

募投扩产转型新能源车, 核心技改开拓增长空间

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 公司是国内齿轮传动和离合器先进制造企业, 盈利能力较强, 2022年毛利率约为23.5%, 位于行业前列水平。2) 齿轮传动市场稳定发展, 2019-2022年市场空间以6.6%年化复合增长率提升; 国外纸基摩擦材料应用领域广、技术壁垒高, 公司掌握先进且成熟的生产技术, 未来成长空间巨大。3) 募投项目预计2026年投产, 项目建成后将形成年产141万件高精度传动产品, 助力企业进入长城汽车产业链, 开拓新能源汽车应用领域。
- 主营业务毛利率保持较高水准, 高速齿轮赛道稳定发挥。** 公司高精传动产品具有明显竞争优势, 工艺难度大、附加值高, 保证了公司产品拥有良好的盈利空间; 公司始终坚持走高品质的市场路线, 长期作为日本本田、雅马哈等大型跨国公司一级配套企业, 对产品附加值提升起到良好促进作用。2019-2022年公司高速齿轮组件毛利率小范围波动, 分别为26.9%、29.5%、29.1%和26.8%。
- 齿轮传动行业稳定增长, 纸基摩擦材料成长空间大。** 齿轮行业已从高速发展期过渡到平稳发展期, 预计2022年中国齿轮市场规模将达3354亿元; 纸基摩擦材料产品制造在国外已非常成熟, 但由于国外企业对技术严格保密, 国内摩托车离合器企业中能进行稳定、批量生产纸基摩擦材料及其相关产品的企业并不多, 公司掌握先进且成熟的高壁垒生产技术, 成长空间巨大。
- 募投扩产高精度传动产品, 拓展新能源汽车应用领域。** 项目建成后预计将年产141万件各类新能源汽车高精度传动部件, 公司业务将由传统燃油车零部件领域向新能源汽车零部件领域转型升级, 提升公司持续经营能力。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司2023-2025年归母净利润分别为0.4/0.5/0.6亿元, CAGR为19.2%, 对应PE为13/10/8倍。考虑到2024年可比公司平均估值为20倍, 公司是国内齿轮传动和离合器先进制造企业, 募投项目布局开拓新能源汽车应用领域, 将形成年产141万件高精度传动产品, 助力企业进入长城汽车产业链, 业绩有望高速增长。考虑到北交所市场流动性受限, 我们给予公司2024年13倍PE, 对应目标价为6.63元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示:** 宏观经济波动风险、客户相对集中风险、原材料价格波动风险、市场竞争加剧风险、新能源车对燃油车替代风险、汇率波动的风险、募集资金投资项目风险。

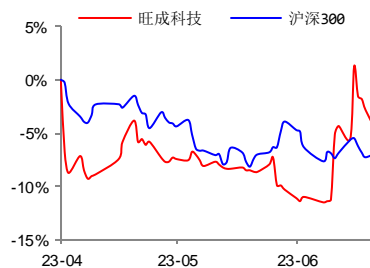
指标年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	321.54	379.72	439.01	494.89
增长率	-11.94%	18.09%	15.61%	12.73%
归属母公司净利润(百万元)	36.69	40.66	51.50	62.21
增长率	-1.81%	10.83%	26.66%	20.79%
每股收益EPS(元)	0.36	0.40	0.51	0.61
净资产收益率ROE	14.22%	7.38%	8.66%	9.62%
PE	14	13	10	8
PB	2.01	0.94	0.87	0.80

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: iFinD

基础数据

总股本(万股)	10122.42
流通A股(万股)	2069.90
总市值(亿元)	5.17
总资产(亿元)	5.27
每股净资产(元)	3.49

相关研究

目 录

1 专精特新“小巨人”，传动领域引领者	1
1.1 股权结构稳定，董事长为控股股东	1
1.2 产品技术较为成熟，应用覆盖多类型车种	2
1.3 业绩短期承压，期间费用率回升	4
2 齿轮和离合器双赛道并行，场景覆盖工业与车用领域	7
2.1 齿轮行业市场规模稳步提升，国产替代趋势日益凸显	7
2.2 国外纸基摩擦材料逻辑成熟，未来国内市场空间广阔	8
2.3 下游多类应用场景带来市场空间，行业集中度较低	9
3 产品矩阵丰富性能优越，募投扩产助力业绩高增	10
3.1 产品性能优势显著，成本管理能力强劲	10
3.2 加码新能源汽车，进入长城供应链	11
3.3 助力摩擦材料多应用领域研究，拓宽新能源车领域发展空间	12
4 盈利预测与估值	13
4.1 盈利预测	13
4.2 相对估值	14
5 风险提示	15

图 目 录

图 1: 公司历史沿革.....	1
图 2: 公司股权结构图 (截至 2023 年 7 月 10 日)	1
图 3: 2019 年-2022 年可比公司研发费用率比较情况	2
图 4: 公司营业总收入及增速	5
图 5: 公司归母净利润及增速	5
图 6: 公司主营业务收入按产品构成情况	5
图 7: 公司主营业务收入按地区构成情况	5
图 8: 公司毛利率及净利率	6
图 9: 公司分产品毛利率情况	6
图 10: 公司销售费用率同行对比	6
图 11: 公司财务费用率同行对比	6
图 12: 公司整体期间费用率同行对比	7
图 13: 公司管理费用率同行对比	7
图 14: 我国齿轮市场规模情况	8
图 15: 可比公司毛利率对比	11
图 16: 公司离合器产能 (万件)	12
图 17: 250CC 以上 (不含 250CC) 中大排量摩托车年销量 (万辆)	13

表 目 录

表 1: 公司产品结构.....	2
表 2: 公司核心技术.....	3
表 3: 齿轮产品分类.....	7
表 4: 各类摩擦材料的主要构成、技术特点及应用领域.....	9
表 5: 下游覆盖应用领域及行业	10
表 6: 公司募集资金投资项目概况.....	11
附表: 财务预测与估值	16

1 专精特新“小巨人”，传动领域引领者

公司深耕齿轮传动领域 24 余年。公司前身重庆市旺成汽车配件制造有限责任公司成立于 1999 年，一直专注于齿轮、离合器和传动类摩擦材料的研发、生产和销售，主要产品为齿轮和离合器，广泛应用于摩托车、全地形车、汽车、农机等领域。公司被授予“重庆市高新技术企业”、“重庆市专精特新企业”、“重庆市企业技术中心”等荣誉称号。

图 1：公司历史沿革

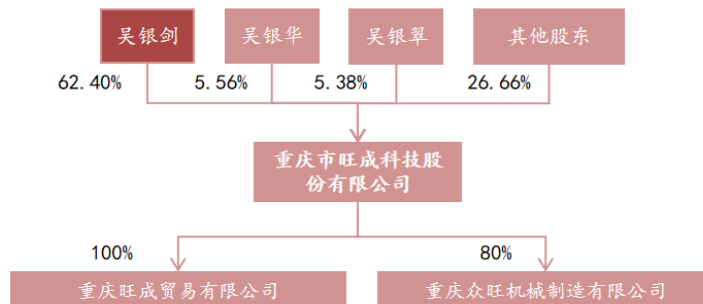


数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

1.1 股权结构稳定，董事长为控股股东

股权结构高度集中，董事长吴银剑及家人为实际控制人。公司控股股东及为董事长吴银剑；实际控制人为吴银剑、吴银华、吴银翠，其中吴银剑与吴银华系兄弟关系，吴银剑与吴银翠系姐弟关系，吴银华与吴银翠系兄妹关系。截至 2023 年 7 月 12 日，吴银剑直接持有 62.4% 的股份，吴银华直接持有公司 5.6% 的股份，吴银翠直接持有公司 5.4% 股份，三人合计持有公司 73.3% 股份。

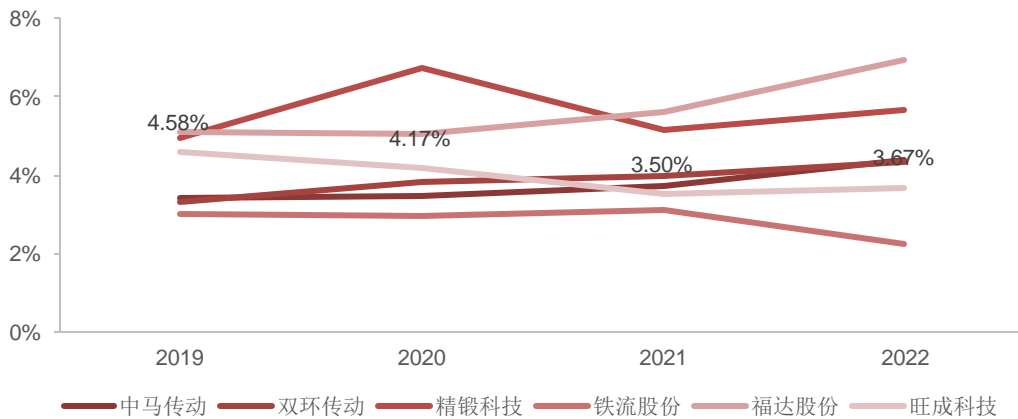
图 2：公司股权结构图（截至 2023 年 7 月 10 日）



数据来源：iFinD，公司公告，西南证券整理

多部门协同研发，保持企业发展核心驱动力。公司以研发为企业发展的核心驱动力，形成了以产品研究所、工程技研部、品质保证部、材料部为主，多部门共同合作的研发体系。公司紧密结合摩擦材料、齿轮、离合器以及下游行业的发展趋势，致力于不断推进产品和技术的更新迭代，以满足不同客户的差异化需求。公司“100CC-150CC 摩托车纸基离合器总成”“AVT 变速箱齿轮”2 项产品以及“CWC 摩托车离合器总成弯梁车、骑士车、踏板车 100CC-150CC 系列”、“CWC 踏板车 K45 系列齿轮组件”、“CWC4D20 汽车齿轮 24111-4D20-0000-00/24112-4D20-0000”3 项产品曾先后获得重庆市高新技术产品、重庆名牌产品认定。截至 2023 年 7 月 6 日，公司已取得授权专利 39 项，其中 8 项为发明专利。

图 3：2019 年-2022 年可比公司研发费用率比较情况



数据来源：各公司公告，西南证券整理

1.2 产品技术较为成熟，应用覆盖多类型车种

公司布局两条细分赛道，主要产品广泛应用于摩托车、汽车及非道路用车等领域，且应用领域不断延展。公司齿轮方面的主要产品包括摩托车齿轮、汽车齿轮、全地形车齿轮和农机齿轮，公司离合器主要产品为摩托车离合器。

表 1：公司产品结构

系列	产品类型	代表性产品及用途	图示
齿轮	摩托车 齿轮	包含：主动齿轮、凸轮轴从动齿轮、主轴、副齿轮组件、最终齿轮组件等高速齿轮； 用途：主要用于摩托车发动机的起动机和踏板车二级传动机构的总成装配	
	汽车 齿轮	包含：进气从动齿轮、排气主动齿轮、结合齿圈和惰轮轴； 用途：主要用于汽车发动机曲轴和后桥传动总成的装配	
	全地形车 齿轮	包含：螺旋输入轴、中间轴齿轮组件、输出轴齿轮组件、差速器壳体等； 用途：主要用于沙滩车、高尔夫车雪橇车等变速箱总成的装配	

系列	产品类型	代表性产品及用途	图示
	农机齿轮	包括：凸轮轴齿轮、曲轴齿轮、惰轮组件、油泵齿轮等 用途：主要用于小型发动机、收割机、插秧机等各类农用机械	
离合器	湿式多片离合器	包含：主动齿轮、外罩组合（从动齿等）、中心套组合（摩擦盘等）零部件 用途：通过离合器摩擦片的结合和分离，对发动机的动力进行传递或切断；通过使用主动齿轮、离合器总成进行扭矩的低噪、平稳传递及切断功能，同时，在过载时起到打滑保护传动系统的功用。	
	湿式离心离合器	包括：外罩部件（含主动齿轮）、主动盘组合（蹄块等） 用途：离合器在油液中通过高速旋转产生离心力，对发动机的动力进行传递，旋转停止动力切断；在过载时通过离合器打滑保护传动系统。	
	干式离心离合器	包含：滚轮、滑块、移动轮组件、皮带、移动盘组件、固定盘组合、主动盘组合（蹄块等）、外罩组件等零部件 用途：离合器在热空气中通过高速旋转产生离心力，对发动机的动力进行传递，旋转停止动力切断；同时，提供平稳和“无级的”速比转换变速系统。	

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

公司核心科技成果转化成功，技术水平行业领先。公司专注于齿轮、离合器相关产品的研发和产业化，经多年研发积累，在摩托车离合器、高精度齿轮制造等方面掌握大量核心技术，自主开发的少齿数（少于 15 齿）滚剃工艺加工技术（齿轮精度稳定保持在 ISO 或 DIN6-7 级）、滚磨工艺加工技术（齿轮精度稳定保持在 ISO 或 DIN 4-5 级）、外花键滚压加工技术（花键精度保持 GB5-6 级）、纸基摩擦材料技术（是《非金属纸基湿式摩擦材料》《湿式自动变速箱摩擦元件试验方法》国家标准的起草单位之一）等处于行业先进水平，主要在研项目覆盖新能源汽车、重型卡车、工程机械、摩托车、全地形车等多个领域，为公司的持续健康发展奠定了坚实的基础。

表 2：公司核心技术

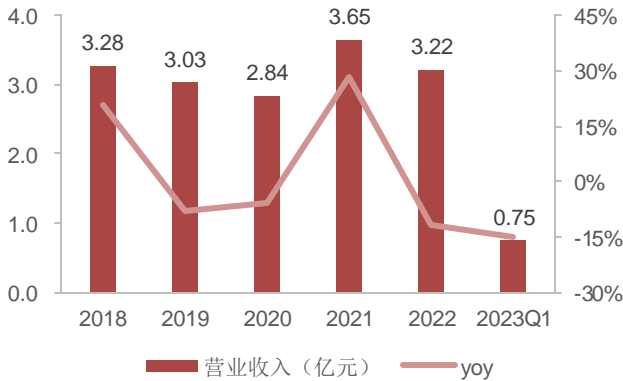
序号	核心技术	技术简介	所处阶段	技术来源	应用领域
1	新能源汽车变速箱齿轮特殊齿形修形磨削加工技术	通过特殊修形方法，可以实现齿轮驱动面和从动面不同的齿形特殊修形精度标准要求	小批量生产	自研、原始创新	汽车
2	新能源汽车齿轮组件两种不同材料的激光焊接技术	差速器齿圈组件由差速器齿圈（材质 20MnCr5）和差速器壳体（QT500-6）两种不同材质产品焊接组合而成，从而改变传统用螺栓连接方式，实现差速器总成的轻量化设计目的	小批量生产	自研、原始创新	汽车
3	盘齿轮产品内孔和端面的车磨复合加工技术	通过车磨复合加工，可以实现产品内孔和端面一次装夹完成产品内孔和端面的加工，从而保证产品内孔的粗糙度和圆度，以及内孔与齿轮端面的垂直度。在提高产品质量的同时，还提高	小批量生产	自研、原始创新	汽车

序号	核心技术	技术简介	所处阶段	技术来源	应用领域
		了生产效率			
4	齿轮硬齿面磨削加工技术	可以实现对齿廓及螺旋线的任意修形要求, 在批量生产中产品精度可以稳定地保持在 ISO 或 DIN4~5 级	大批量生产	自研、原始创新	汽车
5	少齿数(少于 15 齿)剃齿加工技术	针对少齿数(少于 15 齿)的齿轮产品, 采用特有的加工技术, 实现齿轮精度稳定保持 ISO 6~7 级	大批量生产	自研、原始创新	摩托车
6	外花键滚压加工技术	可以实现渐开线外花键产品的快速滚压成形, 花键精度保持 GB 5~6 级	大批量生产	自研、原始创新	汽车、摩托车、ATV
7	热处理变形控制技术	通过热处理过程控制程序一对一控制, 同时使用特定的热处理变形跟踪方案, 实现热处理变形的有效控制	大批量生产	自研、原始创新	汽车、摩托车、ATV、农机
8	铝合金镜面车削加工技术	通过采用金刚石刀具对铝合金产品表面进行车削加工, 从而保证粗糙度提高到 Ra0.2.	大批量生产	自研、原始创新	摩托车离合器
9	高耐磨性粉末冶金材料	由公司研发出特定材料配比的粉末冶金材料, 经预成型、烧结、精整等工序, 制成齿坯, 然后经过特定的高频感应加热淬火热处理工艺, 达到极佳的耐磨性、韧性、高强度, 满足传动部件广泛的适用范围及高寿命要求	大批量生产	自研、原始创新	摩托车
10	多级缓冲防震减震离合器	通过研究发动机及整车的特定需求, 在离合器外罩组合上进行多级减震的设计, 以使安装该型离合器后的整车行驶时无冲击、无震动, 达到最佳的驾乘舒适度	大批量生产	自研、原始创新	摩托车
11	离心式无石棉蹄块式离合器	蹄块的摩擦材料采用了无石棉的自主配方及生产工艺, 达到高摩擦系数、热衰退小、耐磨损、对偶磨损低的效果, 在性能上完美匹配发动机和整车的性能要求	大批量生产	自研、原始创新	摩托车
12	片式无石棉纸基离合器	摩擦片的摩擦材料采用了无石棉的自主配方及生产工艺, 达到高摩擦系数、热衰退小、耐磨损、对偶磨损低的效果。在性能上完美匹配发动机和整车的性能要求	大批量生产	自研、原始创新	摩托车
13	CVT 无极变速结构离合器	通过对变速槽的特殊设计, 改变车速所对应的发动机转速, 从而实现车辆加速性能提升	大批量生产	自研、原始创新	摩托车

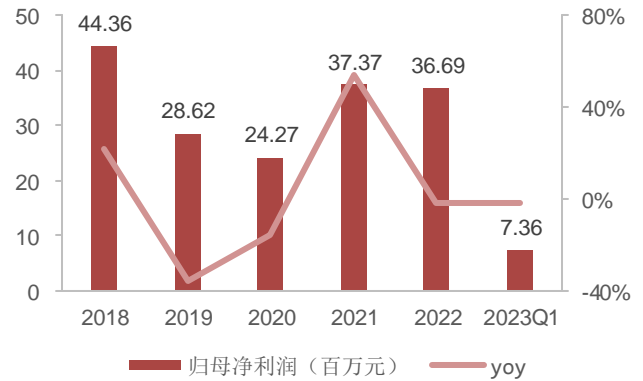
数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

1.3 业绩短期承压, 期间费用率回升

营业收入受多重影响, 业绩短期承压。公司受国际宏观经济变化、国际政治环境变化、客户采购量减少等影响, 营业收入在 2018-2020 年由 3.3 亿下降至 2.8 亿, 2021 年受下游行业回暖、订单增加影响, 营业收入增幅达到 28.5%, 增至 3.7 亿, 2022 年实现营收 3.2 亿。2019 年至 2023 年一季度, 公司的归母净利润分别为 2862 万元、2427 万元、3737 万元、3669 万元和 736 万元, 2020-2022 年公司归母净利润的年化复合增长率为 8.6%。

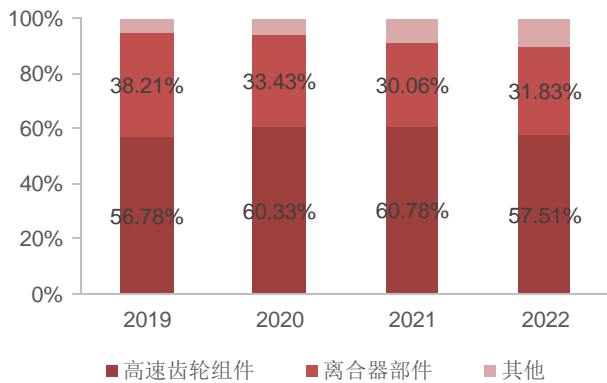
图 4：公司营业总收入及增速


数据来源：iFinD，公司公告，西南证券整理

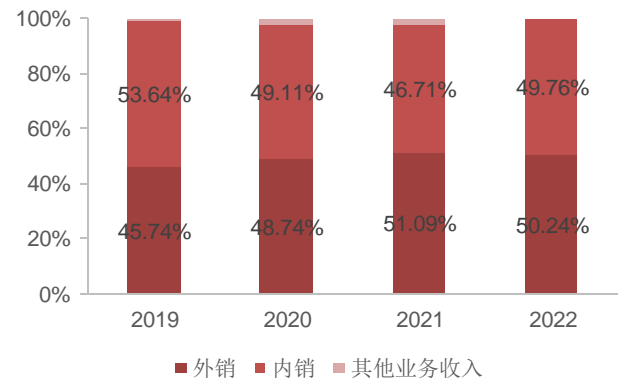
图 5：公司归母净利润及增速


数据来源：iFinD，公司公告，西南证券整理

高速齿轮组件与离合器部件主导业绩，营收构成相对稳定。分产品看，2019-2022 年高速齿轮组件产品实现营收分别为 1.7 亿元、1.7 亿元、2.2 亿元和 1.8 亿元，离合器部件产品实现营收分别为 1.2 亿元、1 亿元、1.1 亿元和 1 亿元，两板块产品营收合计占总营收的 90% 左右。分销售区域看，2019-2021 年外销收入呈上升趋势，2022 年稳定在 50% 以上。

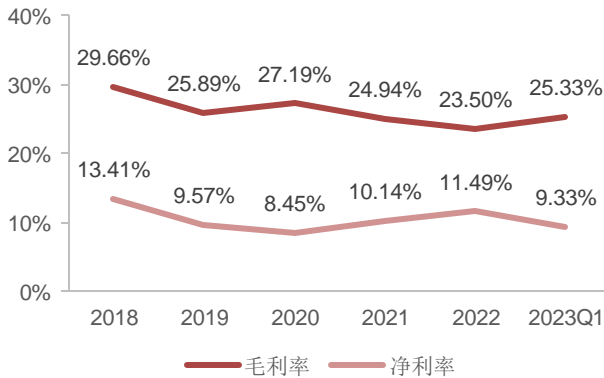
图 6：公司主营业务收入按产品构成情况


数据来源：iFinD，公司公告，西南证券整理

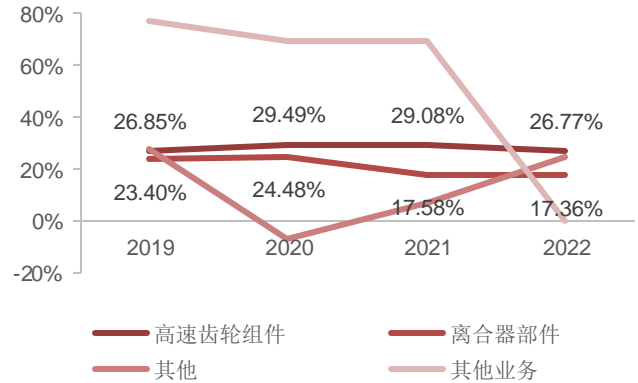
图 7：公司主营业务收入按地区构成情况


数据来源：iFinD，公司公告，西南证券整理

主营业务毛利率保持较高水准，高速齿轮赛道稳定发挥。一方面，公司齿轮及离合器产品具有明显竞争优势，产品工艺难度大、附加值高，凭借自身持续的技术创新能力及精益化质量管理体系，保证了公司产品拥有良好的盈利空间；另一方面，公司始终坚持走高品质的市场路线，长期作为日本本田、日本雅马哈、印度 TVS、美国 TEAM 等大型跨国公司一级配套企业，对产品附加值提升起到良好促进作用。使主营业务毛利率保持在较高水准，2019-2023 年 Q1 分别为 25.9%、27.2%、24.9%、23.5%和 25.3%。分产品看，2019-2022 年公司高速齿轮组件毛利率略有波动，分别为 26.9%、29.5%、29.1%和 26.8%。公司净利率在 2021 年后逐渐回升，2023 年第一季度因营收规模缩小略有下滑。

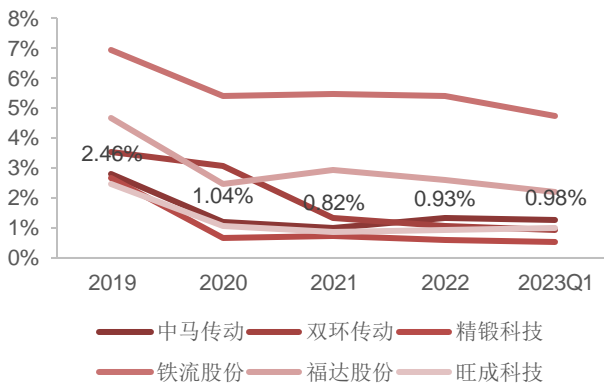
图 8：公司毛利率及净利率


数据来源：iFinD，公司公告，西南证券整理

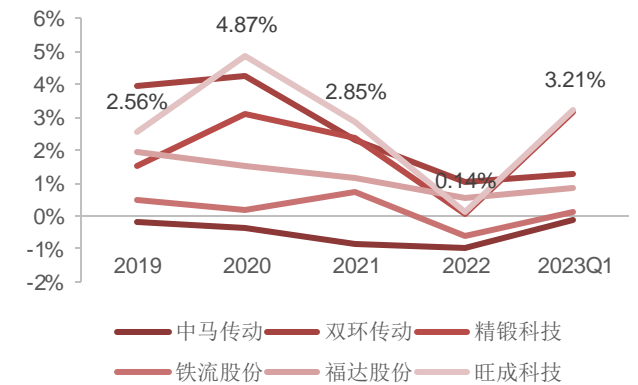
图 9：公司分产品毛利率情况


数据来源：iFinD，公司公告，西南证券整理

销售费用率略有波动，财务费用率回升。2019-2023 年 Q1 公司销售费用率分别为 2.5%、1.0%、0.8%、0.9%和 1.0%，低于行业平均水平。2019-2023 年 Q1 公司财务费用率分别为 2.6%、4.9%、2.9%、0.1%和 3.2%，2022 年财务费用率降低主要原因系当年度产生汇兑收益 657.3 万元、利息费用较前年减少 168.6 万元，2023 年 Q1 财务费用率回升至原本区间。

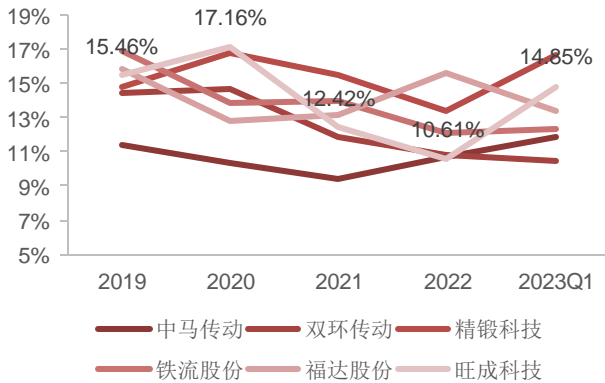
图 10：公司销售费用率同行对比


数据来源：iFinD，各公司公告，西南证券整理

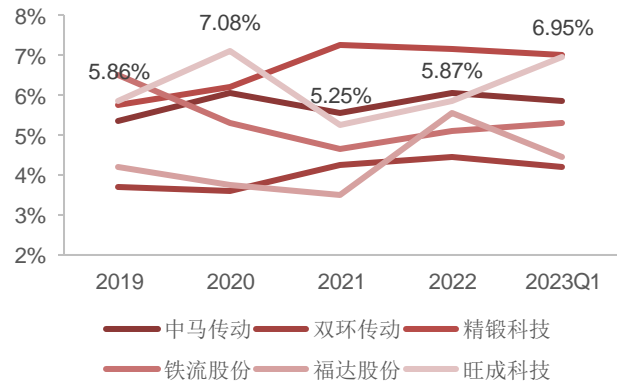
图 11：公司财务费用率同行对比


数据来源：iFinD，各公司公告，西南证券整理

整体期间费用率和管理费用率呈现回升趋势。2019-2023 年 Q1 公司期间费用率分别为 15.5%、17.2%、12.4%、10.6%和 14.85%，略高于行业平均水平，2023Q1 期间费用率回升主要系营收规模缩小与管理费用增加。2019-2023 年 Q1 公司管理费用率略有波动，分别为 5.9%、7.1%、5.3%、5.9%和 7.0%。

图 12：公司整体期间费用率同行对比


数据来源：iFinD，各公司公告，西南证券整理

图 13：公司管理费用率同行对比


数据来源：iFinD，各公司公告，西南证券整理

2 齿轮和离合器双赛道并行，场景覆盖工业与车用领域

2.1 齿轮行业市场规模稳步提升，国产替代趋势日益凸显

齿轮指轮缘上有齿能连续啮合、传递运动和动力的机械元件，其质量直接影响车辆的噪音、平稳性及使用寿命，是机械装备的重要基础件。相关产品广泛应用于工业领域和车辆领域，并发挥着重要的基础性作用。

齿轮分类阶梯清晰，细分应用领域广泛。齿轮产品分为车辆齿轮和工业齿轮两大类，车辆齿轮的尺寸、模数变化范围较小，生产批量大，易组织规模化生产，是齿轮产品的最大应用领域，根据公司招股说明书描述，车辆齿轮占齿轮产品市场的比重高达 60% 以上。从齿轮的品类来看，车辆齿轮分为车辆齿轮传动和车辆驱动桥传动总成；从齿轮的应用领域来看，车辆齿轮分为汽车齿轮、摩托车齿轮和农机齿轮等。工业齿轮包括工业通用齿轮和工业专用齿轮，工业齿轮产品品种繁多，使用情况较为复杂。工业通用变速箱已经逐渐系列化并批量生产；工业专用齿轮装置随主机要求，需特殊设计配套，仅有小部分为系列化标准产品，绝大多数为单件小批量、多品种生产。

表 3：齿轮产品分类

大类	品类	使用领域
车辆齿轮	车辆齿轮传动	摩托车、全地形车、汽车、工程机械、农机等传动系统
	车辆驱动桥总成	
工业齿轮	工业通用齿轮	风电、冶金、矿山、水泥、船用、航空、铁道、运输、石油等领域中成套机械装备配套的各类齿轮传动装置
	工业专用齿轮	

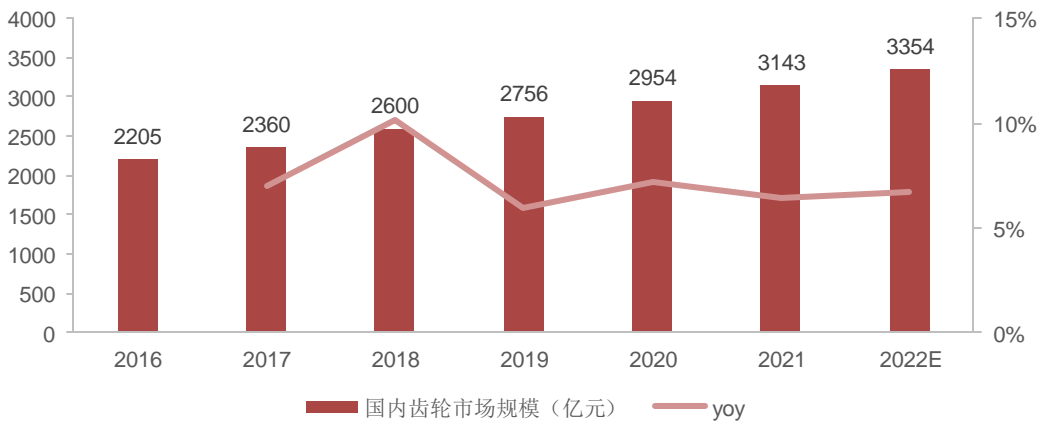
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

国内齿轮制造发展多年，系国家战略性基础产业。齿轮制造业是为国民经济各行业提供装备的战略性、基础型产业，是各行业产业升级、技术进步的重要保障和国家综合实力的集中体现，经多年高速发展，我国齿轮产业规模不断扩大。根据中国齿轮产业大会暨 CGMA 年会和公司招股说明书描述，截至 2019 年年底，全国齿轮企业近 5000 家，骨干齿轮企业

300 多家，年销售亿元以上仅 200 多家，齿轮行业产值在 3000 亿元左右，其中摩托车、汽车以及农机等行业是带动我国车辆齿轮行业发展的主要力量。

基于行业增长与国民经济周期的基本一致性，以及齿轮行业本身具有的技术密集型和资金密集型特点，整个齿轮行业已从高速发展期过渡到平稳发展期，根据中国机械通用零部件工业协会齿轮与电驱动分会数据，2019-2022 年我国齿轮行业市场规模仍保持了 6.6% 的年化复合增长率，预计 2022 年将达到 3354 亿元。

图 14：我国齿轮市场规模情况



数据来源：中国机械通用零部件工业协会齿轮与电驱动分会，中商产业研究院，公司招股说明书，西南证券整理

齿轮国产替代趋势日益凸显。我国齿轮行业高端产品研发、制造能力不足，中低端产品产能严重过剩，同质化竞争加剧。国外大型主机厂及其境内合资企业在齿轮产品应用上仍大量使用国际进口品牌，国内产品的市场占有率仍有较大发展空间。随着国内企业不断加大研发投入，已逐步实现该部分高端产品的国产替代，未来在政策和资金支持下，行业创新能力将进一步增强，国产化替代趋势日益凸显。国内齿轮行业产品将趋向高精度、高可靠性、长寿命和高功率密度，制造将趋向柔性化、自动化、智能化。

2.2 国外纸基摩擦材料逻辑成熟，未来国内市场空间广阔

离合器作为传动系统的重要组成部分，广泛应用于汽车、摩托车、工程车辆、农机等领域。其主要承载着把摩托车、汽车或其他动力机械的引擎动力以开关的方式传递至车轴上的装置的运作原理，起到切断和传递动力的作用。此外，在车辆紧急制动或遇到较大冲击时，离合器可切断动力，分离传动系统，防止变速器等转动部件承受过载冲击，从而起到过载保护的作用。

离合器按照摩擦材料通常可分为纸基离合器、橡胶基离合器、粉末冶金离合器、碳基离合器。粉末冶金基摩擦材料主要应用于工程车辆领域，适合在低速、大扭矩工况条件下使用。碳基摩擦材料主要应用于一级方程式赛车和飞机领域，性能优异，但制造周期长，成本昂贵。纸基离合器基于其静、动摩擦系数比差异小、传递扭矩平稳、噪音低和环保成本非常低廉的特点，广泛应用于各种车辆、船舶中。摩擦材料为离合器的关键零部件，按照应用领域，摩擦材料可以分为制动类摩擦材料和传动类摩擦材料；按照材质构成，摩擦材料一般可分为橡胶基摩擦材料、粉末冶金摩擦材料、碳基摩擦材料、树脂基摩擦材料和纸基摩擦材料。

表 4：各类摩擦材料的主要构成、技术特点及应用领域

分类	主要构成	技术特点	主要应用领域
橡胶基摩擦材料	由橡胶、软木和摩擦材料通过炼胶挤压混合成型	橡胶基摩擦材料的孔隙率较低,吸收热能差,加之橡胶、软木不耐高温,在大量使用时产生大热量会使橡胶老化,摩擦系数迅速衰退,摩擦片迅速碳化和烧蚀失效	主要应用于中低端摩托车离合器
粉末冶金摩擦材料	将铁基、铜基粉状物料经混合、压型,并在高温下烧结而成	具有柔韧性好、导热性好、许用载荷大、耐热性能好、磨损率低等优点。但粉末冶金摩擦材料密度较大,硬度高,弹性和压缩性差,动摩擦系数相对较低且静/动摩擦系数匹配相对不合理,一般只适合在低速、大扭矩工况条件下使用	主要应用于船舶、载重汽车、工程机械、高速列车等的制动与传动
碳基摩擦材料	以碳素粉末或碳纤维为基体,添加适量有机黏结剂及填料,采用热压成形工艺制成的摩擦材料	具有高模量、导热好、耐热等特点,是各种类型摩擦材料中性能最好的一种。因其价格昂贵,故其应用范围受到限制	目前主要用于一级方程式赛车和飞机制动器
树脂基摩擦材料	是以有机聚合物作为基体,以金属纤维、有机纤维、无机纤维作为增强材料,经过混合、压制、固化等工艺处理而形成的多元体系复合材料	具备良好的耐磨性、耐热性、机械强度和物理性能,耐磨性和耐热性等优于纸基摩擦材料,但摩擦系数性能相对较弱,适合在高速、高温度的工况环境下工作,目前广泛应用在车辆和机械设备的制动领域	主要应用于包括地铁、机车、大型商务客车、新能源高档轿车等大多机械设备的制动装置;在传动领域,主要应用在以高速旋转产生的离心力实现动力切断、传递的离合器中
纸基摩擦材料	是以纤维素纤维或合成纤维等作为增强纤维,加入摩擦性能调节剂和填料等成分,经成型固化工艺后,制成具有多孔、可压缩、吸湿性的在油介质中工作的摩擦材料	纸基摩擦材料具有动摩擦系数高且稳定、静动摩擦系数之值接近、传递扭矩能力强、摩擦噪音小、结合过程柔和平稳、耐磨性能良好和结构形状可设计等特点,目前已成为汽车自动变速器用摩擦材料的主导品种	主要用于乘用车、商用车、工程机械、高端农机、军工装备自动变速器、制动器等

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

国内离合器行业发展初期，针对应用场景的研究和使用多为橡胶基摩擦材料。随着纸基摩擦材料的问世和发展，针对其应用于摩托车、汽车的综合性能的研究和应用越来越受到关注、重视。摩托车、汽车、工程机械等行业是带动我国离合器行业发展的主要力量。

纸基摩擦材料技术壁垒高，国内市场空间广阔。纸基摩擦材料产品制造在国外已经是非常成熟的技术，其中的典型代表包括 F.C.C.、EXEDY 两家企业，其产品的品质、性能处于行业领先水平，但由于国外的先进企业对纸基摩擦材料的技术进行严格保密，国内摩托车离合器企业中能进行稳定、批量生产纸基摩擦材料及其相关产品的企业凤毛麟角。公司通过不断地创新与实践，在摩擦材料领域独立设计和开发、生产能力已达到国内先进水平，目前已成为少数进入日本本田、雅马哈全球摩托车零部件采购体系的企业之一。随着国内离合器行业的发展，纸基摩擦材料凭借其动摩擦系数高且稳定、静动摩擦系数之值接近、传递扭矩能力强、摩擦噪音小等特点，可获得广阔的市场空间。

2.3 下游多类应用场景带来市场空间，行业集中度较低

齿轮及离合器行业处于摩托车、汽车等机动车产业链的前端行业，其市场需求主要来自于摩托车制造业、汽车制造业。公司的齿轮产品主要是下游领域中的摩托车、汽车、全地形车、农机行业的客户所采购，离合器产品主要是摩托车整车企业所采购，因此公司所处行业发展情况与下游行业的需求状况有密切的联系。

表 5：下游覆盖应用领域及行业

应用	行业简介	行业发展与规划
摩托车行业	我国是全球摩托车产销大国，摩托车保有量、产销量均居世界前列。上世纪 80 年代末 90 年代初期，全球摩托车产业进行了一次大转移，由日本向中国转移，带来了中国摩托车产业的高速发展。	根据中国摩托车协会数据，2023 年 1-5 月，50CC 以下摩托车销量提升 16.5%，250CC 以上摩托车销量提升 12.6%
汽车行业	从全球汽车产业布局来看，中国、美国、日本及欧洲为主要的汽车产销地区。汽车工业作为我国国民经济的支柱型产业，随着我国成为全球第二大经济体，我国的汽车工业也得到了快速发展。	根据 iFinD 数据，2022 年，全国汽车产销量分别为 2718 万辆和 2684.9 万辆，同比增加 4.2%和 2.2%；新能源车销量 688.7 万辆，同比增加 95.6%
全地形车行业	全地形车是一种用于非高速公路行驶的，具有四个或以上低压轮胎，且可在非正常道路上行驶的车辆。按中国现行行业标准，全地形车可分为四轮全地形车、多功能全地形车和娱乐场地车。	受益于国外持续稳定增长的市场需求，预期未来全地形车行业仍有较大发展空间。据 Allied Market 预测，全球全地形车市场将持续增长并有望于 2025 年达到 141 亿美元规模。
农机行业	农业机械是发展现代农业的重要物质基础，农业机械化是农业现代化的重要标志。近年来，国家层面发布了一系列政策，利好农业机械产业发展。	根据农业农村部数据，2022 年，全国农业机械总动力 11.04 亿千瓦，根据“十四五”规划，到 2025 年全国农机总动力稳定在 11 亿千瓦左右。

数据来源：中国摩托车协会，iFinD，农业农村部，公司招股说明书，西南证券整理

齿轮传动部件行业单家企业占比低，行业集中度不高。齿轮传动部件行业市场容量大，2021 年齿轮行业营业收入规模突破 3000 亿元，2019 年行业内生产企业 5000 余家，骨干齿轮企业 300 多家，年销售亿元以上仅 200 多家，因此单个企业占整个市场的比例很低，集中度不高，不同的企业在不同的细分市场有一定的市场优势。公司产品主要供应日本本田、日本雅马哈、日本不二越、美国 TEAM、意大利比亚乔、美国 DANA、德国福伊特等在全球行业范围内具有较高品牌知名度的企业或其投资企业。

3 产品矩阵丰富性能优越，募投扩产助力业绩高增

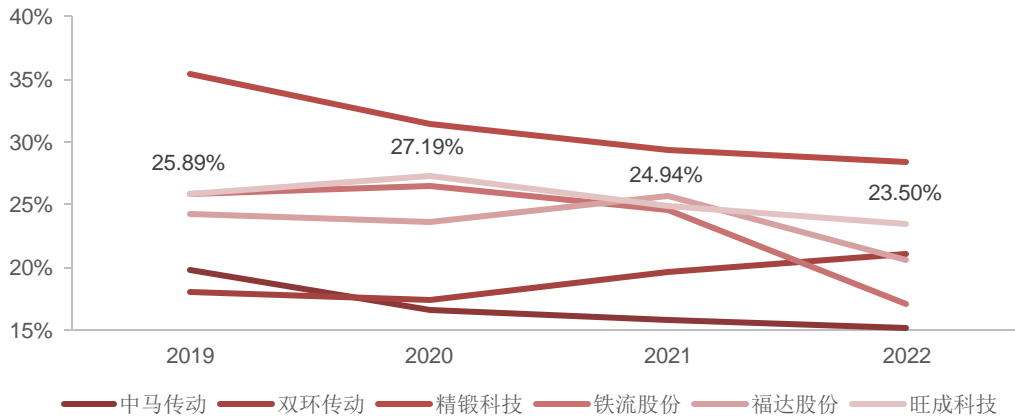
3.1 产品性能优势显著，成本管理能力强劲

公司是国内齿轮传动行业和纸基摩擦材料领域最具竞争力的企业之一。公司产品主要以客户设计来图加工为主、自主设计为辅。凭借公司较强的产品设计分析和优化能力，在收到客户提供的产品图纸后，公司通过组织技术人员对图纸进行充分评审，并从工艺优化和成本削减方面提出合理化的产品设计变更建议，经过反复试验论证并与客户共同评审，完成设计优化，从而实现产品图纸的最终设计方案。

公司齿轮量产精度属行业前列，摩托车领域进入雅马哈与本田等客户供应链。齿轮精度是保证齿轮质量达到工作可靠、寿命长、振动噪声低等准则的重要前提。齿轮的精度等级分为 0-12 共 13 个等级，0 级为最高级，12 级为最低级，0-3 级为标准测量齿轮，4-6 级为高精度传动齿轮，7-8 级为普通传动齿轮，9-12 级为低档齿轮。目前，包括公司在内的国内优秀齿轮生产企业加工工艺水平已基本成熟，从齿轮的精度、内在质量、齿面硬度、渗碳层有效硬化层深度和稳定性等方面看，均已达到行业先进水平。同时，公司是国内少数同时进入日本雅马哈与本田生产链的齿轮制造企业。

成本管理能力强，毛利率高于行业平均水平。公司形成以拥有二十余年传动部件技术研发与生产经验的董事长吴银剑先生为核心、80 余名具备深厚理论基础和丰富实践经验的技术人员组成的研发团队。公司的主要管理团队和技术研发及生产团队具备丰富的行业经营管理经验和生产技术经验，并对行业的发展规律有着敏锐的判断和深刻的理解，是公司无可复制的无形资产。2019-2022 年公司毛利率分别为 25.9%、27.2%、24.9%、23.5%，略高于行业平均水平。

图 15：可比公司毛利率对比



数据来源：iFinD，各公司公告，西南证券整理

3.2 加码新能源汽车，进入长城供应链

转型新能源汽车零部件领域，开拓新成长空间。公司募投项目包含：1) 新能源汽车高精度传动部件建设项目；2) 离合器核心零部件摩擦材料技改项目；3) 数字化工厂技改项目；4) 补充流动资金。募投项目建成投产后，公司业务将由传统燃油车零部件领域向新能源汽车零部件领域转型，将实现公司的业务升级与转型，提升公司持续经营能力。

表 6：公司募集资金投资项目概况

序号	项目名称	项目总投资 (万元)	调整后拟投入募集资金金额 (万元)	项目建设期
1	新能源汽车高精度传动部件建设项目	13846.26	7907.52	3 年
2	离合器核心零部件摩擦材料技改项目	7807.29	1649.30	3 年
3	数字化工厂技改项目	5414.85	1200.00	3 年
4	补充流动资金	3000.00	1500.00	

数据来源：公司公告，西南证券整理

新能源汽车用高精齿轮生产专线开启业务升级转型，齿轮总产能将提升 9.1%。公司新能源汽车高精度传动部件建设项目建成后预计将年产 141 万件各类新能源汽车高精度传动部件（约合形成 30 万套新能源乘用车变速器和 3 万套新能源商用车变速器）。根据公司招股说明书描述，2021 年公司齿轮产品年产能为 1554.6 万件，产线建成后公司齿轮产能将边际提升 9.1%。

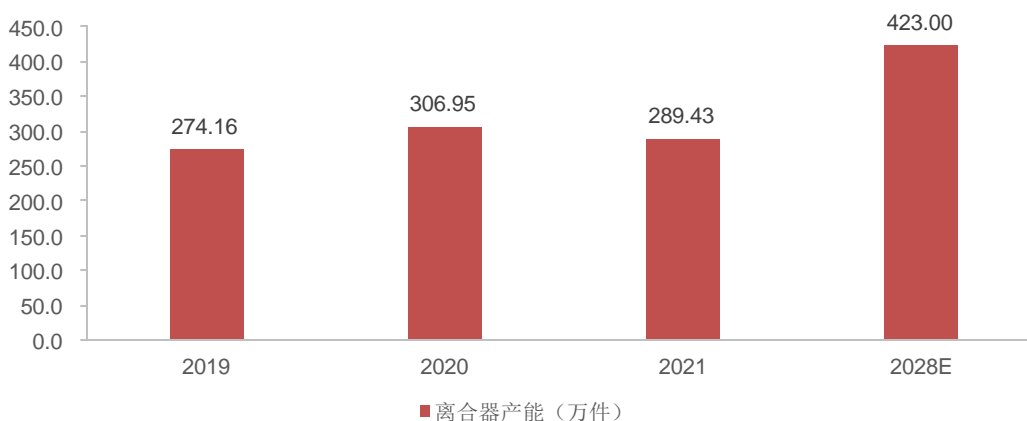
定点长城汽车新能源车变速器传动部件，订单放量有望提速业绩增长。目前，公司已取得长城汽车全资子公司蜂巢传动科技河北有限公司 20 万套新能源乘用车变速器传动部件的定点通知，并与潜在客户达成对 3 万套新能源商用车变速器传动部件的合作意向。此外，公司另有使用自有资金开展高速低噪传动部件实验室项目，顺应行业发展趋势，以“新能源汽车变速箱传动齿轮 NVH 测试”“齿轮齿根部残余压应力检测及分析”“商用车内齿圈产品工艺”“传动齿轮的失效模式”等课题的研究开发为主，满足当下市场特别是新能源汽车市场对齿轮传动部件的需求。

3.3 助力摩擦材料多应用领域研究，拓宽新能源车领域发展空间

摩擦材料系离合器核心零部件，公司掌握优质摩擦材料生产技术。离合器作为整车发动机的核心零部件，起着传递动力和切换动力的作用，摩擦材料又是离合器的核心零部件，所用摩擦材料品质的高低将直接影响离合器在整车内所发挥的作用。公司掌握湿式纸基摩擦材料生产技术，生产产品具有高且稳定的动摩擦系数、强大的动力传递能力，是高端车型首选材料；同时湿式纸基摩擦材料衰减小，耐久性好能大幅延长使用寿命和维修周期，且耐热性和抗热变形性高，能承受更大的输出能量，对减少离合器尺寸及整车轻量化具有重大意义。基于这些优点，湿式纸基摩擦材料在高端摩托车及大排量摩托车离合器领域得到了广泛地应用。

技改突破产能瓶颈，满足下游市场需求。离合器与摩托车整车是一比一配比关系，下游摩托车整车需求量的持续提升带动了摩托车离合器市场进一步发展。根据公司招股说明书，2021 年公司销售使用湿式纸基摩擦材料的离合器约 90 余万套，与广阔的下市场相比仍有巨大的进步空间。公司现有产线建设较早，摩擦材料利用率低、生产成本较高且一直处于满负荷运载状态。为满足下游客户需求，公司将现有摩擦材料生产线进行升级改造，以突破当前的产能瓶颈限制并提高生产效率。项目改造完成后，预计将实现年产 423 万套摩托车离合器的能力，相较 2021 年离合器产能提升 46.1%。

图 16：公司离合器产能（万件）

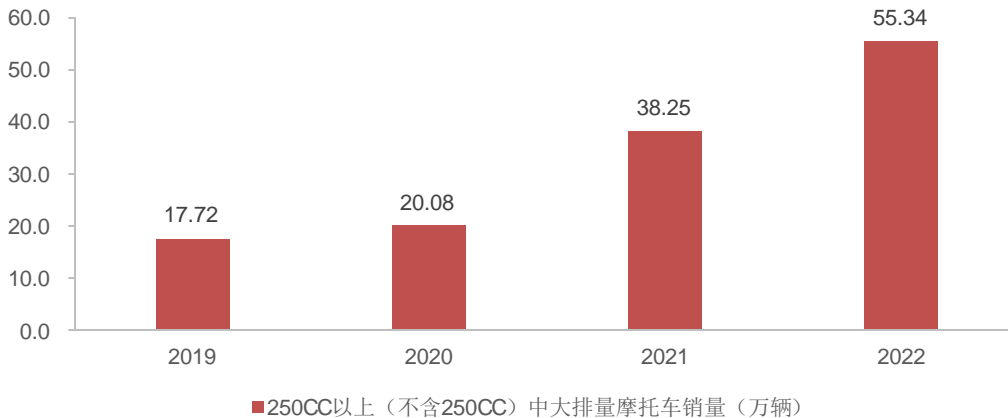


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

顺应行业发展趋势，优化公司产品结构。随着我国摩托车工业转型升级的深入和摩托车休闲娱乐文化的发展，目前 250CC 以上中大排量摩托车车型进入快速增长阶段。根据中国摩托车商会数据，2022 年我国中大排量摩托车销量为 55.3 万辆，2010 年销量仅为 1.7 万

辆，2011-2022年复合增长率达33.7%，中大排量摩托车是消费升级的新方向之一，市场潜力巨大。当前公司离合器产品主要以小排量为主，正积极研发生产大排量产品。公司募投项目包含了250-350CC和400-650CC排量的摩托车离合器产品，并新增了大排量离合器综合试验台架、大排量离合器底盘测功机、摩擦材料性能试验台架等关键设备，能快速地检测评价摩擦材料、单品摩擦片和离合器总成的性能参数，实现循环式的产品持续优化设计，以满足客户的差异化需求，扩大公司在大排量摩托车领域的市场份额和影响力。

图 17：250CC 以上（不含 250CC）中大排量摩托车年销量（万辆）



数据来源：中国摩托车商会，西南证券整理

助力摩擦材料多应用领域研究，巩固公司行业地位。目前，世界上大部分汽车厂商，如奔驰、宝马、大众、丰田、日产、通用，在其湿式制动器和离合器中广泛采用了纸基摩擦材料。湿式纸基摩擦材料不仅大量应用于传统能源汽车，在新能源汽车领域也有广阔的发展空间。募投项目核心在于纸基摩擦材料产线的升级改造，可以有效助力公司在汽车和非道路用车领域离合器用摩擦材料的研究，抢占国内行业和市场发展先机，巩固公司行业地位。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：伴随着公司与长城汽车的合作趋于深入，公司齿轮产品有望快速放量。我们预计 2023-2025 年，公司齿轮产品销量为 1450/1550/1600/万件，伴随着汽车齿轮占收入占比的提升，齿轮产品平均单价受带动增长至 16/18/20 元/个，毛利率稳步提升为 29.0%/29.5%/30.0%

假设 2：公司积极开拓大排量摩托车用离合器产品及燃油汽车离合器市场，伴随着公司募投技改项目产能逐步释放，我们预计 2023-2025 年，公司离合器产品销量分别为 200/225/250 万件，销售单价保持稳定，毛利率逐步降至 18.0%/17.5%/17.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入及成本如下表：

表 7：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
高速齿轮组件	收入	184.9	231.2	277.4	319.0
	增速	-16.7%	25.0%	20.0%	15.0%
	成本	135.42	164.1	195.6	223.3
	毛利率	26.8%	29.0%	29.5%	30.0%
离合器部件	收入	102.3	112.6	123.8	136.2
	增速	-6.8%	10.0%	10.0%	10.0%
	成本	84.57	92.3	102.2	113.1
	毛利率	17.4%	18.0%	17.5%	17.0%
其他	收入	34.3	36.0	37.8	39.7
	增速	2.5%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本	26.0	28.8	30.2	31.7
	毛利率	24.2%	20.0%	20.0%	20.0%
合计	收入	321.5	379.7	439.0	494.9
	增速	-11.9%	18.1%	15.6%	12.7%
	成本	246.0	285.2	327.9	368.1
	毛利率	23.5%	24.9%	25.3%	25.6%

数据来源：Wind, 西南证券

4.2 相对估值

我们选取了与公司主营业务相似的双环传动、精锻科技、五洲新春作为可比公司。从 PE 的角度看，23-25 年，三家公司平均估值为 26/20/16 倍。预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 3.8/4.4/4.9 亿元，yoy 为 18.1%/15.6%/12.7%；预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 0.4/0.5/0.6 亿元，CAGR 为 19.2%，对应 PE 为 13/10/8 倍。考虑到 2024 年可比公司平均估值为 20 倍，公司是国内齿轮传动和离合器先进制造企业，募投项目布局新能源汽车高精度传动部件及离合器核心零部件摩擦材料技改项目，将形成年产 141 万件高精度传动产品，助力企业进入长城汽车产业链，开拓新能源汽车应用领域，业绩有望高速增长。考虑到北交所市场流动性受限，我们给予公司 2024 年 13 倍 PE，对应目标价为 6.63 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 8：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
002472.SZ	双环传动	283.01	33.28	0.68	0.95	1.25	1.59	37.18	35.05	26.59	20.99
300258.SZ	精锻科技	66.15	13.73	0.51	0.62	0.80	0.98	22.65	22.11	17.16	13.96
603667.SH	五洲新春	51.16	15.58	0.45	0.72	1.02	1.32	29.59	21.53	15.34	11.84
平均值								29.81	26.23	19.70	15.60
830896.BJ	旺成科技	5.17	5.11	0.36	0.40	0.51	0.61	14	13	10	8

数据来源：iFinD, 西南证券整理 (数据截止日期 2023.7.10)

5 风险提示

宏观经济波动风险。若宏观经济持续恶化，经济出现衰退，公司下游行业不景气或者发生重大不利变化，公司所处行业可能面临需求受到抑制与行业发展放缓的风险。

客户相对集中风险。若公司主要客户的生产经营状况发生重大不利变化，或其所在国产业政策发生重大变化，或因公司的产品质量或技术水平达不到客户要求等原因导致在单个客户供应商体系中竞争地位发生变化，将会对公司的产品销售产生不利影响，甚至可能面临营业利润大幅下滑的风险。

原材料价格波动风险。如果公司不能有效地将原材料价格上涨的压力转移到下游、或不能通过技术工艺创新抵消成本上涨的压力，在价格下降过程中未能做好存货管理，又或者钢材价格在短时间内大幅下降，都将会对公司的经营业绩产生不利影响。

市场竞争加剧风险。市场竞争可能日趋激烈，激烈的市场竞争可能导致发行人产品利润率下降

新能源车对燃油车替代风险。若未来新能源汽车对传统燃油车产生快速迭代，公司因资金、技术或市场等原因，募投项目实施未达预期，无法紧跟行业政策及行业发展趋势，则可能面临向新能源汽车领域布局失败的风险。

汇率波动的风险。如果未来美元兑人民币汇率持续处于下行或汇率波动加剧，公司将面临一定的汇率波动风险并可能进一步加大，从而影响公司净利润水平。

募集资金投资项目风险。本次募集资金投资项目可能存在技术和人员储备不足、产能消化不达预期、无法实现预期收益、新能源汽车领域布局失败的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	321.54	379.72	439.01	494.89	净利润	36.69	40.66	51.50	62.21
营业成本	245.98	285.22	327.95	368.10	折旧与摊销	32.84	35.30	42.82	47.97
营业税金及附加	4.23	4.79	5.55	6.28	财务费用	0.45	9.20	8.42	7.36
销售费用	2.98	3.46	3.96	4.50	资产减值损失	-1.62	-1.00	-1.00	-1.00
管理费用	18.88	35.31	40.17	44.54	经营营运资本变动	4.67	-5.49	-9.91	-6.87
财务费用	0.45	9.20	8.42	7.36	其他	18.63	-1.67	0.50	-0.22
资产减值损失	-1.62	-1.00	-1.00	-1.00	经营活动现金流净额	91.67	77.00	92.33	109.45
投资收益	0.66	1.30	1.30	1.30	资本支出	-8.44	-78.00	-166.00	-13.00
公允价值变动损益	0.01	0.00	0.01	0.01	其他	-54.33	1.62	-1.53	-0.66
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-62.77	-76.38	-167.53	-13.66
营业利润	37.88	44.03	55.27	66.42	短期借款	-6.80	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.19	-0.29	-0.30	-0.28	长期借款	-63.52	0.00	0.00	0.00
利润总额	37.69	43.74	54.96	66.14	股权融资	0.03	260.00	0.00	0.00
所得税	1.00	3.08	3.46	3.93	支付股利	-22.77	-7.34	-8.13	-10.30
净利润	36.69	40.66	51.50	62.21	其他	49.07	-111.06	-7.42	-6.36
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-43.99	141.60	-15.56	-16.66
归属母公司股东净利润	36.69	40.66	51.50	62.21	现金流量净额	-15.75	142.22	-90.75	79.12
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	75.14	217.36	126.61	205.73	成长能力				
应收和预付款项	65.31	76.26	87.96	99.45	销售收入增长率	-11.94%	18.09%	15.61%	12.73%
存货	69.28	82.14	94.02	105.86	营业利润增长率	-11.46%	16.25%	25.51%	20.18%
其他流动资产	12.26	10.11	11.32	11.65	净利润增长率	-1.93%	10.83%	26.66%	20.79%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-18.78%	24.39%	20.30%	14.31%
投资性房地产	8.66	8.66	8.66	8.66	获利能力				
固定资产和在建工程	252.75	286.48	391.09	352.65	毛利率	23.50%	24.89%	25.30%	25.62%
无形资产和开发支出	30.46	39.48	58.11	61.63	三费率	6.94%	12.63%	11.97%	11.40%
其他非流动资产	19.11	21.06	23.02	24.97	净利率	11.41%	10.71%	11.73%	12.57%
资产总计	532.96	741.56	800.78	870.59	ROE	14.22%	7.38%	8.66%	9.62%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.88%	5.48%	6.43%	7.15%
应付和预收款项	96.00	113.36	127.93	144.56	ROIC	10.85%	13.45%	12.87%	13.33%
长期借款	60.13	60.13	60.13	60.13	EBITDA/销售收入	22.13%	23.31%	24.26%	24.60%
其他负债	118.89	16.80	18.09	19.35	营运能力				
负债合计	275.02	190.29	206.15	224.05	总资产周转率	0.60	0.60	0.57	0.59
股本	75.91	101.22	101.22	101.22	固定资产周转率	1.34	1.46	1.31	1.34
资本公积	83.85	318.54	318.54	318.54	应收账款周转率	5.02	5.72	5.69	5.62
留存收益	98.17	131.50	174.87	226.77	存货周转率	3.27	3.67	3.65	3.61
归属母公司股东权益	257.94	551.27	594.63	646.54	销售商品提供劳务收到现金营业收入	100.69%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	257.94	551.27	594.63	646.54	资产负债率	51.60%	25.66%	25.74%	25.74%
负债和股东权益合计	532.96	741.56	800.78	870.59	带息债务/总负债	21.86%	31.60%	29.17%	26.84%
					流动比率	1.10	3.35	2.46	2.88
					速动比率	0.76	2.64	1.74	2.16
					股利支付率	62.07%	18.05%	15.79%	16.56%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	71.17	88.53	106.51	121.75	每股收益	0.36	0.40	0.51	0.61
PE	14.10	12.72	10.04	8.31	每股净资产	2.55	5.45	5.87	6.39
PB	2.01	0.94	0.87	0.80	每股经营现金	0.91	0.76	0.91	1.08
PS	1.61	1.36	1.18	1.05	每股股利	0.22	0.07	0.08	0.10
EV/EBITDA	5.92	3.45	3.70	2.57					
股息率	4.40%	1.42%	1.57%	1.99%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	徐铭婉	销售经理	15204539291	15204539291	xumw@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn