

2021年11月11日

# 香山股份 (002870.SZ)

## 深度分析

### 并表群英进军汽零行业，充电桩业务打开长期成长空间

#### 投资要点

◆ **公司基本情况：**公司为衡器龙头企业，后收购均胜群英进军汽零行业。广东香山衡器集团股份有限公司于1975年创办，后于1999年6月改制成立，于2017年上市。公司主要业务为家用衡器，商用衡器和健康信息运动测量产品。其中家用衡器和商用衡器业务2020年营收分别为6.37亿元和2.40亿元，占比分别65.2%和24.6%。2020年12月，公司收购均胜群英51%股权，均胜群英主营业务为智能座舱饰件、智能座舱功能件以及新能源汽车充配电系统，并表后公司主营业务转为汽车零部件相关业务。均胜群英近三年盈利能力稳步提升，2018年-2020年营收分别为35.82亿元、37.69亿元和36.15亿元，净利率分别为3.24%、3.77%和4.34%。并表后公司2021年前三季度实现营收34.23亿元，同比+403.6%；归母净利润1.08亿元，同比+116.6%；扣非归母净利润1.00亿元，同比+99.4%。

◆ **“智能座舱+消费升级”带动量价齐升：**汽车座舱沿智能化路径升级，最终将围绕座舱电子和座舱内饰演变为移动的第三生活空间，公司的座舱饰件和功能件业务均积极向智能化转型，随着产品升级价值量有望提升。客户方面，公司座舱部件主要面向奔驰和宝马等豪华品牌。近年来，我国经济稳步增长，居民收入水平提高，汽车市场消费升级趋势明显，28万元以上车型销量占比由2015年的6.4%提升至2020年的13.9%，2021年1-8月28万元以上车型销量占比达到16.8%。我们预计汽车消费升级情况将延续下去，豪车销量占比持续提升。座舱智能化转型带动单车价值提升，消费升级促进出货量增长，公司的高端智能座舱部件将迎更大发展空间。

◆ **充电桩市场空间广阔，打开长期成长空间：**随着新能源车的加速渗透，我国充电桩需求将大幅增长，其中私用充电桩因其安装便利，增长速度较快。根据充电联盟(EVCIPA)数据，2020年我国私用充电桩数量达到87.4万个，占比达到52.3%。我们预计，到2025年私用充电桩市场空间大约在691~1133万个水平，对应2020年是8~13倍的增量空间。公司智能充电桩是行业内少有具备车规级标准的产品，目前已取得包括上汽大众、一汽大众、南北奥迪的定点项目，新能源车线束、PDU、BDU等产品已取得上汽乘用车和上汽通用定点项目，产品陆续进入量产交付。同时作为大众MEB平台车型智能充电桩的首批国内独家供应商，公司将直接受益于MEB平台销量中枢上移。

◆ **投资建议：**我们预测公司2021年至2023年净利润分别为1.30亿元、1.74亿元和2.31亿元，增速分别为73.1%、33.7%和32.7%。净资产收益率分别为16.1%、17.8%和19.7%。首次覆盖，给予“买入-A”的投资评级。

◆ **风险提示：**下游客户销量不及预期；充电桩业务拓展进程不及预期。

机械 | 仪器仪表 III

投资评级

**买入-A(首次)**

股价(2021-11-11)

41.40元

#### 交易数据

总市值(百万元)	4,581.74
流通市值(百万元)	2,348.12
总股本(百万股)	110.67
流通股本(百万股)	56.72
12个月价格区间	19.18/44.87元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	28.51	18.08	66.13
绝对收益	32.99	18.8	71.47

#### 分析师

 林帆  
 SAC 执业证书编号：S0910520120001  
 linfan@huajinsec.cn  
 021-20377188

#### 报告联系人

 王欢  
 wanghuan@huajinsec.cn  
 021-20655765

#### 相关报告

## 财务数据与估值

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	842	977	4,391	5,571	7,616
YoY(%)	-10.3	16.0	349.5	26.9	36.7
净利润(百万元)	-65	75	130	174	231
YoY(%)	-268.6	-215.7	73.1	33.7	32.7
毛利率(%)	32.8	31.2	24.5	24.8	25.3
EPS(摊薄/元)	-0.59	0.68	1.17	1.57	2.08
ROE(%)	-8.6	9.2	16.1	17.8	19.7
P/E(倍)	-70.6	61.0	35.3	26.4	19.9
P/B(倍)	6.1	5.6	5.7	4.7	3.9
净利率(%)	-7.7	7.7	3.0	3.1	3.0

数据来源: 贝格数据, 华金证券研究所

## 内容目录

一、公司基本情况.....	5
(一) 衡器龙头企业, 主营业务表现稳定.....	5
(二) 收购均胜群英, 进军汽车零部件业务.....	7
二、“智能座舱+消费升级”带动量价齐升.....	11
(一) 座舱升级, 部件智能化转型.....	11
(二) 消费升级带动出货量提升.....	16
三、充电桩市场空间广阔, 打开长期成长空间.....	17
(一) 新能源车爆发式增长, 充电桩需求大幅增长.....	17
(二) 充电桩业务获多家定点项目, 已开始放量.....	20
(三) 进入 MEB 平台, 直接受益于销量中枢上移.....	22
四、盈利预测与投资建议.....	24
(一) 可比公司财务比较.....	24
(二) 盈利预测.....	25
(三) 估值及投资建议.....	26
五、风险提示.....	26

## 图表目录

图 1: 香山股份业务.....	5
图 2: 香山股份股权结构.....	6
图 3: 香山股份各业务营收 (亿元).....	6
图 4: 香山股份 2020 年各业务营收占比.....	6
图 5: 香山股份营业收入 (亿元) 及增速.....	7
图 6: 香山股份归母净利润 (亿元) 及增速.....	7
图 7: 香山股份各项业务毛利率水平.....	7
图 8: 香山股份毛利率和净利率.....	7
图 9: 均胜群英业务.....	8
图 10: 均胜群英客户.....	9
图 11: 均胜群英前五大客户营收占比.....	9
图 12: 均胜群英前五大客户合计 (亿元) 及占比.....	9
图 13: 均胜群英饰件及功能件营收 (亿元).....	10
图 14: 均胜群英饰件及功能件营收占比.....	10
图 15: 均胜群英营业收入、净利润 (亿元) 和净利率.....	10
图 16: 并表均胜群英后公司营收 (亿元) 及增速.....	11
图 17: 并表均胜群英后公司净利润 (亿元) 及增速.....	11
图 18: 并表均胜群英后公司季度营收 (亿元) 及增速.....	11
图 19: 并表均胜群英后公司季度净利润 (亿元) 及增速.....	11
图 20: 消费者对汽车需求的变化.....	12
图 21: 智能座舱升级路径.....	13
图 22: 汽车空调出风口升级路径.....	14
图 23: 传统出风口与智能出风口对比.....	14
图 24: 奔驰 GLA 出风口.....	14
图 25: 奔驰 GLC 带氛围灯出风口.....	14

图 26: 奔驰 S 级真木内饰 .....	15
图 27: 奥迪 Q5L 真铝饰件 .....	15
图 28: A6L 洗涤壶 .....	15
图 29: 上汽通用别克威朗外后视镜 .....	16
图 30: 流媒体后视镜 .....	16
图 31: 汽车消费高端化 .....	16
图 32: 奔驰全球销量 (万辆) 及增速 .....	17
图 33: 奔驰中国销量 (万辆) 及增速 .....	17
图 34: 宝马全球销量 (万辆) 及增速 .....	17
图 35: 宝马中国销量 (万辆) 及增速 .....	17
图 36: 新能源车月度销量 (万辆) 及增速 .....	18
图 37: 新能源车年度销量 (万辆) 及增速 .....	18
图 38: 充电桩数量 (万台) 及增速 .....	18
图 39: 公用充电桩、专用充电桩和私人充电桩数量 (万台) .....	19
图 40: 2020 年各类型充电桩占比 .....	19
图 41: 私人充电桩测算 .....	20
图 42: 公司新能源车充配电系统 .....	21
图 43: 2021 年 1-9 月各业务收入 (亿元) .....	21
图 44: 2021 年 1-9 月各业务收入占比 .....	21
图 45: 大众中国区 MEB 年销量规划 (万辆) .....	23
图 46: 大众全球及 MEB 销量规划 (万辆) .....	23
图 47: ID.4 CROZZ .....	23
图 48: ID.6 CROZZ .....	23
图 49: ID.4 和 ID.6 上市以来销量 (台) .....	24
图 50: 2021Q2-Q3 ID.4 和 ID.6 销量 (台) .....	24
图 51: 可比公司营收规模 .....	24
图 52: 可比公司营收增速 .....	24
图 53: 可比公司净利润规模 .....	25
图 54: 可比公司净利润增速 .....	25
图 55: 可比公司毛利率 .....	25
图 56: 可比公司净利率 .....	25
表 1: 业绩承诺 .....	7
表 2: 充电桩市场规模测算 (中性情况) .....	19
表 3: 充电桩市场规模测算 (乐观情况) .....	19
表 4: 拟定增募投资项目 .....	21
表 5: MEB 平台车型规划 .....	22
表 6: 香山股份各业务盈利预测 (百万元) .....	26
表 7: 可比公司估值比较 .....	26

## 一、公司基本情况

### （一）衡器龙头企业，主营业务表现稳定

香山股份是国内家用衡器行业龙头企业，广东香山衡器集团股份有限公司于 1975 年创办，后于 1999 年 6 月改制成立，于 2017 年上市。公司主要业务为家用衡器，商用衡器和健康信息运动测量产品。公司主要产品包括人体健康秤、脂肪秤、厨房秤等家用健康产品，电子台（案）秤、计重计数秤、收银秤、追溯台（案）秤、弹簧度盘秤等商用称重产品，以及智能体脂秤、智能食品营养秤、智能手环（表）、智能婴儿秤、智能杯垫等智能测量产品。

图 1：香山股份业务



资料来源：公司公告，华金证券研究所

公司实控人为董事长赵玉昆。截至 2021 年三季报，公司实控人为赵玉昆，持股比例为 22.5%，其余主要股东均为自然人，其中持股比例较高者为程铁生、陈博和邓杰和，持股比例均为 7.5%。

图 2: 香山股份股权结构



资料来源: wind, 华金证券研究所

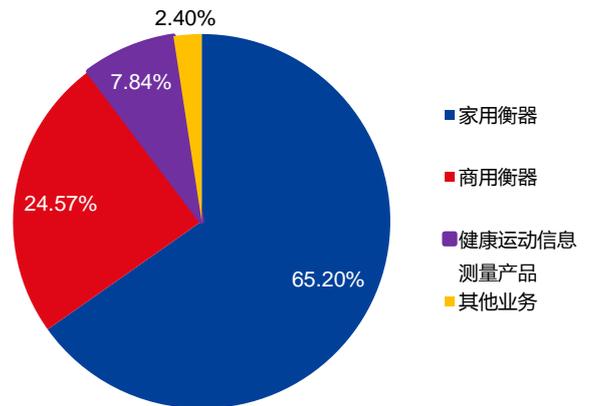
公司主营业务为衡器业务，家用及商用衡器营收占比达到 **89.8%**。其中家用衡器和商用衡器业务 2020 年营收分别为 **6.37 亿元** 和 **2.40 亿元**，占比分别为 **65.2%** 和 **24.6%**。据中国衡器协会统计，2006-2019 年，公司家用衡器产品的销售量、销售额和出口创汇总额均连续位居行业第一；2015-2019 年，公司商用衡器产品的产销量位居行业前三。

图 3: 香山股份各业务营收 (亿元)



资料来源: wind, 华金证券研究所

图 4: 香山股份 2020 年各业务营收占比



资料来源: wind, 华金证券研究所

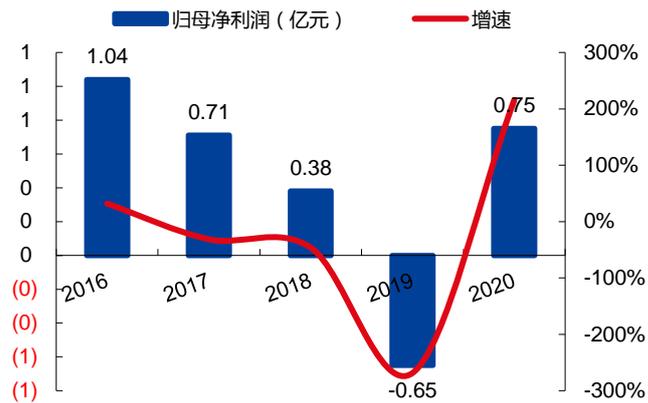
主营衡器业务表现稳定，但增长空间有限。公司营收表现一直较为稳定，2017 年-2020 年营收维持在 9 亿元左右，由于衡器业务行业发展较为成熟，增长空间有限，营收水平难以产生较大的突破。近几年公司积极寻找转型突破机会，2018 年公司加大核心技术研发投入，研发费用同比增加，导致利润总额下滑。2019 年公司收购深圳市保盛自动化设备有限公司，但由于该公司未完成业绩承诺，拖累公司业绩致当年发生亏损 0.65 亿元。

图 5：香山股份营业收入（亿元）及增速



资料来源：wind，华金证券研究所

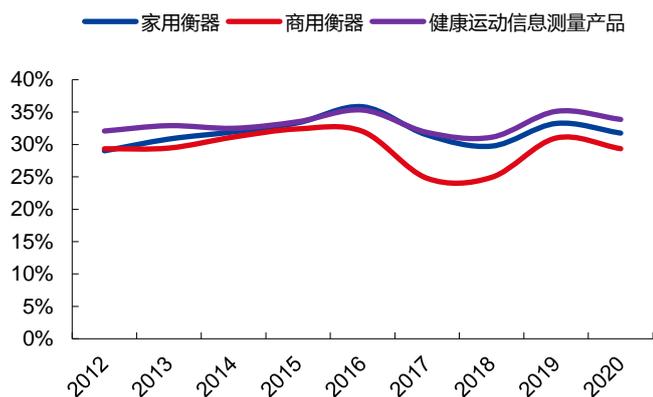
图 6：香山股份归母净利润（亿元）及增速



资料来源：wind，华金证券研究所

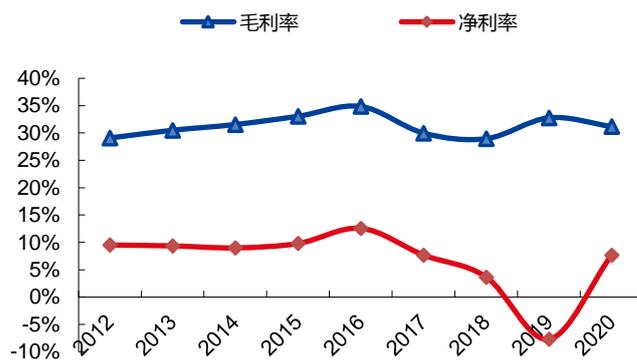
公司各业务毛利率表现稳定，综合毛利率水平维持在 30% 左右。公司主要业务家用衡器、商用衡器及健康运动信息测量产品 2020 年毛利率分别为 31.8%、29.4% 和 33.9%。2020 年公司综合毛利率为 31.18%，净利率为 7.69%，盈利能力较为稳定。

图 7：香山股份各项业务毛利率水平



资料来源：wind，华金证券研究所

图 8：香山股份毛利率和净利率



资料来源：wind，华金证券研究所

## （二）收购均胜群英，进军汽车零部件业务

2020 年 12 月，香山股份通过支付现金方式收购均胜电子持有的宁波均胜群英汽车系统股份有限公司（以下简称“均胜群英”）51% 股权，主营业务由衡器业务转型至汽车零部件业务。均胜电子承诺 2021 年至 2023 年均胜群英扣非净利润累计不低于 9 亿元，其中 2021 年净利润不低于 1.9 亿元，2022 年净利润不低于 3.2 亿元，2023 年净利润不低于 3.9 亿元。在业绩承诺期结束后，均胜电子以现金方式就标的公司三年累计实现净利润数与承诺净利润数的利润差额进行补偿。应补偿金额 = (截至期末累计承诺净利润 - 截至期末累计实际净利润) ÷ 业绩承诺期内累计承诺净利润总和 × 标的股权转让价格。

表 1：业绩承诺

	2021 年	2022 年	2023 年
承诺净利润 (亿元)	1.9	3.2	3.9

	2021年	2022年	2023年
扣非净利润	1.9 亿元	3.2 亿元	3.9 亿元
业绩补偿	$\frac{\text{截至期末累计承诺净利润}-\text{截至期末累计实际净利润}}{\text{业绩承诺期内累计承诺净利润总和}} \times \text{标的股权转让价格}$		

资料来源：华金证券研究所

均胜群英主营业务包括**智能座舱饰件**、**智能座舱功能件**以及**新能源汽车充配电系统**。智能座舱饰件业务包括汽车空调出风口总成及配件、真木真铝饰件、后视镜和加油及充电小门；智能座舱功能件业务包括涡轮增压管和洗涤器；新能源汽车充配电系统包括智能充电桩、充电插座及线束、随车充电枪、PDU及BDU等。

图 9：均胜群英业务



资料来源：公司公告，华金证券研究所

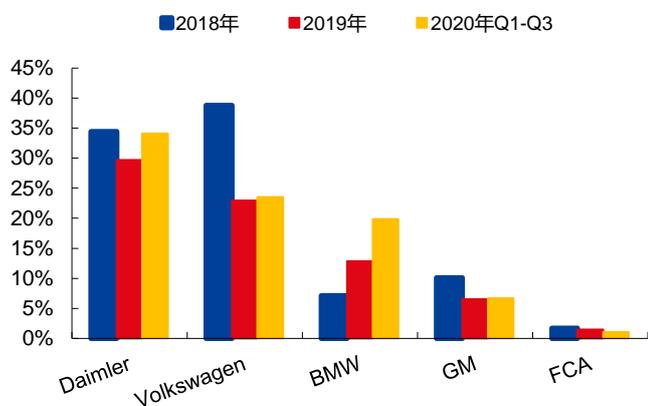
均胜群英客户优质，以中高端客户为主。均胜群英的客户覆盖内外资车企，主要营收来自于外资高端品牌。公司前五大客户分别为：**戴姆勒、大众、宝马、通用和菲亚特**。2020年 Q1-Q3 前五大客户营收为 20.69 亿元，营收占比为 85.26%。均胜群英 2019 年对大众销售金额下降较多的原因在于：公司优化产品结构，部分毛利较低的产品订单完成后停止销售，相应增多了毛利较高产品的供货，因此向宝马销售的收入提升。

图 10: 均胜群英客户



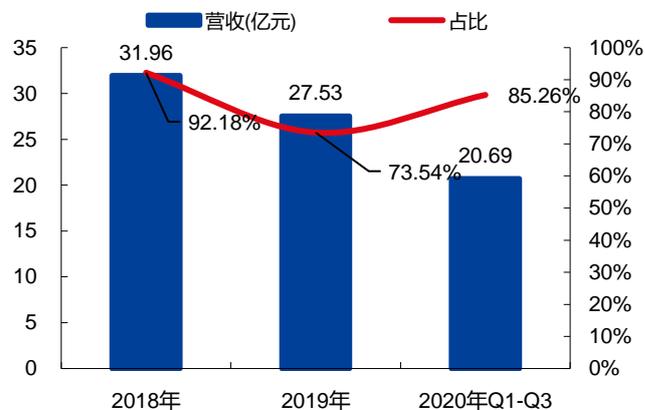
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 11: 均胜群英前五大客户营收占比



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

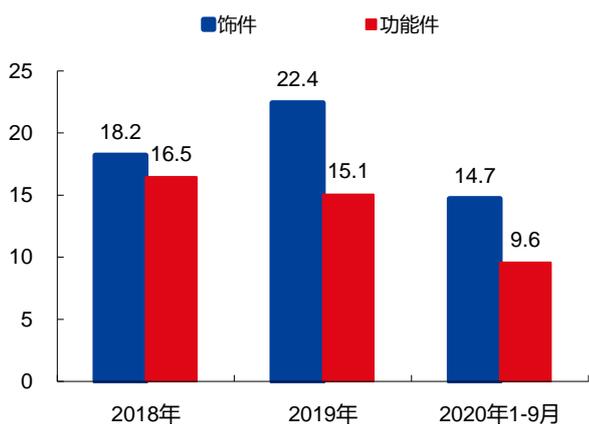
图 12: 均胜群英前五大客户合计(亿元)及占比



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

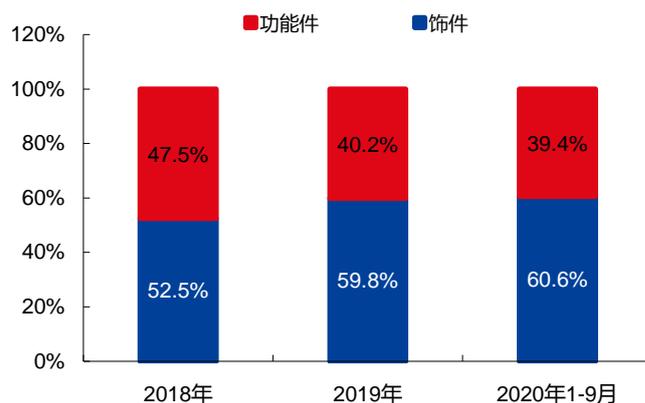
新能源汽车业务于 2021 年开始批量供货, 智能座舱饰件业务占比逐渐提升。均胜群英智能座舱饰件业务 2018 年、2019 年和 2020 年 1-9 月营收分别为 18.2 亿元、22.4 亿元和 14.7 亿元, 智能座舱功能件业务 2018 年、2019 年和 2020 年 1-9 月营收分别为 16.5 亿元、15.1 亿元和 9.6 亿元; 智能座舱饰件业务占比逐年提升, 由 2018 年的 52.5% 提升至 2020 年 1-9 月的 60.6%。

图 13: 均胜群英饰件及功能件营收 (亿元)



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

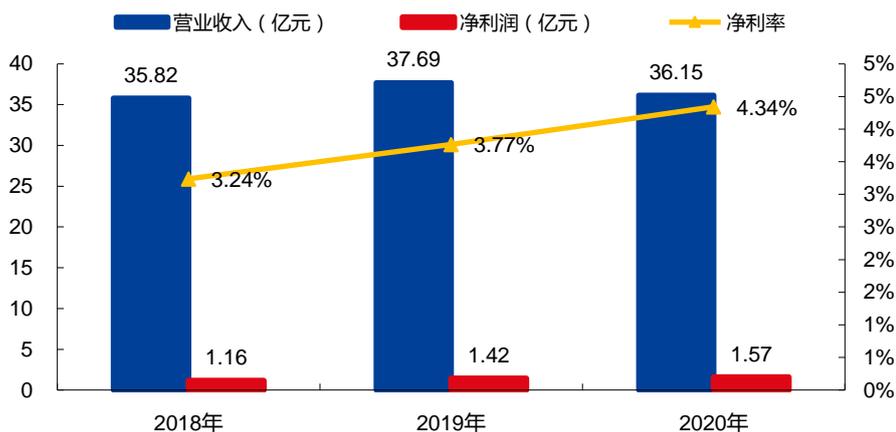
图 14: 均胜群英饰件及功能件营收占比



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

均胜群英近三年盈利能力稳步提升。均胜群英近三年营收水平较为稳定, 2018 年-2020 年营收分别为 35.82 亿元、37.69 亿元和 36.15 亿元, 保持较为稳定水平, 但盈利能力持续提升, 历年净利率分别为 3.24%、3.77%和 4.34%。

图 15: 均胜群英营业收入、净利润 (亿元) 和净利率



资料来源: 华金证券研究所

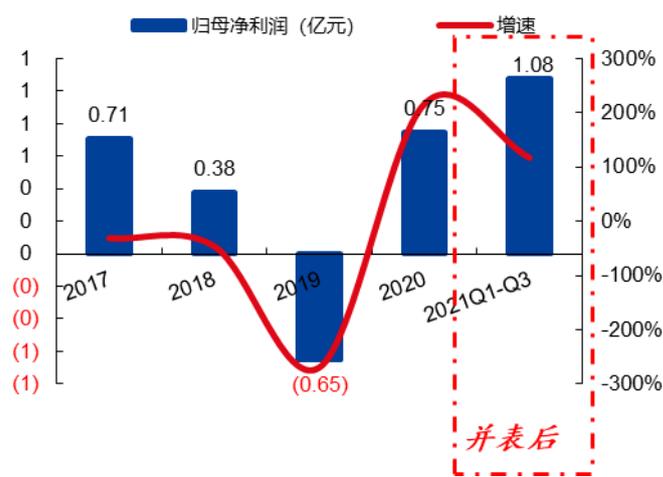
均胜群英并表后对公司业绩提振作用明显。2021 年上半年香山股份并表均胜群英后公司实现营收 23.77 亿元, 同比增长 522.8%; 归母净利润 0.76 亿元, 同比增长 257.1%。2021 年 Q1、Q2 营收分别为 11.79 亿元和 11.98 亿元, 同比分别增长 761.3%和 389.5%; 归母净利润分别为 0.37 亿元和 0.39 亿元, 同比分别增长 728.5%和 181.3%。

图 16: 并表均胜群英后公司营收 (亿元) 及增速



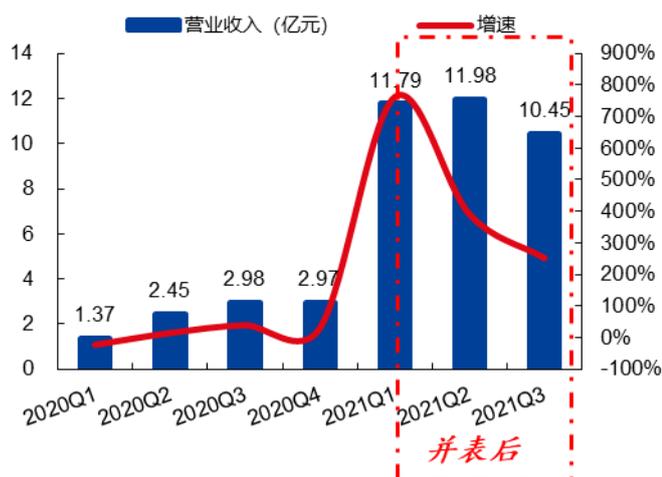
资料来源: wind, 华金证券研究所

图 17: 并表均胜群英后公司净利润 (亿元) 及增速



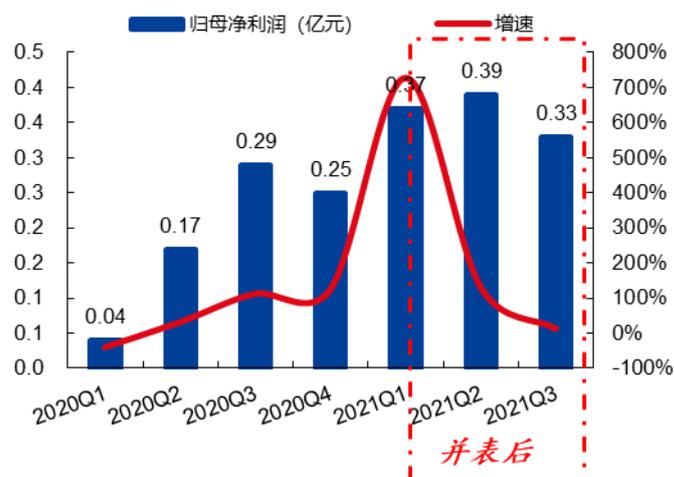
资料来源: wind, 华金证券研究所

图 18: 并表均胜群英后公司季度营收 (亿元) 及增速



资料来源: wind, 华金证券研究所

图 19: 并表均胜群英后公司季度净利润 (亿元) 及增速



资料来源: wind, 华金证券研究所

## 二、“智能座舱+消费升级”带动量价齐升

### (一) 座舱升级, 部件智能化转型

消费者产生新需求, 促进汽车座舱智能化升级。根据马斯洛的需求层次理论, 消费者的需求逐渐由物质价值需求升级至精神价值需求。同理, 汽车消费者对汽车产品的需求由基础的安全性向个性化转变, 车辆将更懂使用者, 能体现使用者的自我意愿, 因此座舱智能化目前成为车企主要的产品升级路径。

图 20：消费者对汽车需求的变化



资料来源：罗兰贝格&地平线《智能座舱白皮书》，华金证券研究所

**智能座舱的四个发展阶段：**1.电子座舱阶段，座舱内电子信息系统逐步整合，组成“电子座舱域”；2.智能助理阶段，生物识别技术将应用在座舱内，增强车辆感知能力和驾驶员监控系统迭代功能；3.人机共驾阶段，在该阶段语音控制和手势控制技术实现突破，实现车辆感知精细化，较好的实现人机交互功能；4.第三生活空间，智能座舱最后将围绕座舱电子、座舱内饰全面升级到移动的第三空间，将信息、娱乐、互联等功能进行全面融合，为消费者提供更便捷的体验。

图 21：智能座舱升级路径



资料来源：罗兰贝格&地平线《智能座舱白皮书》，华金证券研究所

均胜群英智能座舱业务分为智能座舱饰件和智能座舱功能件，其中智能座舱饰件业务包括汽车空调出风口总成及配件、真木真铝饰件、后视镜和加油及充电小门；智能座舱功能件业务包括涡轮增压管和洗涤器。公司座舱业务均积极向智能化转型，随着产品升级价值量有望提升。

- **空调出风口**：汽车空调出风口基本为一个独立的造型，有装饰框、面板、壳体、叶片、拨轮、拨钮、风门等部件组成，其主要技术特点是零件数量多，构成关系复杂，运动方式多样，零件间尺寸配合要求精度高。为了达到美学效果，设计师会对它们的形状、外观、颜色、表面处理工艺等进行重点设计。

随着汽车行业智能化的发展及客户需求的提高，汽车空调出风口沿着**智能电动化**升级。与传统出风口相比，智能出风口可以进行电动调节，扫风面积更大、角度更广，可以进行颜色切换和电动升降调节等。

图 22: 汽车空调出风口升级路径



资料来源: 腾讯汽车, 华金证券研究所

图 23: 传统出风口与智能出风口对比

	传统出风口	智能出风口
调节方式	手动调节	电动调节
风向范围	特定方向	大面积、广角度扫风
颜色切换	不可切换	部分可以切换
电动升降	不可升降	部分可以升降

资料来源: 腾讯汽车, 华金证券研究所

公司的“出风口”产品定位高端车型, 随着产品升级价值量有望提升。目前公司的出风口已供货宝马 3 系、5 系、X3, 奔驰 A 级、C 级、GLA、GLB 等车型; 空调出风口氛围灯已配置于奔驰、蔚来等豪华品牌的车型。伴随公司产品由传统出风口向电动智能出风口升级, 产品的价值量有望持续提升。

此外在研发布局方面, 均胜群英已布局研究**电动出风口、隐藏式出风口、Black Panel 控制出风口、多功能灯光出风口、手势控制出风口**等, 相关技术已经取得上海通用、东风日产、德国戴姆勒等整车企业认可。根据宁波市汽车零部件产业协会的统计数据, 均胜群英 2018、2019 年在该产品领域国内市场和全球市场占有率已连续 2 年位居行业前三。

图 24: 奔驰 GLA 出风口



资料来源: 汽车之家, 华金证券研究所

图 25: 奔驰 GLC 带氛围灯出风口



资料来源: 汽车之家, 华金证券研究所

- **真木真铝饰件:** 真木作为一种天然的材料, 因其独特的花纹、质感和立体感, 被视为高档的象征, 可以提高汽车内饰装饰品质。随着塑料工业的发展, 车内饰件越来越多的转化成塑料件, 真木和金属装饰目前主要应用于豪华汽车品牌。一般真木装饰可镶嵌在仪表板、中控台、门户板、方向盘等区域, 超级豪华品牌的真木装饰范围更广。

公司掌握真木 PUR、OPO、PMMA 处理工艺, 真铝表面处理和生产工艺, 碳纤维生产工艺, INS、3D 吹塑、电镀喷漆、LSR 固态硅胶成型等特殊工艺。公司在全球汽车真木和真铝内饰件细分市场上处于领先水平, 研发的**集光学显示与电子控制技术**于一体的座舱电子真木饰件, 在高端市场领域优势更为明显。

图 26: 奔驰 S 级真木内饰



资料来源: 汽车之家, 华金证券研究所

图 27: 奥迪 Q5L 真铝饰件



资料来源: 汽车之家, 华金证券研究所

- **洗涤器:** 汽车洗涤器是汽车清洗系统的重要组成部分, 直接关系到行车安全。汽车洗涤器作为一个独立的系统, 主要由加液管总成、储液罐总成、管路总成、喷嘴总成四部分组成。其主要技术特点是零件数量多, 构成关系复杂, 壶体焊接以及接头连接处具备较高的密封要求。除了基本的清洗功能之外, 还要具备一定的耐候性以及电磁兼容性能。

均胜群英自创立之初就将汽车洗涤器作为主打产品, 且在多年前已开始布局研究**摄像头清洗、雷达清洗、雨刮喷嘴、语音自动清洗**等, 将产品应用向智能化延伸。目前均胜群英已经掌握了国际先进的相关制造工艺, 风窗洗涤器产品是国内唯一通过大众认可的产品, 同时与一汽奥迪、上汽通用、标致雪铁龙、福特、蔚来、吉利等各大主机厂在该领域有密切合作关系。

图 28: A6L 洗涤壶



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

- **后视镜:** 汽车后视镜是车辆行驶中的一种重要的安全装置。主要分内后视镜和外后视镜, 其中均胜群英主要产品为外后视镜。外后视镜主要由镜头和镜角两部分构成。镜头为主要的功能部分, 包含镜片、镜框、上下镜壳、基板、感应雷达镜面调节电机等; 镜角主要起到支撑调节作用, 包含折挠电机、护罩、支座等。外后视镜的安全性要求占主导地位, 同时兼顾外观性的一些美观要求以及一些附属的功能性要求。

公司后视镜的主要客户为大众、通用和吉利等主机厂, 市占率保持稳定。后视镜市场的主要趋势为**流媒体后视镜、摄像头取代镜片后视镜、镜头全动调节后视镜**。为

了匹配市场地位以及把握技术主导性，均胜群英在近年已进行相关技术的研发，形成了一定的技术储备。

图 29: 上汽通用别克威朗外后视镜



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 30: 流媒体后视镜

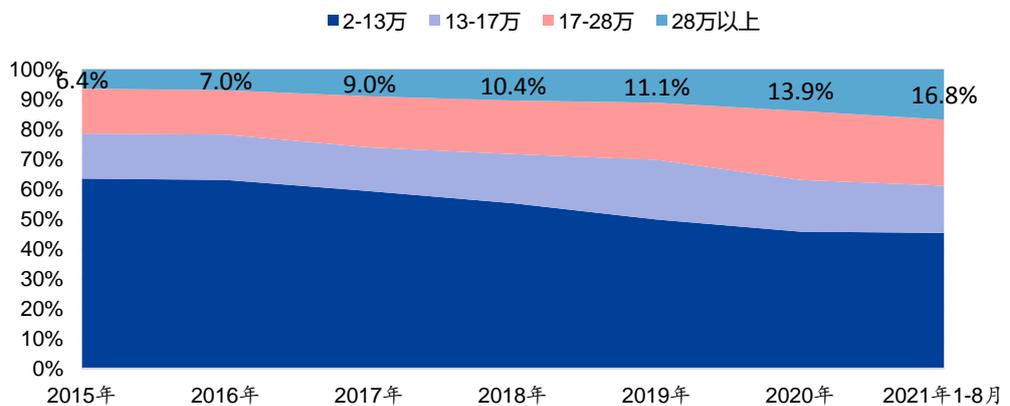


资料来源: 汽车之家, 华金证券研究所

## (二) 消费升级带动出货量提升

汽车消费升级现象明显，较高价格带车型销量占比逐年攀升。近年来，我国经济较快增长，居民收入水平稳步提高，汽车市场消费升级趋势明显。2015 年以来，较高价格带车型销量占比持续提升，28 万元以上车型销量占比由 2015 年的 6.4% 提升至 2020 年的 13.9%，2021 年 1-8 月进一步提升到 16.8%。我们预计汽车消费升级情况将延续，豪车销量占比有望持续提升。

图 31: 汽车消费高端化



资料来源: 搜狐汽车, 华金证券研究所

公司主要客户销量增长稳健。公司座舱饰件主要客户为国内生产的奔驰、宝马等豪华品牌。2020 年奔驰集团全球销量 216.4 万辆，同比下降 7.5%；宝马集团全球销量 202.9 万辆，同比下降 6.5%。但这两个品牌近几年受益于中国汽车市场消费升级，在中国的销量保持稳健增长。2020 年奔驰在中国销量达到 77.4 万辆，同比增长 11.6%；宝马在中国销量达到 77.7 万辆，同比增长 7.5%。

图 32: 奔驰全球销量 (万辆) 及增速



资料来源: 腾讯汽车, 华金证券研究所

图 33: 奔驰中国销量 (万辆) 及增速



资料来源: 腾讯汽车, 华金证券研究所

图 34: 宝马全球销量 (万辆) 及增速



资料来源: 腾讯汽车, 华金证券研究所

图 35: 宝马中国销量 (万辆) 及增速



资料来源: 腾讯汽车, 华金证券研究所

### 三、充电桩市场空间广阔，打开长期成长空间

#### (一) 新能源车爆发式增长，充电桩需求大幅增长

新能源车销量渗透率快速提升，保持高速增长。2021 年以来，新能源车每月销量增速均保持在 150% 以上，9 月新能源车销量达到 35.7 万辆，同比增长 150.0%；1-9 月新能源车销量达到 216 万辆，同比增长 156.0%。9 月新能源车渗透率已提升至 17.3%，新能源乘用车渗透率达到 19.5%，渗透率加速提升。在政策支持以及供给驱动下，我国新能源车产业链逐渐成熟，多元化新能源车产品不断满足市场需求，新能源汽车有望继续保持超预期的高增长。

图 36: 新能源车月度销量 (万辆) 及增速



资料来源: 中汽协, 华金证券研究所

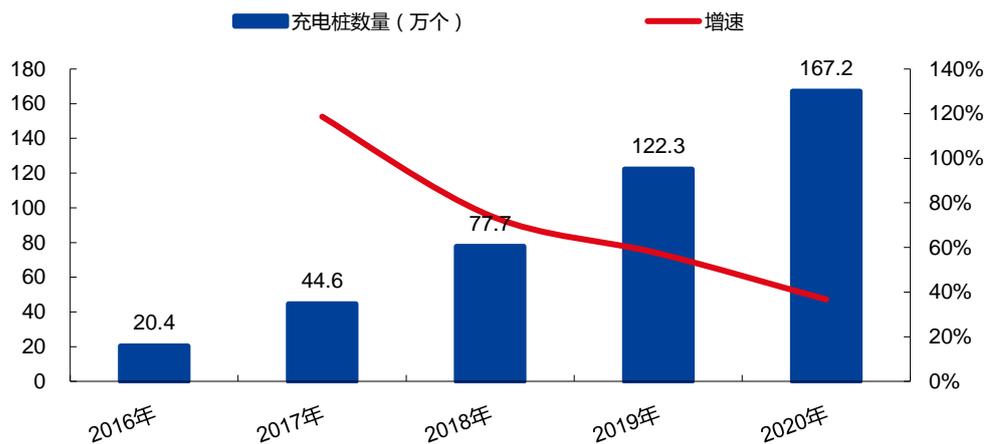
图 37: 新能源车年度销量 (万辆) 及增速



资料来源: 中汽协, 华金证券研究所

我国充电桩数量随新能源车规模提升快速增长。据充电联盟 (EVCIPA) 数据, 2020 年我国充电桩数量达到 167.2 万个, 同比增长 36.7%, 过去 5 年复合增长率为 52.3%。未来, 伴随新能源车渗透率快速提升, 我国充电桩数量有望迎来新一轮高增长。

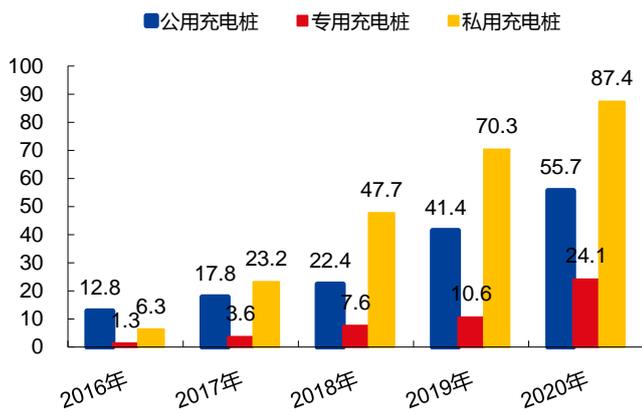
图 38: 充电桩数量 (万台) 及增速



资料来源: 充电联盟 (EVCIPA), 华金证券研究所

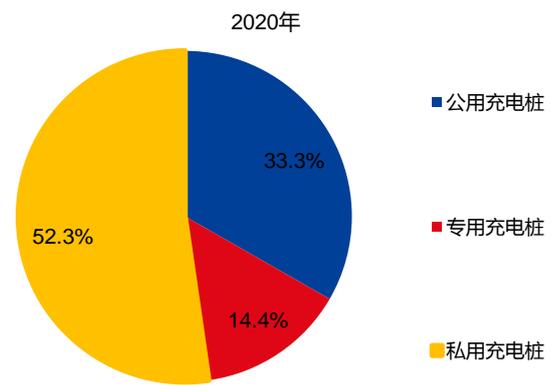
私用充电桩因其安装便利, 增长速度较快。充电桩按照安装地点分类, 可以分为公用充电桩、专用充电桩、私用充电桩。其中公用充电桩和专用充电桩合成为公共充电桩, 私用充电桩又可称为随车配建充电桩。私用充电桩因为安装和使用的方便性, 其增速快于公共充电桩。根据充电联盟 (EVCIPA) 数据, 2020 年我国私用充电桩数量达到 87.4 万个, 占比达到 52.3%。

图 39：公用充电桩、专用充电桩和私用充电桩数量（万台）



资料来源：充电联盟（EVCIPA），华金证券研究所

图 40：2020 年各类型充电桩占比



资料来源：充电联盟（EVCIPA），华金证券研究所

随着新能源车渗透率提升，充电桩市场空间广阔。中性情况下，假设：1) 新能源车的更换周期为 5 年；2) 新能源车到 2025 年渗透率提升至 35.0%；3) 车桩比到 2025 年为 2.5；4) 私用充电桩占比稳定在 55.0%。我们测算出至 2025 年私用充电桩保有量约为 691 万个，是 2020 年的 8 倍，未来市场空间广阔。

表 2：充电桩市场规模测算（中性情况）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
中国汽车销量（万辆）	2808	2577	2531	2540	2600	2750	2850	3000
中国新能源汽车销量（万辆）	125.6	120.6	136.7	355.6	520	687.5	855	1050
新能源汽车渗透率	4.5%	4.7%	5.4%	14.0%	20.0%	25.0%	30.0%	35.0%
新能源汽车保有量（万辆）	261	381	492	767	1161	1728	2447	3141
车桩比	3.4	3.1	2.9	2.8	2.7	2.6	2.5	2.5
充电桩保有量（万个）	77.7	122.3	167.2	273.9	430.1	664.7	978.6	1256.4
公共充电桩占比	38.6%	42.5%	47.7%	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%
公共桩保有量（万个）	29.9	51.6	80.7	123.3	193.6	299.1	440.4	565.4
私用充电桩占比	61.4%	57.5%	52.3%	55.0%	55.0%	55.0%	55.0%	55.0%
私用桩保有量（万个）	47.8	70.7	86.5	150.7	236.6	365.6	538.3	691.0

资料来源：中汽协，充电联盟（EVCIPA），华金证券研究所

乐观情况下，如果 2025 年新能源车渗透率达到 50%，车桩比下降至 2.0，则 2025 年私用充电桩保有量有望达到 1133 万个。

表 3：充电桩市场规模测算（乐观情况）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
中国汽车销量（万辆）	2808	2577	2531	2540	2600	2750	2850	3000
中国新能源汽车销量（万辆）	125.6	120.6	136.7	355.6	650	962.5	1140	1500
新能源汽车渗透率	4.5%	4.7%	5.4%	14.0%	25.0%	35.0%	40.0%	50.0%
新能源汽车保有量（万辆）	261	381	492	767	1291	2133	3137	4121
车桩比	3.4	3.1	2.9	2.8	2.7	2.5	2.3	2.0
充电桩保有量（万个）	77.7	122.3	167.2	273.9	478.3	853.3	1363.7	2060.6
公共充电桩占比	38.6%	42.5%	47.7%	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%
公共桩保有量（万个）	29.9	51.6	80.7	123.3	215.2	384.0	613.7	927.2
私用充电桩占比	61.4%	57.5%	52.3%	55.0%	55.0%	55.0%	55.0%	55.0%

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
私用桩保有量 (万个)	47.8	70.7	86.5	150.7	263.1	469.3	750.1	1133.3

资料来源：中汽协，充电联盟（EVCIPA），华金证券研究所

所以综合来看，我们预计到2025年私用充电桩市场空间大约在691~1133万个水平，是2020年的约8~13倍，空间巨大。

图 41：私用充电桩测算



资料来源：中汽协，充电联盟（EVCIPA），华金证券研究所

## （二）充电桩业务获多家定点项目，已开始放量

公司私人充电桩性能优异，已取得多家客户定点项目。公司新能源充配电系统现阶段相关产品涵盖智能充电桩、充电插座及线束、随车充电枪、PDU配电箱及BDU电池包断路单元等产品，部分产品已开始量产并投入市场。

**公司产品竞争优势：**

- 1) 新能源车车规级产品开发能力。**在国内率先基于汽车功能安全设计，如：防雷击设计、过流保护、温度保护、漏电保护。利用内嵌的高精度电压、电流、漏电传感器件，通过双核互锁大幅提升安全性，达到业内国际最高功能安全等级。
- 2) 提供系统方案。**不仅提供最先进的智能充电桩硬件，满足即插即充、预约充电等智能化功能外，也可提供车-桩-云协同管理和大数据驱动的安全高效充电管理与控制技术开发，以及安装，售后，充电管家等一站式服务。
- 3) 垂直供应链能力。**公司从产品设计、生产制造、在线检测均拥有自己的核心能力，同时与核心供应链形成战略合作关系，满足客户新能源车充电的一站式服务要求。

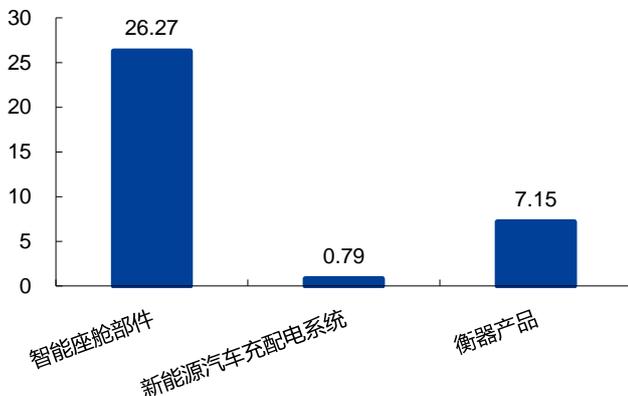
图 42: 公司新能源车充配电系统



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

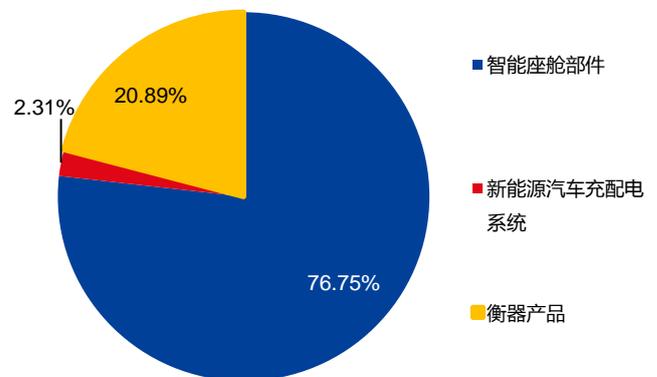
**2021 年新能源充电业务开始放量。**公司的私人充电桩已经取得上汽大众、一汽大众、南北奥迪定点项目, 新能源车线束、PDU、BDU 等产品已取得上汽乘用车和上汽通用定点项目, 产品陆续进入量产交付。**2021 年 1-9 月**公司新能源汽车充配电业务实现营收 **0.79 亿元**, 占比 **2.31%**, 随着后续产品的陆续量产交付, 新能源业务营收将实现快速增长。

图 43: 2021 年 1-9 月各业务收入 (亿元)



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 44: 2021 年 1-9 月各业务收入占比



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

**拟定增募资, 加大新能源充配电项目投入。**2021 年 8 月 31 日公司发布公告, 拟定增募资人民币 8 亿元, 其中 5 亿元用于新能源汽车充电设备及运营平台开发项目; 0.5 亿元用于目的地充电站建设项目; 2.4 亿元用于补充流动资金及偿还贷款。随着国内新能源汽车渗透率的快速提升, 新能源充配电项目市场空间广阔, 公司拟通过定增募资加大项目投入。

表 4: 拟定增募投资项目

序号	项目名称	计划投资总额 (万元)	拟使用募集资金额 (万元)
1	新能源汽车充电设备及运营平台开发项目	79734.00	50287.00
2	目的地充电站建设项目	6170.00	5713.00
3	补充流动资金及偿还贷款	24000.00	24000.00

序号	项目名称	计划投资总额 (万元)	拟使用募集资金额 (万元)
	合计	109904.00	80000.00

资料来源：公司公告，华金证券研究所

### (三) 进入 MEB 平台，直接受益于销量中枢上移

公司是大众 MEB 平台车型智能充电桩的首批国内独家供应商。MEB 是大众集团为纯电动车打造的模块化生产方案，将固定电池组、电机等核心部件的位置，围绕电池组进行布局，电池整体嵌入底盘。由于 MEB 是针对新能源的独立平台，节省掉传统车前置发动机、变速箱以及相应的传统系统，因此结构简化，基于该平台打造的车型电池搭载量提升（续航里程提升），同尺寸下轴距变长（内部空间提升），同时由于其高度的模块化能力使得造车成本大幅度降低。MEB 平台可以模块化生产，灵活性、拓展性较强。2021 年年初，大众集团明确表示至 2025 年中国市场将量产 15 款 MEB 车型。

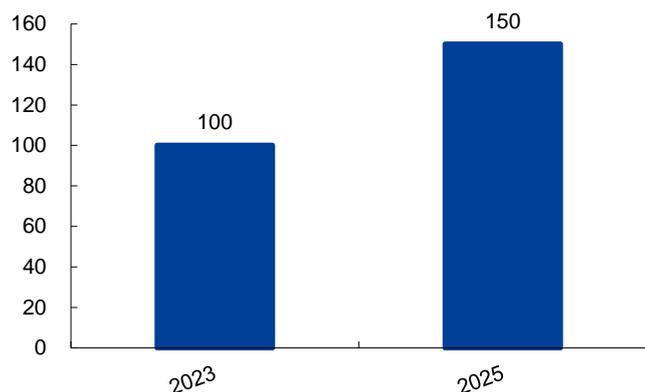
表 5：MEB 平台车型规划

品牌	型号	长宽高 (mm)	轴距 (mm)	续航里程 (km)	电池功率 (kWh)	上市时间
大众	ID.4 Crozz	4592/1852/1629	2765	400/500/550	55/84.8	2021 年 1 月
大众	ID.4 X	4612/1852/1640	2765	402/520/555	57.3/83.4	2021 年 3 月底
大众	ID.6 Crozz	4891/1852/1679	2965	450/600	77/111	2021 年 7 月
大众	ID.6 X	4876/1848/1680	2965	436/510/588	63.2/83.4	2021 年 6 月
大众	ID.3	4261/1809/1568	2770	349/523/540	45/58/77	2021 年 10 月
奥迪	Q4 e-tron	4590/1900/1610	2765	450	82	2022 年夏
西雅特	el-born	4100/1801/1549	2743	420	62	2022 年底
斯柯达	Enyaq iV	4649/1879/1616	2765	340/390/460/510	55/62/82	2022 年夏
斯柯达	VISION E	4645/1917/1550	2850	500	83	2022 年底
斯柯达	VISION iV	4648/1930/1626	2769	500	83	2023 年底
大众	ID.BUZZ	4941/1976/1963	3300	600	111	2023 年
大众	ID.SPACE VIZZION	4958/1897/1529	2964	590	82	2023 年
大众	ID.VIZZON	5164/1948/1506	3100	665	111	2023 年

