

客户、产能、技术三因素驱动，成长路径清晰 ——首次覆盖报告



买入(首次)

行业：汽车
日期：2024年03月05日
分析师：王璿
E-mail: wangjin@yongxingsec.com
SAC编号: S1760523080002

基本数据

03月04日收盘价(元)	23.47
12mthA 股价格区间(元)	12.79-24.06
总股本(百万股)	436.78
无限售A股/总股本	100.00%
流通市值(亿元)	102.51

最近一年股票与沪深300比较



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

相关报告:

■ 深耕汽车线束 27 年，配套市场主流客户

公司深耕汽车线束 27 年，是上汽大众、上汽乘用车、问界、理想汽车和 T 公司等的主要供应商。2015~2022 年，公司营收 CAGR 约 18%。

■ 千亿市场空间，国产替代空间大

从单车价值量角度看，线束是汽车零部件大单品。电动智能化带动汽车线束的单车价值量从 2500~4500 元提升至 5000 元。我们预计 2023 年国内乘用车线束市场空间约 1049 亿元。从市占率角度看，全球汽车线束市场主要参与者有矢崎、住友、安波福等，2021 年全球市场 CR3 约 79%。国内方面，合资车企线束厂商多为安波福等，自主车企中自主线束厂商参与度较高。根据我们不完全统计，2022 年主要自主汽车线束厂商市占率合计约 24%，国产替代空间大。

■ 短期有望受益于问界放量，长期受益于自主车企崛起

短期问界热销助力公司营收重回高速增长。受上汽大众、上汽通用、赛力斯等销量不振的影响，2023Q1-3 公司营收增速放缓。23Q4 开始，问界进入车型强周期：新 M7，9/12 上市，12/26 披露累计大定超 12 万，2024 年 1 月销量约 3 万；M9，12/26 上市，七天累计大定超 3 万；其他车型有望在 2024 年推出。公司是问界车型 (M5/7/9) 的主供，ASP 约 8000 元。按照我们的预测，2024 年赛力斯有望贡献约 39 亿营收，约是 2023 年公司整体营收 (Wind 一致预期) 的 109%，弹性显著。长期有望受益于自主汽车品牌崛起。2023 年中国品牌乘用车市占率 56%，同比+6.1pct。国内汽车产业链历经几十年发展，自主线束厂商在技术、制造和服务等方面已经具备一定的竞争力。公司作为优秀自主线束厂商，有望持续受益。

■ 产能利用率提升、技术创新落地推动盈利改善

短期看，产能利用率的提升有望带动净利率恢复。我们判断重庆工厂将是影响公司盈利的主要工厂之一。2023 年 12 月问界销量 2 万辆以上，超盈亏平衡点 0.6 万辆 (基于 2022H2 经营数据测算)。12/26 披露问界新 M7 累计大定已超 12 万辆，公司持续盈利可期。长期看，技术创新将增强公司竞争力和盈利能力。公司高压接插件一体化、铝代替铜等技术正逐步落地。1) 高压接插件一体化，按照我们的测算，高压接插件的自制将提升毛利率约 7pct。2) 高压线束铝代铜，以截面面积 50mm²、长度 10m 计算，在相同应用条件、同平方截面两种情况下，导体成本可分别下降 237 和 251 元，降本分别约 87%和 93%。此外，还能实现 48%~70%的减重。

■ 投资建议

我们预计公司 2023~2025 年营收分别约 39.1、69.7 和 97.1 亿元，同比分别约+19%、+78%和+39%；归母净利润分别约 0.4、3.2 和 5.1 亿元，同比分别约-10%、+762%和+58%。当前股价对应的 PE 分别为 276、32、20 倍。受配套客户放量、产能利用率提升和技术创新等三大因素驱动，公司成长路径清晰。首次覆盖给予“买入”评级。

■ 风险提示

宏观经济不及预期，配套车型销量不及预期，供应链配套不及预期，竞争加剧的风险，原材料价格上涨

■ 盈利预测与估值

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,278	3,914	6,967	9,714
年增长率 (%)	33.9%	19.4%	78.0%	39.4%
归属于母公司的净利润	41	37	320	506
年增长率 (%)	3,988.0%	-9.7%	762.3%	58.1%
每股收益 (元)	0.10	0.08	0.73	1.16
市盈率 (X)	213.20	276.32	32.05	20.27
净资产收益率 (%)	2.8%	2.4%	17.3%	21.5%

资料来源：Wind，甬兴证券研究所（2024年03月04日收盘价）

正文目录

1. 深耕汽车线束 27 年	5
2. 千亿汽车线束市场，国产替代空间大	7
2.1. 2023 年国内乘用车线束市场空间超 1000 亿	7
2.2. 主要自主线束厂市占率约 24%，国产替代空间大	8
3. 短期营收有望受益于问界放量，长期受益于自主车企崛起	8
3.1. 客户结构优化期，短期营收增速有所波动	9
3.2. 短期看，问界热销有望助力公司营收重回高增长	10
3.3. 长期看，公司有望受益于自主车企崛起	12
4. 产能利用率提升、技术创新共同推动盈利改善	12
4.1. 短期看，产能利用率的提升有望带动盈利能力修复	12
4.2. 长期看，技术创新有望增强公司竞争力和盈利能力	15
5. 盈利预测	17
6. 估值与投资建议	18
7. 风险提示	18

图目录

图 1: 部分产品示意图	5
图 2: 公司是国内多家主流公司优秀供应商	5
图 3: 除 2020 年外，公司营收均保持增长势头	6
图 4: 2021 年以来多因素制约公司利润释放	6
图 5: 2015~2023Q1-3 公司毛利率和净利率	6
图 6: 低压线束分布情况	7
图 7: 高压线束分布情况	7
图 8: 2021 年全球汽车线束市场份额	8
图 9: 国内主要线束厂商营收情况	8
图 10: 2019 年上汽大众占公司营收约 48%	9
图 11: 2023H1 公司营收增速放缓	9
图 12: 新 M7 销量月度销量快速攀升	11
图 13: 新 M7 销量尚处于爬坡过程中（周度销量）	11
图 14: 问界 M5 月度销量	11
图 15: 中国品牌乘用车市占率保持良好发展势头	12
图 16: 主要上市公司线束业务毛利率对比	13
图 17: 主要上市公司产利用率对比	13
图 18: 2017~2022 年公司成本结构	14
图 19: 2017~2022 年产能利用率情况	14
图 20: 重庆工厂半年度业绩情况	14
图 21: 2023 年 12 月问界销量 2.45 万辆	14
图 22: 部分连接器厂商的汽车连接器毛利率情况	15
图 23: 一种注塑成型新能源汽车高压线束	15

表目录

表 1: 公司发展历史	5
表 2: 2023 年三季报末公司股权结构	6
表 3: 电动智能化驱动国内乘用车线束市场空间向上，2023 年超 1000 亿	7
表 4: 国内车企线束配套情况	8
表 5: 公司主要客户销量情况	9
表 6: 问界新 M7 和理想 L7、L8 配置对比	10
表 7: 问界 M9 和理想 L9 配置对比	10

表 8: 问界车型对公司 2023 年营收弹性的测算.....	12
表 9: 毛利率随产能利用率波动测算.....	14
表 10: 高压连接器自制带来盈利改善的测算.....	15
表 11: 铜导体和铝导体截面积对应表及减重比例.....	16
表 12: 铝导体替代铜导体的减重测算.....	16
表 13: 铝导体替代铜导体的降本测算.....	16
表 14: 铝代铜可降低高压线束导体成本 237~251 元.....	17
表 15: 汽车线束中铝代铜面临的挑战.....	17
表 16: 公司各业务业绩预测.....	18
表 17: 可比公司估值.....	18

1. 深耕汽车线束 27 年

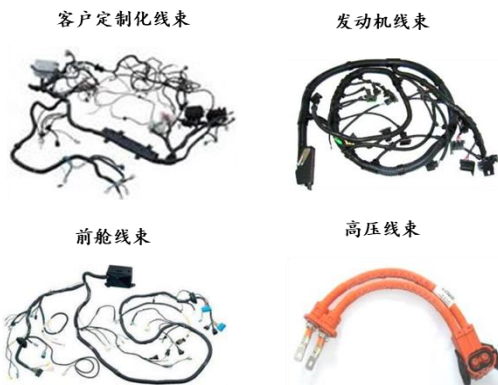
公司 1997 年成立，主营汽车线束。经过 27 年的发展，公司成为上汽大众、上汽乘用车、问界、理想汽车和 T 公司等汽车线束的主要供应商。公司产品包括传统汽车和新能源汽车中的低压线束和新能源汽车中的高压线束。

表1:公司发展历史

时间	公司主要里程碑事件
1997	公司前身昆山沪光汽车电器有限公司成立
1999	通过奇瑞供应商评审并取得风云汽车项目定点，建立长期合作
2000	通过上汽大众供应商评审
2002	取得江淮整车线束定点
2005	进入大众集团供应体系，获得门线束定点
2009	获得上汽大众发动机线束定点，与上汽大众建立长期合作
2011	通过上汽供应商评审，并之后供货发动机线束
2015	取得北京宝沃整车线束定点
2017	取得北京奔驰、上汽通用别克 VELITE 6 和理想 ONE 的高压线束定点
2018	取得上汽大众 MEB 高压线束定点
2019	取得长安福特林肯车型整车线束定点
2020	取得上汽通用君威&君越整车线束、上汽大众 MEB-NEO 和上汽大众 ID.6X 新能源高压线束、上汽大众奥迪 MEB-A+SUVe 新能源高压线束及成套线束、理想 X01 新能源高压线束定点
2021	取得问界 M5、M5EV 和 M7 的整车高、低压线束以及理想汽车 X02、大众安徽 VW316/8 高压线束项目定点
2022	取得理想汽车 W01 高低压线束、理想 X04 高压线束，智己汽车 S12L 高压线束，美国 T 公司 MY 高压线束、M3 热管理线束等项目定点

资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

图1:部分产品示意图



资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

图2:公司是国内多家主流公司优秀供应商

A 大众集团Formel-Q A级供应商	A 大众集团VW60330 压接过程 质量A级供应商	B 大众集团R&D研发 B级供应商	B 奥迪物流体系B级 供应商
优 上汽大众 优秀供应商	优 上海大众动力总成 优秀供应商	优 大众一汽发动机(大连) 优秀供应商	优 北京奔驰 优秀供应商
优 奇瑞汽车 优秀供应商	优 江淮汽车 优秀供应商	优 上汽乘用车 优秀供应商	快 上汽通用 快速反应奖

资料来源：公司官网，甬兴证券研究所

公司股权集中，主要股东为董事长成三荣和总经理金成成直接持股比例约 74.98%。

表2:2023 年三季度报末公司股权结构

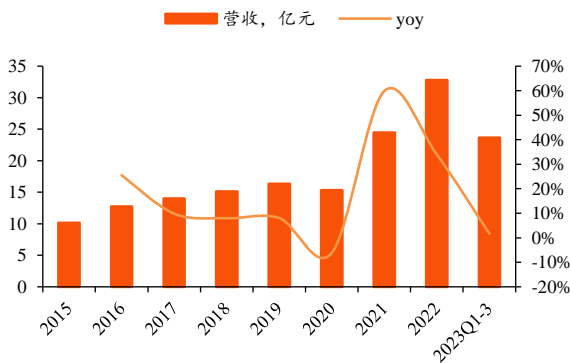
股东	持股比例
成三荣	59.98%
金成成	15.00%
易方达供给改革灵活配置混合型证券投资基金	2.29%
昆山德泰	0.90%
昆山德添	0.87%
昆山源海	0.83%
成锋	0.80%
成国华	0.71%
成磊	0.60%
易方达新丝路	0.54%
合计	82.52%

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

2015~2022 年, 公司营收 CAGR 约 18%。除 2020 年外, 2015~2022 年公司均保持增长势头。其中, 从 2021 年开始, 公司多个新项目进入量产, 业绩步入高速增长通道。2023Q1-3, 受下游客户排产影响, 营收增速回落明显。

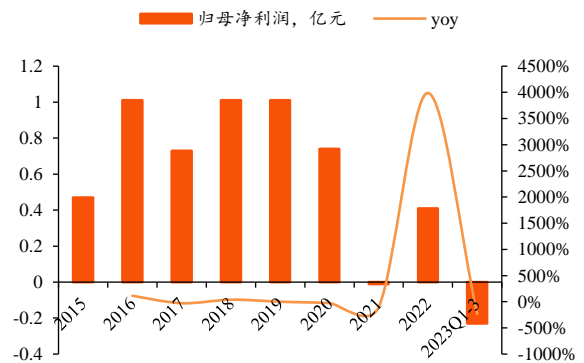
2021 年以来诸多因素制约公司利润释放, 主要包括原材料价格高涨、进口原材料航运成本上升、公司部分主要客户排产需求波动较大, 以及公司持续对新材料和新工艺的研发投入等。

图3:除 2020 年外, 公司营收均保持增长势头



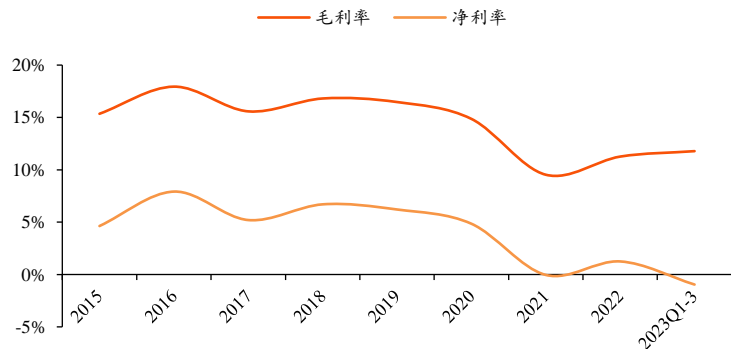
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图4:2021 年以来多因素制约公司利润释放



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图5:2015~2023Q1-3 公司毛利率和净利率



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

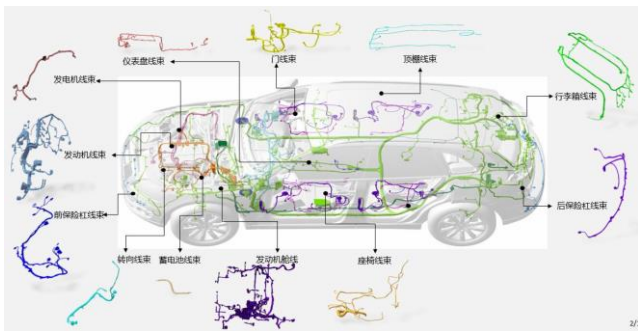
2. 千亿汽车线束市场，国产替代空间大

2.1. 2023 年国内乘用车线束市场空间超 1000 亿

汽车线束贯穿于整车全身，其主要功能是将中央控制单元与汽车各模块控制单元、电气电子执行单元、传感器等连接在一起，形成完整的汽车电气电控系统，从而实现汽车电能数据与信号的传输。根据壹连科技招股说明书，汽车线束是汽车的“动脉血管”和“神经网络”，具备“柔、长、广”等特点。

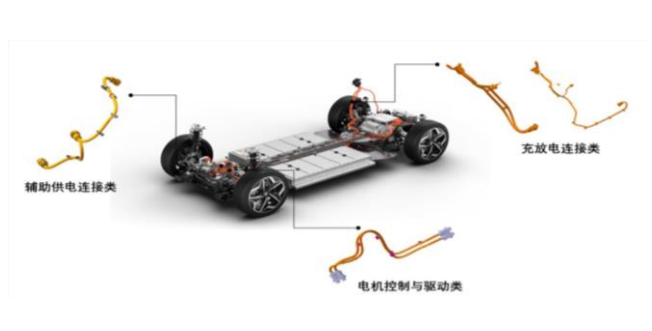
按照承载电压的不同，汽车线束分为低压线束、高压线束，其中，低压线束适配于 60V 以下的汽车低压平台。

图6:低压线束分布情况



资料来源：长春捷翼招股书，甬兴证券研究所

图7:高压线束分布情况



资料来源：长春捷翼招股书，甬兴证券研究所

电动智能化增加了高压线束和高速线束的需求，新能源乘用车的单车线束价值量更高。根据华经产业研究院数据，传统燃油乘用车的线束单车价值量约 2500~4500 元，新能源乘用车约 5000 元。

根据我们的测算，预计国内乘用车线束市场空间向上，2023 年约 1049 亿元。

表3:电动智能化驱动国内乘用车线束市场空间向上，2023 年超 1000 亿

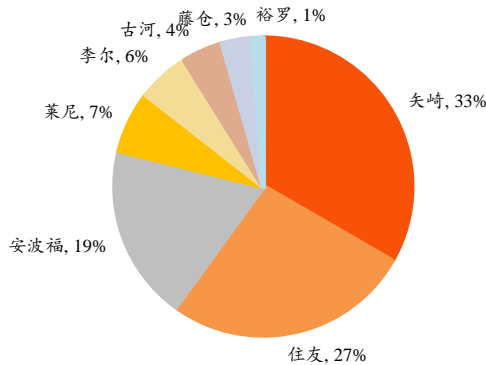
	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
乘用车产量，万辆								
传统	2,025	1,875	1,805	1,711	1,700	1,532	1,357	1,233
新能源	109	119	335	670	909	1,155	1,357	1,507
合计	2,134	1,994	2,140	2,381	2,609	2,687	2,714	2,741
乘用车产量 yoy								
传统		-7%	-4%	-5%	-1%	-10%	-11%	-9%
新能源		9%	181%	100%	36%	27%	17%	11%
合计		-7%	7%	11%	10%	3%	1%	1%
新能源渗透率	5.1%	6.0%	15.7%	28.1%	34.8%	43%	50%	55%
单车价值量，元								
传统	3,500	3,500	3,500	3,500	3,500	3,500	3,500	3,500
新能源	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
市场空间，亿元								
传统	709	656	632	599	595	536	475	432
新能源	55	60	167	335	454	578	678	754
合计	763	716	799	934	1,049	1,114	1,153	1,185

资料来源：Wind，中汽协，华经产业研究院，光明网，甬兴证券研究所

2.2. 主要自主线束厂市占率约 24%，国产替代空间大

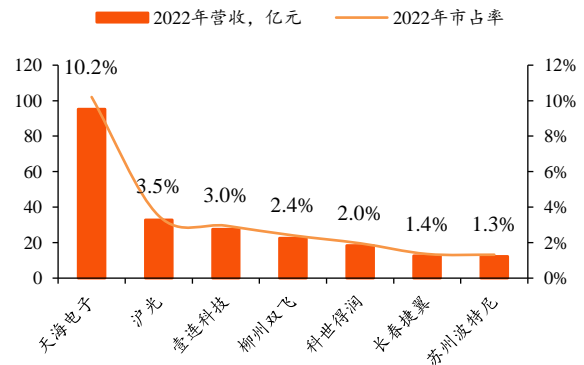
从全球维度看，2021 年，全球汽车线束市场主要参与者有矢崎、住友、安波福等，CR3 约 79%。从国内维度看，国内合资整车厂线束供应商多为安波福等，自主整车厂中自主线束厂商参与度较高。不过，国内自主线束厂商市占率依旧较低。根据我们的不完全统计，2022 年主要自主汽车线束厂商市占率合计约 24%。其中，天海电子、沪光位列前二。

图8:2021 年全球汽车线束市场份额



资料来源：观研天下，甬兴证券研究所

图9:国内主要线束厂商营收情况



资料来源：Wind，天海电子官网，甬兴证券研究所

注：市占率测算以表格3中2022年国内市场空间934亿元为基准

表4:国内车企线束配套情况

车系	整车企业	主要供应商		
		整车线束	小线束	高压线束
德系	上汽大众	昆山沪光、科世科、苏州波特尼、莱尼、安波福	昆山沪光、上海金亭、李尔	昆山沪光、安波福、科世科、苏州波特尼
	一汽大众	科世得润、长春住电、安波福、李尔	昆山沪光、长春捷翼、长春灯泡电线厂	科世得润
	奥迪	科世得润、长春住电、安波福	长春捷翼	安波福、科世得润
	奔驰	莱尼、安波福	昆山沪光、德科斯米尔、耐克森	昆山沪光、德科斯米尔
	宝马	德科斯米尔、莱尼	德科斯米尔、莱尼、迈恩德	莱尼
美系	通用	安波福、上海金亭、矢崎、莱尼、昆山沪光	科世科、上海金亭、河南天海、昆山沪光	昆山沪光、安波福
	福特	安波福、李尔、矢崎、住友		莱尼、安波福、矢崎、李尔
日系			矢崎、住友、藤仓	
韩系			京信、裕罗、悠进	
自主	上汽集团	昆山沪光、李尔、天海、安波福	昆山沪光、安波福、三智	Auto-Kable、昆山沪光
	一汽集团	李尔、长春灯泡电线厂、安波福	三智	TE (泰科)
	吉利汽车	豪达、天海、藤仓、京信、李尔	天海、京信	TE (泰科)
	长城汽车	保定曼德、长春灯泡电线厂、天津精益	立讯、乐荣、景程	TE (泰科)
	奇瑞汽车	昆山沪光、河南天海、侨云电子、安波福等	/	中航光电、南京康尼、四川永贵等
	江淮汽车	昆山沪光、河南天海、安波福等	/	中航光电、安波福

资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

3. 短期营收有望受益于问界放量，长期受益于自主车企崛起

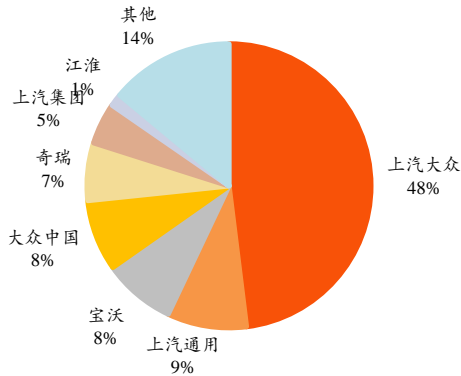
请务必阅读报告正文后各项声明

3.1. 客户结构优化期，短期营收增速有所波动

2019年，公司前五大客户占比80%。其中，上汽大众、上汽通用、宝沃、大众中国、奇瑞营收占比分别约48%、9%、8%、8%、7%。2021年开始，理想等新客户进入量产期，公司客户结构进一步优化。

在客户结构优化过程中，上汽大众、上汽通用等销量不振。同时，2023Q1-3新客户赛力斯销量低于预期，导致公司营收增速有所放缓。

图10:2019年上汽大众占公司营收约48%



资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

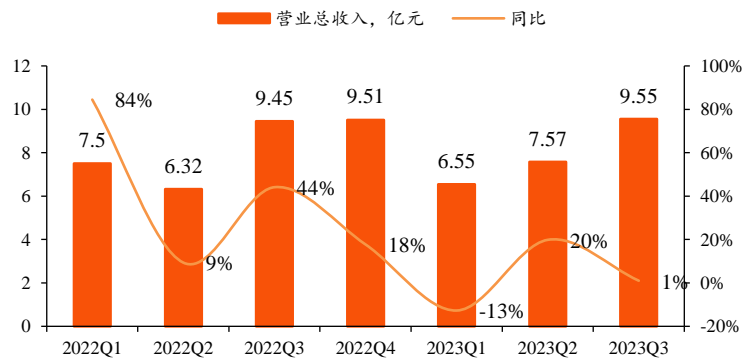
表5:公司主要客户销量情况

		2019	2020	2021	2022	2023.1-9
国内销量，万辆						
上汽系	上汽大众	200	151	124	132	83
	上汽通用	160	147	133	117	72
	上汽集团	70	69	82	83	65
新势力	特斯拉			48	71	70
	理想			9	13	24
	赛力斯		2	4	14	7
国内销量 yoy						
上汽系	上汽大众		-25%	-18%	6%	-13%
	上汽通用		-8%	-9%	-12%	-15%
	上汽集团		-1%	20%	0%	6%
新势力	特斯拉				47%	45%
	理想				47%	16%
	赛力斯			104%	226%	-25%

资料来源：Wind，公司公告，甬兴证券研究所

注：2021年，理想one线束量产；2022年，赛力斯问界M5和M7高低压线束、理想L8和L9高压线束量产

图11:2023H1公司营收增速放缓



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

3.2. 短期看，问界热销有望助力公司营收重回高增长

公司重要客户赛力斯进入车型强周期：

新 M7：2023/9/12 上市，售价 24.98~32.98 万，华为智能座舱以及辅助驾驶赋能。根据财联社信息，12/26 披露问界新 M7 累计大定已超 12 万辆，其中超过 60% 的用户选择智驾版。

M9：根据 AITO 汽车官网公众号，2023/12/26 上市，4 个配置车型售价 46.98~56.98 万元。作为全景智慧旗舰 SUV，基于豪华 D 级平台打造，具备途灵智能底盘、标配空悬、华为百万像素智慧投影大灯等豪华配置。上市七天，问界 M9 累计大定突破 3 万辆。

其他车型：根据财联社信息，新 M5 有望在 2024 年上半年推出，定位于 M7 与 M9 之间的全新车型问界 M8 将在 2024 年下半年推出。

表6:问界新 M7 和理想 L7、L8 配置对比

车型	问界新 M7	理想 L7	理想 L8
配置	Plus、Max	Air、Pro、Max	Air、Pro、Max
车身结构	5 门 5/6 座 SUV	5 门 5 座 SUV	5 门 6 座 SUV
指导价	24.98~32.98	31.98~37.98	33.98~39.98
长, mm	5020	5050	5080
宽, mm	1945	1995	1995
高, mm	1760	1750	1800
轴距, mm	2820	3005	3005
车外摄像头	6 (Pro 版)、 12 (Max 版)	10 (Pro 版)、 11 (Max 版)	10 (Pro 版)、 11 (Max 版)
车内摄像头	2	1	1
超声波雷达	12	12	12
毫米波雷达	3	1	1
激光雷达	1 (Max 版)	1 (Max 版)	1 (Max 版)
辅助驾驶系统	华为 ADS	理想 AD Pro (Pro 版), Max (Max 版)	理想 AD Pro (Pro 版), Max (Max 版)
车载智能系统	Harmony OS	/	/
车载智能芯片	麒麟 990A	地平线征程 5 (Pro 版), 双英伟达 Orin X (Max 版)	地平线征程 5 (Pro 版), 双英伟达 Orin X (Max 版)

资料来源：懂车帝，甬兴证券研究所

表7:问界 M9 和理想 L9 配置对比

车型	问界 M9	理想 L9
配置	Max、Ultra	Pro、Max
车身结构	5 门 6 座 SUV	5 门 6 座 SUV
指导价	46.98~56.98	42.98~45.98
长, mm	5230	5218
宽, mm	1999	1998
高, mm	1800	1800
轴距, mm	3110	3105
车外摄像头	11	10 (Pro 版)、11 (Max 版)
车内摄像头	2	1
超声波雷达	12	12
毫米波雷达	3	0
激光雷达	1	1 (Max 版)
辅助驾驶系统	华为 ADS	理想 AD Pro (Pro 版), 理想 AD Max (Max 版)
辅助驾驶芯片	/	地平线征程 5 (Pro 版)、双英伟达 Orin-X (Max 版)
辅助驾驶芯片算力, TOPS	/	128 (Pro 版)、508 (Max 版)
车载智能系统	Harmony OS	/
车载智能芯片	/	双高通骁龙 8155

资料来源：懂车帝，甬兴证券研究所

基于如下假设，我们中性预计问界新车型 24 年贡献营收 39 亿，占 2023 年营收（Wind 一致预期）的 109%。

单车价值量：根据财联社数据，沪光股份配套问界 M5、新 M7 和 M9 高低压线束，单车价值量 8000 元左右。

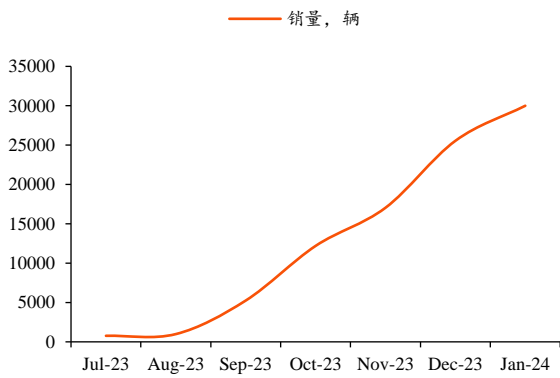
车型销量：

1) 新 M7，市场竞争力强。截止春节前一周，新 M7 销量还处于快速爬坡中，2024 年 1 月销量约 3 万辆。我们中性预计新 M7 稳态月销在 2.5 万。

2) M9，4 个配置车型售价 46.98~56.98 万元，累计大定超 4 万。我们中性预计 M9 稳态月销 0.8 万辆。

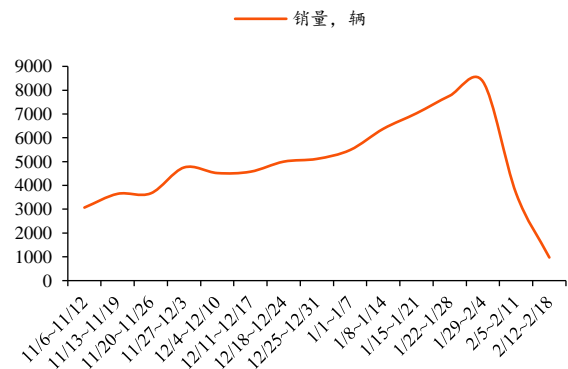
3) 其他，考虑到华为的持续赋能，我们中性预计新 M5 和 M8 合计稳态月销量有望约 2 万辆。

图12:新 M7 销量月度销量快速攀升



资料来源: 懂车帝, 甬兴证券研究所

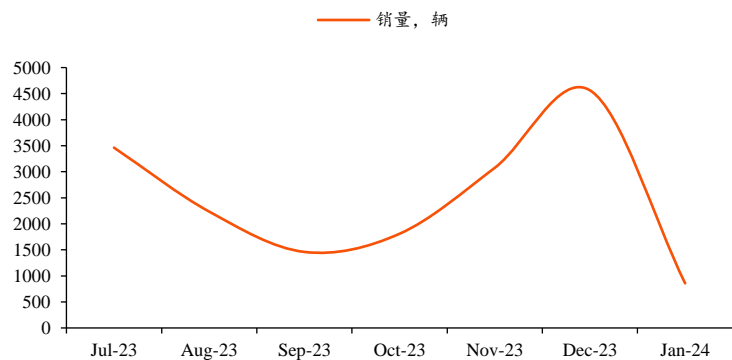
图13:新 M7 销量尚处于爬坡过程中 (周度销量)



资料来源: 懂车帝, 甬兴证券研究所

注: 2024 年 2 月 10 号为春节, 2 月 5 号开始周度销量下降主要是受春节假期因素的影响

图14:问界 M5 月度销量



资料来源: 懂车帝, 甬兴证券研究所

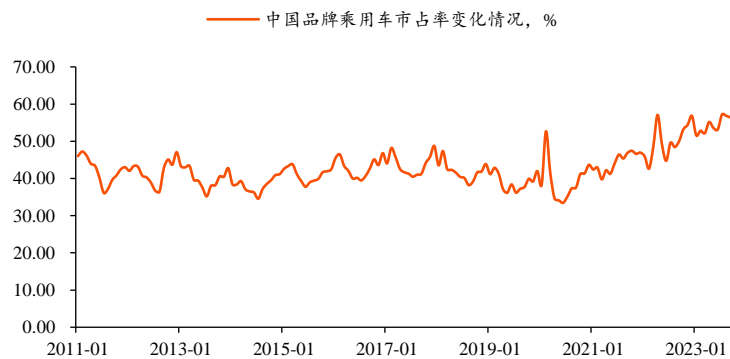
表8:问界车型对公司 2023 年营收弹性的测算

	保守	中性	乐观
2024 年月销量预测, 万辆			
新 M7	2	2.5	3
M9	0.5	0.8	1
新 M5、M8	1.5	2	2.5
合计	2.6	3.8	5
2024 年营收预测, 亿元	30	39	47
2023 年营收 (Wind 一致预期), 亿元	35.6	35.6	35.6
相对 2023 年营收弹性	85%	109%	133%

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

3.3. 长期看, 公司有望受益于自主车企崛起

自主品牌乘用车市场份额保持良好发展势头。根据中汽协数据, 2023 年中国品牌乘用车销量 1459.6 万辆, 同比+24.1%; 市占率 56%, 同比+6.1pct。

图15:中国品牌乘用车市占率保持良好发展势头


资料来源: Wind, 中汽协, 甬兴证券研究所

国内汽车产业链历经几十年发展, 自主线束厂商在技术、制造和服务等方面已经具备一定的竞争力。随着自主车企的快速发展和电动智能化的加速, 自主线束厂商市占率有望提升。公司作为自主线束厂商的优秀代表, 长期有望受益。

4. 产能利用率提升、技术创新共同推动盈利改善

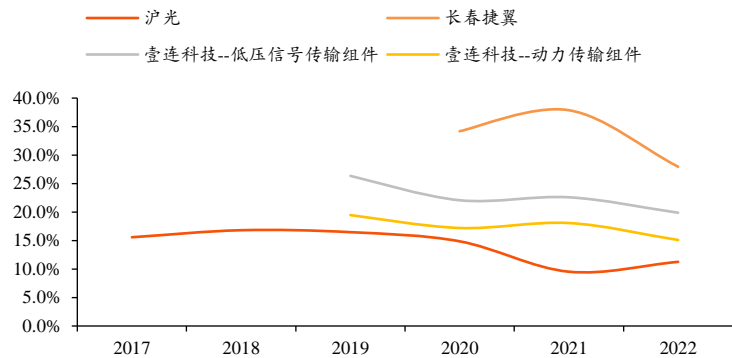
4.1. 短期看, 产能利用率的提升有望带动盈利能力修复

A 股上市的主营汽车线束公司仅沪光, 壹连科技和长春捷翼处于 IPO 过程中。根据公司公告, 长春捷翼、壹连科技的毛利率较高, 主要是由于产能利用率、人力成本和产品结构等方面的差异:

- 1) 长春捷翼, 面向一汽等知名客户, 并以配套奥迪等中高端走量、稳定车型为主, 生产计划和生产节拍稳定性强, 人员生产效率高。此外, 长春捷翼主要经营地在吉林长春, 用工成本较低。
- 2) 壹连科技, 其动力传输组件为高压线束, 低压信号传输组件为低压线束, 主要用在新能源类产品中, 和沪光兼顾传统燃油车、新能源

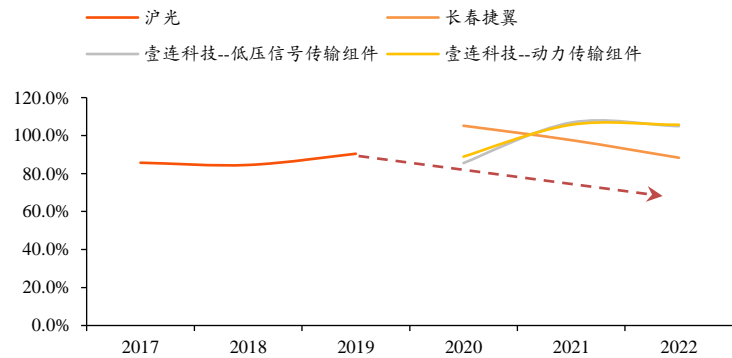
车产品有所不同。此外，公司产能利用率也处于高位。

图16:主要上市公司线束业务毛利率对比



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图17:主要上市公司产利用率对比



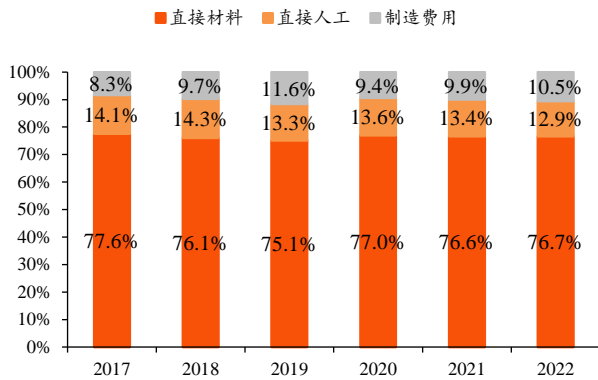
资料来源: 公司公告, 甬兴证券研究所

注: 虚线箭头仅代表趋势, 不代表具体数值

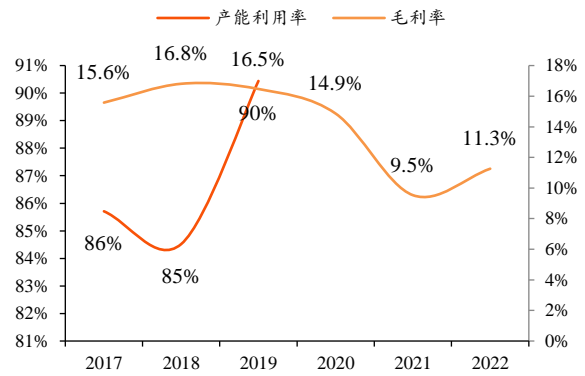
剔除人力成本、产品结构等因素，这里我们分析产能利用率对公司毛利率的影响。

产能利用率对公司毛利率影响较大。2017~2019年产能利用维持较高位置，约85%~90%，毛利率处于15.6%~16.8%。2020年开始，受产能利用率下降等因素影响，毛利率出现明显下滑。

选取2018年的成本结构和毛利率作为基准，我们测算出产能利用率在55%~95%的范围内每提升5%，对应的毛利率提升11.6pct~3.7pct，且越低时，产能利用率对毛利率改善越显著。

图18:2017~2022 年公司成本结构


资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

图19:2017~2022 年产能利用率情况


资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

表9:毛利率随产能利用率波动测算

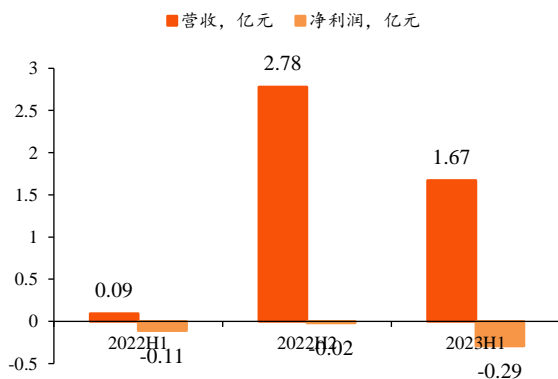
产能利用率	毛利率	毛利率变动
50%	-36%	
55%	-24%	11.6%
60%	-14%	9.7%
65%	-6%	8.2%
70%	1%	7.0%
75%	7%	6.1%
80%	12%	5.3%
85%	17%	4.7%
90%	21%	4.2%

资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

重庆工厂配套赛力斯问界诸多车型，是影响公司盈利的主要工厂之一。我们认为重庆工厂跨越盈亏平衡点，持续盈利可期。

重庆工厂盈亏平衡点对应月销量 0.6 万辆左右。2022H2，重庆工厂略亏 200 万。以单车配套 8000 元计算，对应半年度的配套销量约 3.5 万辆，则月度销量约 0.6 万辆。

跨越盈亏平衡点，持续盈利可期。2023 年 12 月问界销量约 2.45 万辆，超盈亏平衡点对应的 0.6 万辆/月。12/26 披露问界新 M7 累计大定已超 12 万辆，公司持续盈利可期。

图20:重庆工厂半年度业绩情况


资料来源：Wind，甬兴证券研究所

图21:2023 年 12 月问界销量 2.45 万辆

排行	品牌	销量
01	理想	5.05万
	理想L9	1.51万
	理想L8	1.50万
	理想L7	2.04万
02	问界	2.45万
03	蔚来	1.77万
04	零跑	1.76万
05	小鹏	1.73万
06	深蓝	1.46万

资料来源：理想汽车微信公众号，甬兴证券研究所

4.2. 长期看，技术创新有望增强公司竞争力和盈利能力

秉承自主创新，引领未来发展。公司高压接插件一体化、新型高自动化率的低压线束、铝线替代铜线等新技术正逐步落地。其中，高压接插件一体化产品已经在部分客户的路试车上搭载测试，铝线替代铜线已经在特定客户完成了推广。

技术创新有望进一步增强公司竞争力，增厚盈利。

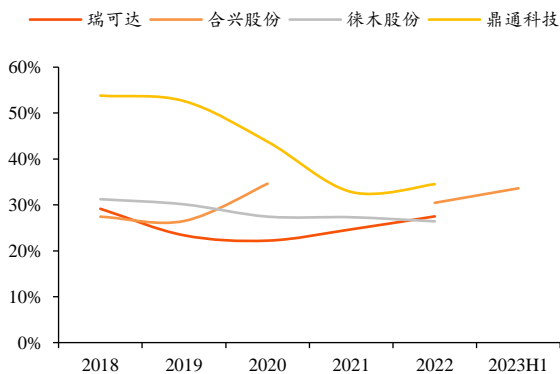
以高压连接器为例：

高压连接器占高压线束营收的比例：根据公司招股说明书，2018、2019年，护套、端子的采购金额占采购成本分别约36%、37%，直接材料成本占比分别约76%、75%，线束毛利率分别约16.8%、16.5%。为方便计算，这里简单假设高压连接器占直接材料的36%，直接材料占总成本76%，线束毛利率约16.5%，则高压连接器占高压线束营收的23%。

高压连接器的毛利率：A股主要的汽车连接器公司有中航光电、永贵电器、瑞可达、合兴股份、徕木股份、鼎通科技等，根据瑞可达等披露的汽车连接器盈利能力，毛利率集中在22%~35%。这里简单假设高压连接器的毛利率约30%。

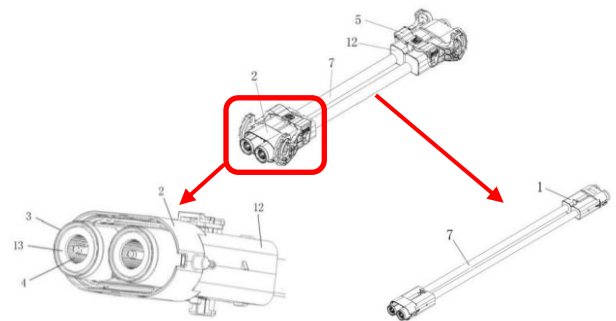
基于以上假设，我们测算得到高压接插件的自制或提升毛利率约7pct。

图22:部分连接器厂商的汽车连接器毛利率情况



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

图23:一种注塑成型新能源汽车高压线束



资料来源：沪光股份《一种注塑成型新能源汽车用高压线束》CN217903527U，专利之星，甬兴证券研究所

注：1、连接器；2、壳体；3、屏蔽结构；4、连接端子；5、壳体锁止结构；6、互锁端子；7、电线束；8、外护套层；9、屏蔽层；10、内绝缘层；11、内导体；12尾部密封结构；13、防触指结构。

表10:高压连接器自制带来盈利改善的测算

序号	项目	数值	备注
1	高压连接器占高压线束总成本	27%	
2	高压线束毛利率	16.5%	
3	高压连接器占高压线束营收比例	23%	3=1/(1+2)
4	高压连接器毛利率	30%	
5	高压连接器自制带来的盈利改善	7%	5=3*4

资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

以高压线束中铝代铜为例：

根据《汽车导线现状及发展前景》，导线成本占整车线束成本的 30%左右，而导体成本占导线整体成本的 50%~80%。铝的成本是铜的 40%，密度仅为铜的 30%。在相同应用条件下（铝导体截面积较铜导体大），铝导线可实现 20%以上的减重。

表11:铜导体和铝导体截面积对应表及减重比例

铜导体			铝导体			铝导体相对铜导体减重比例
截面积, mm ²	最大电阻, Ω/km	质量, g/m	截面积, mm ²	最大电阻, Ω/km	质量, g/m	
6	3.14	61	10	3.03	41	33%
8	2.38	80	16	1.93	63	21%
10	1.82	100	20	1.59	77	23%
16	1.16	165	25	1.24	93	44%
25	0.743	260	40	0.788	167	36%
35	0.527	361	60	0.525	235	35%
50	0.368	505	85	0.362	363	28%

资料来源：《汽车用导线现状及发展前景》王宇等（2020），甬兴证券研究所

根据我们的测算，在相同截面面积下，铝导体相比铜导体能够减重 70%、降低材料成本 93%。

表12:铝导体替代铜导体的减重测算

	铜导体截面积, mm ²	铝导体截面积, mm ²								
		35	50	60	70	80	90	100	110	120
	35	70%	57%	48%	39%	31%	22%	13%	5%	-4%
	50	79%	70%	64%	58%	51%	45%	39%	33%	27%
	60	82%	75%	70%	65%	60%	54%	49%	44%	39%
	70	85%	78%	74%	70%	65%	61%	57%	52%	48%
	80	87%	81%	77%	73%	70%	66%	62%	58%	54%
	90	88%	83%	80%	76%	73%	70%	66%	63%	60%
	100	89%	85%	82%	79%	76%	73%	70%	67%	64%
	110	90%	86%	83%	81%	78%	75%	72%	70%	67%
	120	91%	87%	85%	82%	80%	77%	75%	72%	70%

资料来源：《汽车用导线现状及发展前景》王宇等（2020），甬兴证券研究所

表13:铝导体替代铜导体的降本测算

	铜导体截面积, mm ²	铝导体截面积, mm ²								
		35	50	60	70	80	90	100	110	120
	35	93%	89%	87%	85%	83%	81%	79%	77%	74%
	50	95%	93%	91%	90%	88%	87%	85%	84%	82%
	60	96%	94%	93%	91%	90%	89%	88%	86%	85%
	70	96%	95%	94%	93%	91%	90%	89%	88%	87%
	80	97%	95%	94%	93%	93%	92%	91%	90%	89%
	90	97%	96%	95%	94%	93%	93%	92%	91%	90%
	100	97%	96%	96%	95%	94%	93%	93%	92%	91%
	110	98%	97%	96%	95%	95%	94%	93%	93%	92%
	120	98%	97%	96%	96%	95%	94%	94%	93%	93%

资料来源：《汽车用导线现状及发展前景》王宇等（2020），甬兴证券研究所

注：铜、铝价格参考 2024/2/23 的 LME 现货结算价，分别为 61 元/kg 和 15 元/kg

根据《汽车用导线现状及发展前景》中所列示的某纯电车型高压线缆为例，使用了 35~50mm² 高压线缆长度约 10m。我们取高压导线截面面积 50mm²，长度 10m，则铜导体重量约 4.5kg。根据我们的计算，若使用铝替代铜，高压线束中的导体成本可下降 237~251 元。

表14:铝代铜可降低高压线束导体成本 237~251 元

	铜导体	铝导体--相同应用条件	铝导体--同平方截面
截面, mm ²	50	85	50
长度, m	10	10	10
密度, kg/m ³	8900	2700	2700
重量, kg	4.45	2.30	1.35
单价, 元/kg	61	15	15
总价, 元	271	34	20
降本, 元		237	251
降本比例		87%	93%
减重, kg		2.16	3.10
减重比例		48%	70%

资料来源:《汽车用导线现状及发展前景》王宇等 (2020), 甬兴证券研究所

注: 铜、铝价格参考 2024/2/23 的 LME 现货结算价, 分别为 61 元/kg 和 15 元/kg

汽车线束中铝代铜面临电化学腐蚀、蠕变以及导线连接处的电性能问题。目前主要是通过特殊端子设计以及四方压接和超声波焊等加工方法逐步解决。

表15:汽车线束中铝代铜面临的挑战

难点	具体内容
电化学腐蚀	铜的化学活性比铝低, 两种金属连接后痛点会发生电化学反应, 导致铝线氧化, 机械小强度和导电性下降
蠕变问题	铜铝热膨胀系数不同, 随着温度高低变化, 会造成连接区域逐渐形成空洞, 或造成烧车或断路
导线连接处的电性能问题	铝的氧化膜会增加连接处的电阻, 影响电信号和能量传输, 造成连接处发热

资料来源:《汽车铝导线的应用分析》魏文耀等 (2022), 甬兴证券研究所

根据长春捷翼招股书, 目前特斯拉已经在 Model 3 等热门车型的高压线束中率先使用铝导线替代铜导线, 为行业内铝导线的规模化应用起到了引领和示范作用。

公司持续推进高、低压铝线束: 1) 低压铝线束方面, 2018 年, 公司完成了在上汽纯电车型项目的低压铝线束研发。根据 2021 年年报披露信息, 公司继续推进低压线束产品的验证和制造认证。2) 高压线束方面, 公司已经完成了特定客户高压线束中铝导线的推广。

5. 盈利预测

关键假设:

1) 营收, 2023Q1~3 公司营收约 23.7 亿, 同比+2%。23Q4 开始赛力斯进入车型强周期。我们中性预计 2024 年赛力斯有望贡献营收约 39 亿。我们假设 2023~2025 年汽车线束业务营收同比分别约+20%、+80%和+40%, 其他业务 2018~2022 年营收约 0.8~1.4 亿, 平均约 1 亿, 假设 2023~2025 年保持 1 亿。

2) 毛利率, 2023Q1~3 公司毛利率 11.8%。短期看, 公司重庆工厂产能利用率处于高位, M7 累计大定超 12 万, 公司持续盈利可期。长期看, 技术创新将进一步增厚供公司盈利能力。我们预计 2023~2025 年汽车线束毛利率分别为 12%、15%和 15%, 其他业务毛利率分别为 16%、15%和 15%。

根据我们的假设, 我们预计公司 2023~2025 年营收分别约 39.1、69.7 和

97.1 亿元，同比+19%、+78%和+39%；归母净利润分别约 0.4、3.2 和 5.1 亿元，同比-10%、+762%和+58%。

表16:公司各业务业绩预测

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营收, 亿元								
汽车线束	14.3	15.6	14.3	23.1	31.8	38.2	68.7	96.2
其他业务	0.8	0.8	1.0	1.4	1.0	1.0	1.0	1.0
合计	15.1	16.3	15.3	24.5	32.8	39.1	69.7	97.1
营收 yoy								
汽车线束		9%	-8%	62%	38%	20%	80%	40%
其他业务		-4%	37%	34%	-29%	0%	0%	0%
合计		8%	-6%	60%	34%	19%	78%	39%
毛利率								
汽车线束	17.1%	16.8%	15.1%	9.3%	11.0%	12%	15%	15%
其他业务	11.0%	8.7%	10.1%	13.5%	18.4%	16%	15%	15%
合计	16.8%	16.5%	14.9%	9.5%	11.3%	12.1%	15.0%	15.0%

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

6. 估值与投资建议

公司是国内汽车线束龙头，客户放量、产能利用率提升、技术创新等三因素共同驱动业绩向上，成长路径清晰。客户端，短期有望受益于赛力斯放量，长期受益于自主车企崛起，公司营收或重新步入高增长。产能端，产能利用率提升有望带动盈利能力短期内提升。技术端，公司秉承技术创新，高压接插件一体化、铝代铜等新技术正逐步落地，有望长期增强公司竞争力和盈利能力。

公司主营汽车线束，选取主营连接器、线缆等 5 家公司作为可比公司。我们预计 2024 年公司归母净利润约 3.2 亿，对应 PE 约 32 倍，高于可比公司 PE 均值。考虑到公司是汽车线束龙头，具备一定的估值溢价。且公司业绩有望重回高增长，PEG 约 1.0，低于部分可比公司。首次覆盖给予“买入”评级。

表17:可比公司估值

股票代码	公司名称	收盘价 2024/3/4	市值, 亿元	归母净利润, 亿元				PE			2023~ 2025 CAGR	PEG	
				2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E			2025E
300351	永贵电器*	19.15	74	1.5	1.5	2.3	3.2	47.9	48.2	31.5	23.3	44%	1.1
688800	瑞可达*	29.28	46	2.5	1.4	2.7	3.8	18.4	32.6	17.1	12.1	65%	0.5
300679	电连技术*	37.71	159	4.4	3.6	5.4	7.0	35.9	44.7	29.7	22.7	40%	1.1
300863	卡倍亿*	39.02	35	1.4	1.9	2.6	3.5	24.8	18.5	13.5	10.1	36%	0.5
301310	鑫宏业*	39.16	38	1.4	1.9	2.8	3.6	26.3	19.9	13.6	10.5	38%	0.5
	平均							30.6	32.8	21.1	15.7		
605333	沪光股份	23.47	103	0.4	0.4	3.2	5.1	213.2	276.3	32.0	20.3	269%	1.0

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

注: “*” 为可比公司, 其归母净利润均采用 Wind 一致预期

7. 风险提示

宏观经济不及预期: 宏观经济的运行将影响居民消费意愿，从而影响汽车的终端需求。公司作为上游零部件厂商，也将受到影响。

请务必阅读报告正文后各项声明

配套车型销量不及预期: 根据我们的预测, 赛力斯将贡献主要的业绩增量。若赛力斯问界 M7、M9 以及新车型等销量不及预期, 将影响公司营收。并且, 公司重庆工厂产能利用率下降将影响公司的盈利能力。同样, 其他客户的销量下滑也将影响公司业绩。

供应链配套不及预期: 若配套车型的供应链供给不及时, 将影响车型的排产, 从而对公司产品的需求产生不利影响。此外, 公司线束零部件若供给紧张, 或对公司线束的出货产生影响。

竞争加剧的风险: 车企若竞争加剧或可能对供应商提出降价。同时, 线束行业竞争加剧或导致盈利能力的下降。

原材料价格上涨: 2022 年, 公司直接材料占总成本约 77%。原材料如连接器等价格上涨将影响公司盈利能力。

资产负债表						现金流量表					
单位：百万元						单位：百万元					
至 12 月 31 日	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	至 12 月 31 日	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,898	2,624	3,063	4,780	6,658	经营活动现金流	-209	-237	124	155	326
货币资金	221	273	287	341	437	净利润	-1	41	37	320	506
应收及预付	1,180	1,279	1,705	2,932	4,086	折旧摊销	94	135	204	223	250
存货	410	749	840	1,276	1,890	营运资金变动	-347	-464	-197	-487	-540
其他流动资产	87	323	231	231	247	其它	45	51	80	98	111
非流动资产	1,026	1,861	2,034	2,091	2,190	投资活动现金流	-181	-660	-371	-280	-350
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-166	-653	-320	-280	-350
固定资产	727	1,239	1,359	1,356	1,430	投资变动	0	0	0	0	0
在建工程	26	190	144	134	141	其他	-15	-7	-51	0	0
无形资产	98	170	207	244	281	筹资活动现金流	394	957	261	180	119
其他长期资产	175	262	324	356	338	银行借款	784	1,104	200	200	200
资产总计	2,924	4,485	5,097	6,870	8,849	股权融资	0	693	0	0	0
流动负债	1,846	2,414	2,860	4,164	5,537	其他	-390	-840	61	-20	-81
短期借款	661	681	781	881	981	现金净增加额	4	59	14	54	95
应付及预收	1,025	1,498	1,739	2,895	4,129	期初现金余额	33	37	96	110	164
其他流动负债	160	235	340	388	427	期末现金余额	37	96	110	164	260
非流动负债	327	585	712	862	962						
长期借款	292	483	583	683	783						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	35	102	129	179	179						
负债合计	2,173	2,999	3,572	5,026	6,499						
股本	401	437	437	437	437						
资本公积	132	788	788	788	788						
留存收益	218	259	296	616	1,122						
归属母公司股东权益	751	1,486	1,525	1,844	2,350						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
负债和股东权益	2,924	4,485	5,097	6,870	8,849						

利润表					
单位：百万元					
至 12 月 31 日	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,448	3,278	3,914	6,967	9,714
营业成本	2,215	2,909	3,440	5,922	8,257
营业税金及附加	9	13	18	28	39
销售费用	10	12	16	21	24
管理费用	85	124	149	223	291
研发费用	123	162	204	334	437
财务费用	26	49	59	69	79
资产减值损失	-11	-14	-20	-20	-20
公允价值变动收益	-1	0	0	0	0
投资净收益	-4	3	0	0	0
营业利润	-18	31	39	376	595
营业外收支	0	0	0	0	0
利润总额	-18	30	39	376	595
所得税	-17	-11	2	56	89
净利润	-1	41	37	320	506
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	-1	41	37	320	506
EBITDA	108	211	302	669	925
EPS (元)	0.00	0.10	0.08	0.73	1.16

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入增长	59.9%	33.9%	19.4%	78.0%	39.4%
营业利润增长	-124.1%	267.4%	27.0%	863.7%	58.1%
归母净利润增长	-101.4%	3,988.0%	-9.7%	762.3%	58.1%
获利能力					
毛利率	9.5%	11.3%	12.1%	15.0%	15.0%
净利率	0.0%	1.3%	0.9%	4.6%	5.2%
ROE	-0.1%	2.8%	2.4%	17.3%	21.5%
ROIC	0.0%	3.6%	2.9%	10.1%	12.8%
偿债能力					
资产负债率	74.3%	66.9%	70.1%	73.2%	73.4%
净负债比率	109.0%	74.6%	91.0%	85.9%	71.8%
流动比率	1.03	1.09	1.07	1.15	1.20
速动比率	0.76	0.71	0.72	0.79	0.82
营运能力					
总资产周转率	1.01	0.88	0.82	1.16	1.24
应收账款周转率	2.84	2.82	2.75	3.15	2.91
存货周转率	6.77	5.02	4.33	5.60	5.22
每股指标 (元)					
每股收益	0.00	0.10	0.08	0.73	1.16
每股经营现金流	-0.52	-0.54	0.28	0.35	0.75
每股净资产	1.87	3.40	3.49	4.22	5.38
估值比率					
P/E	—	213.20	276.32	32.05	20.27
P/B	11.04	6.27	6.72	5.56	4.36
EV/EBITDA	84.15	49.39	38.53	17.69	12.91

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

分析师声明

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，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会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

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，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
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；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）为基准指数。

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。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司（以下简称“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投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。