

拓普集团 (601689.SH)

公司深度研究

证券研究报告

定位 tier0.5，客户覆盖广驱动高增长

投资逻辑

“大客户”：深耕优质客户，tier 0.5 战略助力未来增长。顺应汽车行业发展趋势，公司完成了第一大客户从上汽通用（配套全系产品）→吉利（配套全系产品）→A 公司的转变。同时，公司突破华为、比亚迪、理想等，丰富的客户结构保障未来发展。

“大底盘”：打造“2+N”的产品布局，单车配套价值量可达 3 万元。基于 NVH 减震、隔音及制动产品的技术共通性，公司积极布局智能驾驶+轻量化+热管理+空气悬架。据公司 22 年报，公司单车配套价值可达 3 万元。

1) 持续投入研发，公司开拓空悬（系统单车价值量约 8000 元）等产品。根据我们测算，2025 年国内空悬市场空间有望达到 206 亿元。公司计划通过空簧切入空悬市场，工厂已落成，年产能将达 200 万件。我们预计 23-25 年公司汽车电子业务合计营收分别为 10、20、32 亿元，同比增长 432%、95%、59%。

2) 基于金属制造能力，从轻量化（单车价值量约 1000-3000 元）拓展到一体化压铸（单车价值量约 3000-10000 元）。公司具备冲压、锻造、高压压铸、低压+差压+挤压铸造等全工艺，且下游需求旺盛。我们预计 23-25 年公司轻量化业务营收分别为 66、90、121 亿元，同比增长 49%、36%、34%。（轻量化业务即公司财报中“底盘系统”）。

3) 基于阀类制造能力，从智能制动产品（单车价值量 2000 元左右）拓展到热管理产品（单车价值量 3000 元左右）。公司 IBS 预计投产后满产年配套 50 万辆车。公司已突破热管理系统关键部件的技术壁垒，有望实现量产。我们预计 23-25 年公司热管理业务营收分别为 20、27、34 亿元，同比增长 43%、38%、27%。公司积极扩产，迎接下游需求高增长。公司于 22 年 7 月发行可转债 25 亿元（转债初始转股价格为 71.38 元/股），用于轻量化扩产，于 23 年 3 月发布公告，拟定增 40 亿元，用于轻量化、内饰、热管理、汽车电子等的扩产。公司持续扩产，有望充分受益于新能源车销量高增长带来的零部件需求提升。

盈利预测、估值和评级

公司定位 tier0.5 供应商，打造“2+N”的产品布局，绑定优质客户助力业绩高速增长。我们预计公司 23-25 年归母净利润分别为 24/33/45 亿元，给予公司 23 年 PE 35 倍，目标市值 840 亿元，目标价 76.23 元/股，给予“增持”评级。

风险提示

汽车销量不及预期，人民币汇率波动风险，新产品推进进度不及预期。

新能源汽车组

分析师：陈传红（执业 S1130522030001）

chenchuanhong@gjzq.com.cn

联系人：江莹

jiangying2@gjzq.com.cn

市价（人民币）：59.74 元

目标价（人民币）：76.23 元



公司基本情况（人民币）

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	11,463	15,993	22,212	30,285	40,058
营业收入增长率	76.05%	39.52%	38.88%	36.35%	32.27%
归母净利润(百万元)	1,017	1,700	2,390	3,318	4,452
归母净利润增长率	61.93%	67.13%	40.58%	38.84%	34.18%
摊薄每股收益(元)	0.923	1.543	2.169	3.011	4.040
每股经营性现金流净额	1.08	2.07	3.00	3.59	4.87
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.61%	14.02%	17.12%	19.87%	21.82%
P/E	57.42	37.97	27.55	19.84	14.79
P/B	5.52	5.32	4.72	3.94	3.23

来源：公司年报、国金证券研究所

内容目录

1、主打大底盘策略，产品与客户持续扩张.....	4
2、业绩快速增长，产能扩张加速.....	6
3、减震+饰件，深耕 NVH 领域，业绩保持稳健增长.....	8
4、轻量化：产品线拓展+产能爬升，迎来快速增长期.....	8
5、智能驾驶与热管理迎来收获期，前瞻布局空气悬架.....	9
5.1 热管理：突破技术壁垒，贡献增量业绩.....	9
5.2 智能刹车：紧跟 one box 趋势，把握国产替代机遇.....	10
5.3 空气悬架：标配化趋势明朗，国产替代持续推进.....	13
6、盈利预测与投资建议.....	14
7、风险提示.....	16

图表目录

图表 1：上市以来持续扩充产品线，单车配套价值量可达 3 万元.....	4
图表 2：公司主要产品均已配套市场主流车企.....	5
图表 3：公司各产品产能利用率处于高水平.....	5
图表 4：公司近年募资情况汇总.....	6
图表 5：公司全球化布局.....	6
图表 6：2016-2022 年公司新业务营收占比持续提升（亿元）.....	7
图表 7：2016-2022 年公司归母净利润波动向上（左轴：归母净利润，单位：亿元；右轴：归母净利润增速，单位：%）.....	7
图表 8：2022 年公司毛利率明显回升（%）.....	7
图表 9：公司毛利率处于行业中等水平.....	7
图表 10：公司销售/管理费用率不断下降（%）.....	7
图表 11：公司研发费用率较平稳（%）.....	7
图表 12：内外饰件市场较为成熟，参与企业较多.....	8
图表 13：橡胶减震市场较为成熟，参与企业较多.....	8
图表 14：NVH 同步研发的技术壁垒和能力要求较高.....	8
图表 15：公司减震及隔音产品具备核心技术.....	8
图表 16：铝合金是性价比高、性能优质的轻量化材料.....	9
图表 17：公司具备多种轻量化工艺，因此产品矩阵丰富.....	9
图表 18：电动车热管理系统单车价值提升较多（元）.....	10
图表 19：新能源车热管理核心组件更多（元）.....	10
图表 20：国内新能源车热管理市场空间持续增长.....	10
图表 21：汽车行车制动技术向 one box 方向迭代.....	11
图表 22：不同汽车制动技术的性能不同.....	11
图表 23：公司推出 IBS PRO 产品.....	12
图表 24：公司 IBS-RED 性能优势明显.....	12
图表 25：滑板底盘优势突出.....	13

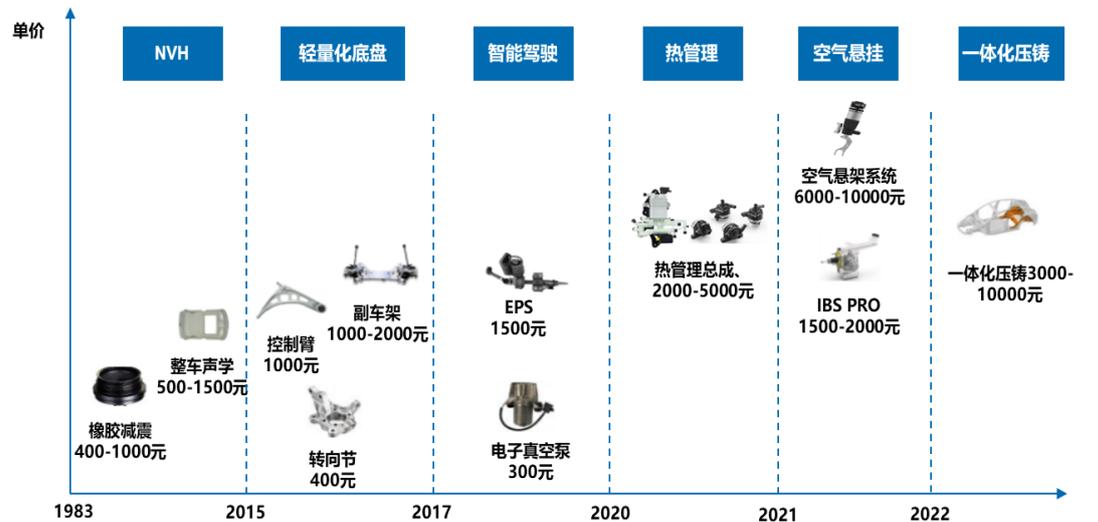
图表 26: 公司已布局多个滑板底盘核心模块的产品线.....	13
图表 27: 搭载空悬的车型单价持续下探	13
图表 28: 国内企业已突破空悬核心部件壁垒	13
图表 29: 盈利预测.....	15
图表 30: 可比公司估值比较 (市盈率法)	16

1、主打大底盘策略，产品与客户持续扩张

围绕底盘系统布局，单车配套价值可达 3 万元。公司成立于 1983 年，设立之初聚焦于 NVH 减振降噪领域，近年来公司加快布局底盘系统，轻量化底盘+底盘电子（包括线控制动、线控转向、空气悬架）成为公司业绩的新增长极。公司提供平台化、模块化产品，tier0.5 级供应模式下单车配套价值可达 3 万元。

公司主要业务包括，1) 减震器与内外饰：传统核心业务，处于国内龙头地位。2) 轻量化底盘：自 2015 年量产锻铝控制臂，2017 年通过收购福多纳切入副车架、转向节领域。3) 智能驾驶：自 2017 年量产电子真空泵 EVP，2022 年量产智能刹车系统 IBS。电动尾门系统等智能座舱产品已量产。4) 热管理系统：自 2021 年量产热泵总成、电子膨胀阀等热管理产品。5) 空气悬架：空悬系统工厂已经落成，年产能将达 200 万件。6) 一体化压铸件：2022 年量产 7200T 一体化超大压铸后舱，进入一体化压铸赛道。

图表1：上市以来持续扩充产品线，单车配套价值量可达 3 万元



来源：公司官网，国金证券研究所

顺应行业变迁拓宽客户群，借力核心客户快速成长。顺应汽车行业合资品牌领先（2014年以前）-自主品牌突破（2015-2018年）-造车新势力崛起（2019年至今）的变化趋势，公司第一大客户经历了从上汽通用-吉利-A公司的转变。

友好的客户关系与高客户粘性保障新业务持续导入。

1) A公司：自 2016 年起陆续切入 A 公司 Model S、Model 3 供应链，配套减震器、内外饰、轻量化底盘，2021 年起供应热管理总成产品。

2) 吉利：2015 年以前吉利已成为公司前五大客户，公司减震器、内外饰、底盘系统及智能驾驶产品全面切入吉利供应链。

3) 上汽通用：2001 年起，减震器配套上汽通用，2015、2016 年拿下通用全球平台 GM E2XX 和 GEM 订单，目前为上汽通用供应减震器、内外饰、底盘系统及智能驾驶产品。

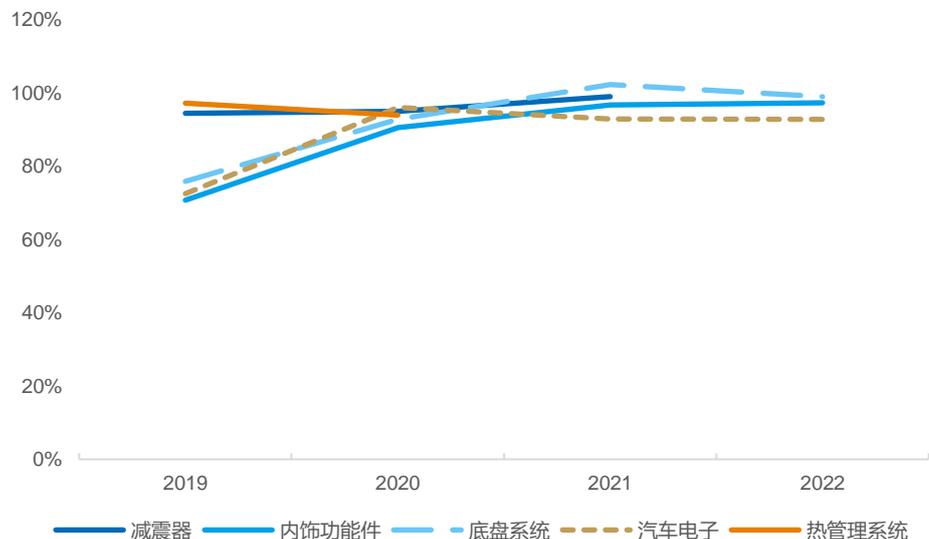
图表2: 公司主要产品均已配套市场主流车企

业务板块	主要产品	配套客户/订单情况	单车价值量 (元)
减震	动力总成支承、驱动电机减震器、筒减支承、扭转减震器、副车架支承、液压衬套等	上汽通用、通用汽车、克莱斯勒、吉利、长安福特、比亚迪、奥迪、宝马等国内外主流整车制造商及Febi、法雷奥、阿文美驰、本特勒、佛吉亚烟台、上海纳铁福等全球知名零部件经销商和系统集成供应商。	400-1000
内饰功能件	包括顶棚、主地毯、衣帽架、隔音隔热件、行李箱隔音件等隔声降噪产品, 以及密封条、装饰条等外饰类产品		500-1500
轻量化车身	包括一体化成型车身前后底板、车身结构件、车门结构件、电池PACK结构件等	北汽、比亚迪、宝骏、欧拉等	1000-7000
智能驾驶	电子真空泵、线控转向、线控制刹车、电调管柱等	电子真空泵订单迅速增加, 线控转向、线控制刹车处于市场推广阶段	1300-2300
轻量化底盘	包括前后副车架、铝副车架、控制臂、拉杆、转向节等	顺利切入包括国内外知名传统车企及全球主流新能源车企在内的十余家整车厂, 客户涵盖A公司、Rivian、Lucid、蔚来、理想、小鹏等	2000-6000
智能座舱	包括转屏控制器、电动尾门、电动移门、座椅舒适系统等	产品已发布并获得正式订单	-
热管理	包括集成式热泵总成、多通阀、电子水泵、电子膨胀阀等	A公司、一汽相关车型订单	6000-9000
空气悬架	包括集成式供气单元、空气弹簧、高度传感器等	-	2000-10000

来源: 公司官网, 国金证券研究所

公司持续扩产, 迎接下游需求高增长。绑定头部车企, 公司产品下游需求旺盛, 自2020年开始各产品的产能利用率处于较高水平。同时, 公司持续扩张减震、内饰、轻量化及汽车电子产品的产能, 充分受益于新能源车销量高增长带来的零部件需求提升。

图表3: 公司各产品产能利用率处于高水平



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表4：公司近年募资情况汇总

时间	途径	募资项目
2015年	IPO	260万套减震器/80万套隔音件
2017年	定增	智能刹车+电子真空泵
2021年	定增	杭州湾/湘潭轻量化底盘项目
2022年	可转债	年产150/330万套轻量化底盘项目
2023年	定增	新增轻量化底盘系统产能610万套/年、新增内饰功能件产能310万套/年、新增热管理系统产能130万套/年

来源：公司公告，国金证券研究所

注：2023年定增项目尚未落地

制造基地与研发中心全球布局。公司拥有宁波、重庆、武汉等国内制造基地，美国、加拿大、巴西、马来西亚等海外制造工厂或仓储中心，能够就近配套国内外汽车产业集群，快速响应客户需求。此外，公司在北美、欧洲、上海、深圳、宁波等地设立研发中心，吸引海内外高端人才。

图表5：公司全球化布局



来源：公司公告，国金证券研究所

2、业绩快速增长，产能扩张加速

营收与净利大幅增长。2022年，公司营收160亿元，yoy+40%；净利润17亿元，yoy+67%。营收、净利润大幅增长主要系公司新能源车客户大幅放量所致。

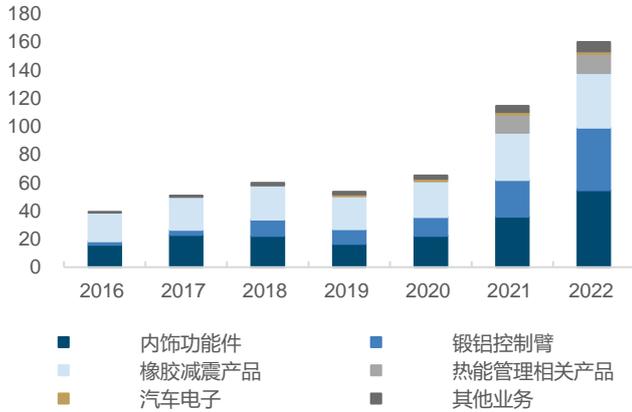
1) 橡胶减震与内外饰业务：16-22年，减震器业务营收从19.4亿元提升至38.7亿元，营收占比从49.9%下降至24.2%；内外饰业务营收从15.9亿元提升至54.6亿元，营收占比从40.8%下降至34.1%。减震器与内外饰是公司传统核心业务，营收占比下降主要系轻量化底盘、热管理等前瞻布局业务增长较快。

2) 轻量化业务：16-22年，轻量化业务营收从2.5亿元提升至44.5亿元，营收占比从6.4%提升至27.8%，主要系下游新能源汽车的轻量化需求旺盛。

3) 汽车电子业务：16-22年，智能驾驶业务营收从1.3亿元增长至1.9亿元，营收占比从2.9%下降至1.2%，主要系公司相关产品仍在持续推进研发。

4) 热管理业务：22年热管理业务营收13.7亿元，营收占比8.6%，主要得益于A公司销售快速放量。

图表6: 2016-2022年公司新业务营收占比持续提升(亿元)

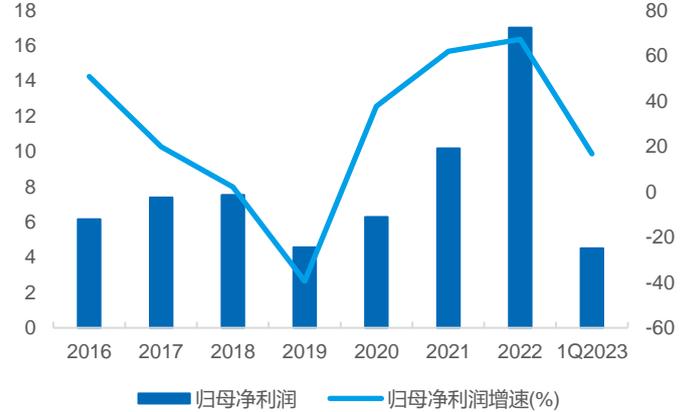


来源: wind, 国金证券研究所

注: 锻铝控制臂即公司财报中的“底盘系统”,也是本报告中的轻量化业务。

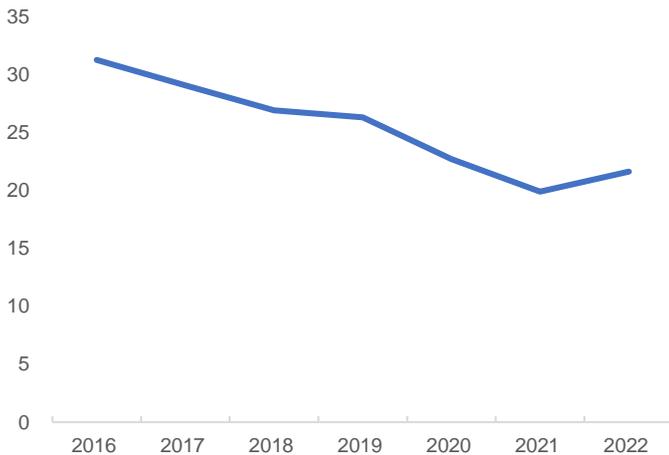
受到原材料涨价等因素影响,毛利率短期承压。2018-2022年,公司毛利率从26.9%下降至21.9%,主要系原材料、运输费等成本上升明显。2023年看,外部影响因素逐步向好,公司盈利能力有望向上修复。

图表7: 2016-2022年公司归母净利润波动向上(左轴:归母净利润,单位:亿元;右轴:归母净利润增速,单位:%)



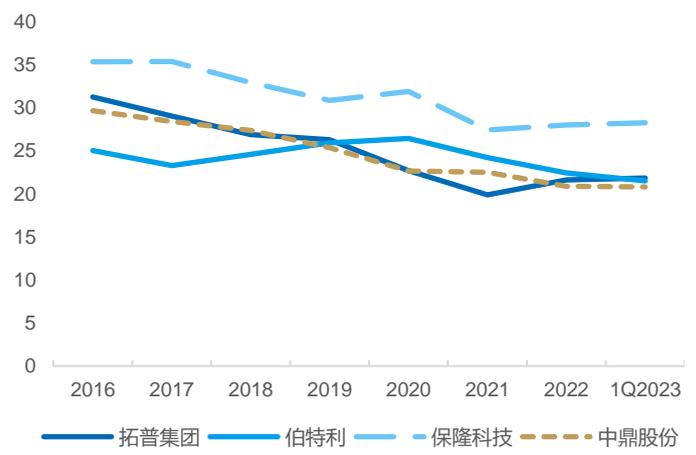
来源: wind, 国金证券研究所

图表8: 2022年公司毛利率明显回升(%)



来源: wind, 国金证券研究所

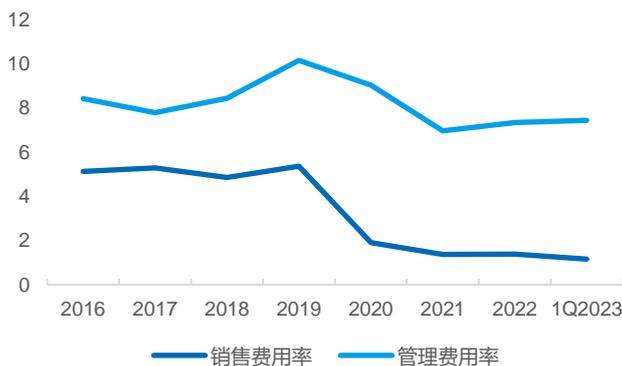
图表9: 公司毛利率处于行业中等水平



来源: wind, 国金证券研究所

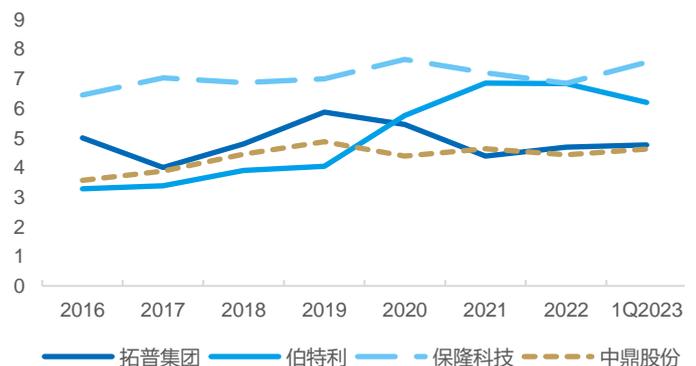
三费管控良好,研发实力强劲。销售费用率:2018-2022年,公司销售费用率从4.85%降低至1.38%,主要系销售商品相关的运输费和仓储费计入营业成本所致。管理费用率:2018-2022年,公司管理费用率从3.64%降低至2.65%。研发费用率:近年研发投入占比平均约5%,公司持续加大研发创新力度,研发竞争力持续提升。

图表10: 公司销售/管理费用率不断下降(%)



来源: wind, 国金证券研究所

图表11: 公司研发费用率较平稳(%)



来源: wind, 国金证券研究所

3、减震+饰件，深耕 NVH 领域，业绩保持稳健增长

公司 NVH 业务布局：1) 减震业务：主要包括扭震、悬置、衬套等三大类橡胶减震产品。2) 饰件业务：主要包括发动机内饰系统、乘员舱内饰系统、行李舱内饰系统、外饰系统、密封系统等整车声学套组。

市场竞争格局：1) 隔音饰件：国内生产隔音饰件的企业超过 100 家，国内饰件生产企业包括公司、华域汽车、宁波华翔、常熟汽饰等。2) 减震：国内生产减震器的企业超过 600 家，国内减震器生产企业包括公司、中鼎股份、建新橡塑、东海橡塑等。行业竞争格局较为分散。与其他企业相比，公司绑定头部新能源车企，下游需求旺盛，有望通过销售规模扩大而提升产品成本竞争优势。

图表12：内外饰件市场较为成熟，参与企业较多

竞争对手	产品	客户
华域汽车	座椅、仪表板、门内板、中央通道等	上汽大众、上汽通用、上汽通用五菱、上汽乘用车、吉利、奇瑞等
宁波华翔	仪表板、门内板、中央通道、顶棚等	红旗、奇瑞汽车、长安汽车、比亚迪、长安汽车、吉利汽车等
常熟汽饰	门内板总成、衣帽架总成、天窗遮阳板等	一汽大众、上汽通用、奇瑞汽车、北京奔驰、上汽大众等
佛吉亚 (武汉)	座椅、内饰系统	一汽大众、上汽大众、东风日产、长安福特、奇瑞等

来源：各公司官网，国金证券研究所

图表13：橡胶减震市场较为成熟，参与企业较多

竞争对手	产品	客户
安徽中鼎	底盘及动力系统减震橡胶金属件	通用、宝马、沃尔沃、福特、长安、长城、戴姆勒、路虎等
宁海建新	整车减震件、底盘件等	一汽大众、上汽大众、上汽通用、神龙汽车、福建奔驰、长安福特等
东海橡塑	车用减震橡胶	丰田、本田等
亚新科 (安徽)	发动机、底盘橡胶悬置	通用五菱、长安、奇瑞、小康、东风日产、上汽、长城、比亚迪、北汽等

来源：各公司官网，国金证券研究所

公司是 NVH 领域龙头，拥有全球同步研发及系统集成的能力。根据中国汽车工业协会数据，截至 2021 年底，公司减震器市占率全国排名第一，全球排名第二。随着主机厂对汽车性能和新车型研发速度要求的提升，以公司为代表的具备同步研发与系统集成能力的 NVH 供应商逐渐占据优势配套地位。同时，公司饰件产品线从隔音系统升级为整车声学套组，涵盖内外饰系统和封闭系统，产品品类齐全。

饰件产业链一体化整合，具有成本及性能优势。公司饰件产品从环保纤维-非织造面料-内饰总成实现垂直整合，具有成本优势。环保纤维可实现车内 VOC（挥发性有机物）排放的有效控制，因此公司饰件产品兼具降噪性能与环保性能。

客户拓展能力强，合作关系稳固。2015 年 NVH 客户拓展至通用全球，2018 年依托内饰环保材料进入本田供应链，依托减震与轻量化产品配套丰田。目前 NVH 业务拓展至 A 公司、比亚迪等新能源客户。主机厂平台化战略下，公司 NVH 业务依托原有客户获取后续订单的能力大大增加。

图表14：NVH 同步研发的技术壁垒和能力要求较高

能力要求	
零件级同步研发	零件设计能力、CAE 分析验证能力、零件测试与验证能力和台架疲劳测试验证能力
系统级同步研发	零件级同步研发基础上具备系统设计能力、整车 NVH 测试验证分析能力以及整车道路测试验证分析等能力

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表15：公司减震及隔音产品具备核心技术

产品	核心技术
橡胶减震产品	无切削旋压冷成型技术、高精高效机加工技术、橡胶配方和密炼全自动控制技术、自动硫化成型技术、全过程质量检验技术、全自动零件表面处理技术、力位移全程控制组装技术、全自动平衡去重技术、全自动喷漆技术
隔音产品	非织造多向纤维成型技术、衣帽架成组生产技术、顶篷全自动生产技术

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

4、轻量化：产品线拓展+产能爬升，迎来快速增长期

轻量化促进节能减排+提升新能源车续航里程，提高整车性能。汽车重量每下降 10%，油

耗/能耗可以降低 6%-8%，尾气排放可以降低 4%-10%。汽车轻量化有助于传统燃油车实现节能减排、新能源车提升续航里程。

新能源车单车用铝量将大幅度提升。铝合金是性价比高、性能优质的轻量化材料。相比其他轻量化材料，铝合金在强度、刚度、耐腐蚀性与成本等方面具有综合优势。公司重点布局铝合金材料。根据中国汽车工程学会的《节能与新能源汽车技术路线图》，从 2020 年至 2030 年，我国新能源汽车的单车用铝量应从 190 千克提升至 350 千克，提升幅度达到 84%。

图表 16: 铝合金是性价比高、性能优质的轻量化材料

材料	密度 (g/cm ³)	较普通钢材减重	成本	加工难度	优点	缺点
强度钢	7.85	20%-30%	低	低	工艺成熟，成本低	重量大，耐腐蚀性能差
铝合金	2.6-2.7	40%	中	中	耐腐蚀、耐磨性强，轻量化效果好	挤压铝工艺流程较为复杂
镁合金	2.7	50%	中	中	抗弯强度和隔音性能好，轻量化效果好	抗腐蚀性能差
碳纤维复合材料	1.5	60%	高	中	量轻、强度高（5 倍钢强度）、耐高温和耐腐蚀性能好	批量生产工艺尚不成熟，成本高

来源：公司微信公众号，国金证券研究所

产品丰富：涵盖底盘和车身件，拓展至超大型结构件。公司轻量化产品包括控制臂、副车架、转向节等底盘部件，车身后底板、车身结构件、车门结构件、电池包结构件等车身部件。

工艺领先：拥有轻合金领域全工艺能力以及高强度钢核心工艺，可提供定制化产品。公司具备冲压、锻造、高压压铸、低压铸造、差压铸造、挤压铸造等轻合金全工艺能力，产品成型后屈服强度能实现从 100MPa 到 350MPa 全覆盖，延伸率从 2%到 12%全覆盖。2017 年 12 月公司收购浙江拓为和四川迈高，掌握了高强度钢核心工艺。

和其他企业相比，公司的轻量化产品客户优质且粘性强。公司轻量化产品客户涵盖 A 公司、Rivian、Lucid、蔚来、理想、比亚迪、吉利、上汽集团、沃尔沃等国内外知名传统车企及全球主流新能源车企。底盘系统的验证需要经过一冬一夏试验，底盘供应商成功进入主机厂供应链后很难被取代，客户粘性较强。

图表 17: 公司具备多种轻量化工艺，因此产品矩阵丰富

轻量化工艺	公司典型产品	公司产能布局
高压铸造	普通铝压铸件	轻合金一部、二部、八部
真空铸造	中大型车身结构件/副车架	轻合金三部、六部、七部
低压铸造	空心结构件、副车架/H 臂	底盘七部、底盘八部、底盘湘潭、底盘重庆（在建）
差压铸造	转向节	转向节一部、二部、三部
挤压铸造	高强结构件（薄壁/高强度）	轻合金二部、八部、九部、十部
锻造	摆臂	悬架系统一部、二部、三部、五部

来源：公司微信公众号，国金证券研究所

5、智能驾驶与热管理迎来收获期，前瞻布局空气悬架

5.1 热管理：突破技术壁垒，贡献增量业绩

从燃油车到电动车，从 PTC 到 CO₂，热管理单车价值量大幅提升。燃油车中热管理系统单车价值约 0.25-0.55 万元，纯电动可达 0.35-1.30 万元，接近翻倍。1) 空调热管理：技术路线为 PTC—热泵（相比 PTC，最高可降低 50%电耗）—二氧化碳热泵（高效环保），进一步提升单车价值。2) 电池热管理：技术路线为自然冷却—风冷—液冷（保持电池组温度一致性效果好）—直冷（降低换热温差，传热性能好）。

图表18: 电动车热管理系统单车价值提升较多 (元)

系统类别	燃油车	插混车	纯电动车
发动机冷却系统	1000-2500	800-2000	0
空调系统	1200-3000	2500-4500	3000-5000
电池热管理系统	0	300-7000	300-7000
电机、电控等热管理系统	0	200-1000	200-1000
合计	2200-5500	3800-12000	3500-13000

来源: 公司公告, 国金证券研究所

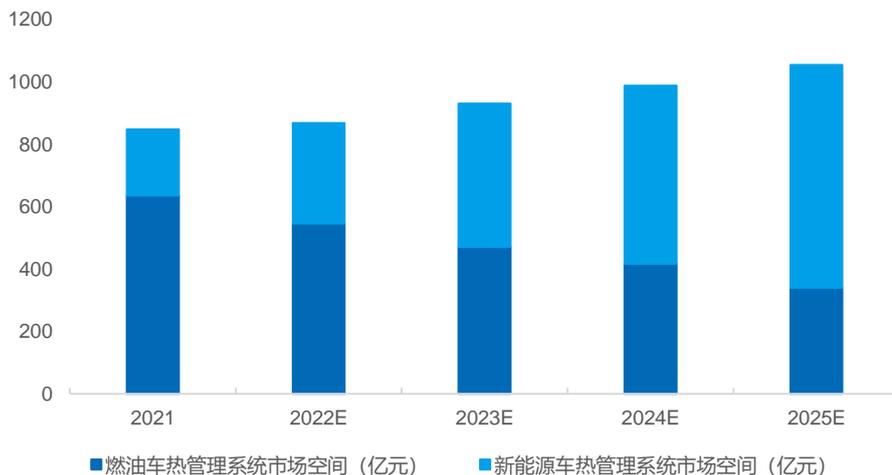
图表19: 新能源车热管理核心组件更多 (元)

传统热管理核心组件	结算价格 (元)	新能源汽车热管理核心组件	结算价格 (元)
散热器	450	电池冷却器	600
蒸发器	180	蒸发器	720
冷凝器	100	冷凝器	200
油冷器	300	热泵系统	1500
水泵	100	电子系统	840
空调压缩机	500	电动压缩机	1500
中冷器	200	电子膨胀阀	500
其他	400	其他	550
合计	2230	合计	6410

来源: 电器工业, 公司公告, 国金证券研究所

新能源车热管理系统持续升级, 国内市场空间高速增长。新能源车热管理系统单车价值量约 5000 元, 搭载热泵后约 7000 元, 搭载 CO2 热泵系统后约 9000 元。我们预计 2025 年中国汽车热管理系统市场空间达 1054 亿元。

图表20: 国内新能源车热管理市场空间持续增长



来源: 汽车之家, 国金证券研究所预测

行业集中度较高。目前公司主要供应热管理集成模块产品。该产品市场的主要供应商有三花智控和公司, 且三花智控切入市场较早, 占据了较大的市场份额。目前, 公司成功研发集成式热泵总成、电子膨胀阀、电子水阀、电子水泵、气液分离器等产品, 并深度配套 A 公司。

技术优势: 热管理部件与公司智能刹车中阀泵类部件技术共通性较高。

1) 阀类: 制造工艺相似、技术复用度高。热管理业务的阀类产品和智能刹车业务的电磁阀非常相似。钎焊、氩焊、性能测试、车这四个电子膨胀阀的关键步骤中, 有三个与电磁阀重合。由于公司掌握了电磁阀技术, 向电子膨胀阀拓展具备技术可行性。

2) 泵类: 与智能刹车业务中的电子真空泵有一定的技术相关性。电子水泵工作原理: ECU 通过传感器采集发动机转速、负荷及水温等参数, 与标定好的对应工况下的最佳水温进行比对, 从而控制水泵转速, 实现液体温度的闭环控制。电子水泵和电子真空泵都受到 ECU 控制, 且均可以精确输送液体, 技术有一定相似性。

客户优势: 技术开放度高, 主机厂合作意愿强。公司技术开放程度高, 与主机厂同步研发、共享技术, 帮助主机厂降低开发成本、提升开发速度, 目前已与头部车企达成配套。头部客户采用公司产品将具备示范效应, 利于公司未来持续拓展客户。

5.2 智能刹车: 紧跟 one box 趋势, 把握国产替代机遇

传统制动不符合汽车电动化、智能化趋势的需求。

1) 对于新能源车,传统制动缺乏稳定真空源、制动能量回收率不足。传统制动系通过发动机形成真空助力,应用于新能源车时需额外增加电子真空泵作为真空源。但相关部件使用寿命短、成本高。且传统制动将车辆的动能转化成轮胎摩擦的热能,不能回收制动能量,不利于提高新能源车的续航。

2) 对于智能驾驶,传统制动难以满足底层执行需求。传统制动是纯机械系统,不具备主动制动能力,难以满足智能驾驶的底层执行需求,无法兼顾舒适性与制动性能。

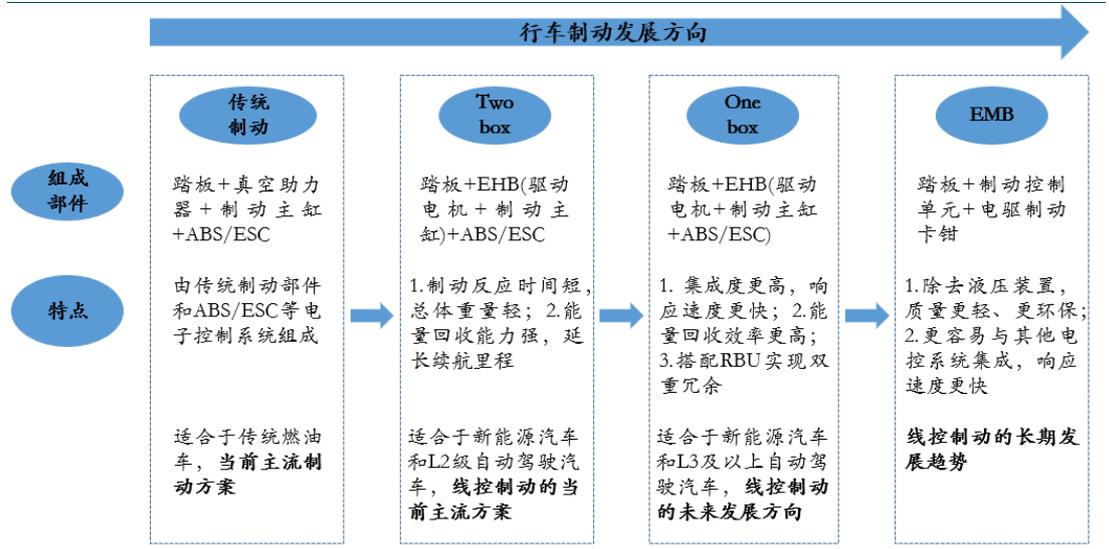
EHB 是当前主流线控制动方案,电子化后寿命仍与传统制动相当。电子液压制动系统(EHB)用电子助力器替代真空助力器和真空供给部件,解决了新能源车缺乏稳定真空源的问题。且 EHB 与传统刹车寿命相当,能够达到 220-300 万次耐久。

1) 能耗低,制动能量回收效率高: EHB 方案的车辆能量回收率接近 100%,能够使电动车续航里程提升 20%以上;

2) 安全性高,响应速度快: EHB 能够在 150 毫秒之内完成主动制动;

3) 智能化高,满足智能驾驶底层执行需求: EHB 可以接收线控信号,从而实现线控制动功能,包括未来智能驾驶的各种功能需求。

图表21: 汽车行车制动技术向 one box 方向迭代



来源: 汽车制动之家, 汽车之家, 国金证券研究所

图表22: 不同汽车制动技术的性能不同

制动形式	优缺点
气压制动	消耗发动机动力、结构复杂、制动柔和欠佳、制动速度慢
液压制动	消耗发动机动力、结构复杂、制动柔和欠佳,制动力不大、制动效能差、反应时间在 400-600ms
电动制动	重量轻、安全性高、ESC 方案反应时间 500~600 ms
线控制动	反应时间 120-150ms,大幅度缩短刹车距离,安全性高;没有液压系统,不会有液体泄漏;可实现 220-300 万次耐久循环,刹车寿命长

来源: 汽车制动之家, 汽车之家, 国金证券研究所

EHB 升级: 从 two box 到 one box。two box 是 EHB+ABS/ESC,即把制动系统分为刹车助力和稳定性控制两部分; one box 是将 ABS/ESC 模块集成进制动模块中。根据盖世汽车预测,国内线控制动产品到 2027 年渗透率有望超过 57%,整体市场空间有望超过 265 亿元。博世的线控制动产品由于起步早技术积累深厚并且具备采购成本优势,因此占据了较大的份额。但随着车企对供应链安全的重视程度提升,引入线控制动二供的需求提升,给国内线控制动产品供应商带来发展机遇。

公司已推出集成式 one box 设计的 IBS-PRO 产品。公司 IBS (智能刹车系统) 历经 4 代,全新一代 IBS-PRO 产品在比亚迪、吉利汽车等车型上进行搭路试,获得较多车企的技术认可。此后公司将推出 IBS-EVO、IBS-RED 冗余制动方案。IBS-EVO 是 IBS-PRO 的进化版,更小、更轻、性能更强。IBS-RED 冗余制动方案可以支持 L3 以上的 ADAS 自动驾驶功

能，相比市场上的 RBU 冗余制动方案更优。

图表23：公司推出 IBS PRO 产品

产品名称	产品特性	配套车企	价格	出货/量产情况
拓普 IBS-PRO	在 150ms 内建压可达 100bar、重量 5.8kg、One-box 设计集成 ABS+ESC+EPB+ADAS 相关功能、可支持底盘域控制功能	市场推广中	-	22 年 8 月将量产，满产可实现年 50 万辆车的配套能力
伯特利 WCBS	重量 5.8kg、One-box 设计集成	雷诺江铃、东风柳汽、奇瑞、威马项目量产，吉利、长城、东风日产、长安、理想、江淮汽车、广汽已定点	1000-2000 元	21 年 WCBS 1.0 开始量产
	ESC+EPB+cBooster 功能			
博世 iBooster	反应时间 136ms	大众全系列电动车、A 公司全系列、蔚来、小鹏、理想、通用凯迪拉克 CT6、雪佛兰 Bolt 和 Volt、本田 CR-V、比亚迪 e6、荣威、领克、奇点 is6、法拉第未来 FF91		21 年中国市场出货量逼近 200 万台
	重量 4.4-4.8kg、减压速度快			
制动助力 8kN				
博世 IPB	制动系统响应时间 < 150ms，百公里制动距离 < 35m	比亚迪多款车型、通用旗下别克、凯迪拉克车型		占据 21 年中国市场 one box 主要份额
大陆 MKC1	重量比传统制动系统减少 30%	阿尔法罗密欧 Giulia、奥迪 E-Tron 全线、宝马新 X5 及 X7 等车型		占据 21 年中国市场 one box 主要份额
	One-box 设计集成 ABS+ESC 功能			
采埃孚 IBC	重量 3.8kg	通用 K2XX 平台、雪佛兰 Tahoe、Suburban、GMC Yukon 和凯迪拉克 Escalade 等		占据 21 年中国市场 one box 主要份额
	真空制动助力、防滑控制功能			
日立 e-ACT	反应时间 120-150ms、99% 动能回收	大部分日系混动或纯电车，如日产 Leaf	-	
拿森 Nbooster	99.99% 动能回收	北汽新能源多款车型、宇通客车等	截至 20 年底实现累计供货 10 万套	
	快速响应时间为传统制动系统的 25%			

来源：公司公告，国金证券研究所

图表24：公司 IBS-RED 性能优势明显

IBS-RED 优势	IBS-RED 与 RBU 性能对比
高集成度	IBS-RED 不需要额外的 RBU 模块，仍然采用 One Box 的布置，对于整车的空间要求小，重量为 6.5kg，更加紧凑。
响应速度快、精度高	RBU 模块建压速度为 300~400ms@100bar，精度为 ±5bar。而 IBS-RED 仍然可以保持 150ms@100bar 的建压速度，精度为 ±1bar。
NVH 优异	RBU 模块建压时的平均噪声等级为 75dB，而 IBS-RED 建压时的平均噪声等级不超过 42dB。
可靠性高	RBU 模块的寿命不超过 2 万次，而 IBS-RED 的寿命可达 220 万次。
成本低	RBU 模块需要增加额外的支架、制动管路，而 IBS-RED 只需要增加简单的控制回路和双绕线电机，成本更低。

来源：公司微信公众号，国金证券研究所

有望整合线控底盘，引领行业变革。滑板底盘技术将机械和电子结构件集成在底盘上，能够快速打造差异化车型，大幅缩短造车时间。公司拥有悬架系统、线控刹车、线控转向等丰富产品线，以及与RIVIAN在滑板底盘的合作经验，具备滑板底盘整合能力。

图表25: 滑板底盘优势突出

优势	说明
降低造车成本与开发周期	滑板底盘60%-70%的零部件可以复用，方便在同一底盘平台上搭建不同的车型，无需重复开发，这将极大缩短造车成本和开发周期。特别适合于跨界造车的互联网车企。
利于上车体差异化延展	应用滑板底盘技术，可实现车身和底盘的分开研发，有助于汽车制造围绕上车体设计无限延展，满足人们的个性化需求。

来源：公司公告，国金证券研究所

图表26: 公司已布局多个滑板底盘核心模块的产品线

公司关联产品线		
前桥	前空气悬架系统	√
	底盘轻量化结构件	√
	驱动电机	-
	电动助力转向系统	√
	线控转向系统	√
中桥	智能刹车系统	√
	电池系统	-
	电池包结构件	√
	防撞结构	-
后桥	热管理系统	√
	后空气悬架系统	√
	底盘轻量化结构件	√
	驱动电机	-

来源：公司公告，国金证券研究所

5.3 空气悬架：标配化趋势明朗，国产替代持续推进

空悬标配化趋势逐步明朗，渗透率正处于大幅提升阶段。按目前装配情况，30+万价格的新能源车型基本逐步标配。未来随核心部件国产化，空悬系统成本下探，叠加车型配置上探，空悬渗透率有望持续提升。

图表27: 搭载空悬的车型单价持续下探

国内主要应用车型			
价格级别	车型	能源类型	装配情况
60万及以上级别	奔驰S级、宝马7系、奥迪A8等	传统汽车	空气悬架属于该级别传统汽车标配
	高合HiPhi X	新能源汽车	标配
40-60万级别	奔驰E级、宝马5系、奥迪A6	传统汽车	选配
40万级别	红旗HS7	新能源汽车	——
	蔚来ES6、ES8	新能源汽车	——
30万级别	岚图FREE	新能源汽车	——
25-30万级别	极氪001	新能源汽车	——
20-25万元	未来预计安装		空悬系统规模化上升、价格会降低，会逐渐匹配该价位车型

来源：汽车之家，国金证券研究所

外资企业垄断，国产化持续加速。空悬系统的主要外资生产企业有大陆、威伯科等。由于主机厂采取软硬件解耦的采购方式，主机厂对空悬系统国产化意愿较强。目前，国内生产空悬产品的主要企业有中鼎股份（空压总成单元）、保隆科技（空气弹簧）、孔辉科技（空气弹簧）等。

图表28: 国内企业已突破空悬核心部件壁垒

厂商	供应产品
大陆	空气悬架系统、空气供给单元、空气弹簧
威伯科	空气供给单元、电子控制单元
AMK	空气供给单元
威巴克	空气悬架系统、空气弹簧
倍适登	可调阻尼减震器、空气弹簧减震器支柱（空簧外购）
采埃孚-萨克斯	可调阻尼减震器
凡士通	空气弹簧

来源：公司官网，国金证券研究所

竞争优势：拥有橡胶产品等技术积淀，与空悬控制器及空簧囊皮领域的技术共通性较高。空气悬架核心部件的技术壁垒高，其中空气弹簧的技术难点在于橡胶件的皮囊设计与装配工艺。依托于公司丰富的橡胶减震系统经验。空气弹簧皮囊是橡胶件。公司具有超过 30 年的橡胶减震系统量产经验，全面掌握配方开发、硫化工艺等橡胶件核心技术，依托橡胶方面的积淀进行空簧皮囊设计。

图表 40：公司空悬系统技术储备深厚

空悬部件	技术特点
机械部件：前空气弹簧总成、后空气弹簧总成	在空气弹簧上不仅实现单气室（单腔）的技术，同时具备了多气室（多腔）的技术，应用多气室空簧，通过开关电磁阀动作，打开关闭部分气室，可提供多种悬架刚度，应对多种工况，提供优越舒适性的同时，可提供更好的整车操控稳定性(车辆转弯、并线侧倾角更小，安全性更高)。
电控部件：集成式空气供给单元(气泵、阀体、ECU 一体化)、高度传感器、加速度传感器	实现了集成式的空气供给单元，对于空间布置、能耗降低、成本降低、响应时间的提升非常有利。
控制程序：空气悬架 ECAS 系统	-

来源：公司微信公众号，国金证券研究所

6、盈利预测与投资建议

1) 橡胶减震：减震器为公司核心业务，受益于下游客户销量的高速增长。因此我们预计 2023-2025 年减震器产品营收分别为 46、54、65 亿元。公司的减震器业务已是成熟业务，且公司与客户合作关系稳固，因此我们预计 2023-2025 年公司减震器业务毛利率分别为 24%、25%、25%，对应毛利为 11、13、16 亿元。

2) 内饰功能件：公司饰件产品升级为整车声学套组，产品营收能力稳定增长，同时受益于下游核心客户的销量高增长。因此我们预计 2023-2025 年内饰件产品营收分别为 67、85、109 亿元。饰件产品实现垂直整合，具有成本优势，因此我们预计 2023-2025 年公司内饰件业务毛利率分别为 19%、20%、20%，对应毛利为 13、17、22 亿元。

3) 轻量化：公司在 2021 年采购大量压铸单元，突破一体化压铸技术核心壁垒，此外新能源车渗透率提升，市场对轻量化底盘订单需求旺盛。因此我们预计 2023-2025 年底盘系统-轻量化业务营收分别为 66、90、121 亿元，毛利率分别为 22%、22%、23%，对应毛利为 14、20、27 亿元。

4) 热管理：2021 年开始公司产品深度配套 A 公司，同时不断突破核心部件壁垒，未来将充分受益于 A 公司销量的高速增长。我们预计 2023-2025 年热管理业务营收分别为 20、27、34 亿元。随着热管理子零件实现自制，毛利率逐渐攀升，因此我们预计 2023-2025 年公司热管理业务毛利率分别为 19%、20%、21%，对应毛利为 4、5、7 亿元。

5) 汽车电子：目前看 30 万以上的新能源车都基本开始标配空气悬挂产品。且相对外资企业，国内企业的产品成本更低，国产替代进度顺利，因此公司凭借客户粘性高优势，顺利开拓空悬产品市场。空气悬挂总成产品单车价值量约 8000 元，价值量较高，有利于公司业务收入快速增长。因此我们预计随着高价值量的空气悬挂产品开始量产，公司汽车电子业务营收将迎来高速增长。我们预计 2023-2025 年汽车电子业务营收分别为 10、20、32 亿元。空悬为新出产品，短期由于规模小，毛利率较低，但预计随着销售规模的扩大，产品的成本逐步被摊薄，利润率将会得到进一步提升。因此我们预计 2023-2025 年公司汽车电子业务毛利率分别为 19%、22%、24%，对应毛利为 2、5、8 亿元。

费用假设：假设 23-25 年，随公司业务规模扩张，销售费用率/管理费用率逐年小幅上升，分别为 1.6%/2.9%、1.7%/3.1%、1.8%/3.2%。此外，由于公司逐步加大对汽车电子业务的投入，研发费用率逐步上升，假设 23-25 年研发费用率分别为 4.8%/5.0%/5.3%。

图表29：盈利预测

亿元	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	65	115	160	222	303	401
yoy	21%	76%	40%	39%	36%	32%
营业成本	50	92	125	173	233	305
毛利	15	23	35	49	70	96
毛利率	23%	20%	22%	22%	23%	24%
1、橡胶减震						
营业收入	26	33	39	46	54	65
yoy	9%	31%	16%	18%	20%	20%
营业成本	19	25	29	34	41	49
毛利	7	8	9	11	13	16
毛利率	26%	24%	24%	24%	25%	25%
2、内饰功能件						
营业收入	22	36	55	67	85	109
yoy	35%	61%	53%	23%	26%	29%
营业成本	18	30	44	54	68	88
毛利	4	6	10	13	17	22
毛利率	18%	17%	19%	19%	20%	20%
3、轻量化						
营业收入	13	26	44	66	90	121
yoy	27%	97%	69%	49%	36%	34%
营业成本	11	22	35	52	70	94
毛利	2	5	9	14	20	27
毛利率	15%	18%	21%	22%	22%	22%
4、热管理						
营业收入		13	14	20	27	34
yoy			7%	43%	38%	27%
营业成本		11	11	16	22	27
毛利		2	3	4	5	7
毛利率		18%	19%	19%	20%	21%
5、汽车电子						
营业收入	2	2	2	10	20	32
yoy	40%	2%	5%	432%	95%	59%
营业成本	1	1	1	8	15	24
毛利	0.5	0.5	0.5	2.0	4.5	7.6
毛利率	29%	26%	25%	19%	22%	24%

来源：国金证券研究所

注：轻量化业务即公司财报中“底盘系统”

我们采用 PE 估值法对公司进行估值。我们选取 3 家可比公司对公司进行估值，分别为伯特利、三花智控、保隆科技。2023-2025 年，3 家可比公司的平均 PE 分别 28/22/17 倍。

我们认为，公司作为国内龙头的减震器及内饰件供应商，在本赛道处于领先地位的同时，在轻量化底盘领域也享受新能源汽车加速渗透带来的行业空间增长。此外，有望在热管理集成化和智能化驾驶趋势下，凭借自身技术及规模壁垒持续增厚业绩。因此我们给予公司 23 年 PE 35 倍，目标市值 840 亿元，目标价 76.23 元/股，给予“增持”评级。

图表30：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价 (元)	EPS					PE				
			2021	2022	2023E	2024E	2025E	2021	2022	2023E	2024E	2025E
603596.SH	伯特利*	71.15	1.24	1.7	2.37	3.20	4.13	56.35	47.03	30.08	22.21	17.24
002050.SZ	三花智控	26.18	0.47	0.72	0.92	1.13	1.52	53.95	29.61	28.46	23.17	17.22
603197.SH	保隆科技	49.33	1.29	1.03	1.92	2.44	2.93	45.22	46.11	25.69	20.22	16.84
平均值								51.84	40.92	28.06	21.87	17.10
601689.SH	拓普集团	59.74	0.92	1.54	2.17	3.01	4.04	57.42	37.97	27.55	19.84	14.79

来源：wind，国金证券研究所测算

注：股价截止于 2023 年 5 月 26 日。伯特利采用 wind 一致预期数据。

7、风险提示

- 汽车销量不及预期。目前下游终端竞争激烈，下游终端汽车销量存在不及预期的可能性，从而导致零部件需求下滑，进一步影响公司收入。
- 人民币汇率波动风险。国际环境复杂，人民币汇率存在波动的可能性，从而影响公司海外业务业绩。
- 新产品推进进度不及预期。公司不断开拓汽车电子新产品，存在产品推进进度不及预期的可能性，从而影响新业务的市场开拓。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	6,511	11,463	15,993	22,212	30,285	40,058
增长率		76.0%	39.5%	38.9%	36.3%	32.3%
主营业务成本	-5,034	-9,184	-12,536	-17,264	-23,262	-30,472
%销售收入	77.3%	80.1%	78.4%	77.7%	76.8%	76.1%
毛利	1,477	2,279	3,457	4,948	7,022	9,586
%销售收入	22.7%	19.9%	21.6%	22.3%	23.2%	23.9%
营业税金及附加	-58	-70	-94	-133	-182	-240
%销售收入	0.9%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-124	-157	-220	-344	-515	-721
%销售收入	1.9%	1.4%	1.4%	1.6%	1.7%	1.8%
管理费用	-233	-295	-423	-644	-939	-1,282
%销售收入	3.6%	2.6%	2.6%	2.9%	3.1%	3.2%
研发费用	-355	-502	-751	-1,066	-1,514	-2,123
%销售收入	5.4%	4.4%	4.7%	4.8%	5.0%	5.3%
息税前利润 (EBIT)	707	1,253	1,968	2,760	3,873	5,219
%销售收入	10.9%	10.9%	12.3%	12.4%	12.8%	13.0%
财务费用	-44	-36	12	-76	-135	-195
%销售收入	0.7%	0.3%	-0.1%	0.3%	0.4%	0.5%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	-1	0	0	0
投资收益	43	35	39	30	30	30
%税前利润	6.1%	3.1%	2.0%	1.1%	0.8%	0.6%
营业利润	706	1,145	1,978	2,714	3,768	5,055
营业利润率	10.8%	10.0%	12.4%	12.2%	12.4%	12.6%
营业外收支	4	2	-18	2	3	5
税前利润	710	1,146	1,960	2,716	3,771	5,060
利润率	10.9%	10.0%	12.3%	12.2%	12.5%	12.6%
所得税	-80	-128	-261	-326	-452	-607
所得税率	11.3%	11.2%	13.3%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润	630	1,018	1,699	2,390	3,318	4,452
少数股东损益	2	1	-1	0	0	0
归属于母公司的净利润	628	1,017	1,700	2,390	3,318	4,452
净利率	9.6%	8.9%	10.6%	10.8%	11.0%	11.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	630	1,018	1,699	2,390	3,318	4,452
少数股东损益	2	1	-1	0	0	0
非现金支出	552	748	965	986	1,122	1,306
非经营收益	-51	-5	-57	306	471	530
营运资金变动	-7	-574	-323	-373	-959	-921
经营活动现金净流	1,124	1,187	2,284	3,309	3,952	5,368
资本开支	-1,385	-3,469	-5,403	-3,574	-3,037	-4,345
投资	798	-302	331	0	0	0
其他	0	35	-34	30	30	30
投资活动现金净流	-587	-3,736	-5,106	-3,544	-3,007	-4,315
股权募资	0	1,978	0	-143	0	0
债权募资	-345	1,123	4,922	1,273	678	1,373
其他	-220	-278	-625	-853	-1,082	-1,325
筹资活动现金净流	-565	2,824	4,297	277	-404	48
现金净流量	-40	261	1,475	42	541	1,101

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	787	1,271	2,796	2,819	3,347	4,439
应收款项	2,853	4,550	6,057	6,930	9,448	12,498
存货	1,503	2,297	3,256	3,689	4,971	6,512
其他流动资产	217	672	327	972	464	564
流动资产	5,360	8,790	12,435	14,410	18,230	24,012
%总资产	44.2%	47.0%	45.2%	45.8%	48.2%	51.5%
长期投资	182	159	167	167	167	167
固定资产	5,192	7,822	12,280	13,857	16,109	18,887
%总资产	42.9%	41.9%	44.6%	44.0%	42.6%	40.5%
无形资产	990	1,159	1,595	1,815	2,035	2,255
非流动资产	6,756	9,893	15,076	17,049	19,571	22,625
%总资产	55.8%	53.0%	54.8%	54.2%	51.8%	48.5%
资产总计	12,115	18,683	27,510	31,459	37,802	46,638
短期借款	400	1,234	1,156	2,796	3,474	4,848
应付款项	3,385	5,575	7,838	8,375	11,285	14,782
其他流动负债	245	558	627	1,069	1,092	1,363
流动负债	4,031	7,367	9,621	12,240	15,851	20,993
长期贷款	0	310	2,825	2,825	2,825	2,825
其他长期负债	266	386	2,905	2,406	2,393	2,383
负债	4,297	8,062	15,350	17,471	21,069	26,201
普通股股东权益	7,787	10,589	12,129	13,957	16,703	20,406
其中：股本	1,055	1,102	1,102	1,102	1,102	1,102
未分配利润	2,868	3,627	4,933	6,904	9,650	13,353
少数股东权益	31	32	31	31	31	31
负债股东权益合计	12,115	18,683	27,510	31,459	37,802	46,638

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.595	0.923	1.543	2.169	3.011	4.040
每股净资产	7.381	9.608	11.006	12.665	15.156	18.516
每股经营现金净流	1.065	1.077	2.073	3.003	3.586	4.871
每股股利	0.190	0.172	0.278	0.380	0.520	0.680
回报率						
净资产收益率	8.07%	9.61%	14.02%	17.12%	19.87%	21.82%
总资产收益率	5.19%	5.44%	6.18%	7.60%	8.78%	9.55%
投入资本收益率	7.59%	9.09%	9.17%	11.06%	13.42%	15.08%
增长率						
主营业务收入增长率	21.50%	76.05%	39.52%	38.88%	36.35%	32.27%
EBIT 增长率	34.03%	77.24%	57.04%	40.21%	40.33%	34.77%
净利润增长率	37.70%	61.93%	67.13%	40.58%	38.84%	34.18%
总资产增长率	7.84%	54.21%	47.25%	14.35%	20.16%	23.37%
资产管理能力						
应收账款周转天数	88.0	78.8	85.8	78.0	78.0	78.0
存货周转天数	99.4	75.5	80.8	78.0	78.0	78.0
应付账款周转天数	121.7	101.8	117.3	100.0	100.0	100.0
固定资产周转天数	238.1	185.7	199.1	144.7	111.6	91.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-4.95%	-0.46%	29.13%	36.88%	31.73%	27.36%
EBIT 利息保障倍数	16.0	35.2	-164.0	36.4	28.7	26.8
资产负债率	35.47%	43.15%	55.80%	55.54%	55.73%	56.18%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明:

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-85950438	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮编: 100005	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	地址: 北京市东城区建内大街26号	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址: 深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806