资料来源：盖世汽车网，华金证券研究所

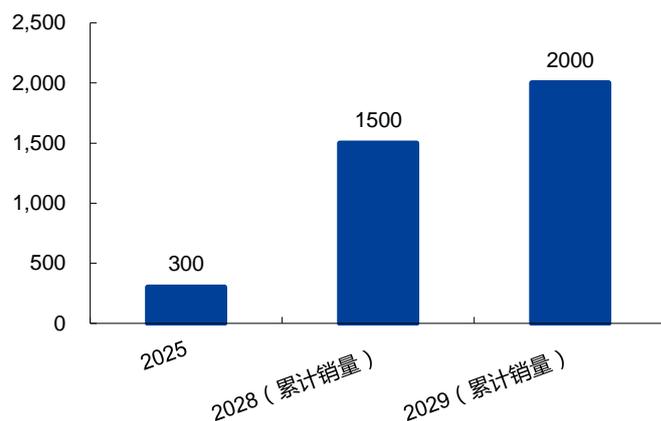
预计 2023 年大众中国区 MEB 销量为 100 万辆，2025 年 150 万辆。据大众官网，预计 2023 年，大众中国区 MEB 平台电动汽车销量规划为 100 万辆，2025 年将超过 150 万辆。从全球销量规划看，根据大众官网及公开资料，预计到 2025 年，大众全球电动车销量将达到 300 万辆以上。2028 年，大众规划累计销售 2200 万辆电动车，其中 MEB 平台车型销量 1500 万辆。到 2029 年，大众电动车累计销量将达到约 2600 万辆，其中 MEB 平台销量为 2000 万辆，剩下 600 万辆基于 PPE 平台生产。

图 45: 大众中国区 MEB 年销量规划 (万辆)



资料来源: 大众官网, 华金证券研究所

图 46: 大众全球及 MEB 销量规划 (万辆)



资料来源: 大众官网, 太平洋汽车网, 华金证券研究所

2021 年一季度, 一汽大众、上汽大众分别推出了 ID.4 Crozz 和 ID.4 X, 大众以这两款 ID.4 车型作为 MEB 平台在中国的首发产品。ID.4 Crozz 和 ID.4 X 都是车长在 4600mm 左右的紧凑型 SUV, 价格分别为 19.99-27.99 万元和 19.99-17.29 万元。2021 年二季度, 一汽大众、上汽大众分别推出 ID.6 Crozz 和 ID.6 X, 价格分别为 23.98-33.48 万元和 23.98-33.58 万元。大众在中国区推出 MEB 平台电动车的速度有加快的趋势。

图 47: ID.4 CROZZ



资料来源: 大众官网, 华金证券研究所

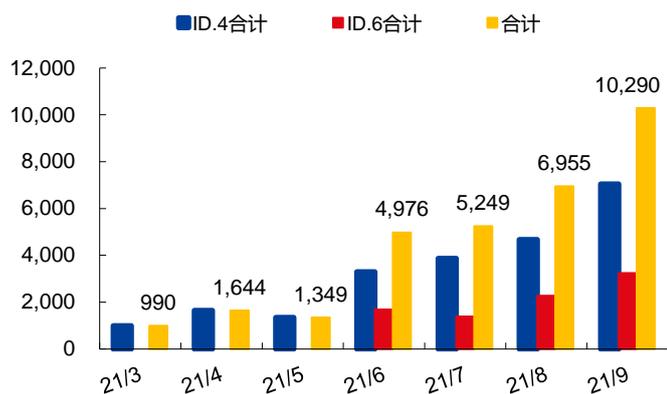
图 48: ID.6 CROZZ



资料来源: 大众官网, 华金证券研究所

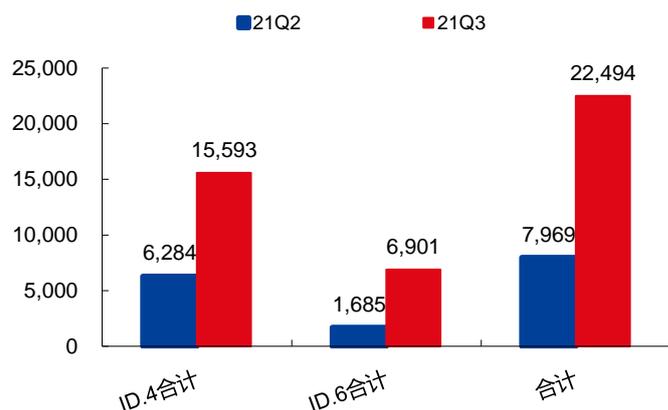
MEB 平台销量中枢逐步上移, 公司充电桩业务直接受益。南北大众的 ID.4 和 ID.6 车型上市后, 销量逐步爬坡, 至 2021 年 9 月单月销量达到 10290 辆; 今年二季度两款车型销量合计 7969 辆, 三季度销量合计 22494 辆, 中枢逐步上移。公司作为大众 MEB 平台充电桩独家供应商, 将直接受益于 MEB 车型的放量。

图 49: ID.4 和 ID.6 上市以来销量 (台)



资料来源: 乘联会, 华金证券研究所

图 50: 2021Q2-Q3 ID.4 和 ID.6 销量 (台)



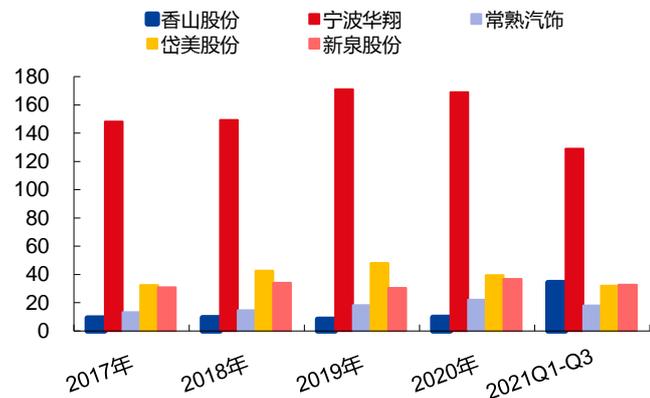
资料来源: 乘联会, 华金证券研究所

## 四、盈利预测与投资建议

### (一) 可比公司财务比较

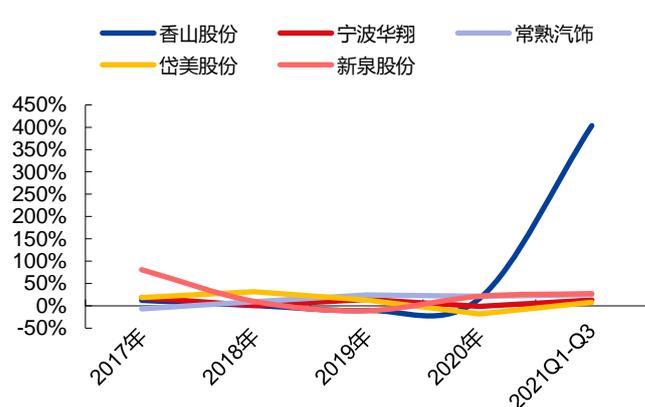
我们选取国内四家汽车饰件企业进行对比, 分别是宁波华翔、常熟汽饰、岱美股份、新泉股份。根据最新的 2021 年三季报数据, 可比公司中香山股份的营收规模处于前列, 利润规模可观, 因为 2021 年将均胜群英并表, 所以营收和净利润增速水平较高。

图 51: 可比公司营收规模



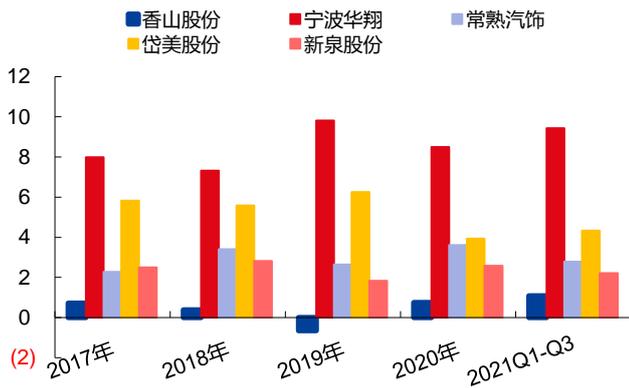
资料来源: wind, 华金证券研究所

图 52: 可比公司营收增速



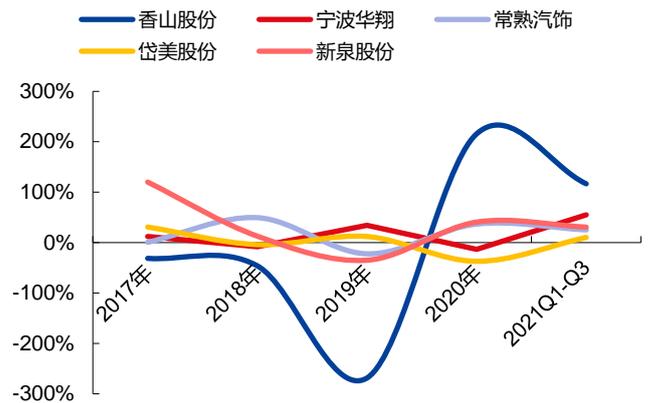
资料来源: wind, 华金证券研究所

图 53：可比公司净利润规模



资料来源: wind, 华金证券研究所

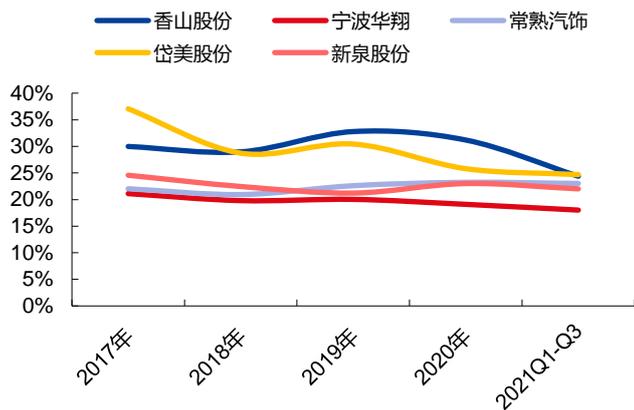
图 54：可比公司净利润增速



资料来源: wind, 华金证券研究所

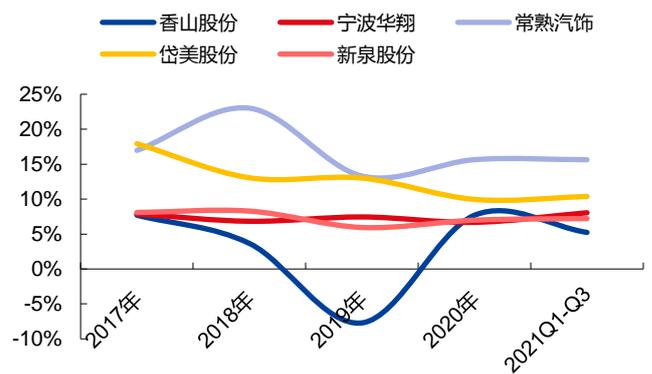
从盈利能力来看, 公司的毛利率一直处于较高的水平, 净利率除 2019 年外表现较稳定, 随着上游原材料价格回落和缺芯缓解, 公司盈利能力有望进一步提升。

图 55：可比公司毛利率



资料来源: wind, 华金证券研究所

图 56：可比公司净利率



资料来源: wind, 华金证券研究所

## (二) 盈利预测

### 各业务盈利预测:

- 1) 汽车零部件业务: 座舱部件随着智能座舱转型和消费升级将迎来量价双升, 保持稳定增长。新能源汽车充电桩市场需求较大, 公司进入大众 MEB 平台, 直接受益于 MEB 平台车型放量, 该业务将保持高速增长。
- 2) 衡器业务: 衡器业务行业发展较为成熟, 但增长空间有限, 公司作为衡器龙头企业, 该业务将维持平稳增长。
- 3) 综上, 我们预计公司 2021~2023 年营业收入分别为 43.9 亿元、55.7 亿元、76.2 亿元。增速分别为 349.5%、26.9%、36.7%, 毛利率分别为 24.5%、24.8%、25.3%。

表 6: 香山股份各业务盈利预测 (百万元)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
总收入	841.8	976.7	4,390.5	5,570.5	7,615.6
YoY	-10.3%	16.0%	349.5%	26.9%	36.7%
衡器产品	755.9	877.0	920.9	966.9	1015.3
YoY	-2.5%	16.0%	5.0%	5.0%	5.0%
智能座舱饰件			1700.0	2210.0	2873.0
YoY				30.0%	30.0%
智能座舱功能件			1500.0	1950.0	2535.0
YoY				30.0%	30.0%
新能源汽车充配电系统			150.0	300.0	1020.0
YoY				100.0%	240.0%
其他业务		85.9	119.6	143.6	172.3
YoY		-47.2%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	33.5%	32.3%	24.5%	24.8%	25.3%
净利润	-65	75	130	174	231
净利率	-7.7%	7.7%	3.0%	3.1%	3.0%
EPS	-0.59	0.68	1.17	1.57	2.08

资料来源: wind, 华金证券研究所

### (三) 估值及投资建议

我们预测公司 2021 年至 2023 年净利润分别为 1.30 亿元、1.74 亿元和 2.31 亿元, 增速分别为 73.1%、33.7%和 32.7%。净资产收益率分别为 16.1%、17.8%和 19.7%。首次覆盖, 给予“买入-A”的投资评级。

表 7: 可比公司估值比较

证券公司	公司名称	收盘价		EPS (元)					PE		
		2021/11/11	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
002048.SZ	宁波华翔	24.10	1.36	2.03	2.50	2.75	17.72	11.87	9.64	8.76	
603035.SH	常熟汽饰	13.52	1.05	1.13	1.48	2.06	12.88	11.96	9.14	6.56	
603730.SH	岱美股份	19.76	0.68	0.91	1.13	1.35	29.06	21.71	17.49	14.64	
603179.SH	新泉股份	41.16	0.70	0.95	1.48	1.94	58.80	43.33	27.81	21.22	
	平均						29.61	22.22	16.02	12.80	
002870.SZ	香山股份	41.40	0.68	1.17	1.57	2.08	60.88	35.38	26.37	19.90	

资料来源: Wind, 华金证券研究所 (采用 Wind 一致盈利预期)

## 五、风险提示

下游客户销量不及预期; 充电桩业务拓展进程不及预期。

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	414	2352	2927	4382	7524	<b>营业收入</b>	842	977	4391	5571	7616
现金	130	536	-	446	609	营业成本	566	672	3315	4191	5686
应收票据及应收账款	107	996	1,288	2,240	3,554	营业税金及附加	9	8	40	50	66
预付账款	8	70	127	162	302	营业费用	91	63	307	362	495
存货	95	593	1,390	1,417	2,928	管理费用	60	82	351	407	586
其他流动资产	4	111	82	66	86	研发费用	39	40	228	390	533
<b>非流动资产</b>	553	4,019	3,783	3,856	3,865	财务费用	-2	14	0	1	-0
长期投资	8	0	0	0	0	资产减值损失	-40	-7	1	0	0
固定资产	143	1440	1436	1433	1430	公允价值变动收益	-28	-8	-7	13	-6
无形资产	47	1113	1110	1107	1104	投资净收益	-26	12	0	0	0
其他非流动资产	321	521	295	379	398	<b>营业利润</b>	-26	99	140	182	243
<b>资产总计</b>	967	6371	6710	8239	11389	营业外收入	0	0	0	0	0
<b>流动负债</b>	212	2740	3717	4571	7070	营业外支出	30	2	0	0	0
短期借款	0	479	1059	1004	956	<b>利润总额</b>	-56	97	140	182	243
应付票据及应付账款	150	1079	1934	2623	4626	所得税	9	22	10	8	12
其他流动负债	43	401	162	202	255	<b>税后利润</b>	-65	75	130	174	231
<b>非流动负债</b>	2	1844	1211	1718	2175	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	791	859	1250	1551	<b>归属母公司净利润</b>	-65	75	130	174	231
其他非流动负债	2	1052	352	469	624	EBITDA	87	143	147	189	249
<b>负债合计</b>	214	4584	4928	6290	9245						
少数股东权益	0	975	975	975	975	<b>主要财务比率</b>					
股本	111	111	111	111	111	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	473	473	362	362	362	<b>成长能力</b>					
留存收益	170	226	335	502	697	营业收入(%)	-10.3	16.0	349.5	26.9	36.7
归属母公司股东权益	754	813	808	975	1170	营业利润(%)	938.8	-484.7	41.6	29.9	33.6
<b>负债和股东权益</b>	967	6371	6710	8239	11389	归属于母公司净利润(%)	-268.6	-215.7	73.1	33.7	32.7
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	32.8	31.2	24.5	24.8	25.3
						净利率(%)	-7.7	7.7	3.0	3.1	3.0
						ROE(%)	-8.6	9.2	16.1	17.8	19.7
						ROIC(%)	-7.4	43.6	6.1	5.2	6.8
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	22.1	71.9	73.4	76.3	81.2
						流动比率	2.0	0.9	0.8	1.0	1.1
						速动比率	1.5	0.6	0.4	0.6	0.7
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.9	0.2	0.7	0.7	0.7
						应收账款周转率	8.1	2.2	4.4	3.7	3.1
						应付账款周转率	11.2	2.0	4.0	3.4	2.8
						<b>估值比率</b>					
						P/E	-70.6	61.0	35.3	26.4	19.9
						P/B	6.1	5.6	5.7	4.7	3.9
						EV/EBITDA	23.5	28.4	48.8	36.9	28.5

现金流量表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	109	170	-685	81	-150
净利润	-65	75	130	174	231
折旧摊销	24	22	7	7	7
财务费用	-2	14	0	1	-0
投资损失	26	-12	0	0	0
营运资金变动	-130	1154	-815	-114	-381
其他经营现金流	256	-1084	-7	13	-6
<b>投资活动现金流</b>	-257	-680	14	-26	13
<b>筹资活动现金流</b>	-54	828	135	391	301

每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	-0.59	0.68	1.17	1.57	2.08
每股经营现金流(最新摊薄)	0.99	1.53	-6.19	0.73	-1.35
每股净资产(最新摊薄)	6.81	7.35	7.30	8.81	10.57

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

林帆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn