

增持（维持）

## 传统业务引领全球，智能驾驶业务放量增长

保隆科技（603197）深度报告

2024年1月30日

## 投资要点：

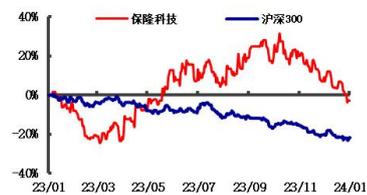
分析师：刘梦麟  
SAC 执业证书编号：  
S0340521070002  
电话：0769-22110619  
邮箱：  
liumenglin@dgzq.com.cn

分析师：谢少威  
SAC 执业证书编号：  
S0340523010003  
电话：0769-23320059  
邮箱：  
xieshaowei@dgzq.com.cn

## 主要数据 2024年1月29日

收盘价(元)	43.03
总市值(亿元)	91.20
总股本(亿股)	2.12
流通股本(亿股)	2.10
ROE(TTM)	11.93%
12月最高价(元)	67.55
12月最低价(元)	37.50

## 股价走势



资料来源：东莞证券研究所，iFinD

## 相关报告

- **公司是全球TPMS龙头企业。**公司早期主营汽车金属管件、气门嘴、平衡块、TPMS等业务，控股子公司TPMS业务实现快速发展，已成为全球直接式TPMS细分市场的领导企业之一。公司汽车电子业务拓展至车用传感器、空气悬架系统、ADAS等领域，随着高端新能源汽车市场的扩充，公司空气悬架、传感器等新业务营收占比实现快速增长。2023年上半年公司空气悬架业务实现营收2.93亿元，同比增长598.41%；传感器业务实现营收2.04亿元，同比增长48.75%。
- **TPMS、气门嘴业务引领全球。**自2020年1月1日起，国内乘用车实施TPMS强制安装要求，公司产品属于直接式TPMS，广泛用于乘用车、商用车、工程车辆等领域，在国内乘用车直接式TPMS行业市场占有率23%，排名第二；气门嘴主要用于轮胎充放气、并维持轮胎充气后的密封，是汽车工业必备且易耗的安全部件，公司是全球主要的气门嘴OEM供应商，气门嘴已进入全球主要整车制造商供应体系。
- **布局智能驾驶新赛道。**空气悬架系统的诸多优势高度契合当前电动化智能化需求，市场规模将实现快速增长。公司在空悬系统的多个核心部件已实现量产，依靠公司在其他业务积累的协同效应优势，已具备在空悬领域提供系统级解决方案的能力。当前主流智能辅助驾驶感知以车载摄像头和雷达为主，呈现多传感器技术融合发展的趋势，通过多传感器检测的技术冗余，以保证感知系统的准确度。公司车载环境传感器产品包括双目前视系统、360环视系统、驾驶员监测系统车载视觉产品，以及行泊一体域控制器、毫米波雷达和超声波雷达等。公司已获定点项目的预计销售金额累计超过50亿元。
- **营收利润双增长，期间费用率平稳下行。**2023年前三季度，公司实现营收41.55亿元，同比增长29.20%；实现归母净利润3.39亿元，同比增长194.75%，主要受益于空气悬架系统、传感器等新业务放量增长叠加TPMS传统业务市场份额的进一步提升，助力公司开启二次增长曲线。公司规模效应成果显现，期间费用率平稳下降。
- **投资建议：**公司为TPMS、气门嘴等细分领域的全球领先企业，通过多年的内生外延，市场份额稳步增长。布局智能驾驶新赛道，公司在空气悬架系统及车载传感器打破原有海外tier 1供应商的技术壁垒，在国产替代的背景下，营收规模快速增长，驱动公司开启二次成长曲线。预计公司2023-2025年每股收益分别为2.01元、2.81元、3.62元，对应PE分别为21倍、15倍、12倍，给予“增持”评级。
- **风险提示。**新能源汽车销量不及预期风险；原材料价格波动和供应短缺风险；毛利率下滑风险；新业务发展不及预期风险；汇率波动风险。

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

## 目录

1. 全球 TPMS 龙头企业，拓宽智能化零部件新赛道	4
1.1 始于海外立足国内，产品矩阵协同发展	4
1.2 全球化产能布局，定增+可转债发展新兴业务	6
2. 传统业务市场份额稳中有增，细分赛道引领全球	8
2.1 TPMS 成为乘用车强制标配，强强联合扩充市场份额	8
2.2 全球气门嘴主要供应商，细分赛道隐形冠军	10
3. 布局智能驾驶新赛道，开启二次成长曲线	11
3.1 空悬系统契合电动智能化需求，国产替代渗透率快速提升	11
3.2 内生外延双轮驱动，产品品类持续扩充	13
3.3 智能驾驶核心硬件，车载环境传感器未来可期	15
4. 营收利润双增长，规模效应摊薄期间费用率	17
4.1 营收规模稳步增长，毛利水平较为平稳	17
4.2 规模效应驱动期间费用率平稳下行	19
4.3 营运能力及偿债能力处于合理区间	20
4.4 公司经营活动现金流表现总体向好	23
5. 投资建议	23
6. 风险提示	24

## 插图目录

图 1：保隆科技历史沿革	4
图 2：保隆科技股权结构（截至 2024 年 1 月）	4
图 3：2022H1 营收占比（%）	5
图 4：2023H1 营收占比（%）	5
图 5：2019-2023H1 公司境内及境外营收占比（%）	6
图 6：公司部分主机厂客户	7
图 7：公司部分 Tier 1 及售后客户	7
图 8：公司研发、生产、销售布局	7
图 9：TPMS 工作原理	8
图 10：2022 年国内乘用车前装直接 TPMS 市场份额（%）	9
图 11：公司 TPMS 产品	10
图 12：公司气门嘴产品	10
图 13：汽车空气悬架系统	11
图 14：空气悬架市场规模预测（亿元）	12
图 15：2021-2026 年中国汽车传感器行业市场前景预测（亿元）	14
图 16：公司车身感知传感器产品矩阵	15
图 17：自动驾驶汽车三大系统	16
图 18：2019-2023 年前三季度营业收入（亿元）	18
图 19：2019-2023H1 境内及境外营业收入（亿元）	18
图 20：2019-2023 年前三季度归母净利润（亿元）	18
图 21：2019-2023 年前三季度归母净利润增速（%）	18
图 24：2019-2023 年前三季度毛利率与净利率（%）	19
图 25：2019-2022 年主营产品毛利率（%）	19
图 26：2019-2023 年前三季度期间费用率（%）	19
图 27：2019-2023 年前三季度销售费用率（%）	20

图 28 : 2019-2023 年前三季度管理费用率 (%)	20
图 29 : 2019-2023 年前三季度研发费用率 (%)	20
图 30 : 2019-2023 年前三季度财务费用率 (%)	20
图 31 : 2019-2023 年前三季度应收账款及占流动资产比例 (亿元, %)	21
图 32 : 2019-2023 年前三季度应收账款周转天数 (天)	21
图 33 : 2019-2023 年前三季度应收账款周转率 (次)	21
图 34 : 2019-2023 年前三季度存货及占流动资产比例 (亿元, %)	22
图 35 : 2019-2023 年前三季度存货周转天数 (天)	22
图 36 : 2019-2023 年前三季度存货周转率 (次)	22
图 37 : 2019-2023 年前三季度资产负债率 (%)	23
图 38 : 2019-2023 年前三季度现金流量情况 (百万元)	23

## 表格目录

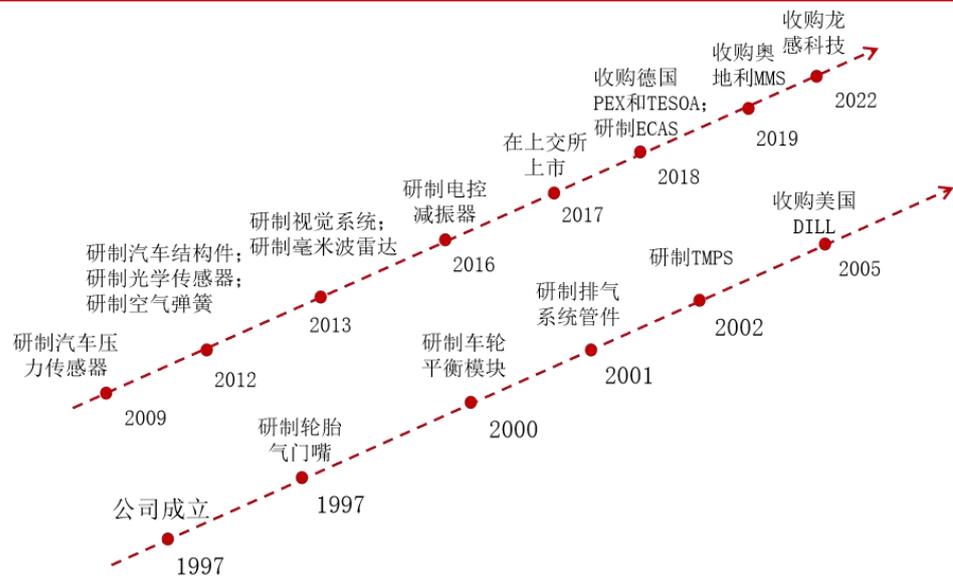
表 1 : 保隆科技主要参股公司	5
表 2 : 公司定增项目	7
表 3 : 公司发行可转债项目	8
表 4 : 国内配置空气悬架系统的部分车型统计	12
表 5 : 汽车传感器分类	14
表 6 : 公司 ADAS 产品矩阵	17
表 7 : 公司盈利预测简表 (2024/1/29)	25

## 1. 全球 TPMS 龙头企业，拓宽智能化零部件新赛道

### 1.1 始于海外立足国内，产品矩阵协同发展

**公司简介。**上海保隆汽车科技股份有限公司成立于1997年，总部位于上海市松江区，前身为上海保隆实业有限公司。公司于1998年开始研制轮胎气门嘴；2002年开始研制TPMS（胎压监测系统）；2005年改制并更名为“上海保隆汽车科技股份有限公司”，同年收购美国DILL公司；2009年研制汽车压力传感器，开始布局汽车电子的相关业务；2012年研制汽车结构件、光学传感器、空气弹簧；2013年研制视觉系统传感器及毫米波雷达；2017年公司上市；于2018、2019及2022年分别收购德国PEX和TESONA、奥地利MMS、龙感科技。

图 1：保隆科技历史沿革



数据来源：公司官网，东莞证券研究所

**公司架构图谱不断丰富。**截至2024年1月，公司实际控制人为陈洪凌、张祖秋、宋瑾。三名实际控制人合计持有公司27.63%股权。其中陈洪凌与宋瑾为夫妻关系，陈洪凌与张祖秋为大学校友关系。通过多年内生外延，公司架构图谱不断丰富。截至2024年1月，公司拥有13家全资、控股子公司。

图 2：保隆科技股权结构（截至 2024 年 1 月）



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

表 1：保隆科技主要参股公司

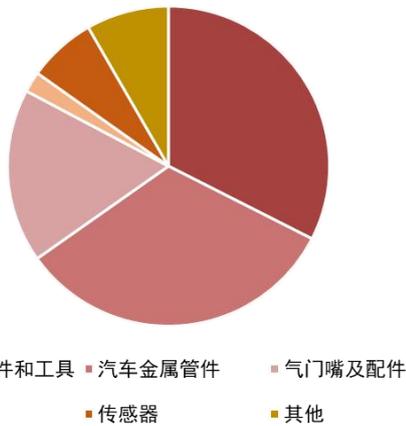
子公司名称	控股比例	主营业务	2023H1 营收 (万元)	2023H1 净利润 (万元)
宁国保隆	100%	汽车金属管件的生产、销售	42,591.59	2,005.70
拓扑思	100%	气门嘴等汽车零部件的生产、销售	28,004.64	2,023.48
保隆工贸	100%	汽配销售	142,128.78	188.98
合肥保隆	100%	汽车智能驾驶零部件的生产、销售，汽车空气悬架系统及零部件的生产与销售	30,848.51	1,768.06
DILL	90%	气门嘴的生产、销售；TPMS 等汽车零部件产品的销售	38,528.70	14,737.74
香港威乐	100%	汽配销售	62,023.57	1,777.29
保富中国	55%	TPMS 的生产、销售	44,743.37	2,423.20
保富电子海外	55%	TPMS 的生产、销售	49,663.98	498.96

资料来源：公司 2023 年半年度报告，东莞证券研究所

公司早期主营汽车金属管件、气门嘴、平衡块、TPMS 等业务。2019 年公司原有的 TPMS 业务与德国霍富集团合资成立子公司保富电子，控股子公司 TPMS 业务实现快速发展，已成为全球直接式 TPMS 细分市场的领导企业之一。2023 年上半年，公司 TPMS 业务实现营收 8.23 亿元，同比增长 25.98%，营收占比维持在 32%左右。

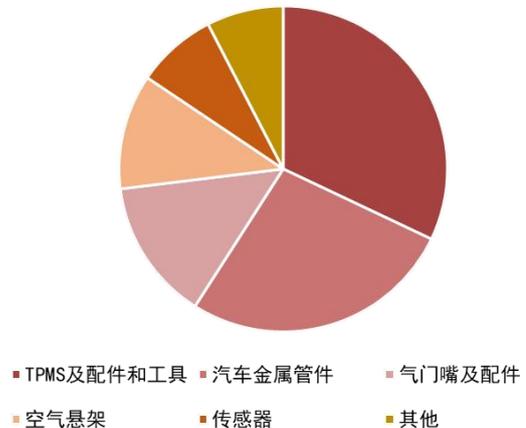
公司汽车电子业务拓展至车用传感器、空气悬架系统、ADAS 等领域。随着高端新能源汽车市场的扩充，公司空气悬架、传感器等新业务营收占比实现快速增长。2023 年上半年公司空气悬架业务实现营收 2.93 亿元，同比增长 598.41%，营收占比同比提升 9.34pct 至 11.43%；2023 年上半年公司传感器业务实现营收 2.04 亿元，同比增长 48.75%，营收占比同比提升 1.13pct 至 7.96%。

图 3：2022H1 营收占比 (%)



数据来源：公司2023年半年报公告，东莞证券研究所

图 4：2023H1 营收占比 (%)



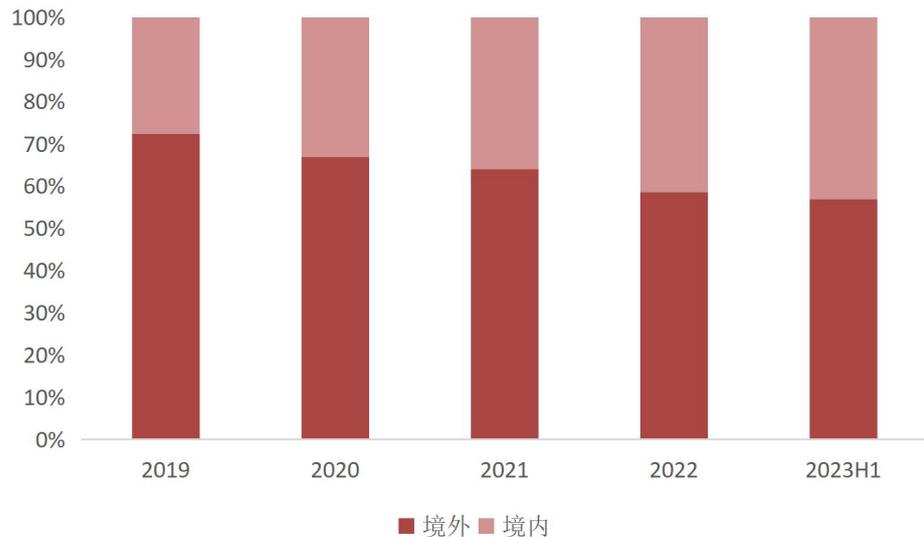
数据来源：公司2023年半年报公告，东莞证券研究所

公司境内营收占比逐年提升。2005 年公司并购美国 DILL 拓展北美市场气门嘴销售

渠道，2018 年收购德国 PEX 增强公司在传感器领域的研发及销售渠道，凭借德国 PEX 原有销售网络，成功进入欧洲主流车厂的供应链体系，2019 年与德国霍富集团合资成立子公司保富电子，进一步提升 TPMS 全球市场份额，公司通过多年的海外兼并收购，成功打开欧美主流市场，2019 年公司境外营收占比超 70%。

2020 年及 2022 年公司分别收购常州英孚股权和龙感科技，进一步增强车用传感器领域的研发及产能布局。受益于国内客户销量的快速增长，推动公司境内业务订单的增长，境内营收占比逐年提升，截至 2023H1，公司境内营收占比提升至 42.35%。

图 5：2019-2023H1 公司境内及境外营收占比（%）

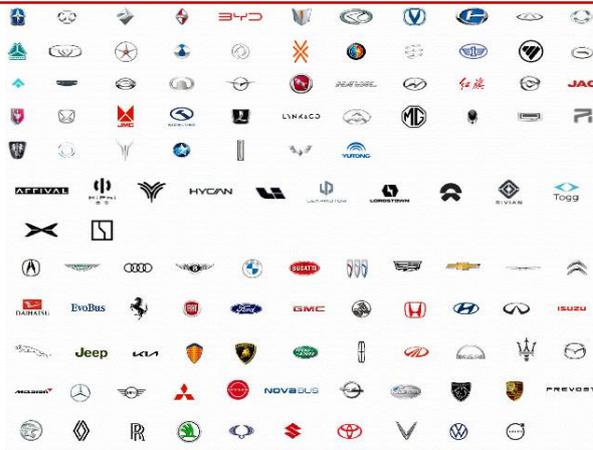


数据来源：iFinD，东莞证券研究所

## 1.2 全球化产能布局，定增+可转债发展新兴业务

**公司主要客户：涵盖全球优质客户资源，夯实后续营收增长。**公司主要客户包括全球和国内主要的整车企业如丰田、大众、奥迪、保时捷、现代起亚、宝马、奔驰、通用、福特、日产、本田、Stellantis、捷豹路虎、上汽、东风、长安、一汽、奇瑞、吉利、长城等；新能源龙头及新势力车企如比亚迪、蔚来、小鹏、理想、零跑等。公司与全球大型 Tier 1 供应商如佛瑞亚、天纳克、博格华纳、马瑞利、延锋、麦格纳、大陆、克诺尔、采埃孚、三五、布雷博等建立长期稳定的供货关系。售后市场方面，公司向北美和欧洲的独立售后市场流通商如 Discount Tire、Tire Kingdom、ASCOT 和伍尔特等供应产品。公司在全球范围积累优质客户资源，夯实后续营收增长，同时有利于公司开拓新产品市场。

图 6：公司部分主机厂客户



数据来源：公司官网，东莞证券研究所

图 7：公司部分 Tier 1 及售后客户



数据来源：公司官网，东莞证券研究所

公司研发、生产、销售中心遍布全球。公司在上海松江、上海浦东、安徽宁国、安徽合肥、江苏高邮、湖北武汉和美国、德国、波兰、匈牙利、奥地利等地布局 11 个研发中心、9 个生产园区、11 个销售分支机构。能够及时响应欧美及国内客户的订单需求，有效实现成本控制及产品快速交付。

图 8：公司研发、生产、销售布局



数据来源：公司官网，东莞证券研究所

定增募资扩充产能。2020 年公司发布定增计划，原计划用于“年产 2680 万支车用传感器项目”，随后于 2023 年 7 月变更募集资金用途，将用于“年产 480 万只 ADAS 智能感知传感器项目”、“年新增 150 万只智能电控减振器项目”、“收购龙感科技 55.74% 股权项目”。项目变更后将进一步提升公司在智能驾驶领域的产能布局，拓展视觉传感器、雷达、域控制器等 ADAS 业务。

表 2：公司定增项目

项目名称	投资总额（万元）	募集资金拟投入金额（万元）
年产 480 万只 ADAS 智能感知传感器项目	33,000	29,547.41
年新增 150 万只智能电控减振器项目	18,000	18,000
收购龙感科技 55.74% 股权项目	17,252.59	17,252.59

资料来源：保隆科技关于变更募集资金投资项目的公告，东莞证券研究所

拟通过可转债募资扩充产能，为长期增长奠定基础。2023年10月公司公布发行可转债募集说明书，拟募集资金不超过14亿元，用于空气悬架系统的产能扩建，预计将新增年产482万支空气悬架系统部件、空气弹簧、减振系统配件等新产品产能，为公司后续空气悬架系统业务的增长奠定基础。

表 3：公司发行可转债项目

序号	项目名称	投资总额（万元）	拟投入募集资金（万元）
1	空气悬架系统智能制造扩能项目	152,200	103,500
1.1	年产482万支空气悬架系统部件智能制造项目	81,530	68,000
1.2	空气弹簧智能制造项目	60,000	27,500
1.3	汽车减振系统配件智能制造项目	10,670	8,000
2	补充流动资金	40,000	36,500
	总计	192,200	140,000

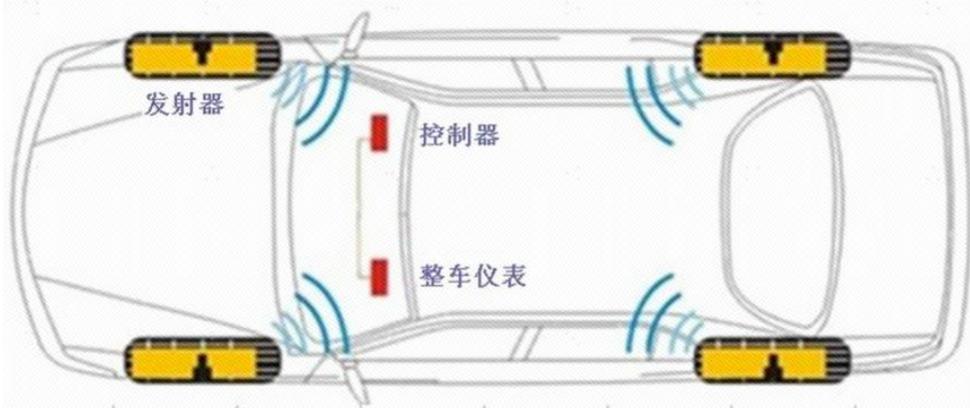
资料来源：保隆科技向不特定对象发行可转换公司债券募集说明书（申报稿），东莞证券研究所

## 2.传统业务市场份额稳中有增，细分赛道引领全球

### 2.1 TPMS 成为乘用车强制标配，强强联合扩充市场份额

TPMS 进入强制安装时代。TPMS 主要用于汽车行驶过程中实时自动监测轮胎气压和温度，并对轮胎漏气、低压、高压、高温报警。TPMS 通过在每个车轮上安装包含有气压和温度传感器芯片的发射器，在行车或静止的状态下，实时监测轮胎的压力、温度等数据，并通过无线射频方式发射到控制器，在整车仪表盘上显示各种数据变化并在轮胎漏气和压力变化超过安全限值进行报警，可降低汽车行驶过程中因轮胎气压不足或气压过高而爆胎的风险，以保障行车安全。

图 9：TPMS 工作原理



数据来源：保隆科技招股说明书，东莞证券研究所

TPMS 起初作为豪华车型配置而面向市场，因其良好的安全性能在中高档车型上得到广泛应用，并逐渐成为部分国家、地区的汽车标准配置。美国已立法要求自 2007 年

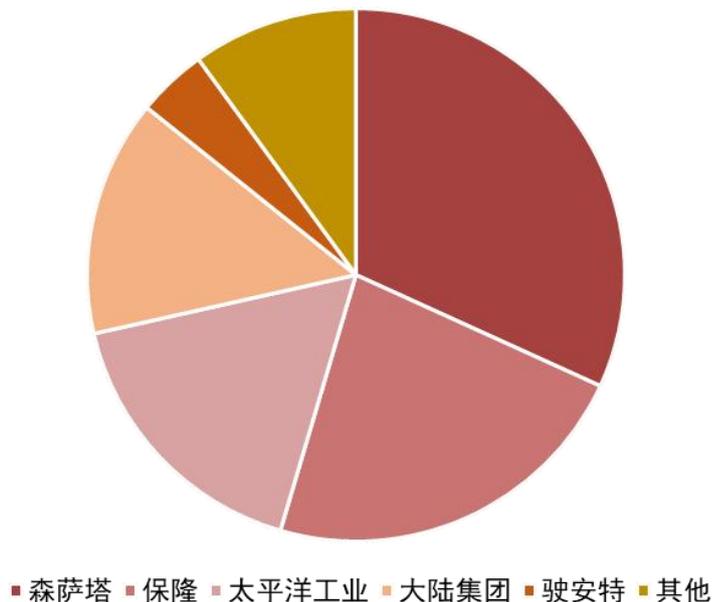
9月1日起，所有出厂的轻型车必须安装 TPMS，TPMS 已成为美国轻型车的标准配置。欧盟也已立法规定从 2014 年 11 月 1 日起所有新乘用车必须安装 TPMS。2016 年 9 月，国内发布《乘用车轮胎气压监测系统的性能要求和试验方法》（GB26149）的国家强制性标准，要求 2019 年 1 月 1 日起，中国市场所有新认证乘用车必须安装 TPMS；2020 年 1 月 1 日起，所有在产乘用车开始实施强制安装要求。

TPMS 可分为直接式 TPMS 和间接式 TPMS 两大类型，间接式 TPMS 通过汽车 ABS 系统的轮速传感器来比较轮胎之间的转速差异，以达到间接检测胎压的目的。直接式 TPMS 利用安装在每一个轮胎里的传感器来直接检测轮胎的气压，并通过无线或蓝牙传输有关数据，鉴于可靠性高，直接式 TPMS 已成为当前的主流方案。

由于间接式 TPMS 可基于 ABS 系统进行软件改造，无需加装轮胎的无线发射器，在成本端仍具备一定的优势。据高工智能汽车数据显示，在胎压监测系统渗透率达到 100% 的基础上，2022 年中国市场（不含进出口）乘用车前装标配直接式胎压监测系统 1237.07 万辆，渗透率为 62.07%。随着消费者对直接式 TPMS 的认知加强，市场规模仍有成长。针对售后替换市场，随着主要汽车市场上越来越多的 TPMS 发射器因电池耗尽进入更换周期，售后替换件市场规模有望实现平稳增长。

在国内乘用车市场直接式 TPMS 供应商中，森萨塔、保隆科技、太平洋工业、大陆集团排名 2022 年中国乘用车市场前装份额前四位，CR4 达到 85%，行业集中度位于较高水平。

图 10：2022 年国内乘用车前装直接 TPMS 市场份额（%）



数据来源：高工智能汽车研究院，东莞证券研究所

公司产品属于直接式 TPMS，广泛用于乘用车、商用车、工程车辆等领域。2019 年 1 月，公司与德国霍富集团就 TPMS 业务设立合资公司保富电子。霍富集团在全球汽车胎压监测系统具备一定的领先优势，已配套宝马、奔驰、大众、奥迪、欧宝、保时捷、宾利、法拉利、兰博基尼、玛莎拉蒂等众多欧洲车企。公司与霍富集团双方整合在中

国、欧洲、北美地区的 TPMS 业务和资产，有助于公司开拓高端汽车零部件客户，延伸公司产品线，增强在欧洲市场供应能力。

图 11：公司 TPMS 产品



数据来源：保隆科技官网，东莞证券研究所

## 2.2 全球气门嘴主要供应商，细分赛道隐形冠军

**气门嘴需求量大。**气门嘴主要用于轮胎充放气、并维持轮胎充气后的密封，是汽车工业必备且易耗的安全部件。市场需求量直接由汽车产量、汽车保有量决定。在全球汽车工业将趋于稳定、平稳增长的背景下，未来全球气门嘴的需求量将保持稳定增长局面。气门嘴按照材质可分为金属气门嘴、橡胶气门嘴及 TPMS 气门嘴。其中，相对于传统气门嘴，TPMS 气门嘴为安装 TPMS 传感器的气门嘴，起到支撑 TPMS 传感器的作用，同时还具备常规气门嘴的密封和充放气作用。因而 TPMS 气门嘴附加值相对较高，其在 OEM 市场竞争参与者相对较少，技术难度也相对较大，但产品毛利率也相对较高，在未来全球气门嘴领域的需求量有望呈现快速增长趋势。

图 12：公司气门嘴产品



数据来源：公司官网，东莞证券研究所

气门嘴市场需求主要分为 OEM 市场和 AM 市场，汽车产量决定 OEM 市场需求量，汽车保有量决定 AM 市场需求量。气门嘴是汽车车轮模块的重要安全件，因其长期暴露在外需承受各种恶劣环境、在汽车高速运转时需要承受较强的剪切力，气门嘴容易损耗，汽车年检、更换轮胎时一般会更换气门嘴，故气门嘴 AM 市场需求量远高于 OEM 市场。

公司是全球主要的气门嘴 OEM 供应商，气门嘴已进入全球主要整车制造商供应体系，是福特全球、北美通用、北京现代、上汽通用等整车厂商主要气门嘴供应商。公司是北美 AM 市场主要气门嘴供应商，主要客户为 DISCOUNT TIRE、ASCOT 等是北美市场主要独立售后流通商。

### 3. 布局智能驾驶新赛道，开启二次成长曲线

#### 3.1 空悬系统契合电动智能化需求，国产替代渗透率快速提升

相较于传统悬架，空气悬架系统更为复杂。空气悬架系统主要由空气弹簧、空气弹簧减振器、ECU、空气压缩机、储压器、分配阀、车身加速度传感器、悬架高度传感器、空气弹簧伸缩加速度传感器等部件组成。当各个传感器将车辆行驶时产生的三维变化信息转化为电信号传输至 ECU，ECU 经过计算并发出指令动态调节空气弹簧的硬度和减振器阻尼，从而达到理想的弹性状态以适应当前行驶路况。

图 13：汽车空气悬架系统



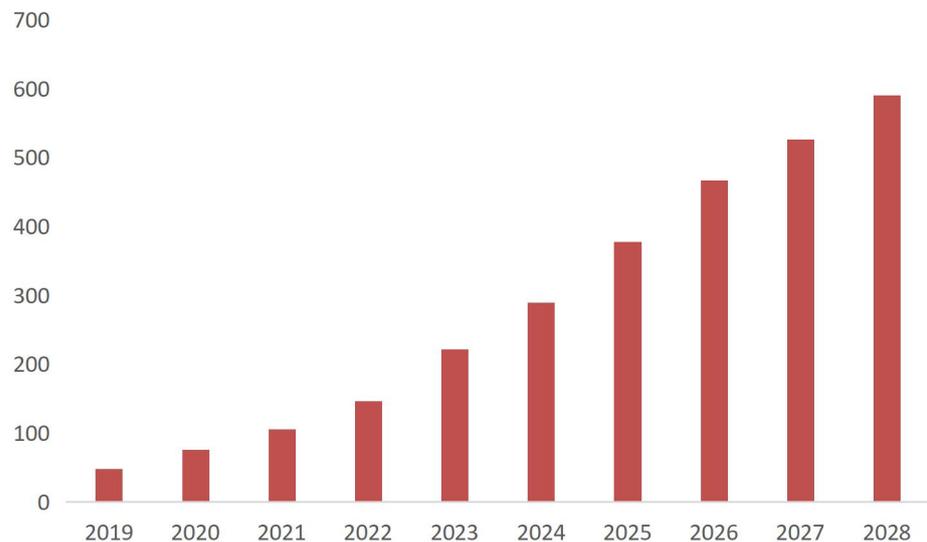
数据来源：公司官网，东莞证券研究所

空气悬架系统在安全性、操作性、舒适性、能源经济性方面具备优势。有效提高安全性和操作性，在车身转向或起步加速的过程中，减振器能够输出阻尼有效抑制侧倾及俯仰。当车身发生横向失控或紧急制动时，减振器能有效消化车轮跳动，减小车

轮负荷增强轮胎抓地力。提升乘车舒适性和能源经济性，通过改变空气弹簧的活塞形状、气囊体积、气囊内压的方式减低车身起伏并减少路噪，提升乘坐体验。高度控制阀可动态调节车身高度，既能主动抬升车身提高车辆通过性，也能降低车身便于上下车及高速行驶时有效降低风阻，从而减少油耗、电耗，提升续航里程。

**空气悬架系统的诸多优势高度契合当前电动化智能化需求。**由于搭载动力电池大幅提升车辆的簧上质量压缩传统钢制弹簧的初始行程，将会削弱车辆行驶过程中的滤震性。若提升弹簧刚度以应对电池重量，则会降低驾乘舒适性。空气悬架系统刚度行程可调节，能有效解决电动汽车的上述痛点。国内空气悬架渗透率随着新能源汽车的快速发展而快速提升。据盖世汽车预计到 2025 年，空气悬架渗透率将上涨至 15%左右，市场规模接近 380 亿元，年复合增长率达到 41.3%，空气悬架市场空间增长可期。

图 14：空气悬架市场规模预测（亿元）



数据来源：盖世汽车，东莞证券研究所

**空气悬架系统渗透率快速提升。**目前，多家新势力及自主品牌进军三十万元及以上的高端新能源汽车市场，对于搭载空悬系统等高端配置的态度较为积极。主机厂可调校出符合自身车型定位的悬架硬度，实现差异化竞争。空悬系统渗透率在三十万元车型市场快速提升并逐步下探至二十万元车型市场。2023 年 12 月，奇瑞汽车推出星纪元 ES，售价 22.58 万元-33.98 万元，全系车型将标配空气悬架系统。随着国内汽车消费升级叠加空悬系统国产替代化的快速提升，将促使空悬系统渗透率的持续提升，市场规模将会进一步扩大。

表 4：国内配置空气悬架系统的部分车型统计

整车企业	车型	级别	上市时间	价格（万元）
蔚来	ES8	中大型 SUV	2017.12	44.8-54.8
	ES6	中型 SUV	2018.12	35.8-54.8
	EC6	中型 SUV	2020.07	36.8-53.6
	ET7	中大型轿车	2021.01	45.8-53.6
	ES7	中大型 SUV	2022.06	43.8-51.8
	EC7	中大型 SUV	2022.12	45.8-54.8
理想	L9	大型 SUV	2022.06	45.98

	L8	中大型 SUV	2022.09	33.98-39.98
	L7	中大型 SUV	2022.09	31.98-37.98
岚图	FREE	中大型 SUV	2021.06	33.36-37.36
	梦想家	中大型 MPV	2022.05	36.99-68.99
	追光	中大型轿车	2023.04	32.29-38.59
极氪	001	中大型轿车	2021.04	29.9-38.6
	009	中大型 MPV	2022.11	49.9-58.8
高合	HiPhi X	中大型 SUV	2020.09	62-80
	HiPhi Z	中大型轿车	2022.08	61-63
小鹏	G9	中大型 SUV	2022.09	30.99-46.99
腾势	N7	中型 SUV	2023.07	30.18-37.98
红旗	HS7	中大型 SUV	2019.07	34.98-45.98
	H9	中大型轿车	2020.08	30.98-53.98
	E-HS9	大型 SUV	2020.12	50.98-72.98
北京	BJ90	大型 SUV	2020.07	69.8-99.8
领克	09	中大型 SUV	2021.1	23.79-29.29
大众	辉昂	中大型轿车	2019.01	34.0-63.9
奔驰	V 级	中大型 MPV	2020.09	47.80-62.98
	C 级新能源	中型轿车	2022.08	29.73-40.56
	E 级新能源	中大型轿车	2019.11	50.98
沃尔沃	XC60 新能源	中型 SUV	2020.01	52.79-60.59
林肯	飞行家	中大型 SUV	2020.07	50.98-75.98
赛力斯	问界 M9	中大型 SUV	2023.12	46.98-56.98
奇瑞	智界 S7	中型轿车	2023.12	24.98-34.98
	星纪元 ES	中型轿车	2023.12	22.58-33.98
小米	小米 SU7	中型轿车	2024H1	TBD

资料来源：保隆科技 2023 年半年报公告、鸿蒙智行官网、小米汽车预发布会，东莞证券研究所整理

公司在空悬系统的多个核心部件已实现量产，包括空气弹簧、减振器、空悬 ECU、储气罐、供气系统、车身加速度传感器、悬架高度传感器等。依靠公司在车身传感器、汽车电子、橡胶部件等业务积累的协同效应优势，已具备在空悬领域提供系统级解决方案的能力。公司已与国内外成熟车企如大众、奥迪、保时捷、宝马、奔驰、丰田、上汽、东风、长安、一汽等，电动车龙头企业如比亚迪、蔚来、小鹏、理想、零跑等，知名一级零部件供应商如弗吉亚、天纳克、博格华纳、马瑞利等建立了长期、稳定的供货关系。多款空气悬架系统产品已获得国内外主机厂及新势力的多款平台车型的项目定点。

### 3.2 内生外延双轮驱动，产品品类持续扩充

汽车传感器是将非电信号信息转换为电信号并传输至电子控制单元的装置。根据使用目的划分为车身感知传感器和环境感知传感器。车身感知传感器提升车辆感知自身的能力，按照测量参数的种类可划分为压力传感器、位置传感器、温度传感器、线加速度传感器、角加速度传感器、空气流量传感器、气体传感器等。环境感知传感器负责车辆对外界环境的感知能力，通过捕获外界环境信息并转换为电信号传输至电子控制单元并做出决策规划。环境感知传感器主要分为车载摄像头、超声波雷达、毫米波雷达、激光雷达及红外雷达等。

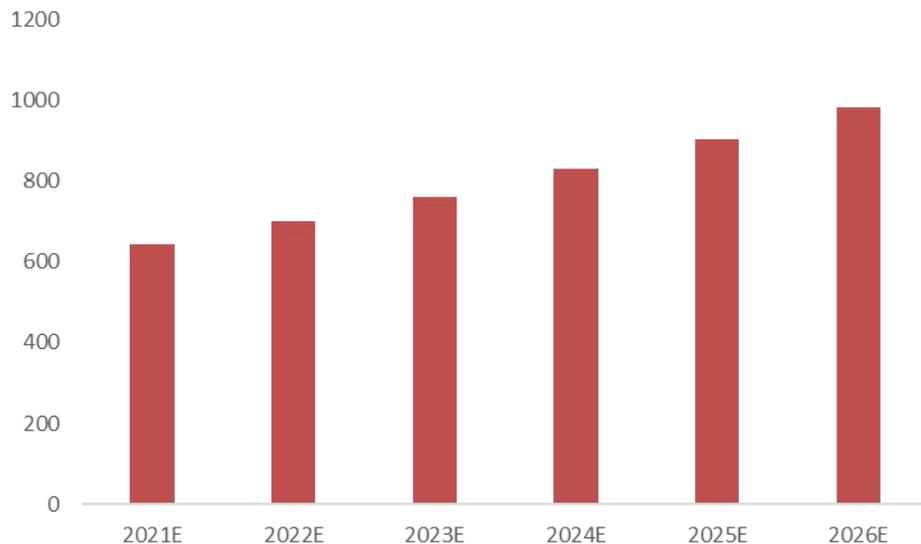
表 5：汽车传感器分类

分类	类型	工作原理
车身感知传感器	压力传感器	压阻式、硅电容式、陶瓷电容式
	位置传感器	霍尔效应、磁电阻效应
	温度传感器	热敏电阻式、热电偶式
	(线)加速度传感器	惯性原理
	角(加)速度传感器	Coriolis 原理
	空气流量传感器	霍尔效应、磁电阻效应
环境感知传感器	气体传感器	化学类原理
	车载摄像头	摄像头采集外部信息依据算法进行图像识别
	超声波雷达	发射或接收超声波，根据折返时间测算距离
	毫米波雷达	发射或接收毫米波，根据回波频差测算距离和速度
	激光雷达	发射和接受激光。根据折返时间测算距离
	红外传感器	红外辐射的光子效应或热效应

资料来源：行行查研究中心，东莞证券研究所

**车载传感器市场前景广阔。**汽车传感器是汽车的关键基础零部件，伴随着汽车销量增长，汽车传感器的需求量随之上升。同时，智能网联汽车的快速发展催生智能辅助驾驶传感器的快速发展，随着智能网联汽车的渗透率不断提升，智能辅助驾驶传感器的需求量将呈现快速增长的趋势。据前瞻产业研究院预计，到 2026 年中国汽车传感器市场规模将达到 982 亿元。

图 15：2021-2026 年中国汽车传感器行业市场前景预测（亿元）



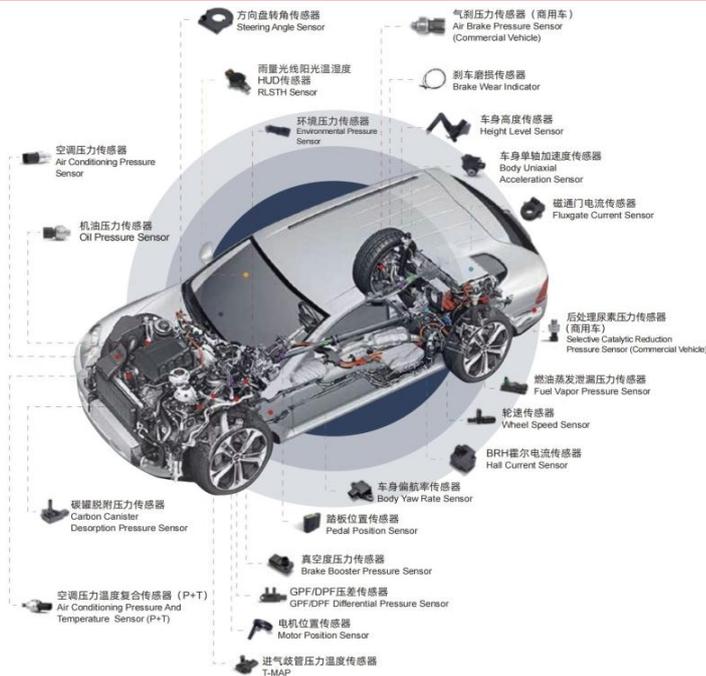
数据来源：前瞻产业研究院，东莞证券研究所

车身感知传感器主要安装在动力总成、底盘系统等汽车关键部位。一辆中端汽车搭载超过 90 个传感器，其中在动力总成系统中搭载 45-60 个，车身系统中搭载超过 20 个，底盘系统中搭载 30-40 个。由于汽车的行驶环境复杂，气候条件多样，因此要求传感器具有强大的适应能力，能够在极端环境中正常工作，此外，汽车感知传感器还需要承受汽车行驶过程中的震动，及来自发动机和其他部件的酸、碱性物质的腐蚀。在这样苛刻的条件下，汽车主机厂对汽车传感器的性能、稳定性和耐久性提出较高要

求。

公司传感器产品矩阵丰富。公司拥有各类传感器产品包括压力、光学、加速度、电流、速度、位置等六大产品品类，超 40 种传感器。为应对行业电动化转型带来车辆感知传感器的高速发展趋势，2017—2022 年，公司先后收购常州英孚、德国 PEX、上海龙感科技。通过对同业的横向并购扩大公司车用传感器业务规模，拓展优质客户，同时将有效降低原材料的采购成本，实现规模效应和行业集中度的提升。2023 年，公司在匈牙利投资 1500 万欧元的传感器生产园区将投入使用，从而进一步扩大车用传感器业务全球化布局。

图 16：公司车身感知传感器产品矩阵

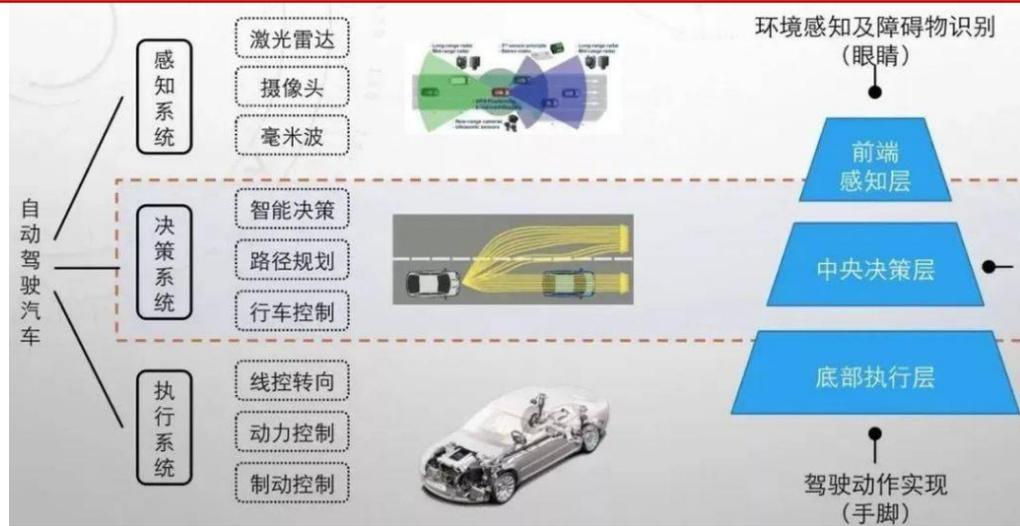


数据来源：盖世汽车，东莞证券研究所

### 3.3 智能驾驶核心硬件，车载环境传感器未来可期

车载环境传感器为智能驾驶感知层的重要组成部分。智能驾驶核心体系可分为感知系统、决策系统、执行系统三大层次，涵盖汽车、交通、计算机、通信等多领域协同。当前车载环境传感器主要包括超声波雷达、毫米波雷达、车载摄像头、激光雷达、红外探头等。主流智能辅助驾驶感知以车载摄像头和雷达为主，呈现多传感器技术融合发展的趋势，通过多传感器检测的技术冗余，以保证感知系统的准确度。

图 17：自动驾驶汽车三大系统



数据来源：搜狐网，东莞证券研究所

**车载摄像头**凭借技术成熟及使用成本低的优势，有望成为感知平台的主力传感器。车载摄像头通过采集图像，将图像转换为二维数据。然后对采集的图像进行模式识别，通过图像匹配算法识别行驶过程中的车辆、行人、交通标志等路面信息。最后依据目标物体的运动模式或使用双目定位技术，估算目标物体与本车的相对距离和相对速度。

**毫米波雷达：**使用频率 30GHz-300GHz 的毫米波对目标进行照射并接收回波，通过信号处理获得目标与发射点的距离、方位、速度等信息。车载毫米波雷达多采用 FMCW 连续调频式，通常有 24GHz 和 77GHz 两种；按照测量距离划分有短距的 SRR、中距的 MRR、长距的 LRR，77GHz 毫米波雷达通常安装汽车正前方，用于对中远距离物体的探测；24GHz 毫米波雷达通常安装在车侧、后方，用于盲点检测、辅助停车等。

**超声波雷：**通常用于泊车辅助预警和汽车盲区碰撞预警，是自动泊车系统的主流传感器。超声波雷达的工作原理是向外发出并接收超声波，根据超声波的折返时间来测算距离。车用超声波雷达的探头工作频率有 40kHz、48kHz 和 58kHz 三种，频率越高、灵敏度越高、但探测角度越小，行业一般采用 40kHz 的探头。

**域控制器优势众多。**由于智能驾驶涉及的感知、控制、决策系统复杂性高，传统单个电子控制单元无法满足汽车控制系统的需求，需要采用多个电子控制单元来控制多个系统，但众多的电子单元会提升整车电子系统的复杂程度及线束连接成本。集中多个电子控制单元的域控制器应运而生，域控制器具备模块化、可移植性、便于管理、简化系统架构等优势。域控制器可实现模块化开发，基于功能性划分为多个单独的域有利于保障各子系统的功能安全和网络安全需求，便于后续各功能的 OTA 升级。

**海外 tier 1 供应商为主导。**博世、森萨塔等外资汽车传感器企业由于起步较早，掌握汽车传感器领域核心专利，具备较久的传感器研发与制造经验，在汽车传感器芯片等核心技术上占据领先地位。国内汽车传感器行业起步较晚，国产汽车传感器依靠

国内的产业链优势逐步实现追赶。据华经产业研究院数据，2021年博世、英飞凌、安森美、亚德诺、迈来芯在汽车传感器市占率排名前五，其中博世的市占率为21.4%。

公司已获定点项目的预计销售金额累计超过50亿元。公司车载环境传感器产品包括双目前视系统、360环视系统、驾驶员监测系统车载视觉产品，以及行泊一体域控制器、毫米波雷达和超声波雷达等。公司已获定点项目的预计销售金额累计超过50亿元。从2021年开始，公司开始研发4D毫米波雷达，目前处于批量样件阶段，预计将于2024年实现量产。

表 6：公司ADAS产品矩阵

类型	产品
摄像头	高速 提供前视系统及座舱系统解决方案及产品，拥有自主知识产权。前视包括单目、双目系统，覆盖1M到8M像素的图像感知。
	低速 可定制开发基于座舱域、域控制器的环视和融合泊车的软件算法系统及多种像素（1M、2M、3M、8M）不同FOV的摄像头模组，同时支持独立的环视控制器和融合泊车控制器及DVR功能集成，支持白盒交付及平台定制。
	座舱 包括DMS、OMS及Face ID等，实现监控、识别、报警及交互等多功能。同时，公司自研和生产相应的多种类摄像头模组产品。
毫米波雷达	在软硬件、算法和天线设计等核心领域拥有自主知识产权。凭借完善的开发流程体系和先进的自动化产线，给客户id提供高品质雷达，为安全驾驶保驾护航。
超声波雷达	可实现车辆周边近距离的障碍物位置探测及坐标检测，探测距离支持3M、5M、7M。通过匹配传感器的安装位置及软件滤波算法的优化，可实现低矮障碍物的探测同时避免路面误报。基于此，超声波传感器系统可实现泊车辅助预警（PAS）、自动泊车（含融合式自动泊车、遥控泊车等APA）、侧后向盲点监测（BSD）、低速紧急制动（MTG）等ADAS功能。
域控制器	针对高等级自动驾驶应用，提供支持行泊一体域控制器产品系列，可适配多款主流（AI）SoC芯片，算力覆盖8~100+Tops，实现HWA/HWP、TJA/TJP、APA/RPA/AVP等功能

资料来源：公司官网，东莞证券研究所

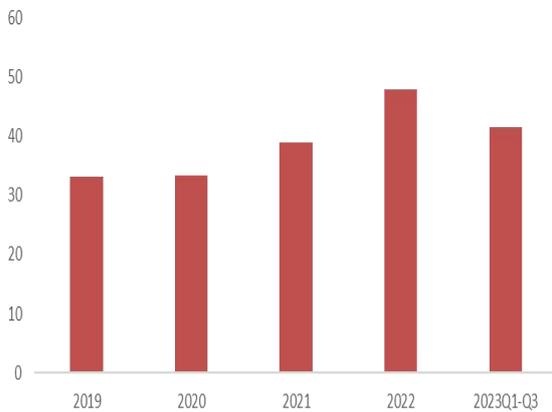
## 4. 营收利润双增长，规模效应摊薄期间费用率

### 4.1 营收规模稳步增长，毛利水平较为平稳

**2023年业绩预增。**2024年1月30日，公司发布2023年业绩预增公告，公司预计2023年实现归母净利润3.6亿元-4.3亿元，与上年同期相比，将增加1.46亿元-2.16亿元，同比增加68.12%-100.81%；预计实现扣非后归母净利润2.8亿元-3.5亿元，与上年同期相比，将增加1.97亿元-2.67亿元，同比增加235.68%-319.60%。公司表示传统业务进一步获取市场份额并保持良好的盈利能力，新业务快速成长，公司2023年业绩呈现较大幅度增长。

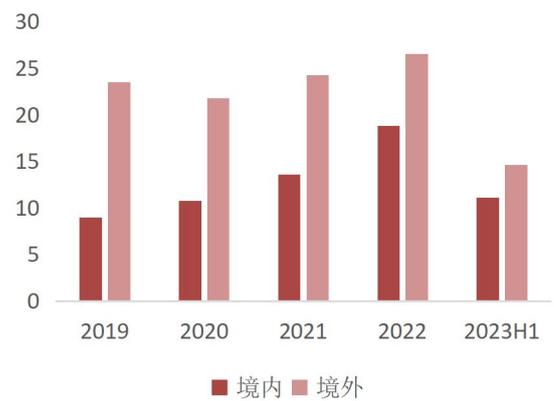
**公司近年营收实现快速增长，境内业务营收增速较快。**2019—2022年，公司营业收入从2019年的33.21亿元增长至2022年的47.78亿元，年均复合增长12.89%。其中境内营收增长对公司整体营收增长贡献明显，公司境内营收从2019年的8.97亿元增长至2022年的18.80亿元，年均复合增长27.98%；境外营收从2019年的23.47亿元增长至2022年的26.52亿元，年均复合增长4.15%。2023年前三季度，公司实现营收41.55亿元，同比增长29.20%。

图 18：2019-2023 年前三季度营业收入（亿元）



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

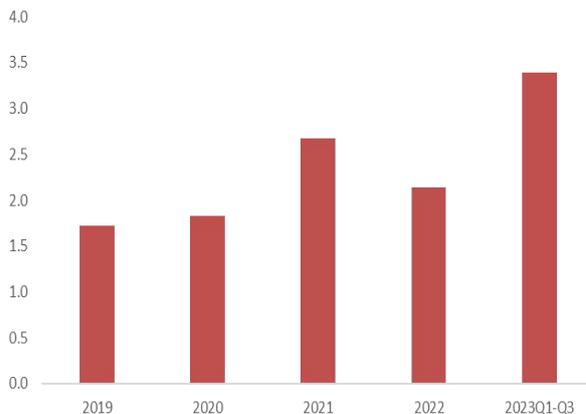
图 19：2019-2023H1 境内及境外营业收入（亿元）



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

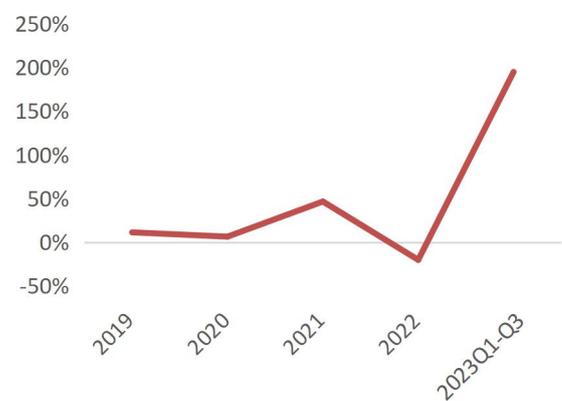
2019-2021 年，公司归母净利润逐年增长，从 2019 年的 1.72 亿元增长至 2021 年 2.68 亿元。2022 年主要受到大宗原材料价格上涨、汇率波动及股权激励产生股份支付费用等一系列影响，实现营收 2.14 亿元，同比下降 20.22%。2023 年前三季度，公司实现归母净利润 3.39 亿元，同比增长 194.75%，主要受益于空气悬架系统、传感器等新兴业务放量增长叠加 TPMS 传统业务市场份额的进一步提升，助力公司开启二次增长曲线。

图 20：2019-2023 年前三季度归母净利润（亿元）



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

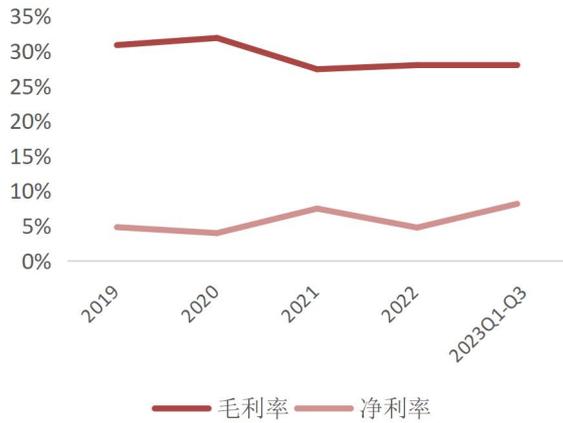
图 21：2019-2023 年前三季度归母净利润增速（%）



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

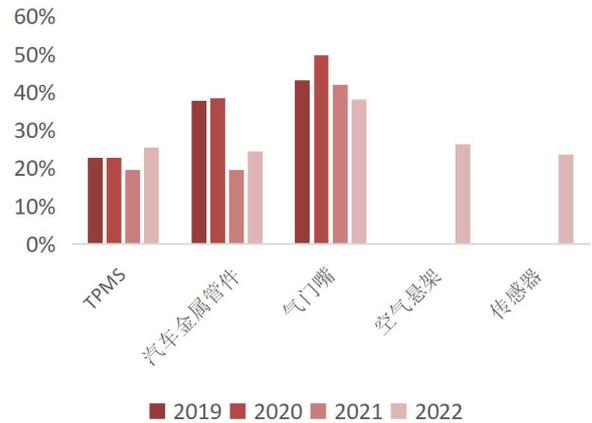
公司近五年毛利水平表现较为平稳。2019 和 2020 年公司毛利率分别为 30.86%和 31.88%。从 2021 年开始，公司实施新收入准则，将为履行销售合同而发生的相关运输成本等从销售费用调整至营业成本列报，2021 年公司毛利率水平下滑至 27.41%，后续 2022 年及 2023 年前三季度公司毛利率维持在 28%水平，若不考虑会计准则调整的影响，公司近五年毛利水平表现较为平稳。公司持续优化和丰富新能源产品线，整体解决方案供给能力持续提升，净利率水平总体企稳向好。

图 24：2019—2023 年前三季度毛利率与净利率（%）



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图 25：2019—2022 年主营产品毛利率（%）

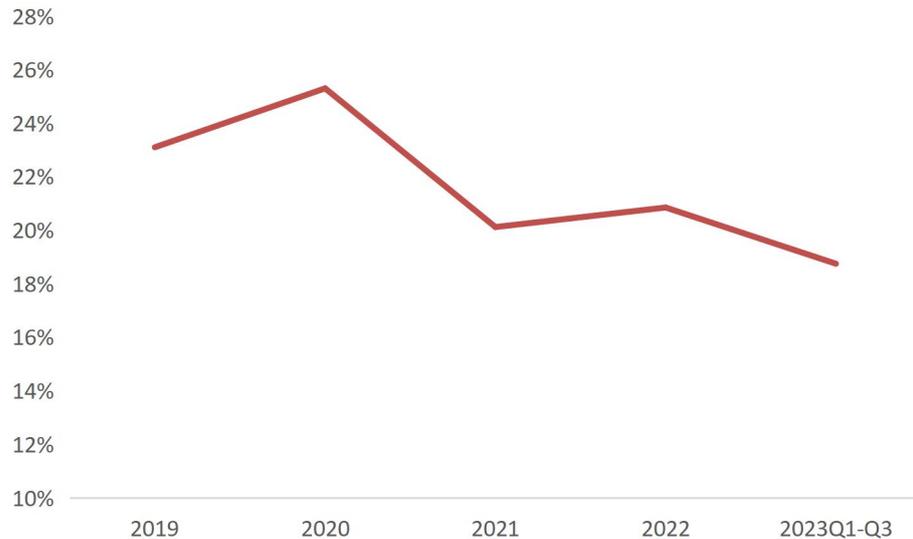


数据来源：iFinD，东莞证券研究所

## 4.2 规模效应驱动期间费用率平稳下行

规模效应摊薄整体期间费用率。2019—2023 年前三季度，公司期间费用率平稳下行，从 2019 年的 23.10% 下降至 2023 年前三季度的 18.75%，累计下降 4.35pct，近年来公司营收规模逐年上升，规模效应摊薄整体期间费用率。

图 26：2019—2023 年前三季度期间费用率（%）

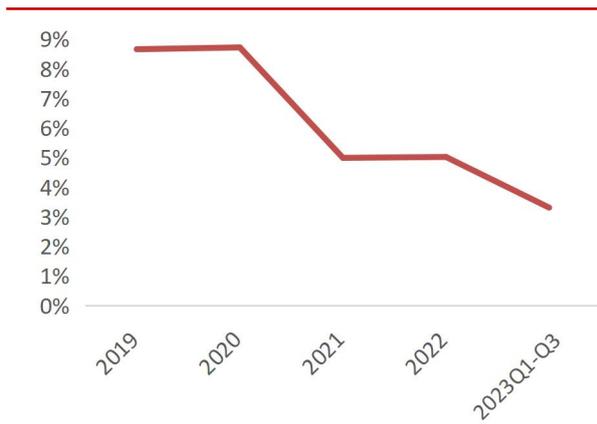


数据来源：iFinD，东莞证券研究所

销售费用率方面，2019 年—2023 年前三季度，公司销售费率整体略呈下降趋势，从 2019 年的 8.66% 下降至 2023 年前三季度的 3.31%，累计下降 5.35pct，主要系公司营收规模稳步增长摊薄销售费用。2023 年前三季度公司销售费用为 0.55 亿元，同比下降 7.03%。

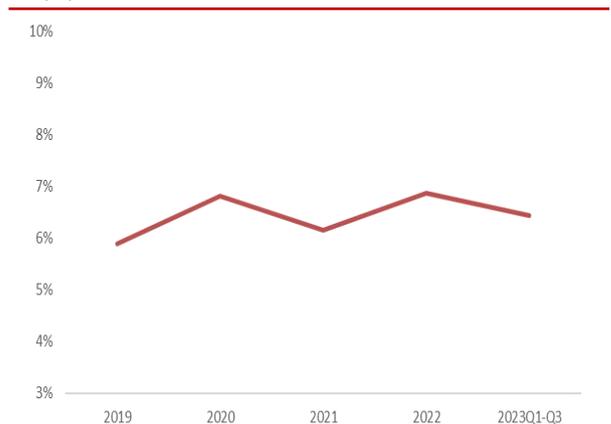
管理费用率方面，2019—2023 年前三季度公司管理费用率整体表现较为平稳，近五年管理费用率分别为 5.90%、6.82%、6.16%、6.88% 和 6.44%，整体围绕 6.50% 水平波动。2023 年前三季度公司管理费用为 2.68 亿元，同比增长 12.07%。

图 27：2019-2023 年前三季度销售费用率（%）



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图 28：2019-2023 年前三季度管理费用率（%）

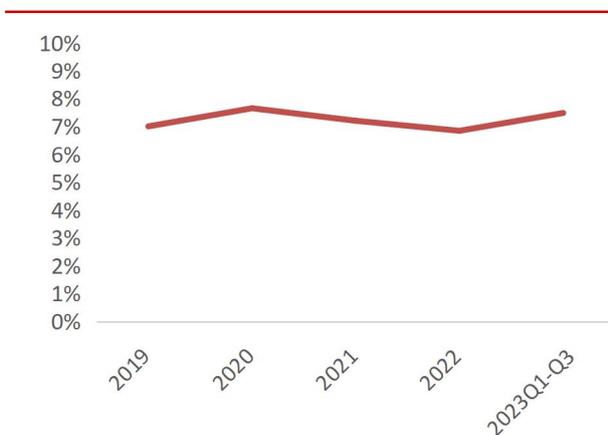


数据来源：iFinD，东莞证券研究所

**研发费用率方面**，2019-2023 年前三季度公司研发费用率较为稳定。随着公司产品线日渐丰富，研发费用随营收规模增长，从 2019 年的 2.32 亿元增长至 2023 年前三季度的 3.11 亿元，期间累计研发投入 14.06 亿元。

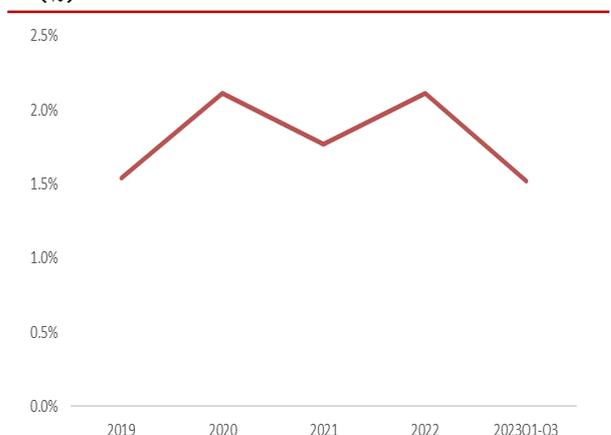
**财务费用率方面**，公司 2019-2023 年前三季度财务费用率维持在较低水平。近五年财务费用率分别为 1.54%、2.11%、1.77%、2.11%和 1.52%。公司采取平衡外币资产与负债、外币定价的收入与成本等方法以减少汇率波动对经营业绩的影响。

图 29：2019-2023 年前三季度研发费用率（%）



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图 30：2019-2023 年前三季度财务费用率（%）

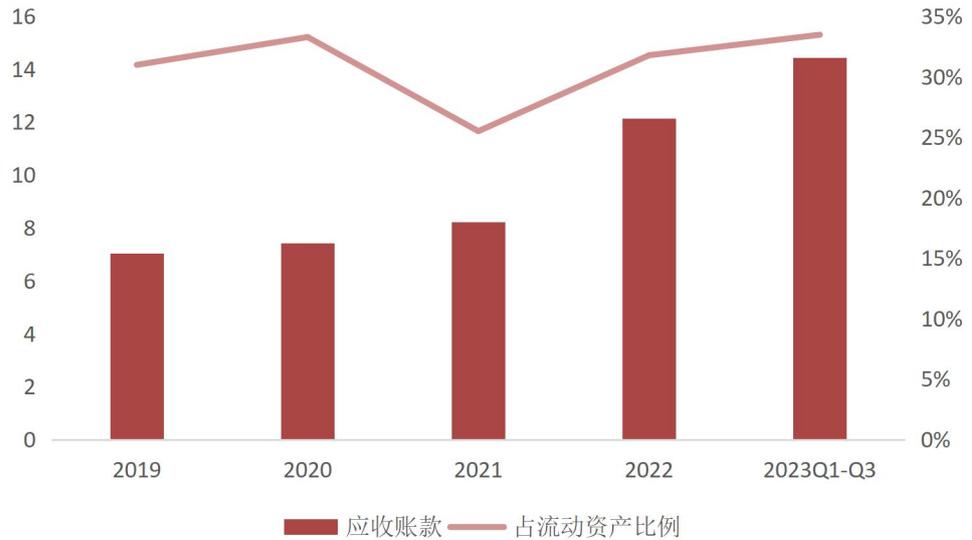


数据来源：iFinD，东莞证券研究所

#### 4.3 营运能力及偿债能力处于合理区间

**营运能力方面**，2019-2023 年前三季度公司应收账款增长趋势与营收增长趋同。2023 年前三季度公司应收账款为 14.43 亿元，占流动资产比例为 33.45%。按照公司披露的 2023 年半年报数据，应收账款账龄以 6 个月内为主，占比超 90%，回收风险较小。

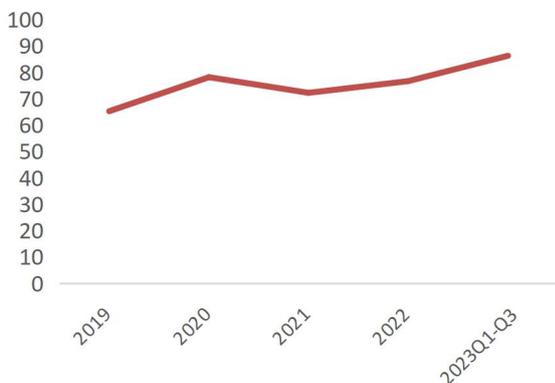
图 31：2019-2023 年前三季度应收账款及占流动资产比例（亿元，%）



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

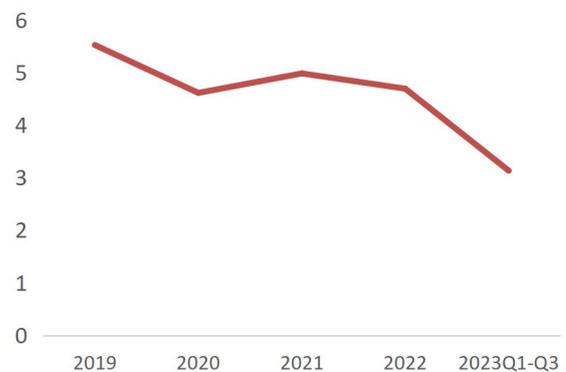
**保持较强回款能力。**2019-2023 年前三季度应收账款周转天数分别为 65.28、78.18、72.25、76.69 和 86.30 天，应收账款周转率分别为 5.52、4.61、4.98、4.69 和 3.13 次。2019-2023 年前三季度应收账款周转率略有下降，回款能力整体向好，保持较强回款能力。

图 32：2019-2023 年前三季度应收账款周转天数（天）



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

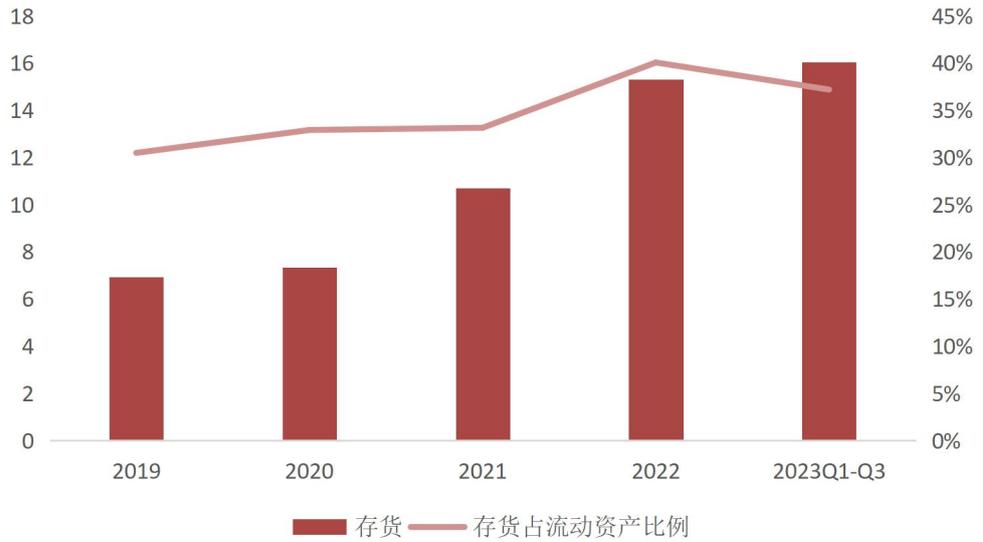
图 33：2019-2023 年前三季度应收账款周转率（次）



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

**库存方面，**2019-2023 年前三季度公司存货分别为 6.93、7.34、10.69、15.3、16.04 亿元，整体呈上升趋势。其中 2022 年存货增幅明显，同比增长 43.12%，占总资产比例为 23.13%。2022 年存货增长主要由于受到芯片供应紧张的影响，导致公司提前备货。

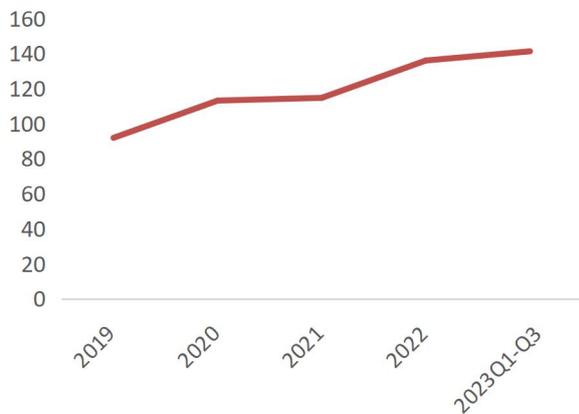
图 34：2019-2023 年前三季度存货及占流动资产比例（亿元，%）



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

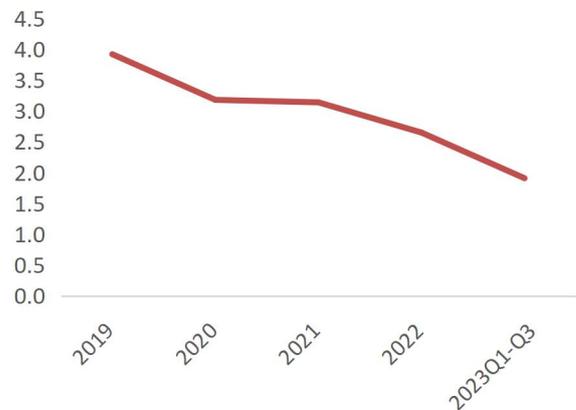
公司 2019-2023 年前三季度存货周转天数分别为 91.90、113.15、114.71、136.01 和 141.26 天，存货周转率分别为 3.92、3.18、3.14、2.65 和 1.91 次，存货周转天数呈平稳上升趋势，主要系公司提前备货及营收增长导致周转存货增加。

图 35：2019-2023 年前三季度存货周转天数（天）



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

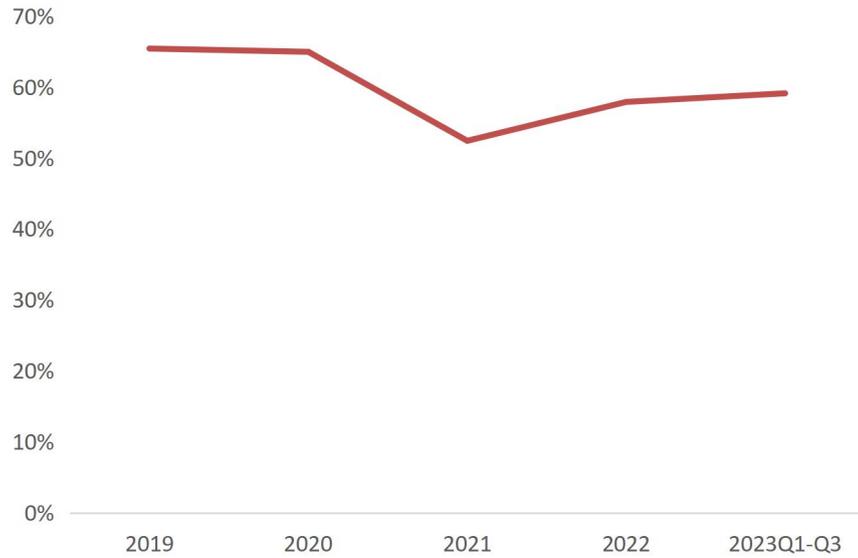
图 36：2019-2023 年前三季度存货周转率（次）



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

偿债能力方面，公司 2019 年和 2020 年资产负债率位于近五年高位，主要系公司前期并购及发行可转债扩充产能所致。2021-2023 年前三季度资产负债率随营收规模增长有所上升。

图 37：2019–2023 年前三季度资产负债率（%）

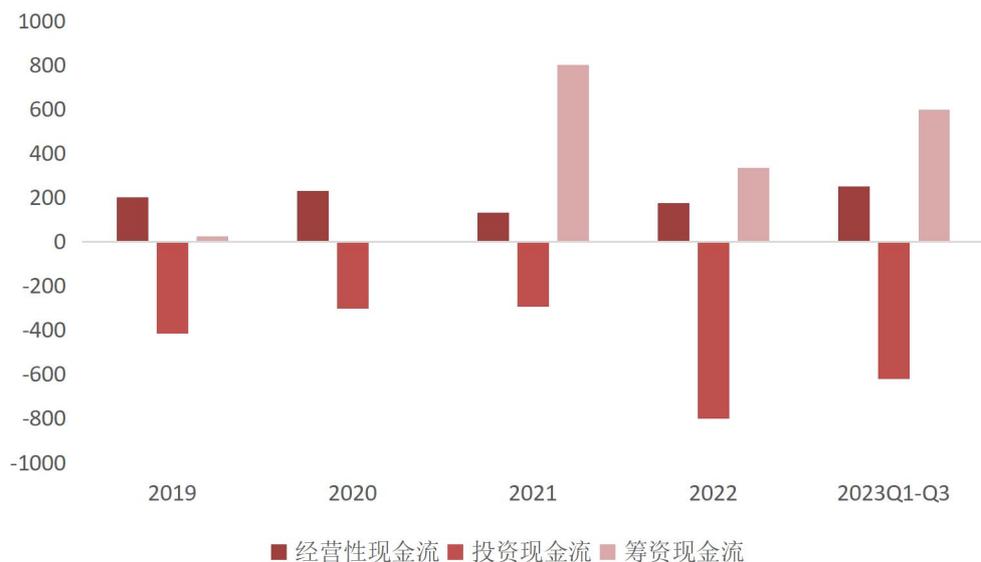


数据来源：iFinD，东莞证券研究所

#### 4.4 公司经营活动现金流表现总体向好

经营活动现金流能够覆盖投资支出。2019–2023 年前三季度，公司经营性现金流净额连续为正，主要受益于营收规模稳步增长，公司经营活动现金流表现向好。2020 年底公司非公开发行股票获证监会审核通过，2021 年筹资现金有所增加。2023 年前三季度，公司经营性现金流、投资现金流、筹资现金流分别为 2.49 亿元、-6.22 亿元、5.96 亿元。公司现金流结构总体向好，经营活动现金流能够覆盖投资支出。

图 38：2019–2023 年前三季度现金流量情况（百万元）



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

### 5.投资建议

公司为 TPMS、气门嘴等细分领域的全球领先企业，通过多年的内生外延，市场份

额稳步增长。布局智能驾驶新赛道，公司在空气悬架系统及车载传感器打破原有海外 tier 1 供应商的技术壁垒，在国产替代的背景下，营收规模快速增长，驱动公司开启二次成长曲线。

预计公司 2023-2025 年每股收益分别为 2.01 元、2.81 元、3.62 元，对应 PE 分别为 21 倍、15 倍、12 倍，给予“增持”评级。

## 6.风险提示

（1）新能源汽车销量不及预期风险：汽车行业受宏观经济影响较大，若未来全球经济和国内宏观经济形势恶化，汽车行业景气度下降，新能源汽车销量不及预期，将对汽车零部件企业的经营产生不利影响。

（2）原材料价格波动和供应短缺风险：公司主要原材料包括芯片等电子元器件、不锈钢材料、铝材、橡胶和铜质配件，部分原材料存在价格上升和供应短缺的风险。原材料价格波动将会影响公司的生产成本及盈利水平。

（3）毛利率下滑风险：未来如果公司不能通过持续提高技术水平、降低营业成本等方式保证毛利率的稳定，或通过增加高端市场份额提升毛利率，将面临毛利率下滑的风险。

（4）新业务发展不及预期风险：公司聚焦汽车智能化产品发展，公司智能化汽车电子新业务具有技术门槛高、研发费用高、产品迭代速度快以及成本对规模依赖度高等特点，同时汽车电子业务的竞争对手既有体量超大的跨国零部件企业，又有数量众多的创业企业，竞争激烈。若公司汽车智能化业务发展不及预期，将造成经营业绩下滑的风险。

（5）汇率波动风险：公司境外销售收入占比较高，汇率波动将对公司境外采购和经营业绩造成影响。

表 7：公司盈利预测简表（2024/1/29）

科目（百万元）	2022/12/31	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4778	6133	7959	9943
营业总成本	4478	5537	7126	8857
营业成本	3440	4372	5677	7077
营业税金及附加	41	37	48	60
销售费用	240	184	207	239
管理费用	329	386	493	616
财务费用	101	123	143	169
研发费用	327	435	557	696
其他经营收益	5	9	12	2
公允价值变动净收益	5	3	3	3
投资净收益	(2)	17	17	17
其他收益	38	37	37	37
营业利润	305	606	846	1088
加 营业外收入	0	2	2	2
减 营业外支出	2	3	3	3
利润总额	303	604	844	1087
减 所得税	76	152	212	272
净利润	227	453	633	814
减 少数股东损益	13	26	37	47
归母公司所有者的净利润	214	427	596	767
基本每股收益(元)	1.01	2.01	2.81	3.62
PE（倍）	42.59	21.37	15.30	11.89

数据来源：iFinD，东莞证券研究所

**东莞证券研究报告评级体系：**

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

**证券研究报告风险等级及适当性匹配关系**

低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

**证券分析师承诺：**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券股份有限公司为全国综合性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，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本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告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证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券股份有限公司研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn