

上海证券
SHANGHAI SECURITIES

EGR+新能源车+精密零部件三大业务同步发展，未来增长可期

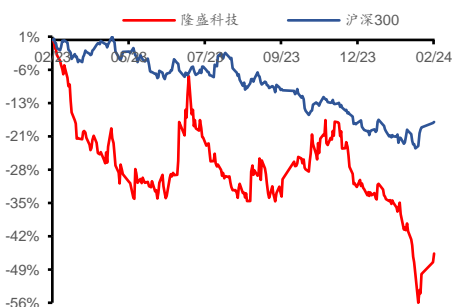
买入（首次）

行业：汽车
日期：2024年02月21日分析师：仇百良
SAC 编号：S0870523100003
分析师：李煦阳
SAC 编号：S0870523100001

基本数据

最新收盘价（元）	14.70
12mth A 股价格区间（元）	11.88-26.93
总股本（百万股）	231.02
无限售 A 股/总股本	74.89%
流通市值（亿元）	25.43

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

■ 投资摘要

隆盛科技是国内EGR龙头，拓展新能源车与汽车精密零部件领域。公司聚焦三大业务板块：深耕EGR系统近二十年，通过收购微研精工逐渐布局精密零部件板块，同时切入新能源车板块，三大业务板块渐成“三足鼎立”局面。政策与市场对公司业务影响较大，但随着乘用车项目的落地与驱动电机项目的大批量生产，EGR和新能源成为公司增长巨大驱动力，精密零部件受益于微研精工的稳健经营，盈利较稳定。

政策推动和混动崛起助力EGR板块增长。国六和非道路国四对汽车和燃油机的排放标准越发严格，公司EGR在商用车的减排、混动防爆震以减少油耗中有关键作用。随着商用车销量的提高与混动乘用车的崛起，同时公司深度绑定比亚迪等势力强劲客户，未来EGR系统收入有望持续走高。

对接优质客户资源，马达铁芯和天然气喷射气轨随产能扩增逐渐放量。公司马达铁芯市场地位领先，经过两次募投2025年产能预达432万套，深度绑定某外资电动汽车和联合汽车电子，并通过不断拓展新客户马达铁芯产能将持续释放。天然气喷射气轨总成产品和博世深度合作，短期受天然气价格和其他外部因素影响使销售略有起伏，但受益于国家政策的支持与国内天然气商用车产量的暴增，同时公司不断拓展新客户定点，长期发展潜力大。

积极拓展产品种类，微研精工业绩稳定增长。微研精工兑现了2018-2020年的业绩承诺，当前盈利较为可观，2023H1净利润为0.26亿元，YoY+70.55%。精密零部件落实汽车零部件和消费电子领域，核心产品已实现国产化替代。

■ 投资建议

公司新客户快速放量，深度绑定行业优质客户，同时受益于政策支持、混动和天然气商用车销量显著增长，未来业绩持续向好。我们预计公司2023-2025年分别实现归母净利润1.50/2.43/3.40亿元，同比分别+99.01%、+61.58%、+39.92%。对应当前市值的PE分别为22.58X、13.98X、9.99X。首次覆盖，给予“买入”评级。

■ 风险提示

汽车产业政策变化风险；宏观经济周期波动和下游行业需求变化风险；技术风险；原材料成本上升风险。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1148	1739	2578	3429
年增长率	23.5%	51.4%	48.3%	33.0%
归母净利润	76	150	243	340
年增长率	-22.6%	99.0%	61.6%	39.9%
每股收益（元）	0.33	0.65	1.05	1.47
市盈率（X）	44.94	22.58	13.98	9.99
市净率（X）	2.05	1.89	1.66	1.42

资料来源：Wind，上海证券研究所（2024年02月20日收盘价）

目 录

1 EGR+新能源车+精密件，三大业务齐头并进	4
1.1 EGR 龙头企业，拓展布局新能源车+汽车精密零部件.....	4
1.2 政策与市场共振，EGR 和新能源业务迎来发展机遇.....	6
1.3 股权结构清晰，股权激励彰显公司发展信心.....	7
2 EGR：政策推动+混动助力，业务长期向好	9
2.1 EGR 系统促进减排/节能，电子控制式 EGR 是主流.....	9
2.2 排放标准趋严，EGR 系统成为减排关键.....	10
2.3 插混乘用车+商用车市场发力，共促 EGR 赛道.....	11
3 新能源：马达铁芯+喷射气轨总成技术领先	13
3.1 驱动电机铁芯市场地位领先，产能扩充带来盈利增长....	13
3.2 天然气喷射气轨总成与博世深度合作，商用车增长推动项目提升.....	14
4 精密部件：微研精工运行稳健，业绩持续增长	17
5 盈利预测与投资建议	19
5.1 盈利预测.....	19
5.2 投资建议.....	20
6 风险提示：	21

图

图 1：依托 EGR，逐步拓展到新能源车和汽车精密零部件...4	4
图 2：聚焦 EGR、新能源和精密零部件三大业务板块.....5	5
图 3：主要产品为 EGR 系统、精密零部件、天然气喷射气轨总成和驱动电机铁芯.....5	5
图 4：2022 年新能源电机产销同比有所提高（单位：万件）6	6
图 5：新能源产品营收占比逐渐提高.....6	6
图 6：营业收入逐年增长（单位：亿元）.....7	7
图 7：归母净利润受市场影响大（单位：亿元）.....7	7
图 8：2023H1 公司整体毛利率为 18.96%.....7	7
图 9：倪茂生和倪铭为公司实际控制人（截止到 2023 年 9 月 30 日）.....8	8
图 10：EGR 系统减排、提高燃油消费率.....9	9
图 11：EGR 通过抑制和解决发动机高压压缩比工况下的爆震缸问题来降低油耗..... 11	11
图 12：2018-2023 年燃油乘用车、插混乘用车与商用车销量（单位：万辆）.....12	12
图 13：2020 年国内柴油 EGR 市占率.....12	12
图 14：2020 年国内汽油 EGR 市占率.....12	12
图 15：通用汽车异步电动机构造图.....13	13
图 16：通用汽车永磁同步电动机构造图.....13	13
图 17：公司驱动电机铁芯主要客户.....14	14
图 18：驱动电机铁芯收入和毛利率快速增长（单位：亿元）.....14	14

图 19: 燃料供给系统组成.....	15
图 20: 潍柴天然气发动机工作原理.....	15
图 21: 2023 年中国液化天然气价格下滑 (单位: 元/吨) ..	15
图 22: 天然气商用车产量迎来快速增长 (单位: 万辆)	15
图 23: 天然气喷射气轨总成主要客户有博世、潍柴动力和康 明斯.....	16
图 24: 2017 年 1-10 月微研精密营收构成 (单位: 百万) .	17
图 25: 微研精工主要产品涉及汽车、消费电子等多个领域.	17
图 26: 公司在精密零部件板块客户主要分为汽车零部件和消 费电子零部件.....	18
图 27: 微研精工 2022 年营收有所下降 (单位: 亿元)	18
图 28: 兑现业绩承诺, 业绩增长较稳健 (单位: 亿元)	18

