

# 博俊科技 (300926)

证券研究报告

2024年03月24日

## 冲压行业新秀，绑定龙头客户迎高速增长

### 冲压行业新秀，产品从小件往总成件延伸，客户从 tier1 向主机厂拓展

公司深耕冲压行业，产品包含转向、门框、动力、天窗系统等零部件以及上/下车身、仪表台骨架等总成类车身结构件。客户方面，公司 20-21 年第一大客户为蒂森克虏伯，22 年第一大客户为吉利，23H1 第一大客户为理想。产品与客户的双维度拓展驱动公司业绩快速增长，根据公司 23 年业绩预告，归母净利润中值为 3.07 亿元，YOY+108%，20-23 年 CAGR 为 66%，同时盈利能力较为稳定，历史年度净利率在 10% 以上，毛利率在 24% 以上。

### 冲压市场格局分散，客户结构好的供应商份额有望提升

传统冲焊件的单车价值量上万元，包括车身覆盖件、车身结构件以及电池、座椅、底盘等系统零部件。行业竞争格局分散，出于降低运输成本、缩短供货周期、提高协同能力的目的，就近配套特征明显。在新能源车型开发周期缩短、自主及新势力崛起背景下，建厂/服务响应速度快、成本优势明显、具备集成化供货能力的国产冲压厂商迎来机遇，客户结构好的供应商市场份额伴随下游客户销量份额增长持续提升。

### 公司绑定头部主机厂客户、拓展总成类产品带来量价齐升

**量的维度：**公司近年来持续拓展主机厂客户。20 年前五大客户均为 tier1，至 22-23H1 前五大客户中主机厂占据主要席位，包括理想、吉利、比亚迪、问界等。理想、问界、吉利、比亚迪等主机厂过去两年销量增长显著，拉动公司相关配套量快速增长。

**价的维度：**公司积极布局白车身业务，带来 ASP 的提升。公司从 2018 年起积极拓展了车身模块化业务，结合汽车行业轻量化发展趋势，相继成功开发了侧围，后侧围内板等模块化产品，拓展白车身业务带来量价齐升。

**一体压铸：**公司积极储备一体压铸相关技术，已购入 5 台 3500-9000T 大型压铸机，成都和常州博俊二期的产线预计分别于 2024 年 4 月和 2024Q4 投产，有望凭借现有客户合作关系获取更多相关定点，带来新的增长曲线。

### 盈利预测与投资评级

我们预计公司 2023-2025 年归母净利润有望达 3/4.3/6.0 亿元，对应当前 PE 为 24/17/12X，PEG 为 0.41/0.29/0.20X。公司作为国内冲压行业重要公司，有望受益于冲压行业的发展，公司积极布局一体化压铸技术，顺应市场潮流，推动降本增效，在未来业绩有望进一步增长，参考可比公司 PEG，给予公司 2024 年 0.4 倍的 PEG，对应目标价为 36.71 元，首次覆盖予以“买入”评级。

**风险提示：**原材料价格波动的风险，客户相对集中的风险，产品价格波动的风险，技术风险，文中所提的业绩快报数据仅为初步核算结果，具体数据以正式发布的 23 年年报为准，文中测算具有一定主观性，仅供参考。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	805.51	1,390.91	2,872.82	3,905.49	5,262.81
增长率(%)	46.78	72.68	106.54	35.95	34.75
EBITDA(百万元)	213.19	360.43	524.59	636.80	795.71
归属母公司净利润(百万元)	84.23	147.91	303.35	429.68	601.22
增长率(%)	25.15	75.61	105.09	41.64	39.92
EPS(元/股)	0.30	0.53	1.09	1.54	2.16
市盈率(P/E)	86.97	49.52	24.15	17.05	12.18
市净率(P/B)	7.74	5.75	4.74	3.79	2.97
市销率(P/S)	9.09	5.27	2.55	1.88	1.39
EV/EBITDA	15.24	9.17	14.25	10.81	8.67

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	汽车/汽车零部件
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	26.27 元
目标价格	36.71 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	278.83
流通 A 股股本(百万股)	255.84
A 股总市值(百万元)	7,324.85
流通 A 股市值(百万元)	6,720.92
每股净资产(元)	5.17
资产负债率(%)	70.44
一年内最高/最低(元)	37.14/17.40

