业正从技术验证期迈入爆发式增长通道。增长驱动力主要来自三方面：一是大模型技术的应用与跨模态突破，大幅提升了机器人在复杂环境中的理解、自主推理及决策水平；二是应用场景从传统的结构化工业环境向商业服务、医疗健康、应急救援等非结构化多领域加速拓展，打开了极大的增量空间，行业长期成长逻辑强劲且充满弹性。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表16：全球具身智能机器人市场规模（按收入计）



资料来源：公司 2025 年报，弗若斯特沙利文，长城证券产业金融研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

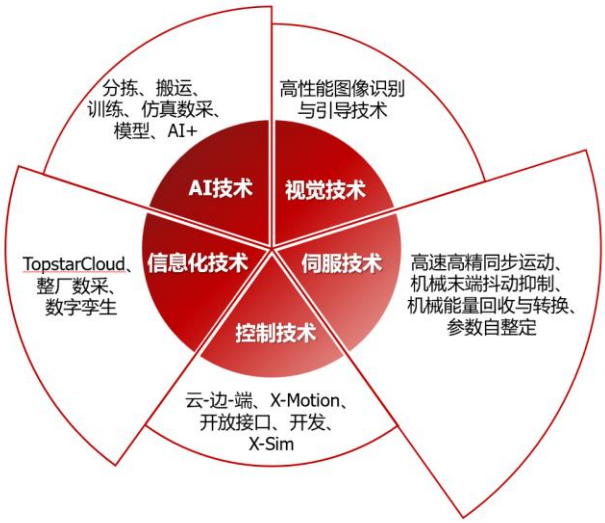
3. 全栈自研技术构筑核心壁垒，研发与全球布局双轮驱动

3.1 全栈自研技术架构，控制+伺服+视觉+AI 构筑核心壁垒

底层感知、运动控制到上层 AI 与数字化的全栈自研技术架构。公司核心技术体系围绕控制技术、伺服技术、视觉技术、AI 技术、信息化技术五大板块构建，五大技术板块深度协同、互为支撑，共同构筑公司在工业机器人与智能制造领域的技术壁垒。其中，控制技术与伺服技术构成机器人运动执行的底层核心，视觉技术与 AI 技术赋予机器人感知与决策能力，信息化技术则实现从单台设备到整厂级的数据贯通与数字孪生，区别于行业内多数仅从事本体组装或系统集成的企业，全栈自研能力是公司核心竞争力的根基。

视觉技术、AI 技术与信息化技术构成公司智能层的三大增量引擎。视觉技术聚焦高性能图像识别与引导，使机器人能够从物理环境中获取并解读视觉信息以引导运动。AI 技术覆盖分拣、搬运、训练、仿真数采、模型训练及 AI+场景赋能，公司已研发 X-Core 实时运动控制核心，与真实机器人完全同源，可以直接部署至 Isaac Sim 快速生成海量自动标注训练数据，为具身智能模型训练奠定基础。信息化技术以 TopstarCloud 平台为核心，实现整厂数采与数字孪生，帮助公司更好地实现整厂自动化。五大技术的协同落地，使公司构建起场景定义产品、产品采集数据、数据反哺 AI 模型、模型拓展场景边界的商业闭环，为公司从工业自动化向具身智能科技公司的战略演进提供持续的技术驱动力。

图表17：拓斯达核心技术及应用示意图



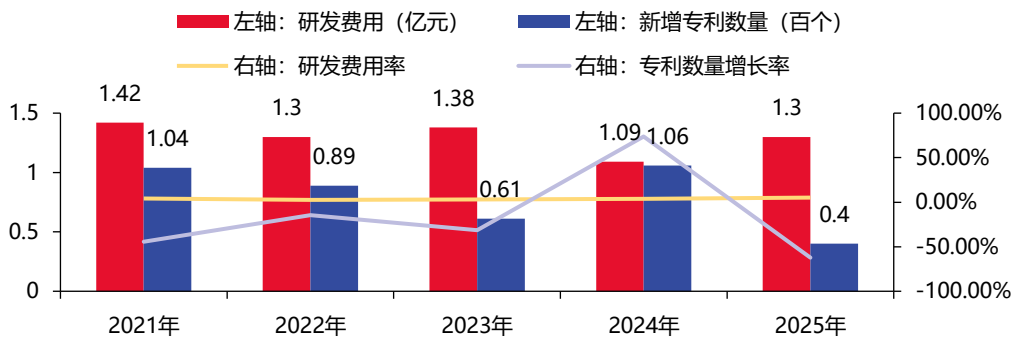
资料来源：公司官网，长城证券产业金融研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

3.2 研发投入逆势提升，全球化布局+头部客户资源构建差异化优势

研发投入强度逆势提升，专利积累持续增厚。公司研发费用 2021—2023 年维持 1.30—1.42 亿元，2024 年降至 1.09 亿元，2025 年回升至 1.30 亿元。研发费用率 2022 年因营收峰值摊薄至 2.6%低点，此后回升，2025 年达 5.2%，收入收缩期研发强度逆势抬升，凸显对研发的刚性重视。专利积累增厚但新增放缓。公司新增专利 2021—2023 年由 104 个降至 61 个，2024 年反弹至 106 个、同比增 73.8%，2025 年新增 40 个。2025 年，公司研发重心已转向机械手、机器人、机器狗等新兴方向。

图表18：拓斯达研发费用&专利情况



资料来源：ifind，公司 2021 年-2025 年报告，长城证券产业金融研究院

公司形成省级平台+专业实验室+产学研协同+核心人才的多层次研发架构。省级研发平台方面，公司拥有广东省 3C 智能机器人与柔性制造企业重点实验室、广东省工业机器人与智能装备管控一体化系统及应用技术工程技术研究中心、广东省企业技术中心、广东省智能工业机器人工业设计中心及广东省博士工作站五大省级资质，其中工业设计中心累计获得设计类专利、版权 40+项，曾获 2023 年 DiD Award 东莞杯国际工业设计大赛。实验室建设覆盖前沿技术与可靠性验证两大方向，设有具身智能实验室、环境实验室、电磁兼容实验室，为产品性能验证与技术迭代提供硬件支撑。产学研层面，公司与华南理工大学、深圳大学、南昌大学、东莞理工学院、广东工业大学等高校及科研机构建立合作，推动基础研究与产业应用衔接。核心人才方面，中央研究院由王志成博士与谭永晶博士等骨干领衔，研发组织架构健全，为公司在工业机器人、具身智能、五轴数控机床等领域的持续技术突破提供人才保障。

下载日志已记录，仅供内部参考

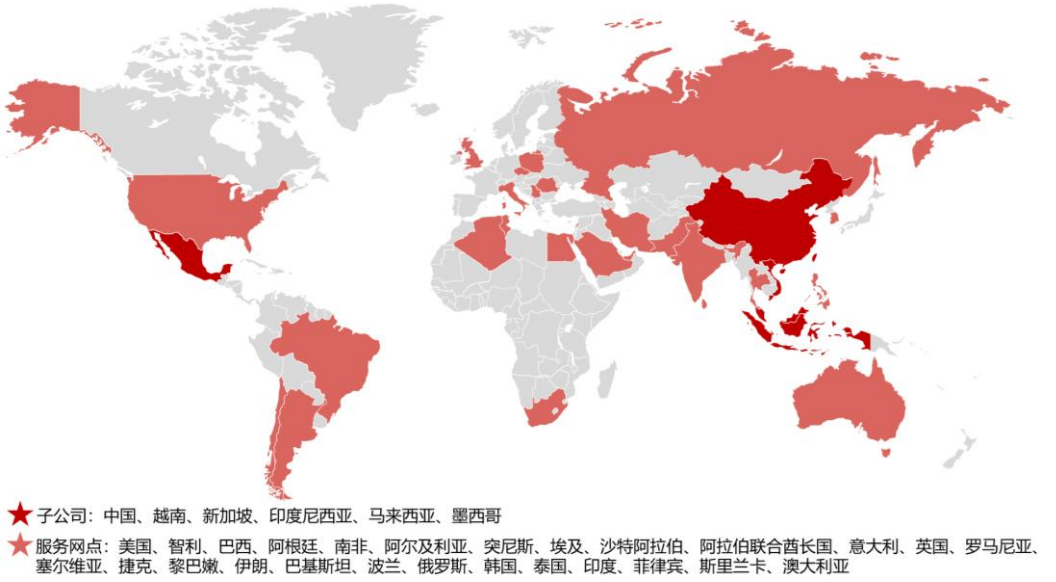
图表19：拓斯达研发力量示意图



资料来源：公司官网，长城证券产业金融研究院

海外业务成为公司增长的重要增量极。根据公司 2025 年报，2025 年公司海外收入同比增长近 10%，收入占比达 26.3%，海外业务对整体收入的贡献持续提升。根据公司 2026 年 1 月发布的 H 股上市申请公告，公司已于 2026 年 1 月向香港联交所提交 H 股上市申请，旨在借助国际资本市场资源优化资本结构、加快海外业务发展、提升国际化水平与品牌形象。海外收入有望保持稳定增长，成为公司穿越国内周期的第二增长曲线。

图表20：拓斯达全球布局情况



资料来源：公司官网，拓斯达科技介绍，长城证券产业金融研究院

公司 ToB 客户资源覆盖新能源、3C 电子、汽车、家电等多领域的头部客户矩阵。根据公司 2025 年报，公司已成为逾 20 家《财富》世界 500 强公司的供应商，累计服务超 1.5 万名客户、触达超 20 万名潜在客户，广泛的下游客户群为机器人产品部署提供丰富应用场景，同时构成真实世界数据来源。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表21：拓斯达 ToB 合作情况



资料来源：公司官网，拓斯达科技介绍，长城证券产业金融研究院

拟以 1.47 亿元取得来勒光电 49% 股权，拓展自动化装备下游应用场景。据公司 2026 年 8 月 24 日的《关于对外投资的公告》，公司拟以自有或自筹资金 1.47 亿元受让武汉来勒光电 49% 股权，交易完成后来勒光电成为公司参股企业。本次参股的标的公司核心产品包含双透镜自动耦合系统、双 FA 自动耦合系统、激光器自动耦合系统、芯片自动测试系统等品类。我们认为，公司有望将自身工业机器人及自动化应用系统与标的设备进行技术叠加打造差异化解决方案，把自动化装备业务导入光通信等高端制造场景，拓宽下游应用边界，强化智能制造装备领域竞争壁垒。

图表22：公司 2026 年 8 月 24 日《关于对外投资的公告》

证券代码：300607　证券简称：拓斯达　公告编号：2026-065

广东拓斯达科技股份有限公司

关于对外投资的公告

本公司及董事会全体成员保证信息披露的内容真实、准确、完整，没有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

重要内容提示：

1、标的公司名称：武汉来勒光电科技有限公司（以下简称“来勒光电”或“标的公司”）。

2、投资金额：公司拟以自有资金或自筹资金 14,700 万元，通过受让来勒光电原股东张朋勇、郭欢欢及武汉来勒企业管理咨询合伙企业（有限合伙）（以下简称“武汉来勒”）所持部分股权的方式，取得来勒光电合计 49%的股权。本次交易完成后，标的公司将成为公司参股企业。

3、在协议签署且收购方首次信息披露后的 6 个月内，出售方承诺在二级市场购买上市公司拓斯达 A 股股票，合计购买总金额不低于 3,000 万元。

资料来源：拓斯达《2026 年 8 月 24 日关于对外投资的公告》，长城证券产业金融研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

4. 盈利预测及投资建议

4.1 盈利预测关键假设

我们对公司 2026-2028 年分业务收入预测做如下假设：

1) 工业机器人及自动化应用系统业务：随着公司下游客户新品上市并放量，我们预计 2026-2028 年该业务收入增速预计分别为 85.0%/13.0%/12.0%，2026-2028 年毛利率预计分别为 35.9%/36.0%/36.3%。

2) 注塑机配套设备及自动供料系统业务：我们预计主机销量维持稳定，辅机销量则逐年增加，2026-2028 年该业务收入增速预计分别为 3.0%/3.0%/3.0%，2026-2028 年毛利率预计分别为 40.0%/41.0%/41.3%。

3) 数控机床业务：我们预计该业务规模随着下游机器人厂商需求增加而显著提升，2026-2028 年该业务收入增速预计分别为 10.0%/30.0%/40.0%，2026-2028 年毛利率预计分别为 25.0%/24.0%/24.0%。

4) 智能能源及环境管理系统业务：公司预计实现该业务的持续剥离，2026-2028 年该业务收入增速预计分别为-70.0%/-70.0%/-100.0%，2026-2028 年毛利率预计分别为 14.0%/10.0%/0.0%。

5) 其他收入业务：我们预计公司精雕机等新业务规模持续增长且逐渐产生规模效应，2026-2028 年该业务收入增速分别为 10.0%/100.0%/100.0%，2026-2028 年毛利率分别为 50.0%/48.0%/40.0%。

6) 我们预计 2026-2028 年，公司销售费用率分别为 7.50%/7.30%/7.10%；管理费用率分别为 8.50%/8.00%/7.60%；研发费用率分别为 5.50%/5.50%/5.20%。

图表23：公司分业务收入预测

	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
工业机器人及自动化应用系统收入（亿元）	11.2	12.9	9.7	7.6	6.9	12.7	14.3	16.0
yoy（%）	-42.2%	15.3%	-24.8%	-22.1%	-9.3%	85.0%	13.0%	12.0%
毛利率（%）	*29.0%*	*25.6%*	*29.0%*	*34.6%*	*35.8%*	*35.9%*	*36.0%*	*36.3%*
注塑机配套设备及自动供料系统收入（亿元）	5.2	4.3	4.3	5.1	5.0	5.1	5.3	5.5
yoy（%）	121.3%	-17.3%	0.2%	18.6%	-2.3%	3.0%	3.0%	3.0%
毛利率（%）	*29.7%*	*35.4%*	*35.0%*	*32.8%*	*39.7%*	*40.0%*	*41.0%*	*41.3%*
数控机床收入（亿元）	0.9	2.2	3.5	3.1	3.3	3.6	4.6	6.5
yoy（%）		147.8%	56.5%	-11.7%	5.5%	10.0%	30.0%	40.0%
毛利率（%）	*17.9%*	*27.0%*	*33.5%*	*29.9%*	*25.9%*	*25.0%*	*24.0%*	*24.0%*
智能能源及环境管理系统收入（亿元）	15.1	29.7	26.9	12.3	9.2	2.7	0.8	0.0
yoy（%）	195.7%	96.2%	-9.4%	-54.2%	-25.5%	-70.0%	-70.0%	-100.0%
毛利率（%）	*18.9%*	*11.5%*	*8.4%*	*-11.7%*	*14.7%*	*14.0%*	*10.0%*	*0.0%*
其他业务收入（亿元）	0.6	0.8	1.2	0.7	0.9	0.9	1.9	3.8
yoy（%）	-27.6%	41.8%	51.3%	-42.4%	26.5%	10.0%	100.0%	100.0%
毛利率（%）		*53.5%*	*55.5%*	*61.8%*	*55.0%*	*50.0%*	*48.0%*	*40.0%*
合计收入（亿元）	32.9	49.8	45.5	28.7	25.1	25.1	27.0	31.8

下载日志已记录，仅供内部参考

yoy（%）	19.5%	51.4%	-8.6%	-36.9%	-12.6%	-0.1%	7.6%	17.8%
毛利率（%）	*24.5%*	*18.6%*	*18.5%*	*14.6%*	*28.3%*	*33.3%*	*35.0%*	*35.1%*

资料来源：ifind，公司 2022-2025 年报，公司招股说明书，长城证券产业金融研究院测算

4.2 可比公司估值

考虑到公司主营工业机器人及智能制造装备，我们选取主业包含自动化核心部件及运动控制系统的埃斯顿、主业包含机器视觉核心软硬件产品和运控产品的奥普特、主营业务包含注塑机的伊之密作为可比公司。

我们预测 2026-2028 年公司营收 25.08/26.98/31.78 亿元，归母净利润 2.15/2.94/3.94 亿元，EPS 0.45/0.62/0.83 元，对应 PE 64.1/46.7/34.9 倍。公司联合智谱成立矩阵智拓切入具身智能赛道，推出人形机器人"小拓"，依托工业场景及全栈技术具备落地优势，我们看好公司在具身智能市场的发展。此外，我们认为公司工业机器人及自动化应用系统业务、注塑机配套设备及自动供料系统业务利润将持续改善，加之新业务利润率高于传统主业且业务规模持续增长，公司利润将显著提升，首次覆盖给予"增持"评级。

图表24：可比公司估值表

证券代码	证券简称	总市值（亿元）	EPS（元）			PE（倍）		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
688686.SH	奥普特	151	2.07	2.84	3.66	59	44	34
002747.SZ	埃斯顿	245	0.25	0.31	0.42	112	89	67
300415.SZ	伊之密	88	1.62	1.99	2.36	11	9	8
可比公司平均 PE						61	47	36
300607.SZ	拓斯达	138	0.45	0.62	0.83	64	47	35

资料来源：ifind，长城证券产业金融研究院；注：可比公司收入预测来自 ifind 机构一致预期，截至 2026 年 10 月 8 日

下载日志已记录，仅供内部参考

5. 风险提示

下游行业周期波动风险：公司工业机器人、注塑装备、数控机床等产品广泛应用于 3C、新能源、汽车零部件等领域，制造业与宏观经济周期关联紧密，若下游需求不及预期，将对公司业绩产生不利影响。

新业务拓展不及预期风险：人形机器人、精雕机等新产品亦处于放量初期，从场景适配、客户验证到批量供货周期较长，业务推进与收益兑现存在不确定性。

市场竞争加剧风险：工业机器人及数控机床等高景气赛道预计将有更多厂商涌入，竞争加剧可能压缩公司毛利空间与市场份额。

应收账款坏账风险：公司项目类业务形成一定额度应收账款，若回款不及时，计提坏账准备或导致净利润不及预期。

股权投资及标的整合不及预期风险：公司拟以自有或自筹资金收购光通信等标的，标的收购进展存在不确定性；收购后在业务协同、管理融合、团队稳定等方面若整合效果不及预期，可能对公司经营产生不利影响。

下载日志已记录，仅供内部参考

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	4162	4385	4396	5053	5273
现金	822	1292	752	1942	953
应收票据及应收账款	1419	1152	1717	1198	2334
其他应收款	17	29	14	33	22
预付账款	66	50	62	60	83
存货	630	918	842	684	692
其他流动资产	1208	945	1008	1136	1189
非流动资产	1774	1832	1740	1777	1827
长期股权投资	4	4	3	3	2
固定资产	682	903	863	864	935
无形资产	270	238	249	246	223
其他非流动资产	819	687	624	664	667
资产总计	5936	6217	6136	6830	7100
流动负债	2740	2820	2606	3079	3021
短期借款	362	219	732	255	739
应付票据及应付账款	1342	1386	876	1631	1236
其他流动负债	1036	1215	999	1193	1046
非流动负债	301	408	331	261	203
长期借款	253	355	280	209	152
其他非流动负债	48	53	50	52	51
负债合计	3040	3228	2937	3340	3224
少数股东权益	99	120	131	145	150
股本	477	477	477	477	477
资本公积	1423	1426	1426	1426	1426
留存收益	942	1016	1207	1471	1821
归属母公司股东权益	2797	2869	3068	3345	3726
负债和股东权益	5936	6217	6136	6830	7100

现金流量表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	109	465	-827	1795	-1232
净利润	-239	73	225	308	400
折旧摊销	58	59	64	67	73
财务费用	39	8	32	22	17
投资损失	5	-2	1	1	2
营运资金变动	105	223	-1181	1369	-1764
其他经营现金流	140	103	31	28	40
投资活动现金流	-322	144	-120	-20	-156
资本支出	273	159	52	65	143
长期投资	-58	297	1	0	1
其他投资现金流	8	6	-69	44	-13
筹资活动现金流	-43	-189	-33	-144	-67
短期借款	-265	-143	512	-477	484
长期借款	-669	103	-75	-71	-57
普通股增加	52	0	0	0	0
资本公积增加	696	3	0	0	0
其他筹资现金流	143	-152	-471	403	-494
现金净增加额	-251	410	-981	1631	-1455

利润表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	2872	2510	2508	2698	3178
营业成本	2453	1801	1672	1754	2063
营业税金及附加	16	22	13	16	20
销售费用	187	187	188	197	226
管理费用	191	219	213	216	242
研发费用	109	130	138	148	165
财务费用	39	8	32	22	17
资产和信用减值损失	-142	-101	-34	-39	-46
其他收益	20	32	24	26	26
公允价值变动收益	7	5	8	7	7
投资净收益	-5	2	-1	-1	-2
资产处置收益	1	0	1	1	1
营业利润	-242	81	250	338	430
营业外收入	2	1	4	3	2
营业外支出	6	4	7	6	6
利润总额	-247	77	247	335	427
所得税	-8	4	22	27	27
净利润	-239	73	225	308	400
少数股东损益	6	-1	10	14	5
归属母公司净利润	-245	74	215	294	394
EBITDA	-146	137	338	418	511
EPS（元/股）	-0.51	0.15	0.45	0.62	0.83

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入（%）	-36.9	-12.6	-0.1	7.6	17.8
营业利润（%）	-291.4	133.2	209.6	35.5	27.2
归属母公司净利润（%）	-378.6	130.1	190.6	37.1	33.9
获利能力					
毛利率（%）	14.6	28.3	33.3	35.0	35.1
净利率（%）	-8.3	2.9	9.0	11.4	12.6
ROE（%）	-8.3	2.4	7.0	8.8	10.3
ROIC（%）	-5.5	2.1	6.0	8.3	8.7
偿债能力					
资产负债率（%）	51.2	51.9	47.9	48.9	45.4
净负债比率（%）	-0.3	-21.8	10.8	-39.9	0.7
流动比率	1.5	1.6	1.7	1.6	1.7
速动比率	1.2	1.1	1.3	1.3	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
应收账款周转率	1.7	2.2	1.9	2.1	2.0
应付账款周转率	2.2	1.7	1.9	1.8	1.9
每股指标（元）					
每股收益（最新摊薄）	-0.51	0.15	0.45	0.62	0.83
每股经营现金流（最新摊薄）	0.23	0.97	-1.73	3.76	-2.58
每股净资产（最新摊薄）	5.86	6.01	6.43	7.01	7.81
估值比率					
P/E	-56.1	186.3	64.1	46.7	34.9
P/B	4.9	4.8	4.5	4.1	3.7
EV/EBITDA	-92.3	96.0	41.6	29.6	27.0

资料来源：聚源数据，公司财报，长城证券产业金融研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证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他人作出邀请。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。

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

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日 起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳
地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033
传真：86-755-83516207

北京
地址：北京市宣武门西大街 129 号金隅大厦 B 座 27 层
邮编：100031
传真：86-10-88366686

上海
地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126
传真：021-31829681

网址：http://www.cgws.com

长城证券 GREAT WALL SECURITIES