

# 恒帅股份 (300969)

## 优质汽车微电机龙头，公司长期发展可期

### 买入 (首次)

2023年12月08日

证券分析师 黄细里

执业证书: S0600520010001

021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

证券分析师 刘力宇

执业证书: S0600522050001

liuly@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	739	953	1,200	1,504
同比	26%	29%	26%	25%
归属母公司净利润 (百万元)	146	210	264	330
同比	26%	44%	26%	25%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.82	2.62	3.30	4.12
P/E (现价&最新股本摊薄)	49.93	34.63	27.50	22.03

关键词: #新产品、新技术、新客户

#### 投资要点

- **深耕主业的优质汽车微电机解决方案提供商。**公司主要从事车用电机技术、流体技术相关产品的研发、生产与销售，致力于成长为全球领先的车用微电机技术供应商。公司现有四大业务单元：其中在电机技术领域公司拥有电机和电动模块两大业务；在流体技术领域，公司拥有驾驶视觉清洗系统和热管理系统两大业务。自成立以来，公司一直为下游客户提供稳定性高、品质可靠的车用微电机相关产品，具备深厚的技术积累和丰富的生产经验，具备与客户同步开发新产品的能力，在车用微电机细分赛道中拥有行业领先的竞争力。
- **整车电动化+智能化推动车用微电机行业空间持续增长。**微电机一般指功率在750瓦以下，机座外径不大于160mm或中心高不大于90mm的电机。微电机为技术密集型行业，涉及精密机械加工、精密模具设计、磁性材料、自动化生产等关键技术和工艺。车用微电机则主要应用在动力总成、底盘和车身系统三大部位及附件中。随着汽车电动化、智能化的不断推进，汽车上由手动操作的机械装置均在持续被电机驱动所替代，其中代表性的增量场景包括：闭合系统（电动四门两盖、电动门把手、电动充电小门等）；座舱（座椅按摩、方向盘调动调节、电动出风口、电动大屏翻转）；底盘（线控制动、线控转向等）。根据我们的测算，国内车用微电机市场规模在2027年将增长至366亿元。
- **公司在技术研发、成本控制、客户覆盖、产品拓展和产能布局五个方面拥有核心竞争力。****技术研发：**公司在产品自主同步研发；产品试验；模具开发设计；智能化全自动产线自主研发、设计及集成等方面具有领先的技术优势。**成本控制：**公司通过对产品实施平台化战略，叠加产业链纵向一体化布局，并实现了智能化全自动生产，有效地提升了成本优势。**客户覆盖：**公司深度配套宝马、吉利、北美新能源客户、理想等主机厂客户以及斯泰必鲁斯、庆博雨刮、爱德夏等国际知名Tier1客户。**产品拓展：**微电机技术作为平台型技术，有较强的延展性。公司以微电机技术为核心，不断丰富应用场景和产品谱系，挖掘新增量。**产能布局：**公司持续推进泰国工厂和美国工厂的建设，有利于公司提高对全球客户的配套效率，扩大公司海外业务市场份额。
- **盈利预测与投资评级：**预计公司2023-2025年归母净利润分别为2.10亿、2.64亿、3.30亿，EPS分别为2.62元、3.30元、4.12元，市盈率分别为34.63倍、27.50倍、22.03倍。公司作为车用微电机行业龙头，行业发展空间广阔，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**乘用车行业销量不及预期；原材料价格波动超预期；新产品应用拓展不及预期。

#### 股价走势



#### 市场数据

收盘价(元)	90.83
一年最低/最高价	54.39/123.88
市净率(倍)	6.96
流通 A 股市值(百万元)	1,816.60
总市值(百万元)	7,266.40

#### 基础数据

每股净资产(元,LF)	13.05
资产负债率(% ,LF)	20.70
总股本(百万股)	80.00
流通 A 股(百万股)	20.00

#### 相关研究

## 内容目录

<b>1. 恒帅股份——深耕主业的优质微电机龙头</b>	<b>5</b>
1.1. 产品以车用微电机为核心，客户同时覆盖主机厂和 Tier 1	6
1.2. 公司营收体量持续增长，盈利能力整体稳定	8
<b>2. 微电机：电动化+智能化推动行业空间持续增长</b>	<b>10</b>
2.1. 微电机在汽车中的使用场景非常广泛	10
2.2. 电动化+智能化拓展车用微电机应用场景	11
2.3. 微电机海外具有先发优势，内资企业发展迅速	13
<b>3. 流体技术：ADAS 清洗+热管理贡献增量</b>	<b>15</b>
3.1. 清洗业务：ADAS 主动感知清洗系统贡献增量	15
3.2. 热管理业务：歧管产品持续贡献增长	18
<b>4. 公司核心竞争优势：技术+成本+客户+产品+布局</b>	<b>22</b>
4.1. 技术研发：公司产品性能指标领先突出	22
4.2. 成本控制：平台化、产业链一体化带来成本优势	23
4.3. 产品拓展：电机平台型技术积极拓展下游应用场景	24
4.4. 产能布局：持续资本开支完善全球工厂布局	24
<b>5. 盈利预测与投资建议</b>	<b>25</b>
<b>6. 风险提示</b>	<b>26</b>

## 图表目录

图 1: 恒帅股份发展历程.....	5
图 2: 恒帅股份股权结构 (截至 2023 年三季度) .....	6
图 3: 恒帅股份主要产品.....	6
图 4: 恒帅股份主要产品配套市场示意图.....	7
图 5: 2017 年公司前五大客户收入占比.....	8
图 6: 2023H1 公司前五大客户收入占比.....	8
图 7: 公司营业收入及 YOY .....	8
图 8: 公司近年来收入结构.....	8
图 9: 公司归母净利润及 YOY .....	9
图 10: 公司毛利率及净利率.....	9
图 11: 公司整体期间费用率情况.....	10
图 12: 近年公司各项费用率情况.....	10
图 13: 我国微电机产品供需量情况.....	11
图 14: 2018 年全球微电机行业下游需求分布.....	11
图 15: 主要车用微电机场景梳理.....	11
图 16: 电动化、智能化带来的车用微电机主要增量场景.....	12
图 17: 微电机在新能源汽车闭合系统中渗透率持续提升.....	12
图 18: 公司清洗泵产品结构示意图.....	15
图 19: 公司清洗泵主要配套客户.....	15
图 20: 公司清洗泵销量及全球市占率情况.....	16
图 21: 公司清洗系统产品结构示意图.....	16
图 22: 公司清洗系统主要应用场景.....	16
图 23: 公司自主感知智能清洗系统示意图.....	18
图 24: 整车热管理系统集成化趋势明显.....	19
图 25: 特斯拉热管理系统迭代升级过程.....	19
图 26: 特斯拉第一代整车热管理系统拓扑架构.....	20
图 27: 特斯拉第二代整车热管理系统拓扑架构.....	20
图 28: Model Y 搭载的第四代整车热管理系统原理图 .....	21
图 29: Model Y 热泵中冷媒侧和水路侧的组件高度集成 .....	21
图 30: 公司热管理系统冷却歧管产品示意图.....	21
图 31: 公司冷却歧管产品营收情况.....	21
图 32: 公司市场竞争优势梳理.....	22
图 33: 公司各产品技术指标比较分析.....	23
图 34: 公司清洗泵平台化、标准化示意图.....	23
图 35: 公司 1+N 产品谱系布局 .....	24
图 36: 公司收入拆分及预测.....	25
图 37: 可比公司估值表 (数据截至 2023/12/07) .....	26
表 1: 国内车用微电机市场空间测算.....	13
表 2: 海外微电机行业相关公司梳理.....	13
表 3: 国内微电机行业相关公司梳理.....	14

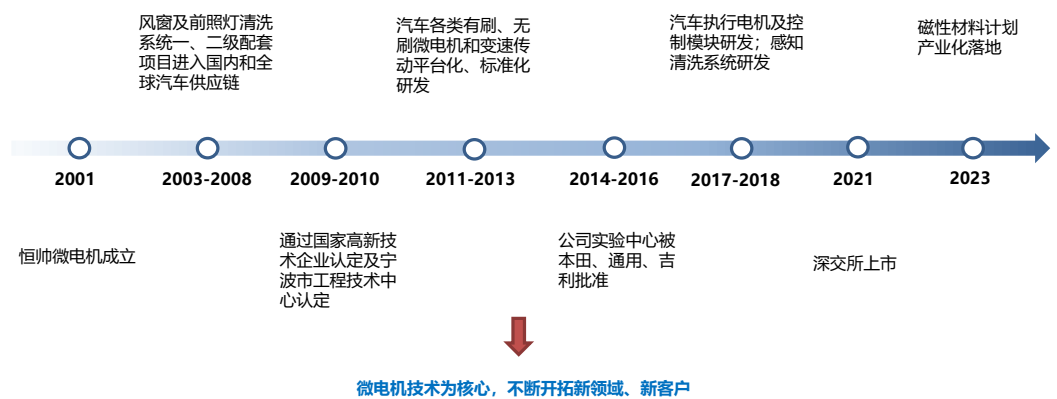
表 4: SAE 将车辆自动驾驶划分为 L1 至 L5 五个等级 .....	17
表 5: 公司近年产能扩张梳理 .....	24

## 1. 恒帅股份——深耕主业的优质微电机龙头

公司长期深耕于汽车微电机行业。公司主要从事车用电机技术、流体技术相关产品的研发、生产与销售，致力于成长为全球领先的车用微电机技术供应商。公司现有四大业务单元：其中在电机技术领域公司拥有电机和电动模块两大业务；在流体技术领域，公司拥有驾驶视觉清洗系统和热管理系统两大业务。

公司在车用微电机行业拥有较强的竞争力。自成立以来，公司一直为下游客户提供稳定性高、品质可靠的车用微电机相关产品，具备深厚的技术积累和丰富的生产经验，具备与客户同步开发新产品的能力，在车用微电机细分赛道中拥有行业领先的竞争力。

图1：恒帅股份发展历程

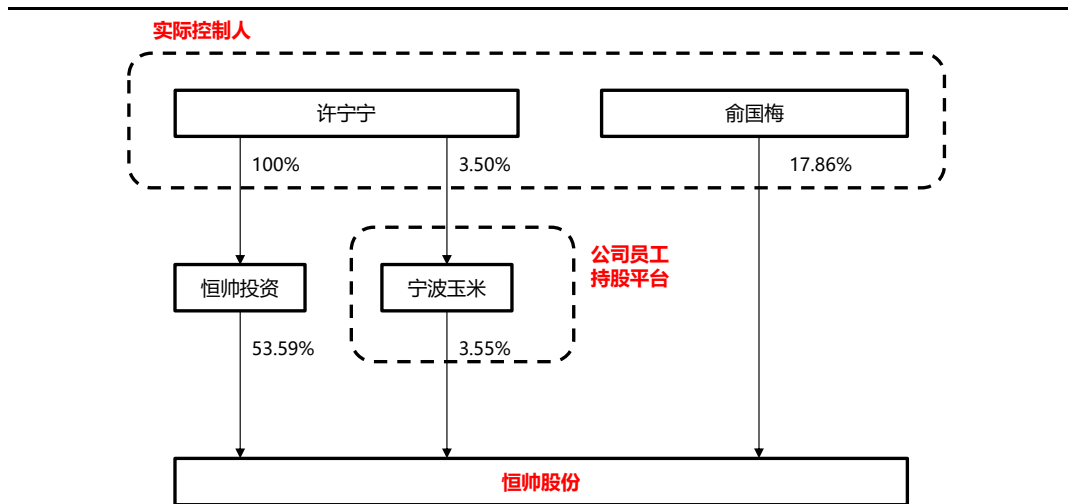


数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

公司实控人为许宁宁、俞国梅。截至2023年三季报，许宁宁、俞国梅合计直接和间接持有公司71.57%的股权，为公司实际控制人。

设立员工持股平台，共享公司发展成果。宁波玉米为公司员工持股平台，主要包含了公司中高层管理人员及核心员工。设立员工持股平台将有效增强公司凝聚力、维护公司长期稳定发展。

图2：恒帅股份股权结构（截至 2023 年三季度）



数据来源：公司公告，天眼查，东吴证券研究所

### 1.1. 产品以车用微电机为核心，客户同时覆盖主机厂和 Tier 1

以车用微电机技术为基础，公司目前拥有流体技术和电机技术两大类产品。

流体技术产品包括驾驶视觉清洗系统（清洗泵、清洗系统、ADAS 传感器主动感知清洗系统）和热管理产品（冷却歧管、电子循环泵等）

电机技术产品包括电机业务（后备箱及侧门电机、风扇电机、ABS 电机等）和电动模块业务（隐形门把手驱动机构、充电小门执行器等）

图3：恒帅股份主要产品

技术领域	业务单元	产品	产品示意图
电机技术领域	电机业务	后备箱及侧门电机、风扇电机、ABS电机、清洗电机等	
	电动模块业务	隐形门把手驱动机构、充电小门执行器等产品	
流体技术领域	驾驶视觉清洗系统	清洗泵	
		清洗系统	
	热管理业务	冷却歧管、电子循环泵	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

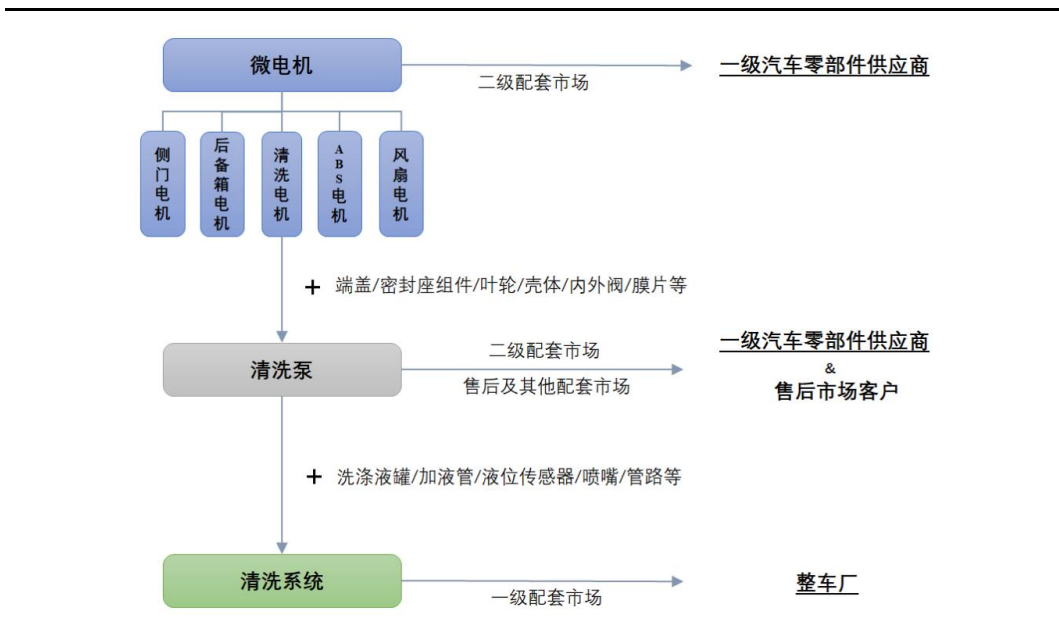


**公司业务同时覆盖一二级配套市场。**

作为一级供应商，公司直接配套宝马、广汽本田、东风本田、东风日产、广汽集团、长城汽车、吉利汽车、中国一汽、北美新能源客户、理想汽车、小鹏汽车等知名主机厂。

作为二级供应商，公司与斯泰必鲁斯、庆博雨刮、博世、曼胡默尔、东洋电机、劳士领、法可赛、艾倍思、大陆、麦格纳、霍富、爱德夏、拓普集团、三花智控等 Tier 1 供应商建立了稳定的合作关系。

**图4：恒帅股份主要产品配套市场示意图**

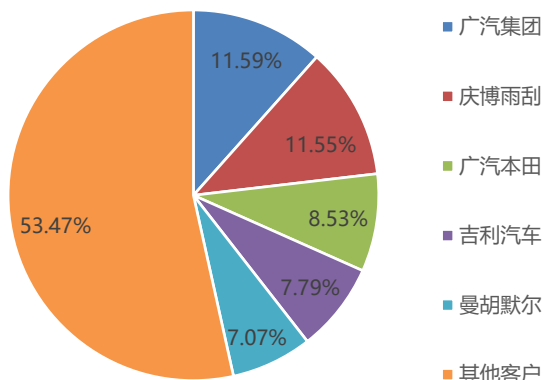


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**公司客户结构过去几年有所变化。**2017年，公司前五大客户分别为广汽集团、庆博雨刮、广汽本田、吉利、曼胡默尔，收入占比分别为 11.59%/11.55%/8.53%/7.79%/7.07%。2023H1，公司前五大客户分别为斯泰必鲁斯、庆博雨刮、A 公司、麦格纳、三花智控，收入占比分别为 22.06%/7.93%/6.17%/5.57%/4.51%。

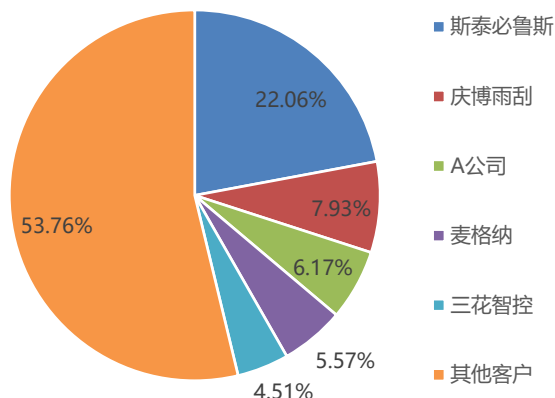
**客户结构变化的原因：**公司业务结构的变化导致了公司客户结构发生变化。近年来公司电机产品快速放量，应用于汽车后备箱和侧门的电机产品通过斯泰必鲁斯、麦格纳应用于宝马、福特、上汽、通用和 A 公司等中高档车型上，致使 2023H1 斯泰必鲁斯和麦格纳进入公司前五大客户。三花智控 2023H1 进入公司前五大客户主要系公司热管理系统冷却歧管产品收入持续增长。

图5：2017年公司前五大客户收入占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图6：2023H1公司前五大客户收入占比



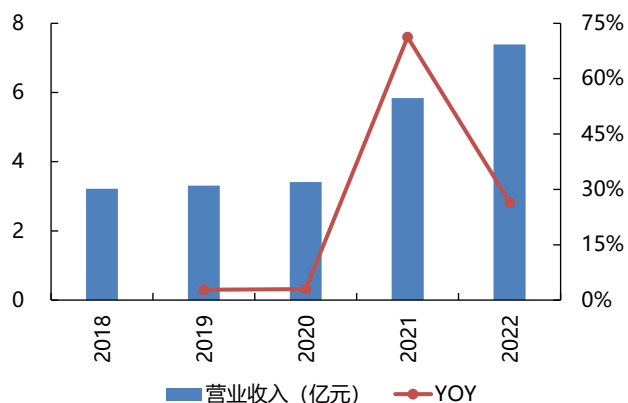
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 1.2. 公司营收体量持续增长，盈利能力整体稳定

公司营收规模整体保持稳定增长。公司营业收入从2018年的3.22亿元持续增长至2022年的7.39亿元，四年复合增长率为23.08%。公司2021至2022年营业收入保持快速增长主要系公司清洗系统业务和汽车电机业务快速放量所致。

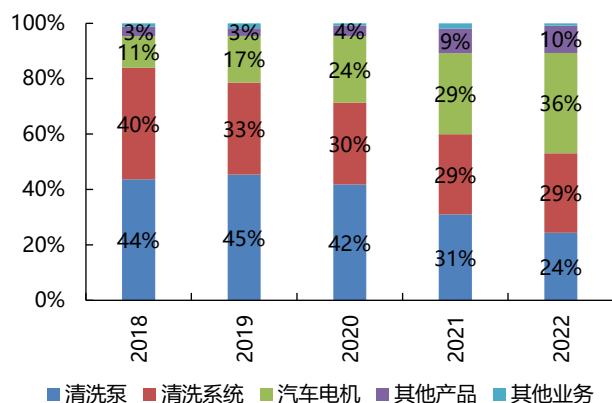
分产品看，公司汽车电机业务收入占比快速提升。2022年公司清洗泵、清洗系统、汽车电机业务收入分别为1.80亿元/2.12亿元/2.68亿元，占比分别为24%/29%/36%，其中汽车电机业务为公司最大的收入来源。纵向来看，公司汽车电机业务收入占比从2018年的11%持续提升至2022年的36%，主要系公司汽车电机业务快速增长所致。

图7：公司营业收入及YOY



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图8：公司近年来收入结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

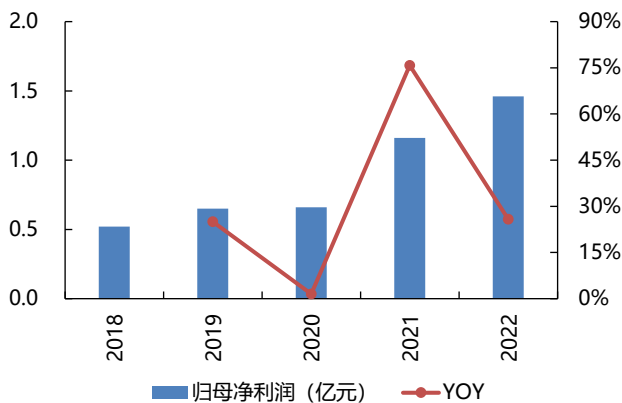
归母净利润端：公司归母净利润从2018年的0.52亿元持续增长至2022年的1.46



亿元，四年复合增长率为 29.45%。公司归母净利润持续增长主要系公司营收规模过去几年持续扩大，且净利率保持相对稳定。

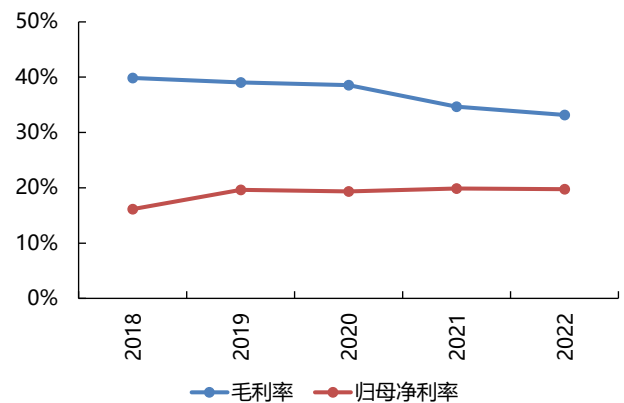
**盈利能力：**1) 公司毛利率水平整体保持稳定，其中 2021 年毛利率相比于 2020 年下降 3.91 个百分点，主要系当年会计准则变化，运费划转至成本列示。2) 公司归母净利润近年来相对稳定，其中 2019 至 2022 年基本保持在 19.5% 上下水平，盈利能力优异。

图9：公司归母净利润及 YOY



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图10：公司毛利率及净利率

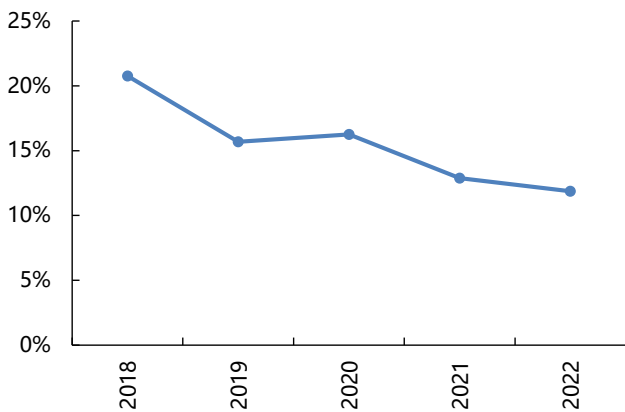


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**公司费用管控整体有效，期间费用率近年来持续下降。**公司期间费用率从 2018 年的 20.77% 持续下降至 2022 年的 11.88%，其中一方面系 2021 年会计政策调整，运费从销售费用划至营业成本；另一方面主要系公司费用管控有效叠加公司收入规模持续增长带来的规模效应。

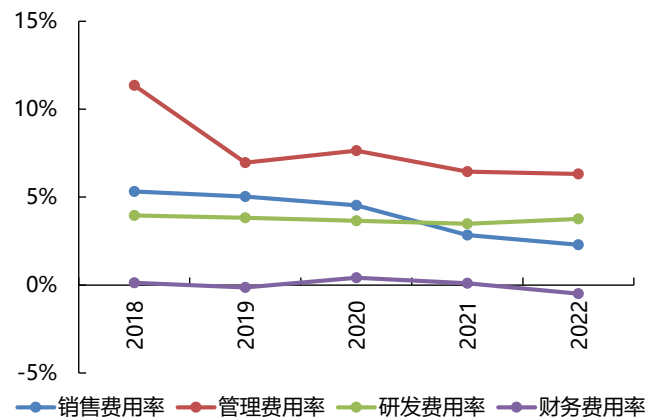
**分项来看：**公司销售费用率从 2018 年的 5.33% 下降至 2022 年的 2.29%，主要系收入增长带来的规模效应叠加会计政策的调整；公司管理费用率和研发费用率近三年整体保持稳定；公司财务费用率整体保持低位的状态。

图11：公司整体期间费用率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图12：近年公司各项费用率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2. 微电机：电动化+智能化推动行业空间持续增长

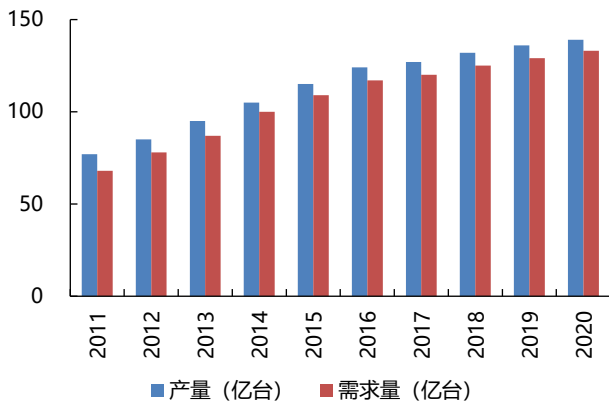
### 2.1. 微电机在汽车中的使用场景非常广泛

微电机一般指功率在 750 瓦以下，机座外径不大于 160mm 或中心高不大于 90mm 的电机。微电机为技术密集型行业，涉及精密机械加工、精密模具设计、磁性材料、自动化生产等关键技术和工艺。

我国微电机行业市场空间稳定增长。从数据来看，我国微电机行业产量从 2011 年的 77 亿台持续增长至 2020 年的 139 亿台，复合增长率约为 7%。我国微电机需求量则从 2011 年 68 亿台持续增长至 2020 年的 133 亿台，复合增长率约为 8%。

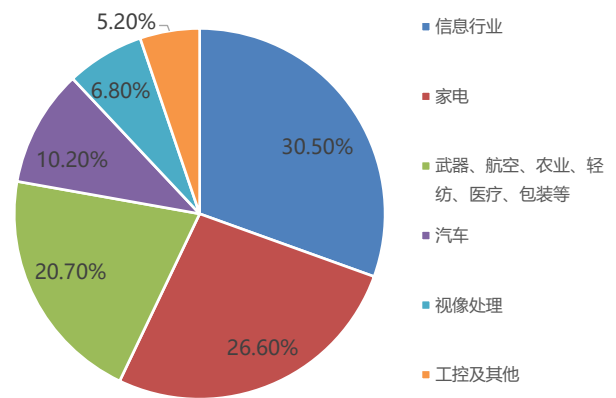
微电机下游需求分布广泛。微电机下游需求广泛，主要包括信息行业、武器、航空、农业、轻纺、医疗、包装、汽车、视像处理、工控等。其中，2018 年汽车行业微电机需求占整体需求的 10.2%。

图13: 我国微电机产品供需量情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图14: 2018 年全球微电机行业下游需求分布



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

车用微电机主要应用在动力总成、底盘和车身系统三大部位及附件中。

图15: 主要车用微电机场景梳理

汽车系统	电机类型	功能	汽车系统	电机类型	功能
动力总成	启动电机	发动机起动力	车身系统	座椅电机	座椅位置调整
	发电机	对蓄电池充电		自动前灯电机	不同场景控制前车灯动作
	油泵电机	电喷系统动力源		中央门锁电机	车门锁
	怠速控制电机	电喷系统进气量调节		后视镜调节电机	后视镜调节
	离合器电机	通过电机控制离合器的“离”、“合”动作		电动天窗电机	天窗开闭
	自动变速箱电机	自动控制变速箱		车窗电机	车窗上下开闭
热管理	散热器电机	汽车水箱散热	车窗雨刮电机	车窗清洗	
	压缩机电机	驱动冷媒循环	空调电机	车内空调	
	电子水泵	驱动冷却液循环	清洗电机	为清洗系统压出清洗液提供压力	
底盘	ABS控制电机	点刹制动	安全带电机	调节安全带的适度	
	驱动助力控制电机	车轮制动力驱动	自动门、电动门电机	车门自动开闭操作	
	EPB电机	驻车制动驱动	电动面板翻折器	电动控制面板翻折	
	助力转向电机	电动转向驱动	电动座椅按摩器	应用于汽车座椅按摩	
	定速巡航控制电机	节气门微调	电动门把手电机	控制电动门把手伸缩	
	电控悬架直流伺服电机	悬架阻尼减震	电动踏板电机	控制踏板伸缩	

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 2.2. 电动化+智能化拓展车用微电机应用场景

车用微电机的应用场景不断拓展。随着汽车电动化、智能化的不断推进,汽车上由手动操作的机械装置均在持续被电机驱动所替代,其中代表性的增量场景包括:

**闭合系统:** 电动四门两盖、电动门把手、电动充电小门等。

**座舱：**除传统的座椅电动调节外，新增座椅按摩；方向盘调动调节；电动出风口；电动大屏翻转。

**底盘：**线控制动/线控转向等。

图16：电动化、智能化带来的车用微电机主要增量场景



数据来源：汽车之家，公司公告，东吴证券研究所

目前，微电机在车辆四门两盖的渗透率持续提升，尤其是在新能源乘用车上，电动尾门、电动/电吸门和电动门把手的使用越来越普及。

图17：微电机在新能源汽车闭合系统中渗透率持续提升

车型	电动尾门	电吸/动门	电动门把手	车型	电动尾门	电吸/动门	电动门把手
Model 3焕新版	√			理想L7	√	√	√
Model Y	√			理想L8	√	√	√
Model X	√	√	√	理想L9	√	√	√
Model S	√		√	高合HiPhi X	√	√	
蔚来ES6	√	√	√	高合HiPhi Z	√	√	
蔚来ES8	√	√	√	比亚迪唐	√		
蔚来EC6	√	√	√	比亚迪汉	√		√
蔚来EC7	√	√	√	AION V	√		√
蔚来ET5	√	√	√	AION Y	√		√
蔚来ET7	√	√	√	AION LX	√		√
小鹏P5			√	极氪001	√	√	√
小鹏P7i	√	√	√	问界M7	√	√	√
小鹏G3	√		√	深蓝SL03	√		√
小鹏G6	√		√	深蓝S7	√		√
小鹏G9	√	√	√	零跑C11	√		√

数据来源：汽车之家，东吴证券研究所

我们对国内车用微电机市场规模进行了测算，结果如下：

**核心假设：**(1) 国内乘用车市场销量保持低速稳定增长，假设 2024 年至 2027 年复合增速为 3%；(2) 国内新能源乘用车渗透率持续提升，至 2027 年达到 65%；(3) 2022 年新能源乘用车单车微电机数量为 60 个，传统燃油乘用车单车微电机数量为 35 个，且均将保持低速持续增长；(4) 2022 年车用微电机单价为 20 元/个。

**测算结果：**2022 年国内车用微电机市场空间约 194 亿元；至 2027 年，随着新能源乘用车渗透率持续提升，叠加单车车用微电机单车用量增长，国内车用微电机市场空间将增长至 366 亿元。

表1：国内车用微电机市场空间测算

	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
国内狭义乘用车批发销量（万辆）	2314.46	2476.47	2550.77	2627.29	2706.11	2787.29
YOY		7.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
中国狭义新能源乘用车批发销量（万辆）	649.20	891.53	1147.84	1392.46	1623.66	1811.74
YOY		37.33%	28.75%	21.31%	16.60%	11.58%
中国狭义新能源乘用车渗透率	28.05%	36.00%	45.00%	53.00%	60.00%	65.00%
新能源乘用车平均单车微电机数量（个）	60	62	64	66	68	70
YOY		3.33%	3.23%	3.13%	3.03%	2.94%
传统燃油乘用车平均单车微电机数量（个）	35	36	37	38	39	40
YOY		2.86%	2.78%	2.70%	2.63%	2.56%
车用微电机单价（元/个）	20.00	20.40	20.81	21.22	21.65	22.08
YOY		2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
我国车用微电机市场规模（亿元）	194.47	229.16	260.87	294.65	330.41	366.21
YOY		17.84%	13.84%	12.95%	12.14%	10.83%

数据来源：乘联会，公司公告，东吴证券研究所

### 2.3. 微电机海外具有先发优势，内资企业发展迅速

海外微电机相关公司众多，日、德、美、英和瑞士为微电机强国。全球主要的汽车微电机企业包括三叶电机、力佳电机、日本电产、杰必机电、万宝至等。

表2：海外微电机行业相关公司梳理

公司	简介	主要产品	主要配套客户	业务规模
三叶电机	日本上市公司，业务分为运输设备相关业务、信息服务业务和其他业务。业务范围覆盖中国、	电机产品主要包括汽车用的车窗电机、前后雨刮电机、小型电机、前后雨刮总成、玻璃清洗器及喇叭	本田、丰田、日产、三菱、铃木、马自达和斯巴鲁等	2022 财年营业收入 3195 亿日元

	日本、美洲和欧洲等地	等		
力佳电机	力佳电机成立于 1952 年，总部位于日本	汽车领域的产品包括废气循环电机，动力滑动门，电动尾门，以及用于座椅腰部支撑和头枕的马达	/	343 亿日元(2021 年度集团合并)
日本电产	日本电产为上市公司，成立于 1973 年，总部位于日本	精密小型马达到超大型电机在内的各类马达电机产品	/	2023 财年营业收入 22428.24 亿日元
杰必机电	杰必机电,成立于 1976 年，总部位于卢森堡	温度控制元件和微型马达，如温度传感器，风扇电机，各种用途的执行器或直流和齿轮马达等	/	包括泵在内的执行器和清洗器系统的全球领导者，也是温度传感器和关闭机构的欧洲领导者
万宝至	万宝至 (Mabuchi Motor Co., Ltd.) 为上市公司，成立于 1954 年，总部位于日本	主要从事小型直流微电机领域产品的研发、生产和销售。	/	2019 年销售收入为 1318.07 亿日元，具备 14 亿个电机年产量的规模

数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

**国内车用微电机企业快速成长。**相较于国际龙头，除德昌电机外，国内车用微电机企业成立的时间均较晚，规模较小。随着电动化智能化的发展，自主整车厂份额上升，国内微电机企业有望进一步拓展市场份额。国内车用微电机相关企业主要包括：**德昌电机、宁波奥云德、胜华波和恒帅股份**等。

表3：国内微电机行业相关公司梳理

公司	简介	主要产品	主要配套客户	业务规模
德昌电机	1959 年成立，1984 年于香港证券交易所上市，是精密电机、驱动子系统及相关机电零件的全球领先制造商	用于发动机温度管理的冷却风扇；用于混合动力/电动汽车的电池冷却风扇；电动助力转向电机；电子驻车制动电机；车头灯执行器；格栅执行器；电动车窗驱动器；电动天窗驱动器；电动门锁电机及执行器；座椅调节执行器；变速箱及传动系统执行器；可变容积油泵等	通用、大众、奔驰、克莱斯勒、福特等	2023 财年营收 36.47 亿美元
宁波奥云德	公司成立于 2001 年，总部位于浙江宁波	汽车洗涤系统、汽车微型电机、汽车起动机后盖总成、汽车发电机、摇窗机上的注塑配件等产品	大众，通用，吉利	2018 年销售达 6.5 亿元
胜华波	公司成立于 2004 年，主营业务为汽车雨刮器总成、座椅电机等汽车零部件的研发、生产和销售	汽车雨刮器总成和汽车座椅电机	上汽集团、中国一汽、东风集团、广汽集团、长城、奇瑞、通用、福特等	2021 年营业收入 25.08 亿元



恒帅股份	公司成立于 2001 年，总部位于浙江宁波	汽车微电机、电动模块、清洗泵、清洗系统、冷却歧管	斯泰必鲁斯、庆博雨刮、麦格纳、三花智控	2022 年营业收入 7.39 亿元
------	-----------------------	--------------------------	---------------------	--------------------

数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

### 3. 流体技术：ADAS 清洗+热管理贡献增量

#### 3.1. 清洗业务：ADAS 主动感知清洗系统贡献增量

清洗电机是清洗泵的核心组件。清洗泵主要由清洗电机、端盖、壳体、叶轮和其他配件组成，其中清洗电机是清洗泵最为核心的部件。作为清洗系统的核心部件，清洗泵将洗涤剂从洗涤剂罐中抽出、通过管路系统和喷嘴，将洗涤剂喷射至指定位置进行清洗。清洗泵根据功能又可以分为单向清洗泵和双向清洗泵。

公司清洗泵配套客户众多。公司清洗泵客户主要包括庆博雨刮、曼胡默尔、东洋机电、劳士领、法可赛和艾倍思等一级供应商。

图18：公司清洗泵产品结构示意图



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

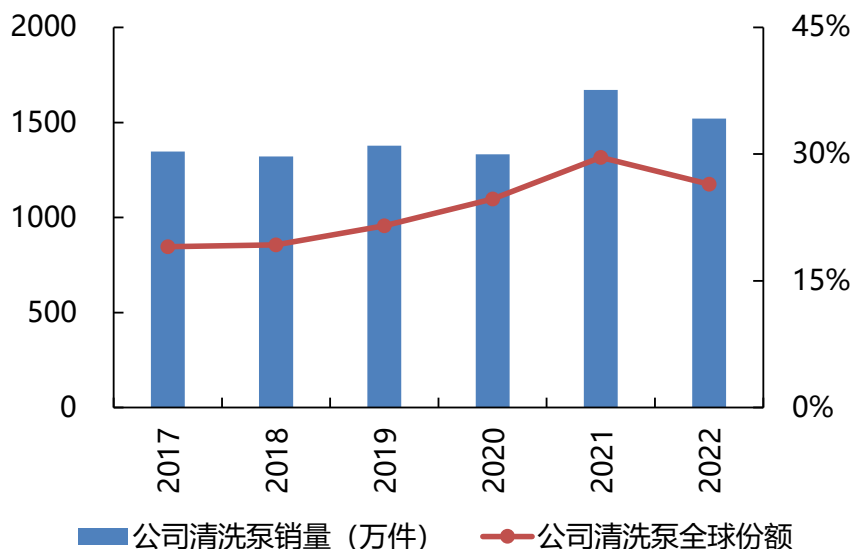
图19：公司清洗泵主要配套客户



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司清洗泵全球份额领先。公司是全球清洗泵龙头，清洗泵销量从2017年的1347.10万件增长至2022年的1520.37万件，对应的全球市场份额也从2017年的19.06%提升至2022年的26.45%。

图20：公司清洗泵销量及全球市占率情况

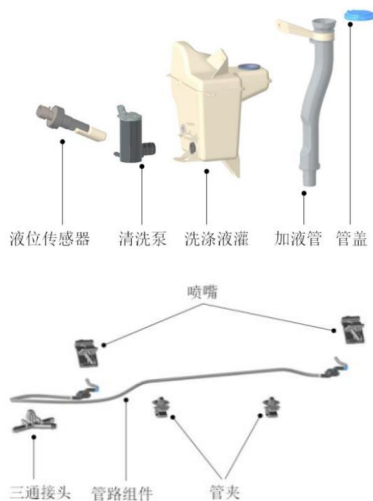


数据来源：公司公告，乘联会，东吴证券研究所

清洗系统通常包括一个洗涤剂罐总成(由清洗泵、洗涤剂罐、液位传感器等构成)、洗涤管路、洗涤喷嘴、加液管及其他配件组成。清洗系统主要为清洁汽车前后风挡或者汽车大灯，未来车辆上的众多传感器也有清洁的需求。

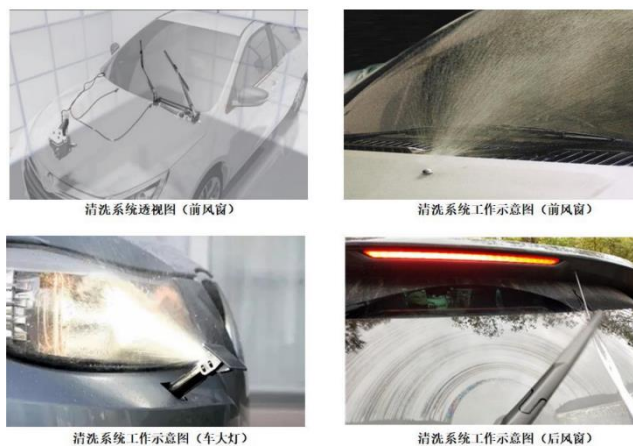
公司清洗系统采用一级配套的方式配套主机厂客户。公司洗涤系统的客户主要包括广汽本田、东风本田、东风日产、上汽通用、广汽集团、吉利汽车、中国一汽等。公司是较早开发汽车清洗系统的国内企业之一。

图21：公司清洗系统产品结构示意图



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图22：公司清洗系统主要应用场景



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**智能驾驶催生传感器主动清洗需求。**无论是 L2 及以下的高级辅助驾驶系统还是 L3 及以上的自动驾驶系统，车辆都需要通过摄像头、激光雷达、毫米波雷达等传感器来实现对道路周围环境的感知。车辆在使用过程中，车身外部的传感器易受雨雪、飞虫、泥点等污染而存在无法正常工作情况，因此智能驾驶车辆需要在行驶过程中判断传感器受到污染的情况并进行主动清洗。

**智能驾驶主动感知清洗系统单车价值量相比传统清洗系统预计将大幅提升。**在高级别自动驾驶场景下，汽车传感器数量众多且精度、容错等要求更为苛刻，清洗系统需实现主动识别脏污，主动判断清洗时点，主动执行多位点清洗操作等需求。因此 ADAS 主动感知清洗系统价值量相比传统清洗系统预计将大幅提升。

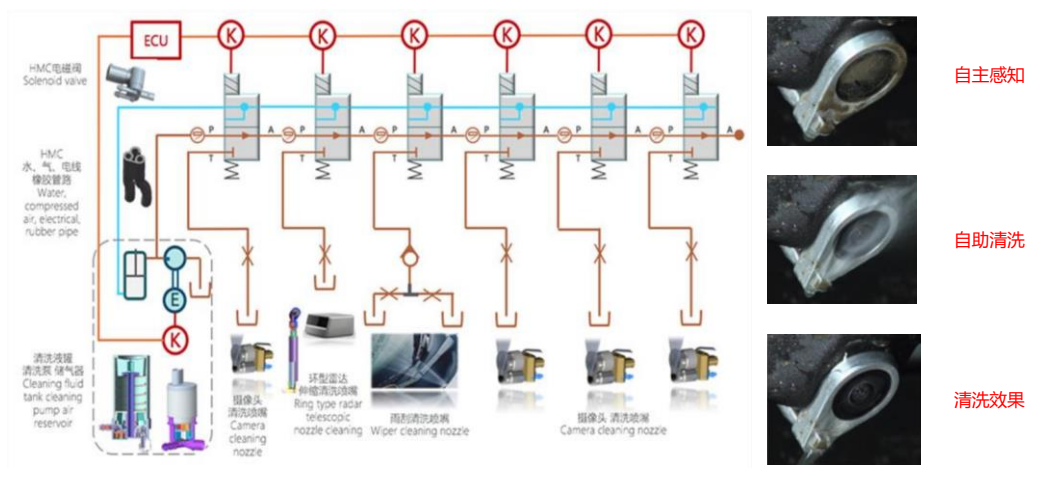
**表4：SAE 将车辆自动驾驶划分为 L1 至 L5 五个等级**

自动驾驶分级	名称	定义	驾驶操作	周边监控	接管	应用场景
L1	辅助驾驶	车辆对方向盘和加减速中的一项操作提供驾驶，人类驾驶员负责其余的驾驶动作	驾驶员和车辆	驾驶员	驾驶员	限定场景
L2	部分自动驾驶	车辆对方向盘和加减速中的多项操作提供驾驶，人类驾驶员负责其余的驾驶动作	车辆	驾驶员	驾驶员	限定场景
L3	条件自动驾驶	由车辆完成绝大部分驾驶操作，人类驾驶员需保持注意力集中以备不时之需	车辆	车辆	驾驶员	限定场景
L4	高度自动驾驶	由车辆完成所有驾驶操作，人类驾驶员无需保持注意力，但限定道路和环境条件	车辆	车辆	车辆	限定场景
L5	完全自动驾驶	由车辆完成所有驾驶操作，人类驾驶员无需保持注意力	车辆	车辆	车辆	所有场景

数据来源：SAE，东吴证券研究所

**公司布局 ADAS 主动感知清洗，有望成为后续清洗系统重要增量。**公司针对 ADAS 系统传感器的清洗需求，已经开发出具备主动感知功能的新一代清洗系统产品，相关产品已经提交客户进行测试，后续有望陆续实现定点和量产，有望成为公司清洗系统重要增量。

图23：公司自主感知智能清洗系统示意图



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3.2. 热管理业务：歧管产品持续贡献增长

**传统整车热管理系统各回路间相对独立的结构存在一定的不足。**纯电动汽车的空调系统（乘员舱热管理）、动力电池、电机电控的工作特性都与温度密切相关，但传统的整车热管理系统中各回路相对独立，各个子系统独立调节，偏向于单一系统的性能最优化，但此时整车热管理系统的总体效率未必达到最高。

**集成化整车热管理系统的定义：**将整车热管理系统中的各个子系统（回路）进行功能和结构上的耦合，形成整车集成式热管理系统，实现各子系统间信息、能量的交互，更好地协调车辆各部分之间的热负荷关系，高效利用动力电池能量，实现各系统间的协同管理。（总结：功能集成、能量集成、设备集成、控制集成）

**集成化整车热管理系统的意义：**提升整车热管理系统能效，保障新能源汽车三电系统工作性能，确保乘员舱环境舒适性。

**集成化整车热管理系统的挑战：**对整个系统的设计要求更高，控制难度提高，开发周期更长，可靠性要求更高。

图24：整车热管理系统集成化趋势明显



数据来源：中国知网，东吴证券研究所

从特斯拉热管理技术的发展看系统集成度的提升。特斯拉到最新一代共有四代整车热管理方案，分别如下：

图25：特斯拉热管理系统迭代升级过程

第一代 Roadster	第二代 Model S & Model X	第三代 Model 3	第四代 Model Y
传统空调 间接制冷	传统空调 直接制冷	传统空调 直接制冷	热泵空调 直接制冷
水冷电机	水冷电机	油冷电机	油冷电机
乘员舱高压风暖 PTC	乘员舱高压风暖 PTC	乘员舱高压风暖 PTC	乘员舱低压风暖 PTC
电池回路高压水 暖PTC	电池回路高压水 暖PTC	电池回路取消水 暖PTC	电池回路取消水 暖PTC
	四通阀	电机低效制热 PTC分区控制 集成式储液罐	电机/压缩机、鼓 风机低效制热 集成式歧管模块 集成式阀门模块

数据来源：中国知网，东吴证券研究所

注：标红部分为与上一代方案的差异部分

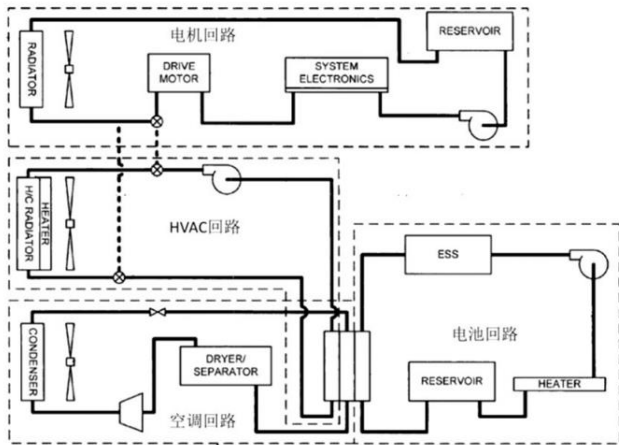
特斯拉第一代热管理系统中各子系统相对独立。特斯拉第一代整车热管理系统应用于 Roadster 车型中，具备四个回路，分别为空调回路、电机回路、电池回路以及 HVAC 回路，可以看到各个回路之间的功能相对独立，耦合关系较弱；

特斯拉第二代热管理系统相比一代集成度有所提升。第二代热管理系统引入了四通阀元件，可以实现电机回路和电池回路的串联（两者回路的工质相同），车辆在冬季启动



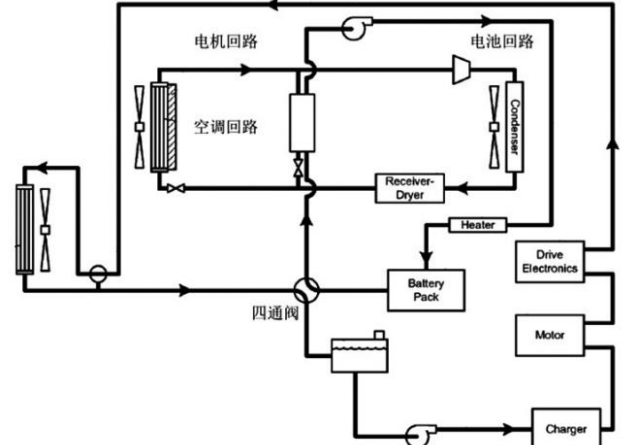
时通过电机回路和电池回路的串联，可以同时利用电机产生的热量和电池回路中的 PTC 加热器同时为电池加热升温。此外，第二代系统中还取消了 HVAC 回路，改为空调回路直接为乘员舱制冷。

图26：特斯拉第一代整车热管理系统拓扑架构



数据来源：中国知网，东吴证券研究所

图27：特斯拉第二代整车热管理系统拓扑架构



数据来源：中国知网，东吴证券研究所

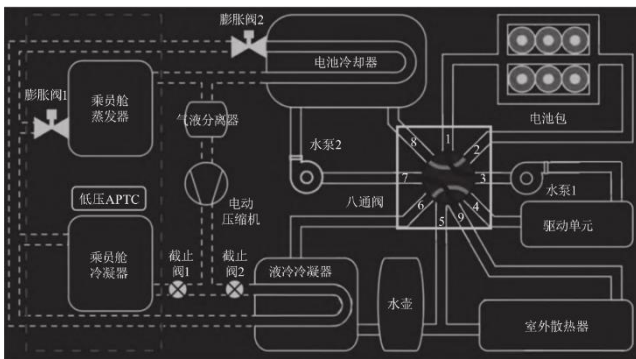
**特斯拉 Model Y 的第四代热管理系统引入了热泵空调系统。**Model Y 所搭载的整车热管理系统首次引入了热泵空调系统，取消了乘员舱的高压 PTC，乘员舱新增了两个低压 PTC，配合压缩机和鼓风机的低能效制热模式，可以为系统补偿热量，保证热泵系统在低温时的工作性能。

**Model Y 新一代热管理系统的集成度大幅提升。**能量上，这一代热管理系统构建了更加复杂的热量转移路线，综合管理整车中各系统的热量释放和需求，协调平衡整车的热量，满足各个系统的温度要求。结构上，整个系统的集成度大幅提升，采用了集成歧管模块和集成的阀门模块，通过水路侧的八通阀和冷媒侧的电磁阀来实现冷媒和冷却液在不同的回路中换热，实现整车热管理的各项功能。Model Y 热管理系统虽然功能复杂但集成度高，因此在前机舱中只占据很小的体积。

**Model Y 热管理系统主要的硬件组成：**5 个换热器（乘员舱蒸发器、乘员舱冷凝器、电池冷却器、液冷冷凝器、室外换热器）、1 个压缩机、2 个电磁阀、6 个电子膨胀阀、1 个气液分离器、2 个电子水泵、1 个八通阀、1 个水壶。



图28: Model Y 搭载的第四代整车热管理系统原理图



数据来源: 中国知网, 东吴证券研究所

图29: Model Y 热泵中冷媒侧和水路侧的组件高度集成



数据来源: NE 时代, 东吴证券研究所

在热管理领域, 公司已经实现冷却歧管的量产和配套。新能源汽车热管理系统的高度集成化趋势催生了冷却歧管的需求, 公司凭借在注塑工艺和热板焊接工艺等方面的多年经验积累, 掌握了冷却歧管注塑及焊接相关的核心技术, 成功开发了冷却歧管产品并实现量产配套。其中, 2022 年公司冷却歧管业务快速增长, 当年实现营收 5159.94 万元, 同比增长 46.57%。

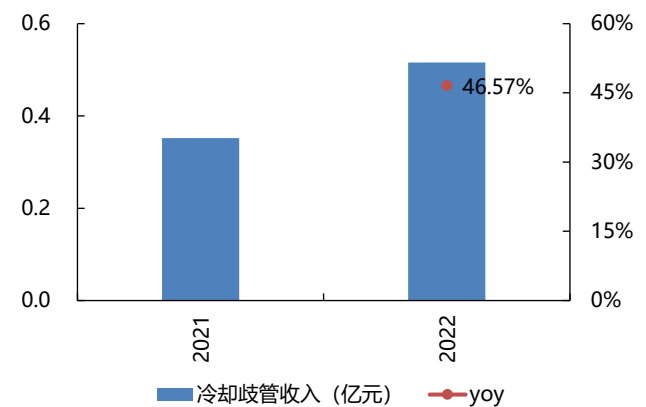
公司持续开发其他热管理业务新产品。在冷却歧管之外, 公司还在持续开展电子循环泵、阀等方面的技术及产品研发, 后续有望实现产品品类扩张。

图30: 公司热管理系统冷却歧管产品示意图



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图31: 公司冷却歧管产品营收情况

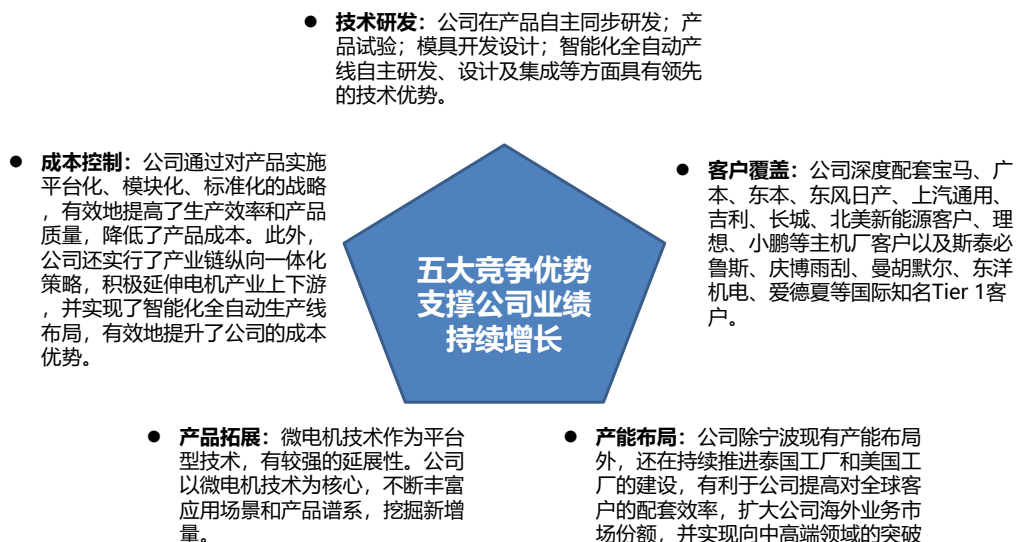


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

#### 4. 公司核心竞争优势：技术+成本+客户+产品+布局

公司在技术研发、成本控制、客户覆盖、产品拓展和产能布局五个方面拥有核心竞争力。

图32：公司市场竞争优势梳理



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

##### 4.1. 技术研发：公司产品性能指标领先突出

**优秀的产品自主研发能力。**公司目前具备全面的研发设计和生产技术体系，掌握了一系列行业领先技术，具备对产品的深入理解。

**完备的产品试验能力。**公司拥有完善的试验检验设备，公司内部可以完成大部分的产品验证试验，且公司实验室已经通过了通用、本田、长城、吉利等主机厂客户的认证。

**突出的模具设计能力。**公司目前具备注塑模具、吹塑模具以及电机机壳冲压模具的开发设计能力，使得公司具备快速响应并满足客户多样化需求的能力。

**智能化全自动生产线自主研发、设计及集成能力。**公司组建了专门的研发团队负责全自动生产线的自主研发、设计和集成，大幅提高了产品生产效率，提升了产品的可靠性、一致性。

公司产品技术指标优于行业通用标准及客户用户规范。

图33：公司各产品技术指标比较分析

清洗泵电机			充电盖板执行器			汽车清洗泵			ADAS自主感知清洗系统		
项目	公司指标	行业通用指标	项目	公司指标	客户产品规范	项目	公司指标	行业通用指标	项目	公司指标	客户技术规范
输出轴跳动	Max 0.05mm	Max 0.1mm	产品直线上升	32.5±0.8 mm	32.5±1 mm	使用寿命	5万次	2.5万次	压力攀升时间	90 毫秒	100 毫秒
电机堵转电流	Max 25A	Max 30A	执行器旋转角度	150°±5°	150°±10°	防水性能	IPX6K 超高压水喷射的防水性能	IPX4K 高压水喷射的防水性能	电流、流量	工作压力 600kPa、 电流不大于13.5A、 流量 5.0L/60s	电流不大于15A、 流量不小于4.8L/60s
电机堵转扭矩	Min70m Nm	Min50m Nm	执行器推出力	40 kgf min	20kgf min						
电机寿命	5 万次	2.5 万次	执行器噪音	48dBA max	55dBA max	排空时间	首次排空时间不大于100毫秒	首次排空时间不大于400 毫秒	噪音	泵额定 13V 电压下工作噪音 45dB/A	小于 50dB/A
电机噪音	Max 55dBA	Max 60dBA	执行器运行时间	2.5±0.5s	-						

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

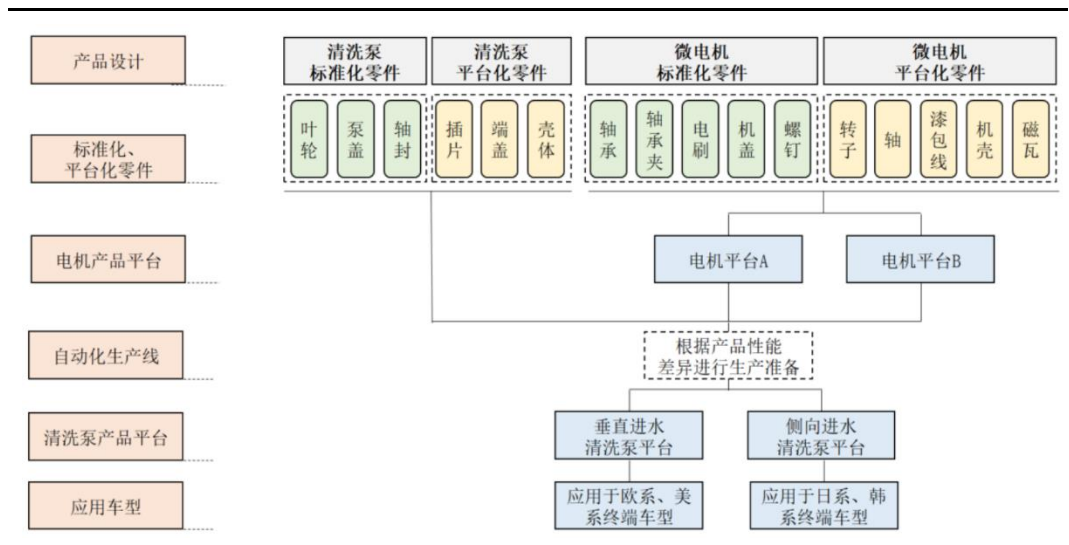
#### 4.2. 成本控制：平台化、产业链一体化带来成本优势

公司推行平台化和标准化产品战略，为公司带来较大的成本优势。公司基于对微电机技术的深刻理解，在产品设计、开发和生产制造的过程中提高平台化技术、模块化生产、标准化零部件的比例，有效地提升了公司的生产效率、产品质量并降低了产品成本。

公司积极推动向上游的产业链一体化整合，拓宽成本护城河。公司将产品生产过程中的注塑工艺、冲压工艺等环节纳入自制体系，一方面提升了上游核心零部件的供应效率和质量标准，另一方面还降低了公司的采购成本，获得了更大的成本优势。

全自动产线也为公司带来了成本控制的优势。

图34：公司清洗泵平台化、标准化示意图

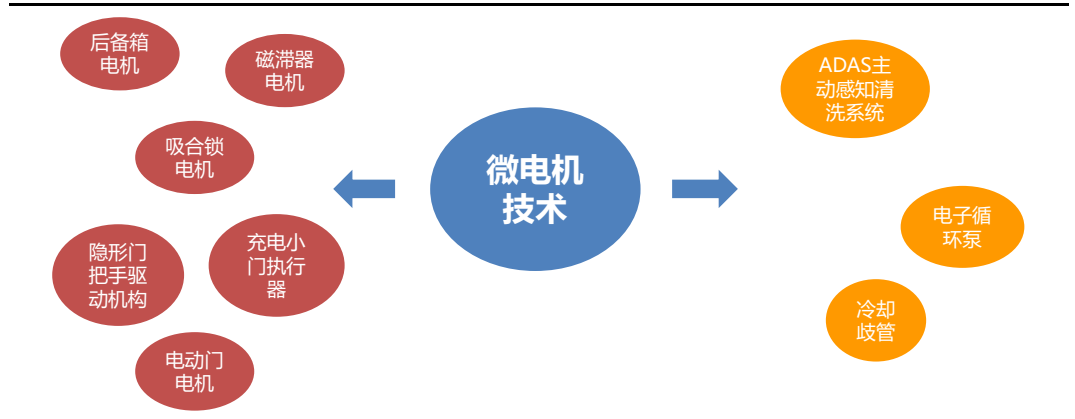


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 4.3. 产品拓展：电机平台型技术积极拓展下游应用场景

以电机技术为核心切入点，不断拓展下游产品布局，并由单一电机向总成化方向发展。公司微电机技术为平台型技术，在基础场景清洗电机以外，公司进一步开拓了后备箱电机、吸合锁电机、磁滞器电机、电动门电机、空调鼓风机电机、隐形门把手电机、充电小门等；并且公司还在各场景下由单一的电机配套向总成化发展，进一步提升单车价值量。在流体领域，公司除传统的清洗系统外，还拓展了 ADAS 主动感知清洗系统、热管理系统相关产品等。

图35：公司 1+N 产品谱系布局



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 4.4. 产能布局：持续资本开支完善全球工厂布局

公司上市后持续推进资本开支，完善全球产能布局。公司近年来营收持续增长，整体产能利用率和产销率均保持较高水平，因此公司在持续扩建产能，以满足下游市场的需求。特别是公司持续推进泰国和美国两大海外生产基地建设，将大幅提升公司对国际市场的响应配套能力；此外，公司建设应用于各个场景的电机和执行器产能，也有利于公司升级产品结构，延伸产业链布局。

表5：公司近年产能扩张梳理

项目	产品及产能	投资金额	地址	建设期	备注
年产 1,954 万件汽车微电机、清洗冷却系统零部件改扩建及研发中心扩建项目	年产 700 万件车用微电机、400 万件车用清洗泵、710 万件雨刮喷嘴、144 万件冷却液罐及歧管产能	1.81 亿元	浙江宁波	36 个月	2021 年 IPO 项目
新能源汽车微电机及热管理系统、智能感知清洗系统零部件生产基地	年产 63 万件电子循环泵、277 万件智能主动感知清洗泵及相关传感器清洗喷嘴、1,860 万件(套)车用	4.72 亿元	浙江宁波	48 个月	2021 年 IPO 项目

建设项目	微电机、清洗泵、雨刮喷嘴及清洗系统产能				
泰国新建汽车零部件生产基地项目	300 万件门类电机、130 万件充电门执行器、130 万件隐形门把手执行器和 300 万件洗涤泵等产能	2 亿元	泰国春武里府	28 个月	2023 年可转债项目
美国工厂	年产 250 万套清洗系统	1.01 亿元	美国	/	自有资金投资

数据来源：SAE，东吴证券研究所

## 5. 盈利预测与投资建议

**营业收入预测：**公司清洗泵+清洗系统业务未来将持续提升市场份额；汽车电机业务则随着车用电机市场规模持续扩大和新客户拓展也将持续增长。此外，在供给端公司正在建设包括美国工厂、泰国工厂在内的多个新工厂，未来将持续支撑公司收入规模的持续增长。综上，我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 9.53 亿元、12.00 亿元和 15.04 亿元，同比增速分别为 28.96%/26.00%/25.29%。

**毛利率预测：**预计公司后续各业务毛利率将保持相对稳定，综合毛利率主要受产品结构变化的影响。综上，我们预计公司 2023-2025 年综合毛利率分别为 35.54%/35.48%/35.45%。

图36：公司收入拆分及预测

		2022A	2023E	2024E	2025E
清洗泵	销售收入 (百万元)	179.59	193.02	208.67	221.18
	YOY	-1.01%	7.48%	8.11%	5.99%
	销售成本 (百万元)	118.95	121.60	131.46	139.34
	毛利率	33.77%	37.00%	37.00%	37.00%
清洗系统	销售收入 (百万元)	211.78	250.30	314.40	400.08
	YOY	25.39%	18.19%	25.61%	27.25%
	销售成本 (百万元)	151.76	174.21	218.51	277.65
	毛利率	28.34%	30.40%	30.50%	30.60%
汽车电机	销售收入 (百万元)	268.45	410.73	565.57	749.95
	YOY	56.57%	53.00%	37.70%	32.60%
	销售成本 (百万元)	179.74	263.69	362.53	479.97
	毛利率	33.05%	35.80%	35.90%	36.00%
其他产品	销售收入 (百万元)	72.79	91.85	104.24	124.47
	YOY	40.01%	26.19%	13.48%	19.41%
	销售成本 (百万元)	42.20	53.28	60.46	72.19
	毛利率	42.03%	42.00%	42.00%	42.00%
其他业务	销售收入 (百万元)	6.15	6.77	7.44	8.19
	YOY	-42.36%	10.00%	10.00%	10.00%
	销售成本 (百万元)	1.24	1.35	1.49	1.64
	毛利率	79.84%	80.00%	80.00%	80.00%
合计	销售收入 (百万元)	738.75	952.67	1200.32	1503.86
	YOY	26.40%	28.96%	26.00%	25.29%
	销售成本 (百万元)	493.89	614.13	774.45	970.79
	毛利率	33.15%	35.54%	35.48%	35.45%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所



预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 2.10 亿、2.64 亿、3.30 亿，EPS 分别为 2.62 元、3.30 元、4.12 元，市盈率分别为 34.63 倍、27.50 倍、22.03 倍。我们选取汽车零部件行业的拓普集团、德赛西威和星宇股份作为可比公司，其中拓普与公司客户结构有一定程度的相似性；德赛、星宇以及公司的产品后续均将受益于汽车智能化水平的持续提升，可比公司 2023 年平均 PE 为 38.29 倍。考虑到公司作为车用微电机行业龙头，新能源汽车车用微电机增量应用场景和整体渗透率均将持续增加，且公司还提前布局了 ADAS 主动感知清洗系统，后续将持续受益于汽车智能化大趋势，因此公司应享有一定的估值溢价，首次覆盖给予“买入”评级。

图37：可比公司估值表（数据截至 2023/12/07）

公司简称	证券代码	股价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
				2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
拓普集团	601689.SH	70.62	778.27	17.00	23.15	31.25	45.78	33.62	24.90
德赛西威	002920.SZ	122.70	681.01	11.84	14.48	22.90	57.52	47.03	29.74
星宇股份	601799.SH	136.60	390.24	9.41	11.40	15.93	41.47	34.23	24.50
平均值							48.26	38.29	26.38
恒帅股份	300969.SZ	90.83	72.66	1.46	2.10	2.64	49.93	34.63	27.50

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：盈利预测来自东吴证券研究所

## 6. 风险提示

**乘用车行业销量不及预期：**公司当前主要收入来自于下游乘用车客户，若宏观经济产生波动，乘用车行业销量出现下滑，则将对公司营业收入和盈利能力产生不利影响。

**原材料价格波动超预期：**若上游钢铁、塑料、橡胶等原材料价格出现大幅上涨，则将对公司成本端造成较大压力，进而影响公司盈利能力。

**新产品应用拓展不及预期：**若车用微电机在汽车上的应用场景拓展不及预期，则将影响车用微电机市场规模的后续增长。



恒帅股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>810</b>	<b>945</b>	<b>1,174</b>	<b>1,471</b>	<b>营业总收入</b>	<b>739</b>	<b>953</b>	<b>1,200</b>	<b>1,504</b>
货币资金及交易性金融资产	490	530	659	823	营业成本(含金融类)	494	614	774	971
经营性应收款项	202	259	327	410	税金及附加	6	8	10	13
存货	109	144	176	225	销售费用	17	17	21	26
合同资产	0	0	0	0	管理费用	47	60	74	92
其他流动资产	10	12	12	14	研发费用	28	28	35	44
<b>非流动资产</b>	<b>364</b>	<b>461</b>	<b>593</b>	<b>712</b>	财务费用	(4)	(10)	(10)	(8)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	3	5	6	7
固定资产及使用权资产	174	219	287	349	投资净收益	12	10	12	14
在建工程	114	167	230	288	公允价值变动	(1)	(1)	(1)	(1)
无形资产	60	60	60	60	减值损失	(3)	(6)	(7)	(7)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	<b>营业利润</b>	<b>162</b>	<b>243</b>	<b>305</b>	<b>380</b>
其他非流动资产	16	15	15	15	营业外净收支	3	(1)	1	2
<b>资产总计</b>	<b>1,175</b>	<b>1,406</b>	<b>1,767</b>	<b>2,183</b>	<b>利润总额</b>	<b>166</b>	<b>243</b>	<b>305</b>	<b>381</b>
<b>流动负债</b>	<b>233</b>	<b>265</b>	<b>354</b>	<b>433</b>	减:所得税	20	33	41	51
短期借款及一年内到期的非流动负债	11	15	23	29	<b>净利润</b>	<b>146</b>	<b>210</b>	<b>264</b>	<b>330</b>
经营性应付款项	183	201	270	329	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	5	7	8	11	<b>归属母公司净利润</b>	<b>146</b>	<b>210</b>	<b>264</b>	<b>330</b>
其他流动负债	35	41	53	65	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.82	2.62	3.30	4.12
非流动负债	27	30	30	30	EBIT	147	233	296	374
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	171	262	332	417
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	33.15	35.54	35.48	35.45
租赁负债	2	2	2	2	归母净利率(%)	19.70	22.03	22.01	21.93
其他非流动负债	25	28	28	28	收入增长率(%)	26.40	28.96	26.00	25.29
<b>负债合计</b>	<b>260</b>	<b>295</b>	<b>385</b>	<b>464</b>	归母净利润增长率(%)	25.90	44.18	25.91	24.83
归属母公司股东权益	915	1,111	1,382	1,719					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>915</b>	<b>1,111</b>	<b>1,382</b>	<b>1,719</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,175</b>	<b>1,406</b>	<b>1,767</b>	<b>2,183</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	158	170	278	306	每股净资产(元)	11.43	13.89	17.28	21.49
投资活动现金流	(103)	(116)	(155)	(147)	最新发行在外股份(百万股)	80	80	80	80
筹资活动现金流	(11)	(16)	7	6	ROIC(%)	15.11	19.61	20.19	20.48
现金净增加额	51	41	130	165	ROE-摊薄(%)	15.91	18.89	19.11	19.19
折旧和摊销	24	29	36	43	资产负债率(%)	22.12	20.99	21.77	21.25
资本开支	(116)	(127)	(167)	(161)	P/E(现价&最新股本摊薄)	49.93	34.63	27.50	22.03
营运资本变动	(1)	(68)	(18)	(59)	P/B(现价)	7.94	6.54	5.26	4.23

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5% 以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准 -5% 与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>