### 作者

孙潇雅 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520080009  
sunxiaoya@tfzq.com

王彬宇 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110523070005  
wangbinyu@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

## 内容目录

1. 深耕冲压业务十余年，聚焦汽车模具和零部件.....	4
1.1. 深耕冲压业务十余年，全国产能布局完善.....	4
1.2. 业务覆盖四大领域，拓展车身模块化业务向一级供应商转变.....	5
1.3. 公司营收快速增长，期间费用率持续下降，降本增效成果显著.....	7
2. 冲压市场格局分散，客户结构较好的供应商份额有望提升.....	8
2.1. 传统冲焊件单车价值量上万元，市场空间较为广阔.....	8
2.2. 行业竞争格局分散，电车时代冲压朝总成化趋势发展，集中度有望提升.....	8
2.3. 相较可比公司，博俊科技营收增速高、净利率为中上水平.....	10
3. 下游绑定头部主机厂客户、拓展总成类产品带来量价齐升.....	11
3.1. 量的维度：整车厂客户占比快速提升，产能爬坡带动订单释放.....	11
3.2. 价的维度：拓展白车身业务，带来 ASP 提升.....	13
3.3. 一体化压铸助力降本增效，积极顺应市场趋势.....	15
4. 盈利预测.....	17
5. 风险提示.....	18

## 图表目录

图 1：公司发展历程.....	4
图 2：公司股权结构（截至 2023 年 9 月 30 日）.....	5
图 3：博俊科技主要零部件产品示意图.....	5
图 4：2020 年前五大客户占比.....	6
图 5：2021 年前五大客户占比.....	6
图 6：2022 年前五大客户占比.....	6
图 7：2023H1 前五大客户占比.....	6
图 8：2019-2023Q1-Q3 公司营业收入及增速.....	7
图 9：2019-2023Q1-Q3 公司归母净利润及增速.....	7
图 10：2019-2023Q1-Q3 毛利率与净利率.....	7
图 11：2019-2023Q3 公司期间费用率呈下降趋势.....	7
图 12：冲压件行业产业链.....	8
图 13：冲压件市场规模.....	9
图 14：生产价格指数.....	9
图 15：可比公司营业总收入（亿元）.....	10
图 16：可比公司营业总收入 YOY.....	10
图 17：可比公司毛利率比较.....	11
图 18：可比公司净利率比较.....	11
图 19：可比公司销售费用率比较.....	11
图 20：可比公司管理费用率比较.....	11

图 21: 可比公司研发费用率比较 .....	11
图 22: 可比公司财务费用率比较 .....	11
图 23: 前五大客户中整车厂客户占比不断提升 .....	12
图 24: 公司的主要面向一级汽车零部件供应商的精密零部件产品 .....	13
图 25: 博俊科技白车身产品 .....	14
图 26: 冲压件销量及均价 .....	15
图 27: 冲压业务产能利用率 .....	15
图 28: 传统工艺与一体化压铸工艺对比 .....	15
图 29: 汽车白车身制造工艺变革趋势 .....	15
图 30: 一体化压铸产业生命周期 .....	16
表 1: 募投项目聚焦汽车模具和零部件产能扩张 .....	6
表 2: 传统汽车制造钢制车身成本测算 .....	8
表 3: 冲压行业重要公司情况 .....	9
表 4: 配套整车厂及其车型 .....	12
表 5: 2023 年以来公司拟投资项目 .....	13
表 6: 博俊科技零部件产品简要介绍 .....	14
表 7: 车身模块化主要产品 .....	14
表 8: 国内主要压铸件供应商布局情况 .....	16
表 9: 博俊科技一体化压铸布局情况 .....	17
表 10: 公司分业务盈利预测 .....	17
表 11: 可比公司估值预测表 (截至 2024 年 3 月 24 日) .....	18