表

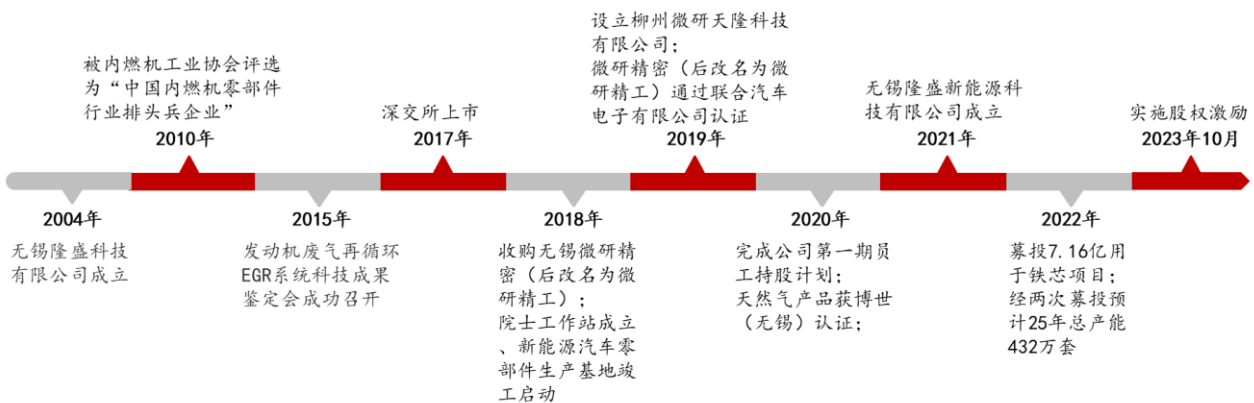
表 1: 股权激励规划 2023-2025 年业绩目标 (单位: 亿元) 8	8
表 2: EGR 系统主要分为四大组成部分	9
表 3: 电子控制式 EGR 是主流	9
表 4: 自 2023 年 7 月 1 日起, 我国道路机车已全面进入国六 B 时代	10
表 5: 国六轻型车排放标准趋严	11
表 6: 公司积极拓展 EGR 在混动领域的应用 (截至 2022 年 12 月 31 日)	12
表 7: 公司积极推进驱动电机相关项目研发与生产 (截至 2022 年 12 月 31 日)	13
表 8: 预计 2025 年马达铁芯产能达 432 万套 (单位: 万套)	14
表 9: 国家鼓励天然气汽车的推广	15
表 10: 天然气喷射气轨总成 2023 年预计 8.75 万套产能 (单 位: 套)	16
表 11: 2017 年 1-10 月微研精密前五大客户收入 (单位: 百 万)	18
表 12: 公司分业务盈利预测	19
表 13: 可比公司估值 (截止 2024/2/20)	20

1 EGR+新能源车+精密件，三大业务齐头并进

1.1 EGR 龙头企业，拓展布局新能源车+汽车精密零部件

深耕 EGR 系统二十年，拓展新能源车+汽车精密零部件业务布局。隆盛科技成立于 2004 年，深耕汽车发动机废气再循环（EGR）系统产品，并于 2017 年在深交所创业板上市。2018 年收购全资子公司微研精工，布局精密零部件板块，同年新能源汽车零部件生产基地竣工启动。2019 年微研精工的马达铁芯通过联合汽车电子新能源汽车二代驱动电机平台项目认证，2020 年公司天然气产品获博世汽车（无锡）认证。隆盛新能源通过前期在母公司体内的成功孵化和培育，于 2021 年正式成立，专精于新能源驱动电机铁芯产品的生产制造。随驱动电机铁芯市场需求的快速增长，为抢占新能源汽车发展先机，进一步扩大公司产能，2022 年公司募投 7.16 亿用于新能源驱动电机铁芯扩产及补充流动资金。

图 1：依托 EGR，逐步拓展到新能源车和汽车精密零部件



资料来源：公司官网，公司公告，公司年报，上海证券研究所

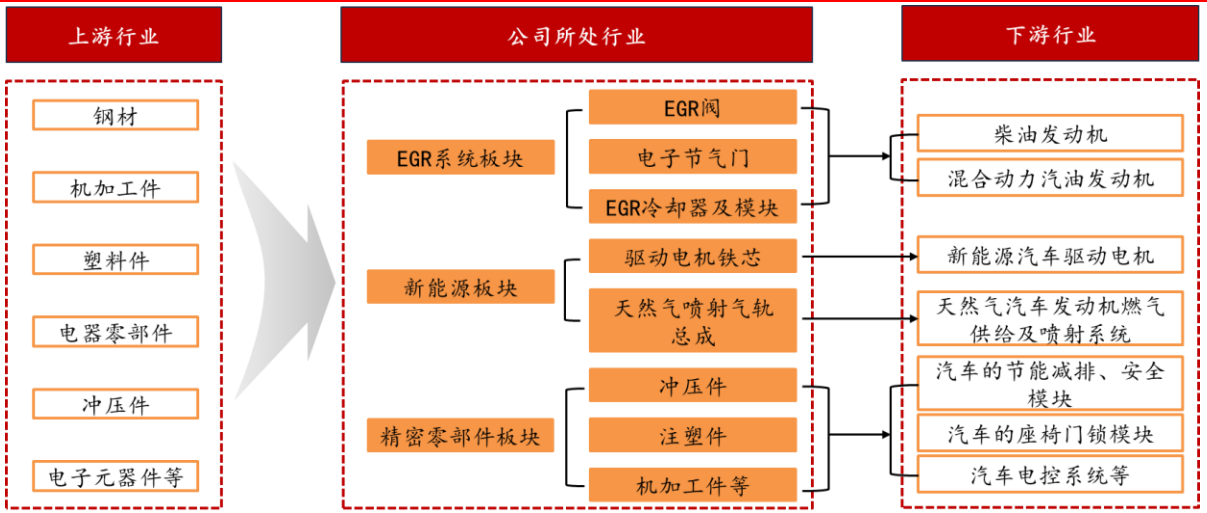
公司聚焦三大板块业务：汽车发动机废气再循环（EGR）系统、新能源板块和精密零部件板块。公司处于汽车零部件行业，上游主要由钢材、机加工件等组成，下游主要为汽车整车或发动机、电机制造企业。同时为了更好的实现公司战略，公司在氢燃料电池零部件、天然气商用车零部件、军工等领域拥有丰富的储备项目。

- EGR 系统产品：EGR 系统是商用车、新能源混动车发动机核心零部件，新能源混动车型应用 EGR 系统模块可以有效降低发动机燃油消耗以及达到可抑制爆震的作用。车用领域主要客户有康明斯、全柴动力、江铃等；非道路领域的主要客户有新柴、一拖、康明斯等。
- 新能源板块：喷射气轨总成是天然气汽车发动机燃气供给及喷射系统的核心零部件，公司直接配套客户为博世，间接配套的主机厂客户主要有潍柴、康明斯等；驱动电

机铁芯包括定子、转子铁芯，属于驱动电机的核心部件，客户群体以某外资电动汽车及能源公司和联合汽车电子为主，终端使用车企为某外资品牌、蔚来汽车、上汽、奇瑞等。

- 精密零部件板块：汽车零部件领域的主要客户有博世、联合汽车电子、博泽等；消费电子领域有 ALPS、安费诺、泰科电子等。

图 2：聚焦 EGR、新能源和精密零部件三大业务板块



资料来源：公司年报，上海证券研究所

图 3：主要产品为 EGR 系统、精密零部件、天然气喷射气轨总成和驱动电机铁芯

EGR 系统	<p>节气门 双通道EGR阀 提升阀 蝶阀 冷却器 新能源混动车型EGR模块 非道路EGR模块</p>	EGR 系统是商用车、新能源混动车发动机核心零部件，主要产品包括 EGR 阀、冷却器、节气门、传感器等产品。商用车应用EGR系统模块能有效降低有害气体氮氧化物(NOx) 排放；新能源混动车型应用 EGR 系统模块可以有效降低发动机燃油消耗以及达到可抑制爆震的作用。
精密零部件产品	<p>尾气处理系统部件 发动机附件系统部件 连接铜牌 门锁系统部件 电机系统部件 电控系统部件</p>	主要产品包括适用于燃油汽车及其混合动力汽车的供油系统零部件、尾气处理系统零部件、发动机附件零部件、助力电机零部件、门锁系统零部件、座椅系统零部件、被动安全系统零部件等产品。
天然气喷射气轨总成	<p>天然气大流量喷嘴 天然气喷射气轨总成</p>	喷射气轨总成是天然气汽车发动机燃气供给及喷射系统的核心零部件，主要由多个天然气大流量喷嘴、上下轨体、燃气接头及PT传感器装配而成。通过控制单个气体喷嘴的喷射流量大小，来控制整根轨体总成的流量，保证发动机在ECU控制的空燃比下运行，有利于提高发动机的燃烧效率，节约能源和减少污染物排放。
驱动电机铁芯产品	<p>定子铁芯 转子铁芯</p>	驱动电机铁芯包括定子、转子铁芯，属于驱动电机的核心部件。定子、转子的质量与性能直接决定了驱动电机的性能、能效、稳定性等关键指标。公司现已储备汽车驱动电机铁芯主流工艺技术，包括铆接叠加工艺、激光焊接工艺及粘胶工艺等。

资料来源：公司年报，上海证券研究所

公司产品产销量受市场波动与政策影响较大，同时受益于微研精工的稳定运营，精密零件业务产销量波动平稳。

- 2020-2021 年受国家排放政策影响国六产品开始上量，EGR

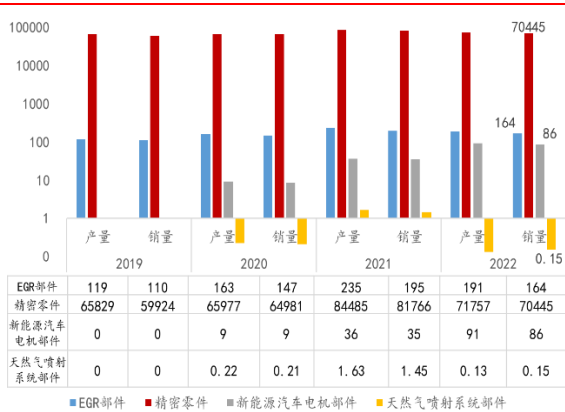
部件相关产品产销量上升，同时随着新能源汽车电机部件和天然气喷射系统部件的批量生产，产品产销量大幅增长。

- 2022 年受市场环境的影响，商用车产销量同比下降，公司 EGR 销售出现一定程度的下滑，但在商用车 EGR 相关市场占有率没有变化。精密零部件板块的微研精工整体运行较为稳健。2022 年下半年公司重点投入的驱动电机马达铁芯大批量生产，新能源铁芯产品同比产销量上升，但受天然气价格波动和重卡商用车产销量下降影响，天然气喷射系统产销量有所下降。**新能源产品营收占比逐渐提高，三大业务呈现“三足鼎立”局面。**公司在巩固原有产业份额的同时，大力拓展新能源汽车零部件产业，三大业务营收趋于平衡，为公司长期稳定发展打下坚实基础。

- 2022 年 EGR 产品/新能源产品/精密零部件产品营收为 2.85/4.15/3.84 亿元，占比 24.82%/36.20%/33.46%。

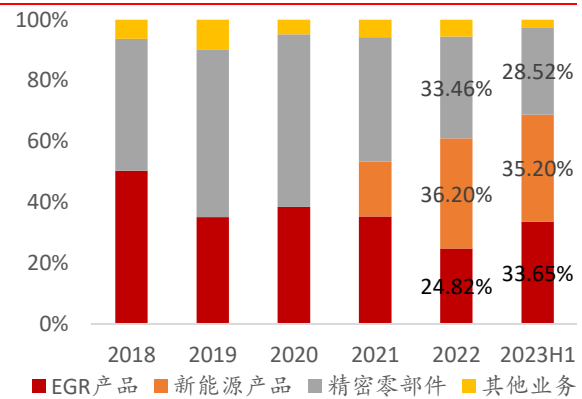
- 2023H1 EGR 产品/新能源产品/精密零部件产品营收为 2.47/2.58/2.09 亿元，占比 33.65%/35.20%/28.52%。

图 4：2022 年新能源电机产销同比有所提高（单位：万件）



资料来源：公司年报，上海证券研究所

图 5：新能源产品营收占比逐渐提高



资料来源：Wind，上海证券研究所

注：为方便分析，对公告产品类别进行归类，归类方式见 5.1 盈利预测

1.2 政策与市场共振，EGR 和新能源业务迎来发展机遇

2018 年受汽车市场负增长与排放标准升级影响，排放限值的趋严，部分客户机型在国五期对排放路线方案阶段性调整，公司也在切换国五车型新拓展项目，但切换验证周期较长，导致产品批产时间延后，同时使得柴油 EGR 产品在国五配套情况不及预期，对公司整体销售有所影响。2019 年国内汽车销售出现下滑，且公司受项目投入、固定资产投入、财务费用等综合因素影响利润维持低位水平。2020 年伴随公司部分客户的国六产品的量产以及商

用车市场的高增长，公司彻底摆脱国五排放法规执行的深度影响，销售收入创出隆盛科技成立以来的新高。2021年在国六对EGR的驱动还未完全放量的情况下，EGR产品的增长较为可观，公司营收和利润得到明显增长。

2022年由于国内大部分厂家在过去两年积累较大的商用车新车库存量，同时排放升级涉及整车成本增加，叠加2022年天然气价格波动等影响，商用车整体产销压力巨大，公司利润有所下滑。我们认为，随着乘用车项目定点的落地和驱动电机项目的大批量生产，公司有望迎来业绩释放。2023年前三季度营收为11.87亿元，YoY+47.03%，归母净利润为0.97亿元，YoY+44.69%。

图 6：营业收入逐年增长（单位：亿元）

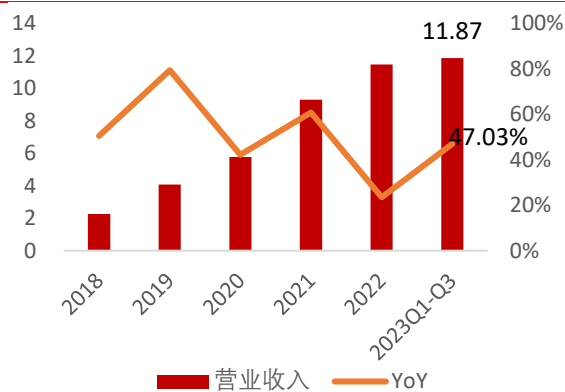
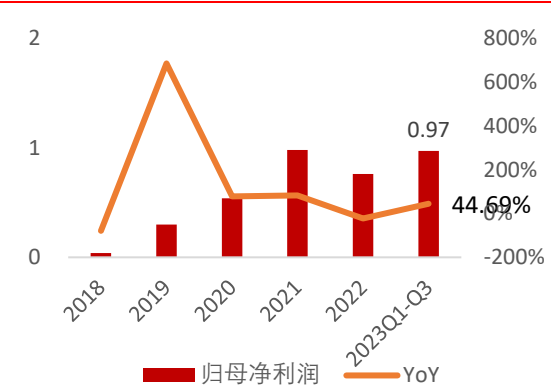


图 7：归母净利润受市场影响大（单位：亿元）

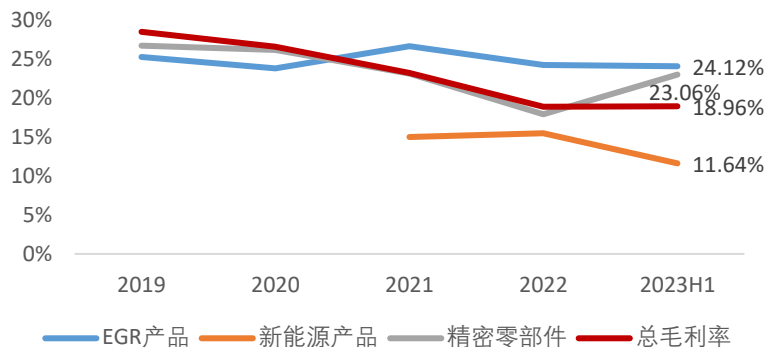


资料来源：Wind，上海证券研究所

资料来源：Wind，上海证券研究所

2018-2023H1 公司受业务结构、成本控制水平、产能利用率等多方面因素的影响，总毛利率逐渐下降，但随着产能利用率逐步增长并稳定后毛利会随之稳定。2023H1 公司 EGR 产品、新能源产品、精密零部件和总毛利率分别为 24.12%、11.64%、23.06%、18.96%。

图 8：2023H1 公司整体毛利率为 18.96%



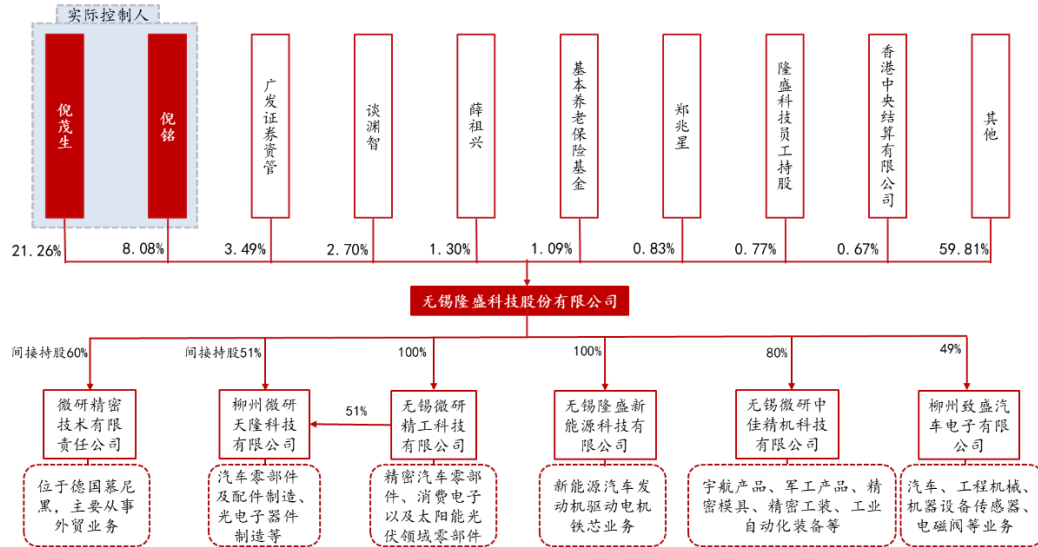
资料来源：Wind，上海证券研究所

1.3 股权结构清晰，股权激励彰显公司发展信心

公司实际控制人是倪茂生、倪铭。公司股权结构稳定清晰，

其中倪茂生是控股股东，控股 21.26%，倪铭是公司董事长兼总经理，控股 8.08%，二人为公司实际控制人。

图 9：倪茂生和倪铭为公司实际控制人（截止到 2023 年 9 月 30 日）



资料来源：Wind，企查查，公司年报，公司半年报，上海证券研究所

2023 年 10 月公司实施股权激励措施，规划 2023-2025 年的业绩考核目标为：营业收入实现 17.22/25.26/32.14 亿元；净利润实现 1.37/2.16/2.88 亿元。

表 1：股权激励规划 2023-2025 年业绩目标（单位：亿元）

股权激励目标				
年份	2022年 (基准年份)	2023年	2024年	2025年
营业收入	11.48	17.22	25.26	32.14
净利润	0.72	1.37	2.16	2.88

资料来源：Wind，公司公告，上海证券研究所

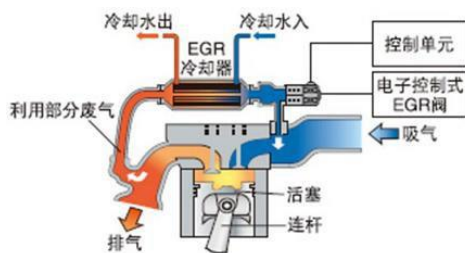
注：2023/2024/2025 年净利润为扣除历次股权激励计划费用后的归母净利润

2 EGR：政策推动+混动助力，业务长期向好

2.1 EGR 系统促进减排/节能，电子控制式 EGR 是主流

EGR 系统是降低 NO_x 排放与提高燃料消耗率的重要结构。废气再循环（EGR）系统通过将冷却后的发动机部分废气与过滤后的新鲜空气混合进入气缸，来减少氮氧化物（NO_x）的排放，同时分担部分负荷可提高燃料消费率。其中 EGR 阀负责把尾气二次利用输送到进气道内，它是整个系统的核心部件，对它进行精确控制和监测是 EGR 系统的发展方向。

图 10：EGR 系统减排、提高燃油消费率



资料来源：车行天下，上海证券研究所

表 2：EGR 系统主要分为四大组成部分

部件	功能
EGR 阀	EGR 系统中控制废气回流量的执行器。按照应用发动机类型的不同，可分为汽油机 EGR 阀和柴油机 EGR 阀；按照驱动方式的不同，可划分为气动 EGR 阀和电动 EGR 阀。
传感器	一种检测装置，能感受到被测量的信息，并将感受到的信息输出。
EGR 冷却器	安装在废气再循环回路中、用于冷却发动机废气的产品
控制单元 (ECU)	通过传感器收集发动机及车身各部分工作状态信号，进行分析、运算，并将运算的结果转变为控制信号，控制被控对象的工作。

资料来源：公司年报，上海证券研究所

EGR 主要分为机械式和电子控制式，电子控制式 EGR 是主流。发动机的不同工况对引入废气的数量要求不同，为了使 EGR 系统能更有效地发挥作用，必须对参加再循环的废气数量加以限制。根据不同表现可分为不同类型，而按照控制方式不同分为机械式和电子控制式。随着发动机尾气含量标准的加严，机械控制式精准度较低，目前基本采用电子控制式 EGR 废气再循环系统。

表 3：电子控制式 EGR 是主流

分类	优点	缺点	
按结构：废气是否通过进气系统进入气缸	内部 EGR	结构简单，一般通过提高气缸内的残余废气系数实现	应用效果较差
	外部 EGR	实现对废气的诸多参数的精确控制，技术路线多，应用较为广泛	结构复杂
按 EGR 阀所处位置的排气压力和温度	高压 EGR 阀	成本较低，结构简单，空气流速较高，应用时间较长，标定技术成熟	涡轮效率和节油效果较低
	低压 EGR 阀	涡轮效率无损失，节油效果好	响应速度慢，成本更高，结构更复杂，标定技术不如高压成熟
按循环废气是否冷却	冷 EGR	有效降低 NO _x 排放，采用较多	增加散热器负担
	热 EGR	结构简单	进气温度增加，实际进气量减少，NO _x 减排效果不明显，应用较少
按控制方式	机械控制式	结构简单，成本低，容易实施执行	系统缺乏柔性，控制精度低
	电子控制式 (气电式和磁电式)	动态响应好，控制精度高	-
按有无反馈环节	开环控制式	结构简单，控制方便	EGR 率的精度控制依赖于控制 MAP 的精确制取
	闭环控制式	能根据发动机的工况自动调整到最佳 EGR 量，控制精度高，动态响应好	结构复杂

资料来源：丁行海&张英华《EGR 系统介绍》，汽车动力总成，途虎养车，大型养路机械，重庆能源职业学院教案，商用车网，上海证券研究所

2.2 排放标准趋严，EGR 系统成为减排关键

非道路国四与国六标准陆续实施。《非道路移动机械用柴油机排气污染物排放限值及测量方法（中国第三、第四阶段）（GB20891-2014）》、《轻型汽车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》与《重型柴油车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》分别公布了非道路移动机械用柴油机、轻型汽车与重型柴油车排放标准的实施时间。伴随着三大政策的出台，自 2023 年 7 月 1 日起，我国道路机车已全面进入国六 B 时代，自 2022 年 12 月 1 日起，工程机械、农用机械、船舶机械等在内的非道路机械迈进第四阶段排放时代。

表 4：自 2023 年 7 月 1 日起，我国道路机车已全面进入国六 B 时代

排放标准	车型/燃油机		实施时间
非道路国 IV	所有生产、进口和销售的 560kW 以下(含 560kW) 非道路移动机械及其装用的柴油机		2022. 12. 1
国 VI a 阶段	轻型汽车	所有销售和注册的轻型汽车	2020. 7. 1
	重型柴油车	天然气汽车	2019. 7. 1
		城市车辆（主要在城市运行的公交车、邮政车和环卫车）	2020. 7. 1
		所有重型柴油车	2021. 7. 1
国 VI b 阶段	轻型汽车	所有销售和注册的轻型汽车	2023. 7. 1
	重型柴油车	天然气车辆	2021. 1. 1
		所有销售和注册登记的车辆	2023. 7. 1

资料来源：公司年报，上海证券研究所

国六新增 PN 限值，排放标准趋严。国六 a 阶段要求比国五减少每公里 300mg 的一氧化碳排放量，并在重型柴油车领域首次添加了 PN 限值这一标准；国六 b 阶段再次将一氧化碳排放量下调，碳氧化合物、非甲烷总烃、氮氧化合物和 PM 颗粒的排放标准也更加严格。

EGR 系统技术已成为道路柴油车国六 A、B 及非道路 T4 排放等的关键核心部件，技术路线为 EGR+DOC+DPF+SCR。为了使发动机的排放达到国六要求，含 EGR 的技术路线实现路径为 EGR+DOC+DPF+SCR，其工作流程为：通过 EGR 降低发动机工作时产生的氮氧化合物，再通过 DOC、DPF、SCR 降低氮氧化合物、颗粒物等物质的排放，使其达到国六限值的要求。

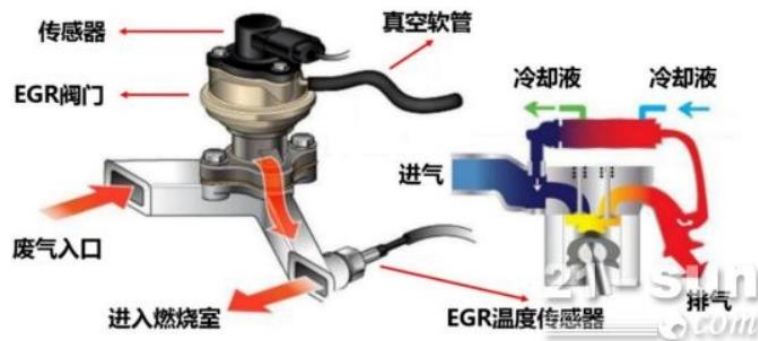
在混合动力汽油发动机中，EGR 技术的应用比例也在大幅提高，已成为汽油机混动车型的主要配置。目前市场上主流的混合动力汽油发动机系统大多采用高效率发动机的方案，其压缩比很高，发动机运行过程中容易产生爆震现象导致损伤发动机，EGR 系统技术的采用可以大幅度减少爆震情况的产生，进而增加高效率区间燃油机的效率，最终实现减少发动机油耗的目标。

表 5：国六轻型车排放标准趋严

标准	一氧化碳 (CO) (mg/km)	碳氧化合物 (THC) (mg/km)	非甲烷总烃 (NMHC) (mg/km)	氮氧化合物 (NO _x) (mg/km)	PM 颗粒 (mg/km)	PN (个/km)
国 V	1000	100	68	60	4.5	(C1) 6x10 ¹¹
国 VI a	700	100	68	60	4.5	6x10 ¹¹
国 VI b	500	50	3	3	3	6x10 ¹¹
国 VI a 较国 V 变动	300 ↓	0	0	0	0	0
国 VI b 较 a 变动	200 ↓	50 ↓	65 ↓	57 ↓	1.5 ↓	0

资料来源：中华人民共和国生态环境部：《轻型汽车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》(GB 18352.6-2016)、《轻型汽车污染物排放限值及测量方法（中国第五阶段）》(GB 18352.5-2013)，上海证券研究所

图 11：EGR 通过抑制和解决发动机高压比工况下的爆震敲缸问题来降低油耗



资料来源：中国工程机械商贸网，上海证券研究所

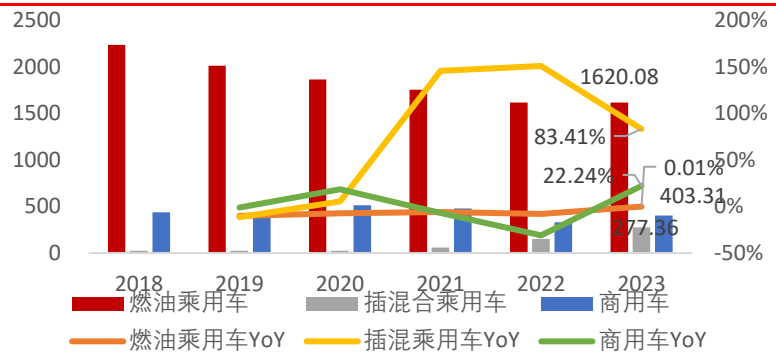
2.3 插混乘用车+商用车市场发力，共促 EGR 赛道

中国乘用车行业在政策和市场的双重作用下，呈现出了“传统燃油车高端化、新能源车全面化”的发展态势。我国乘用车市场已经连续 8 年超过 2000 万辆，其中 2022 年插电混动汽车销量突破历史新高，迎来了新的发展阶段。

商用车市场近几年则经历了较为剧烈的行业波动，2022 年商用车销量同比大幅下滑，其中重型货车下滑幅度最大进入了历史冰点，相对来讲，大中型客车、轻卡、轻客以及皮卡的下行幅度稍小。但同时全国已有 280 余座城市放宽了皮卡通行限制，未来有望形成“大规模解禁、仅少量一二线城市限行”的格局，将对皮卡销量形成长期支撑。

2023 年燃油乘用车/插混乘用车/商用车销量分别为 1620.08/277.36/403.31 万辆，YoY+ 0.01%/+83.41%/+22.24%。

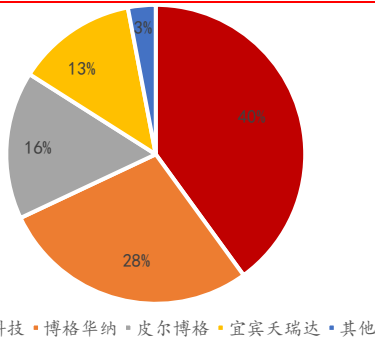
图 12：2018-2023 年燃油乘用车、插混乘用车与商用车销量（单位：万辆）



资料来源：Wind，上海证券研究所

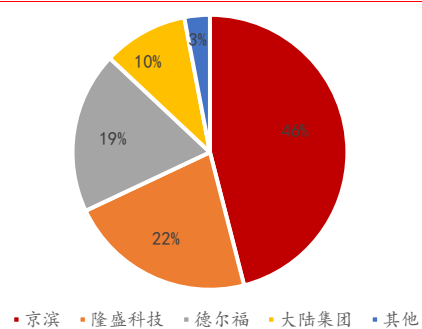
我国 EGR 行业市场集中度高。国内柴油 EGR 领域，博格华纳、皮尔博格和隆盛科技三足鼎立，CR3 连续多年超过 80%。隆盛科技是轻型柴油机领域 EGR 龙头企业，根据华经产业研究院预测，充分受益行业增长，公司在轻卡领域国六阶段市场份额将达到 60%。国内汽油 EGR 领域，2020 年京滨以市场份额 46% 位居第一，隆盛科技位居第二，市场份额占比 22%，德尔福与大陆集团市场份额分别占比 19% 与 10%，其他企业占比 3%。

图 13：2020 年国内柴油 EGR 市占率



资料来源：中国内燃机协会，华经产业研究院，上海证券研究所

图 14：2020 年国内汽油 EGR 市占率



资料来源：中国内燃机协会，华经产业研究院，上海证券研究所

积极拓展 EGR 在混动领域的应用，研发项目取得多个客户定点。在乘用车混合动力领域，公司已成为比亚迪、吉利、奇瑞、广汽、东安等车企混合动力车型的 EGR 系统产品供应商，同一客户均获得多个定点项目，在新能源混合动力汽车的客户和产品开发方面再次实现了突破。

表 6：公司积极拓展 EGR 在混动领域的应用（截至 2022 年 12 月 31 日）

研发项目	项目进展	预计对公司未来发展的影响
新能源混动车用 EGR 阀的开发	部分客户已经正式量产，部分客户获得项目定点，等待最终批产。	本项目使公司 EGR 阀产品拓宽至新能源混动车型上的应用，增加了公司产品市场覆盖面。
新能源混动车用冷却器的开发	部分客户已经正式量产，部分客户获得项目定点，正在进行各项试验，等待最终批产。	项目使公司 EGR 冷却器产品拓宽至新能源混动车型上的应用，增加了公司产品市场覆盖面。
新能源混动车用混合阀的开发	已获得多家客户的项目定点，目前正在客户端进行耐久试验。	本项目使公司混合阀产品拓宽至新能源混动车型上的应用，增加了公司产品市场覆盖面。

资料来源：公司年报，上海证券研究所

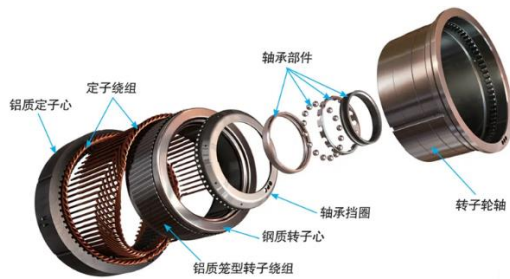
3 新能源：马达铁芯+喷射气轨总成技术领先

3.1 驱动电机铁芯市场地位领先，产能扩充带来盈利增长

驱动电机是新能源汽车的核心部件。驱动电机是一种将电能与机械能相互转换的电力元器件，由马达铁芯、机壳、连接器、旋转变压器等零部件装配而成。现阶段新能源汽车常用的驱动电机包括永磁同步电机和交流异步电机，大多数新能源汽车采用的是永磁同步电机，只有少部分车辆采用了交流异步电机。

新能源汽车驱动电机铁芯（马达铁芯）是驱动电机的核心部件。马达铁芯由一个定子和一个转子组合，用来增加电感线圈的磁通量，以实现电磁功率的最大转换。新能源汽车一般分单电机车型和双电机车型（可以简单理解为传统内燃机车型的两驱和四驱），即一台驱动电机和两台驱动电机，而每台驱动电机需要配备一套驱动电机铁芯（定、转子）。公司马达铁芯产品包括定子和转子铁芯。

图 15：通用汽车异步电动机构造图



资料来源：西钨珂，上海证券研究所

图 16：通用汽车永磁同步电动机构造图



资料来源：西钨珂，上海证券研究所

积极推进驱动电机铁芯研发与定点，25 年产能预计达到 432 万套。公司通过再融资进一步扩充驱动电机铁芯的生产能力，着力打造国内高端驱动电机铁芯的智造基地。通过两次募投项目的实施，公司驱动电机铁芯产品的未来产能将逐步释放，预计 2025 年形成 432 万套驱动电机铁芯产能。

表 7：公司积极推进驱动电机相关项目研发与生产（截至 2022 年 12 月 31 日）

研发项目	项目进展	预计对公司未来发展的影响
新能源驱动电机高压连接部件的研发	设计开发中。	夯实公司在行业内的技术和工艺领先的地位。
新能源驱动电机马达铁芯项目	部分客户已经正式量产，部分客户获得项目定点，等待最终批产。	项目生产全系列新能源汽车驱动电机铁芯，适用于从弱混、强混、插电式混合动力到纯电动汽车电机，进一步提升公司产品核心竞争力。

资料来源：公司年报，上海证券研究所

表 8：预计 2025 年马达铁芯产能达 432 万套（单位：万套）

项目	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度	2025年度	2026年度
第一次募投项目	40	100	120	120	120	120
第二次募投项目	-	31.2	124.8	249.6	312	312
合计	40	131.2	244.8	369.6	432	432

资料来源：公司公告，上海证券研究所

驱动电机铁芯市场地位领先，客户资源丰富。公司历时数年量产耕耘大直径驱动电机铁芯，累计产量在国内市场中已处于领先地位，覆盖市场众多畅销车型。客户群体以某外资电动汽车及能源公司和联合汽车电子为主，终端使用车企例如某外资品牌，蔚来汽车，上汽，奇瑞，理想，长城，长城宝马，长安，日系汽车品牌等。2023H1 公司新增开拓了弗迪动力、星驱动力、金康动力等多个客户的项目定点。

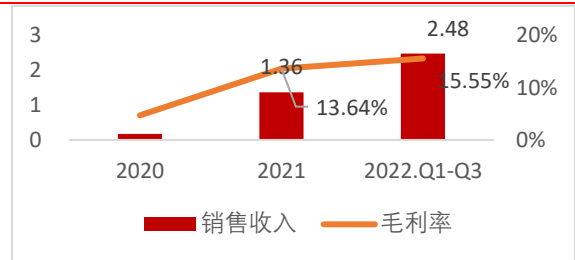
公司驱动电机铁芯收入和经营效益实现快速增长。公司 2020 年新增驱动电机铁芯项目，销售收入和毛利率实现了快速增长。2020-2022Q1-Q3 驱动电机铁芯销售收入分别为 0.17/1.36/2.48 亿元，毛利率分别为 4.69%/13.64%/15.55%。经公司测算第二次募投项目达产后的驱动电机铁芯毛利率为 17.59%。

图 17：公司驱动电机铁芯主要客户



资料来源：公司年报，各公司官网，上海证券研究所

图 18：驱动电机铁芯收入和毛利率快速增长（单位：亿元）

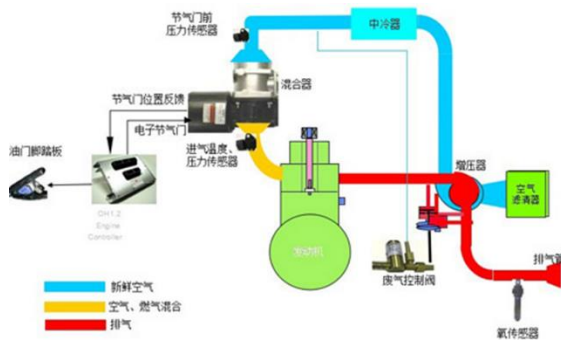


资料来源：公司公告，上海证券研究所

3.2 天然气喷射气轨总成与博世深度合作，商用车增长推动项目提升

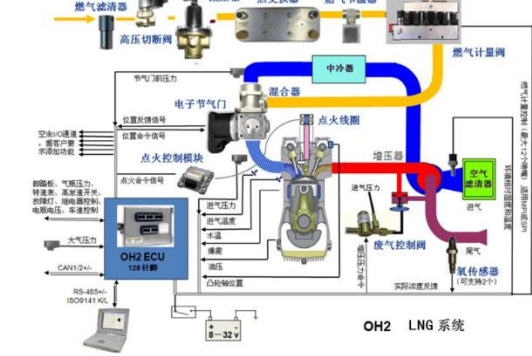
天然气喷射气轨总成是天然气发动机的燃料计量单元，天然气流经换热器和温控器后，被加热到合适的温度范围，然后进入天然气气轨。在燃料计量阀（FMV）内部集成了天然气压力传感器（NGP）和天然气温度传感器（NGT），减压后的燃气依次流向 NGP 传感器和 NGT 传感器，然后通过喷嘴进行流量控制，最后从出口流出。

图 19: 燃料供给系统组成



资料来源: 客车网, 上海证券研究所

图 20: 潍柴天然气发动机工作原理

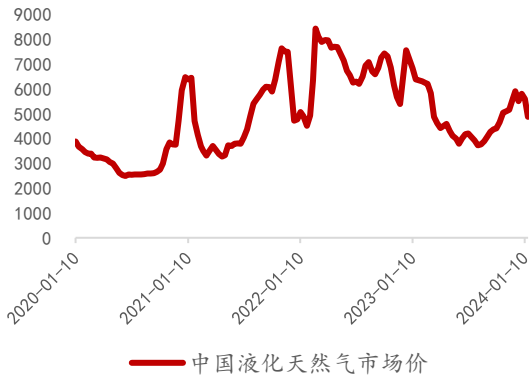


资料来源: 河南凌云汽修学校, 上海证券研究所

天然气价格整体下降, 商用车市场迎来快速增长。据生意社, 2023 上半年受市场供求关系与海气价格影响, 国内液化天然气价格出现震荡下跌状况, 相比 2022 年整体价格有所下降。天然气商用车产量增长迅速, 2023 年天然气商用车产量为 19.67 万辆, 同比增长 3.67 倍。

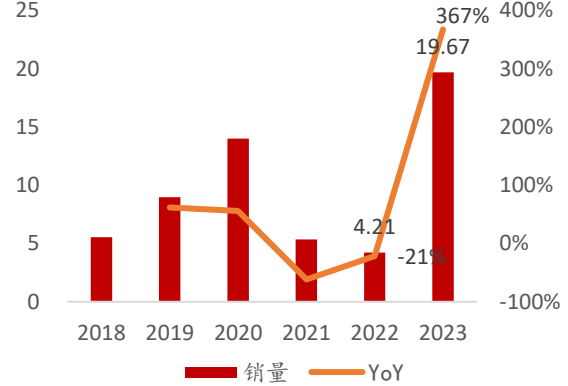
国家陆续推出相关政策支持天然气汽车的发展。2022 年生态环境、发改委等六部发布《“十四五”节能减排综合工作方案》, 提出要积极发展天然气车辆, 提高天然气在交通领域的使用比例, 并加大对新能源汽车和天然气车辆的政策扶持力度。

图 21: 2023 年中国液化天然气价格下滑 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 22: 天然气商用车产量迎来快速增长 (单位: 万辆)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

表 9: 国家鼓励天然气汽车的推广

政策	发布部门	发布时间	相关内容
《“十四五”节能减排综合工作方案》	生态环境部、发改委等六部门	2022年	提出要积极发展天然气车辆, 提高天然气在交通领域的使用比例, 并加大对新能源汽车和天然气车辆的政策扶持力度。
《2030年前碳达峰行动方案》	国务院	2021年	明确提出要大力发展新能源和清洁能源车辆, 推广新能源汽车和天然气车辆, 减少交通领域碳排放。
《新能源汽车产业发展规划(2019-2025年)》	工信部	2019年	提出要大力发展天然气汽车, 提高天然气在交通领域的使用比例。
《能源技术创新行动计划(2018-2022年)》	国家能源局	2018年	明确提出要加快天然气发动机技术研发和产业推, 推动天然气在交通领域的应用。

资料来源: 华经产业研究院, 上海证券研究所

根据公司公告，公司天然气喷射气轨总成产品包括8喷嘴气轨总成和6喷嘴气轨总成两种型号，公司预计项目达产后能形成9万套/年天然气喷射气轨总成的生产能力。公司积极对接国内外市场的头部企业，保持紧密互动，为后续新能源业务的持续发展奠定市场基础。天然气喷射气轨总成产品与博世深度合作，间接配套的主机厂客户主要有潍柴、康明斯等。

天然气喷射气轨总成项目虽短期内受天然气气价及其他外部因素等的影响而使销售情况略有起伏，但从长远看依然会是公司产品 and 客户转型的重要方向之一。23H1 获得了新终端客户定点，公司预计对全年营业收入有正向影响。

表 10：天然气喷射气轨总成 2023 年预计 8.75 万套产能（单位：套）

项目	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
8喷嘴气轨总成	9,375	18,750	30,000	37,500	37,500
6喷嘴气轨总成	12,500	25,000	40,000	50,000	50,000
总计	21,875	43,750	70,000	87,500	87,500

资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 23：天然气喷射气轨总成主要客户有博世、潍柴动力和康明斯



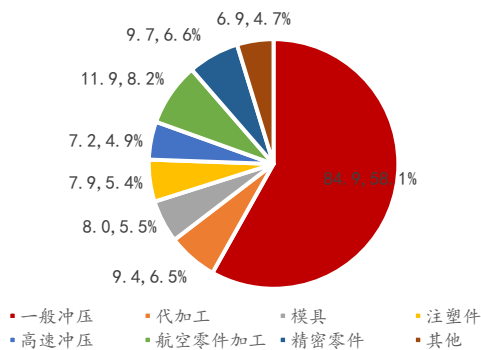
资料来源：公司公告，上海证券研究所

4 精密部件：微研精工运行稳健，业绩持续增长

深耕精密零部件多年，积极拓展业务产品。公司 2018 年收购无锡微研精密冲压件有限公司，2022 年 10 月更名无锡微研精工科技有限公司。

- 微研精工借助在伺服冲压、厚料精冲和深拉伸的技术积累，承接的新能源电机控制器核心零件业务已经进入量产阶段，不仅形成阶梯式销售增长，同时此板块业务已在同行业客户内横向推广，奠定公司在新能源电机电控核心零部件的优势；
- 在安全带系统、座椅系统、门锁系统等三大板块的业务已具备在燃油车和新能源汽车市场的无缝传承，业务量也是稳中有升，跨周期业务也在持续横向拓展；
- 新能源汽车领域，控制系统零部件、智能网联、智能驾驶、智能座舱零部件、电机控制屏蔽板、电机平衡环、逆变器铜排等产品已逐步进入到量产阶段并形成销售。

图 24：2017 年 1-10 月微研精密营收构成（单位：百万）



资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 25：微研精工主要产品涉及汽车、消费电子等多个领域



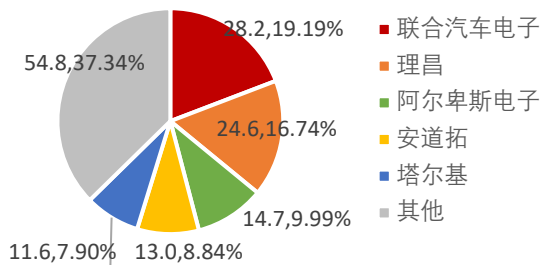
资料来源：微研精工官网，上海证券研究所

拥有国际和国内的一线客户群体，核心产品已实现国产化替代进口件。2017 年 1-10 月时微研精密前五大客户为联合汽车电子、理昌、阿尔卑斯电子、安道拓和塔尔基，销售占比分别为 19.19%、16.74%、9.99%、8.84%和 7.90%。截至 2023 年 6 月 30 日，公司在精密零部件板块配套汽车零部件领域的主要客户有博世、联合汽车电子、博泽等；消费电子领域有 ALPS、安费诺、泰科电子等。

兑现业绩承诺，微研精工盈利持续提高。微研精密股东谈渊智于 2018 年承诺了 2018-2020 年的扣非归母净利润水平，并均兑现了承诺。微研精工运行整体较为稳健，虽然 2022 年与 2023H1 营业收入同比有所下降，但净利润有不同程度的提高。2022 年和

2023H1 微研精工营收为 5.36/2.27 亿元, YoY-3.53%/-22.61%,
净利润为 0.42/0.26 亿元, YoY+4.86%/+70.55%。

表 11: 2017 年 1-10 月微研精密前五大客户收入 (单位: 百万)



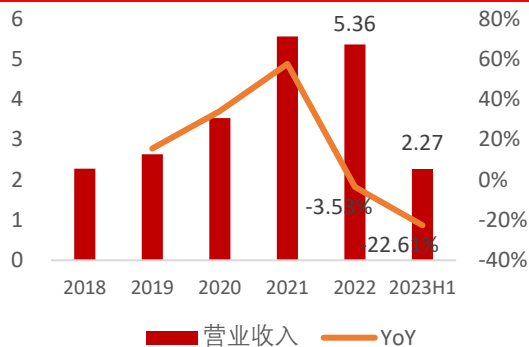
资料来源: 公司公告, 上海证券研究所

图 26: 公司在精密零部件板块客户主要分为汽车零部件和消费电子零部件



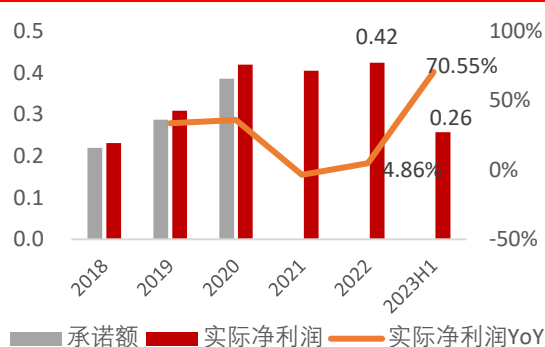
资料来源: 公司年报, 企查查, 各公司官网, 上海证券研究所

图 27: 微研精工 2022 年营收有所下降 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 上海证券研究所

图 28: 兑现业绩承诺, 业绩增长较稳健 (单位: 亿元)



资料来源: 微研精工官网, 上海证券研究所

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

根据 Wind 主营构成、公司 2022 年报和 2023 半年报对公司主要业务进行拆分处理，将业绩构成按产品分为：EGR 产品、新能源产品和精密零部件。其中新能源产品包括 Wind 主营构成中的新能源汽车零部件、新能源产品；精密零部件包括 Wind 主营构成中的汽车精密零部件、冲压件产品、注塑产品、此型产品销售业务-及加工产品、电子产品；其他业务包括 Wind 主营构成中的其他业务和配套件中的其他主营业务、其他收入。我们根据披露的 2022 年及 23H1 数据的增速及毛利率进行测算。基本假设如下：

(1) EGR 产品：23H1 增速达到 58.10%，预计 23 全年增速提升，后续增速逐渐降低，2023-2025 年营收增速分别为 75.00%、35.00%、25.00%，毛利率稳定在 24.50%；

(2) 新能源产品：23H1 增速相对 2022 年较低，随着公司新能源产品产能的逐渐饱和，后续增速预计逐渐降低，假设 2023-2025 年营收增速分别为 80.00%、80.00%、45.00%，毛利率稳定在 12.00%；

(3) 精密零部件：收入增长较为稳定，假设营收年增速分别 10.00%、15.00%、15.00%，毛利率稳定在 23.00%；

(4) 其他业务：从 2022 及 2023H1 来看，其他业务营收增速较低，因此假定 2023-2025 年营收增速均为 10.00%、5.00%、5.00%，毛利率稳定在 5.00%。

表 12：公司分业务盈利预测

	2022	2023E	2024E	2025E
EGR 产品				
营收 (百万元)	284.60	498.05	672.37	840.46
YoY	-13.28%	75.00%	35.00%	25.00%
毛利率	24.28%	24.50%	24.50%	24.50%
新能源产品				
营收 (百万元)	415.40	747.72	1,345.90	1,951.55
YoY	147.41%	80.00%	80.00%	45.00%
毛利率	15.50%	12.00%	12.00%	12.00%
精密零部件				
营收 (百万元)	384.20	422.62	486.01	558.91
YoY	0.97%	10.00%	15.00%	15.00%
毛利率	15.77%	23.00%	23.00%	23.00%
其他业务				
营收 (百万元)	64.00	70.40	73.92	77.62
YoY	20.53%	10.00%	5.00%	5.00%
毛利率	0.00%	5.00%	5.00%	5.00%

资料来源：Wind，上海证券研究所

5.2 投资建议

公司新客户快速放量，深度绑定行业优质客户，同时受益于政策支持、混动和天然气商用车销量显著增长，未来业绩持续向好。我们预计公司2023-2025年分别实现归母净利润1.50/2.43/3.40亿元，同比分别+99.01%、+61.58%、+39.92%。对应当前市值的PE分别为22.58X、13.98X、9.99X。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 13：可比公司估值（截止 2024/2/20）

	收盘价 (元)	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
腾龙股份	7.03	34.5	1.98	2.57	3.27	17.43	13.44	10.56
银轮股份	16.28	130.93	6.08	8.25	11.02	21.53	15.86	11.88
		平均				19.48	14.65	11.22
隆盛科技	14.7	33.96	1.50	2.43	3.40	22.58	13.98	9.99

资料来源：Wind，上海证券研究所

注：可比公司盈利预测来自 Wind 一致预期

6 风险提示：

汽车产业政策变化风险：目前国家有关政府部门相继出台一系列产业扶持政策来促进汽车零部件行业、新能源汽车行业以及终端消费电子行业的发展。若未来汽车零部件及新能源汽车行业所涉及的鼓励政策发生改变或政策执行力度不及预期，或者公司未能继续抓住产业政策执行的机遇进一步开拓市场，将会对公司整体的生产经营境况及业绩造成不利的影响。

宏观经济周期波动和下游行业需求变化风险：汽车产业作为国家的主要支柱产业之一，宏观经济周期波动会对该行业下游行业需求产生较大的影响。而公司相关业务处于汽车行业的上游行业，如果宏观经济环境发生重大不利变化、经济步入下行周期或影响下游汽车包括新能源汽车行业以及终端消费电子行业的市场需求因素发生显著变化，则可能造成公司整体经营业绩出现波动。

技术风险：产品研发是公司生存发展的重要保障，也是公司保持在行业领先地位的基础要素。从全球范围内看，公司在自身产品领域的技术水平与国外领先技术相比还存在一定的差距，如果出现公司整体项目研发方向偏离行业发展方向，研发能力和技术水平不能持续突破、不能适应市场的需求，或者由于不正当竞争等因素导致公司核心技术泄密等情况，则公司的未来经营将会受到一定的影响。

原材料成本上升风险：公司新能源汽车驱动电机铁芯生产所需的主要原材料为硅钢片，价格受到铁矿石价格变动、产业政策等因素的影响。如果未来硅钢片价格继续上升，可能影响公司毛利率水平，进而对公司业绩造成不利影响。

公司财务报表数据预测汇总
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	346	346	378	498
应收票据及应收账款	476	625	948	1278
存货	313	486	724	968
其他流动资产	432	587	699	837
流动资产合计	1567	2044	2748	3582
长期股权投资	10	11	13	15
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	561	542	517	488
在建工程	332	432	522	617
无形资产	109	145	182	221
其他非流动资产	294	347	352	357
非流动资产合计	1305	1477	1585	1697
资产总计	2872	3521	4334	5279
短期借款	540	734	935	1142
应付票据及应付账款	385	624	913	1224
合同负债	1	3	5	6
其他流动负债	103	146	164	188
流动负债合计	1030	1507	2017	2559
长期借款	117	147	197	247
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	27	32	32	32
非流动负债合计	144	179	229	279
负债合计	1174	1686	2246	2839
股本	231	231	231	231
资本公积	1131	1131	1131	1131
留存收益	296	432	684	1035
归属母公司股东权益	1659	1794	2046	2397
少数股东权益	39	40	41	43
股东权益合计	1698	1835	2088	2440
负债和股东权益合计	2872	3521	4334	5279

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流量	-52	57	30	136
净利润	72	151	244	341
折旧摊销	67	75	80	84
营运资金变动	-227	-193	-333	-337
其他	36	25	39	47
投资活动现金流量	-844	-250	-204	-217
资本支出	-453	-188	-180	-188
投资变动	-19	-21	-32	-42
其他	-372	-40	8	12
筹资活动现金流量	1033	192	206	201
债权融资	360	243	251	257
股权融资	712	0	0	0
其他	-39	-51	-44	-56
现金净流量	137	0	32	120

资料来源: Wind, 上海证券研究所

利润表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1148	1739	2578	3429
营业成本	931	1426	2136	2856
营业税金及附加	4	6	7	9
销售费用	13	17	19	23
管理费用	50	59	64	69
研发费用	52	68	83	96
财务费用	21	22	32	43
资产减值损失	-6	-2	-3	-5
投资收益	4	12	13	17
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	71	155	253	353
营业外收支净额	1	4	2	2
利润总额	72	159	254	356
所得税	0	8	10	14
净利润	72	151	244	341
少数股东损益	-3	1	1	1
归属母公司股东净利润	76	150	243	340

主要指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力指标				
毛利率	18.9%	18.0%	17.1%	16.7%
净利率	6.6%	8.6%	9.4%	9.9%
净资产收益率	4.6%	8.4%	11.9%	14.2%
资产回报率	2.6%	4.3%	5.6%	6.4%
投资回报率	3.6%	6.1%	8.3%	9.7%
成长能力指标				
营业收入增长率	23.5%	51.4%	48.3%	33.0%
EBIT 增长率	-22.5%	106.9%	58.5%	38.8%
归母净利润增长率	-22.6%	99.0%	61.6%	39.9%
每股指标 (元)				
每股收益	0.33	0.65	1.05	1.47
每股净资产	7.18	7.77	8.86	10.38
每股经营现金流	-0.22	0.25	0.13	0.59
每股股利	0	0	0	0
营运能力指标				
总资产周转率	0.50	0.54	0.66	0.71
应收账款周转率	3.18	3.32	3.43	3.23
存货周转率	3.36	3.57	3.53	3.38
偿债能力指标				
资产负债率	40.9%	47.9%	51.8%	53.8%
流动比率	1.52	1.36	1.36	1.40
速动比率	1.15	0.98	0.95	0.97
估值指标				
P/E	44.94	22.58	13.98	9.99
P/B	2.05	1.89	1.66	1.42
EV/EBITDA	39.44	15.73	11.58	9.08

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。