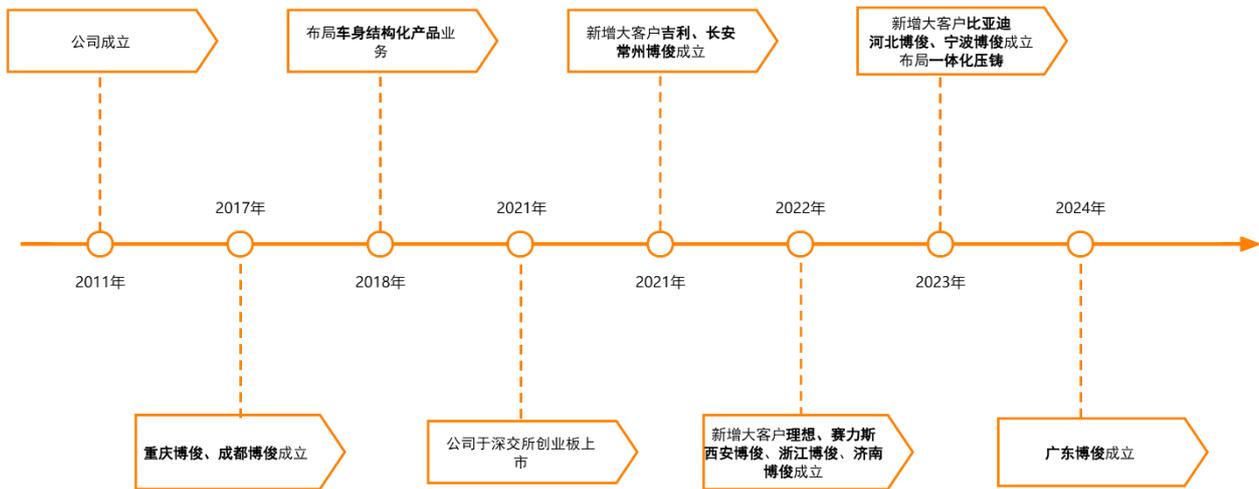
## 1. 深耕冲压业务十余年，聚焦汽车模具和零部件

### 1.1. 深耕冲压业务十余年，全国产能布局完善

公司深耕冲压业务十余年，抓住新能源机遇实现高速增长。博俊科技成立于 2011 年，是一家专业从事汽车精密零部件和精密模具研发、设计、生产和销售的企业。冲压业务是公司营收的主要来源，2023H1 冲压业务营收占比超 90%。近年，新能源汽车领域快速发展，国内新能源乘用车年度批发销量从 2019 年的 106 万辆增长至 2023 年的 886.4 万辆，复合增长率达到 70.05%。受益于新能源汽车市场扩张和客户积累，积极布局汽车轻量化、一体压铸领域，不断提高积累核心竞争力，积极开拓业务。公司具有较强的精密模具开发、制造与销售能力，零部件产品覆盖了面向一级汽车零部件供应商的精密零部件业务以及面向整车厂商的车身模块化。2021 年 1 月公司登陆资本市场，在深交所创业板上市。

全国产能布局完善，绑定整车厂客户。公司在重庆、成都、常州、河北等地设立子公司，不断布局新项目，提供新产能，满足客户需求，自 2021 年开始，前五大客户中新增整车厂客户，并进行持续拓展，绑定强车型周期客户，并拓展总成类产品有望带来量价齐升。

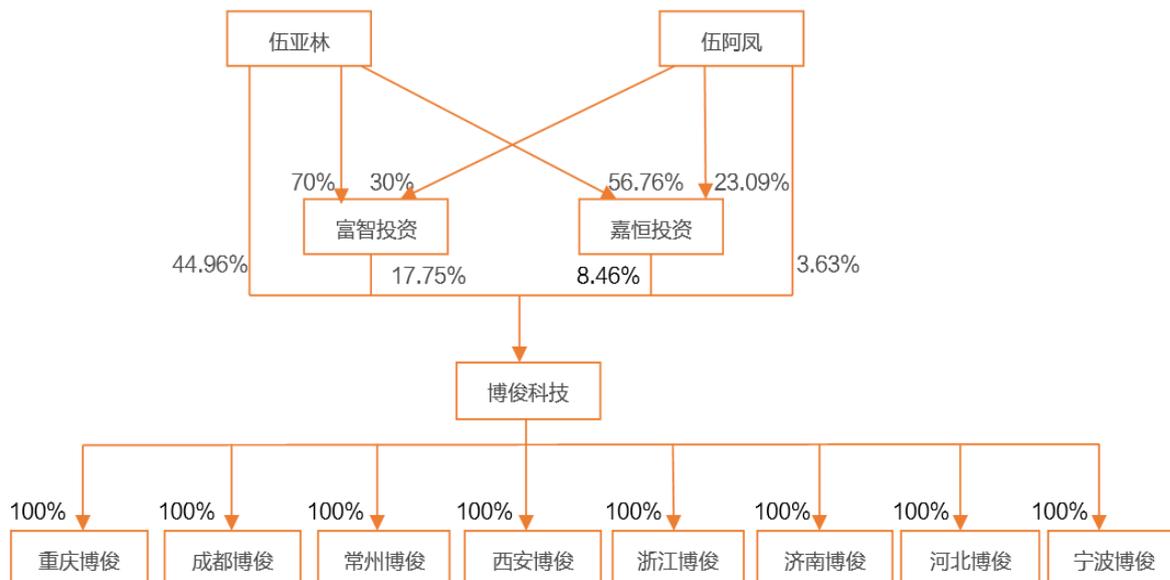
图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**股权结构集中。**伍亚林 2011 年 3 月至 2013 年 3 月任江苏博俊工业科技股份有限公司的前身博俊有限执行董事，2013 年 4 月至今任博俊科技董事长、总经理。公司实际控制人为伍亚林、伍阿凤夫妇，截至 2023 年 9 月 30 日，二人直接和间接持有公司 74.80% 股份。

图 2：公司股权结构（截至 2023 年 9 月 30 日）

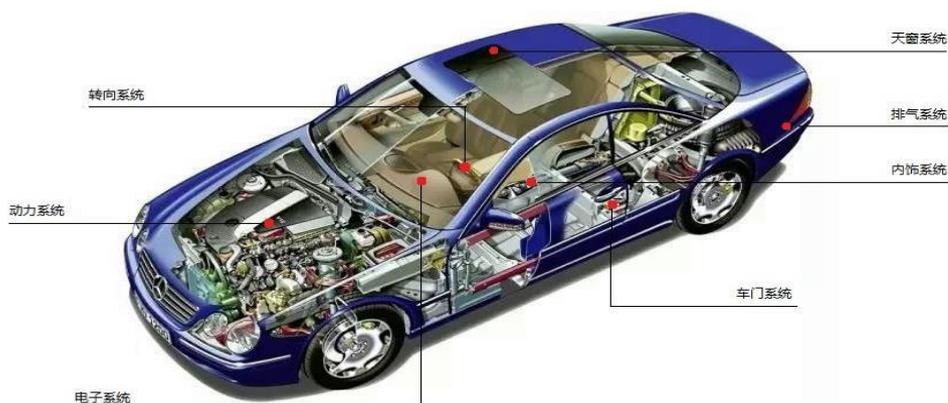


资料来源：wind，天风证券研究所，注：图中重庆博俊为重庆博俊工业科技有限公司，2017 年注册成立

## 1.2. 业务覆盖四大领域，拓展车身模块化业务向一级供应商转变

**业务覆盖四大领域，冲压业务为公司主业。**公司产品覆盖冲压业务、商品模业务、注塑业务和白车身业务。冲压业务是公司的主要业务，产品种类覆盖框架类、传动类、其他类。公司的商品模业务是指公司对外销售定制化的商品模具产品。部分客户出于自身生产需求，向公司定制并采购模具；公司根据客户要求，设计、生产模具并直接销售给客户。公司的注塑业务主要包括汽车天窗、门窗等系统的注塑组件。

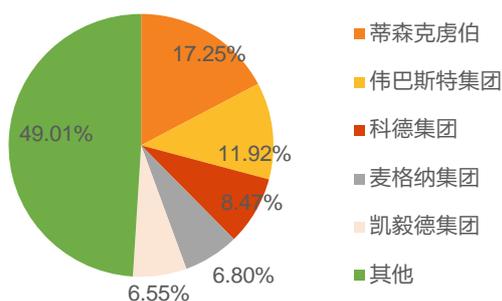
图 3：博俊科技主要零部件产品示意图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

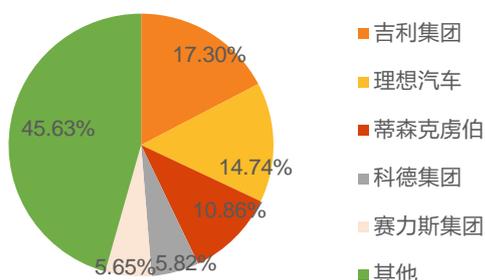
**拓展车身模块化业务，向一级供应商转变。**2020 年公司收入前五大客户均为一级供应商。随着公司业务不断开拓发展，收入规模不断扩张，从 2018 年开始，博俊科技向整车厂商拓展车身模块化业务，提供模块化零部件和模具产品，不断拓展新的客户。2021 年，公司前五大客户新增整车厂商客户吉利集团和长安汽车集团；2022 年，公司前五大客户新增整车厂商客户理想汽车和赛力斯集团；2023H1 公司前五大客户收入占比 68.37%，前五大客户中有三家是整车厂商，分别为理想、吉利、比亚迪，其中理想汽车营收占比高达 31.17%，吉利集团占比 19.85%。前五大客户的总占比呈现逐渐提高的趋势，客户结构较为集中，公司身份逐渐由二级供应商向一级供应商转变。

图 4：2020 年前五大客户占比



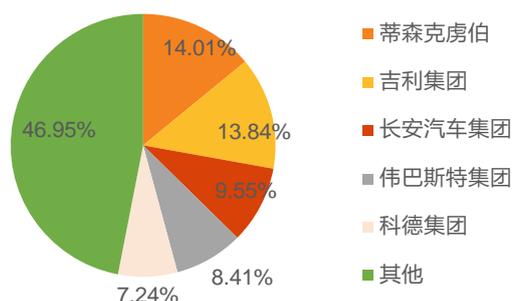
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：2022 年前五大客户占比



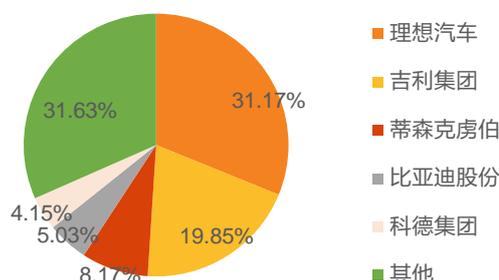
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：2021 年前五大客户占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：2023H1 前五大客户占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**募投项目聚焦汽车模具和零部件产能扩张。**公司 2020 年通过 IPO 募集资金 3.9 亿元，2023 年拟发可转债募投 5.0 亿元资金，两次募投项目均用于公司汽车零部件和模具产能扩建。“常州博俊科技有限公司年产 5000 万套汽车零部件、1000 套模具项目”将通过引进先进智能化、自动化生产设备，建设高端汽车零部件智能制造生产线，扩大主营产品产能规模，适应整车轻量化发展需求。“汽车零部件产品扩建项目”将在原有厂房的基础上购置自动化生产线，以进一步扩大市场规模，提高市场占有率。

表 1：募投项目聚焦汽车模具和零部件产能扩张

时间	募集方式	项目名称	项目总投资（亿元）	项目执行子公司	拟投产时间	配套客户
2020	首次公开发行	汽车零部件、模具生产线建设项目	4.8	重庆博俊	已投产	赛力斯、长安汽车、长安福特、吉利汽车、长城汽车等
		汽车零部件及模具生产基地项目	3	成都博俊	2024 年 4 月份	/
		补充流动资金	0.7			
2023	可转债	常州博俊科技有限公司年产 5000 万套汽车零部件、1000 套模具项目	5	常州博俊	/	零跑汽车、比亚迪、理想汽车、合创汽车等
		汽车零部件产品扩建项目	3	常州博俊		
		补充流动资金项目	0.7			

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 1.3. 公司营收快速增长，期间费用率持续下降，降本增效成果显著

**公司营业收入、归母净利润呈现快速增长。**2019-2022 年公司营业收入 CAGR 为 38.6%，归母净利润 CAGR 为 32.2%。2021 年度公司营业收入大幅增长的主要原因是车身模块化业务收入的增长。2021 年度子公司重庆博俊的汽车零部件、模具生产线建设项目于 2021 年 5 月正式达产，子公司重庆博俊车身模块化等总成类零部件销量增加。2022 年度，公司营业收入同比增长 72.68%，主要系子公司重庆博俊及常州博俊车身模块化业务收入增长所致。2023 年上半年，营收增长主要系子公司常州博俊、重庆博俊销量增加，实现营收和归母净利润持续同比高增。

2024 年 1 月 15 日公司发布 2023 年度业绩预告，公司预计 2023 年度归属于上市公司股东的净利润为 28842 万元至 32540 万元，同比增长 95%至 120%，扣除非经常性损益后的净利润为 27996 万元至 31680 万元，同比增长 90%至 115%。增长的主要原因如下：①2023 年公司订单充足，营业收入较同期增长较大。②新能源汽车快速上量，白车身业务等保持一定增速，后续将进一步保持增长趋势。③公司持续推动内部降本增效等工作，有效提升制造能力，降低单位成本，推动公司业绩快速稳步增长。

图 8：2019-2023Q1-Q3 公司营业收入及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：2019-2023Q1-Q3 公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

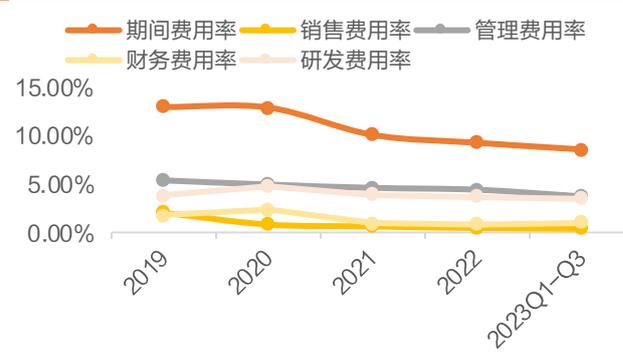
**公司毛利率有小幅下降，未来有望恢复。**2021 年毛利率同比下降 4.79pct，主要系公司冲压业务的毛利率下降 6.33pct：①公司冲压业务的毛利来源主要为传动类和框架类产品。受钢材等直接材料价格上涨的影响，传动类冲压业务和框架类冲压业务毛利率均有下降。②毛利率较低的车身模块化，在 2021 年毛利贡献率大幅提升，整体进一步拉低 2021 年冲压业务的毛利率。2022-2023Q1-Q3 毛利率未恢复，主要受公司近几年扩产，前期投入较大，有固定资产折旧、产能未完全释放等因素影响。未来随着产能逐步释放和利用率提升，公司毛利率有望恢复。

图 10：2019-2023Q1-Q3 毛利率与净利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 11：2019-2023Q3 公司期间费用率呈下降趋势



资料来源：公司公告，天风证券研究所

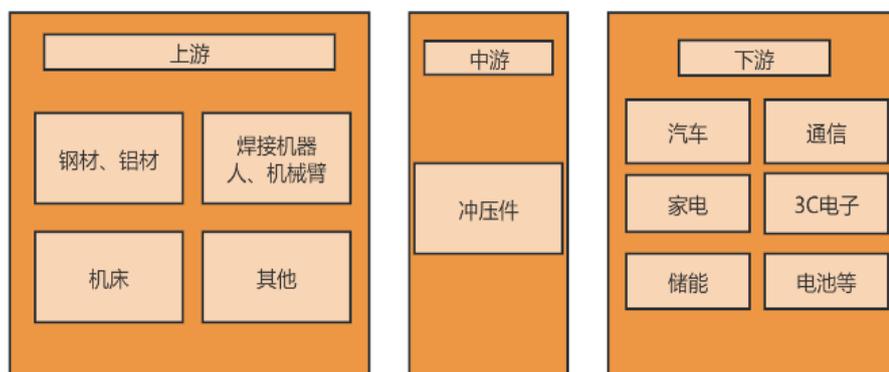
期间费用率持续下降，净利率维持在 10%以上。由于公司营业收入增长较快，公司管理费用率、销售费用率呈现逐年下降的趋势，研发费用率基本保持稳定。总体来看，2019-2023Q1-Q3 期间费用率稳中有降，公司费用管控能力有所增强，持续推动内部降本增效等工作，有效提升制造能力，降低单位成本，在毛利率降幅较大的情况下，净利率仍维持在 10%以上。

## 2. 冲压市场格局分散，客户结构较好的供应商份额有望提升

### 2.1. 传统冲焊件单车价值量上万元，市场空间较为广阔

冲压行业产业链完整，下游应用领域主要为汽车领域。据智研咨询，冲压行业上游主要为钢材、铝材、模具钢等原材料以及焊接机器人、机械臂、冲床等生产设备；下游应用领域包括汽车、通信、储能、动力电池等。在冲压件下游应用行业中，汽车制造业模具使用量较大。汽车生产中 95%以上的零部件都需要依靠模具成型，一般生产一款普通的轿车大约需要 1000 至 1500 套冲压模具，传统冲焊件单车价值量上万元，包括车身覆盖件、车身结构件以及电池、座椅、底盘等系统零部件。

图 12：冲压件行业产业链



资料来源：智研咨询，天风证券研究所

表 2：传统汽车制造钢制车身成本测算

项目	细分部分	数据
材料	车身质量 (kg)	450
	钢/铝材料价格(元/kg)	18
小计	焊接制造成本(元/辆)	8100
冲压+焊装	冲压设备(亿元/整车产线)	3.2
	焊装设备(亿元/整车产线)	2
小计	设备单车摊销费用(元/辆)	5200
合计	单车成本(制造+设备摊销成本)(元/辆)	13300

资料来源：华经情报网，天风证券研究所

### 2.2. 行业竞争格局分散，电车时代冲压朝总成化趋势发展，集中度有望提升

我国冲压行业市场规模整体向上。据智研咨询，2022 年上半年国内汽车生产受到较大冲击，但在国内汽车消费一系列优惠政策的支持下，国内汽车行业持续恢复增长，全年产销量稳中有增，并在结构上继续呈现新能源车型高速增长、国内自主品牌快速发展等特点，受到汽车行业带动作用，冲压件行业市场规模总体呈现上涨态势，受原材料价格上涨和行业竞争加剧的影响，冲压件生产价格指数逐步攀升。

图 13：冲压件市场规模



资料来源：共研产业研究院，天风证券研究所

图 14：生产价格指数



资料来源：中国永康五金指数网，同花顺咨询，天风证券研究所，注：数据为每年 1 月 31 日指数

我国汽车冲压件行业市场空间较大，竞争格局集中度相对分散。作为汽车工业的重要组成部分，汽车冲压件存在广阔的市场空间，根据华经产业研究院披露的数据，2022 年中国乘用车金属冲压件市场规模约为 2340.71 亿元。从市场格局来看，我们认为行业主要分为三个梯队。第一梯队为国外汽车巨头在国内的合资企业，技术先进且下游需求较为稳定；第二梯队为国内大型民营冲压件生产企业，具有自主模具设计制造能力和成本竞争力；第三梯队为国内数量众多的中小型冲压件厂商，其研发能力、生产技术，模具开发能力不足，效益较低。汽车冲压行业竞争格局分散，出于降低运输成本、缩短供货周期、提高协同能力的目的，就近配套特征明显。

表 3：冲压行业重要公司情况

冲压行业主要公司	主营业务	2022 年冲压业务营收 (亿元)	产品类型	产品名称	主要生产基地所在地	主要客户
祥鑫科技	精密冲压模具和金属结构件研发、生产和销售。	42.19	精密模具、金属结构件	汽车冲压模具、其他冲压模具、汽车冲压件、数控钣金件、其他结构件	东莞、广州、常熟、天津、宁波	广汽集团、比亚迪、一汽大众、蔚来汽车、吉利汽车、戴姆勒、小鹏汽车等
多利科技	汽车冲压零部件及相关模具的开发、生产与销售。	31.71	冲压零部件、冲压模具	前纵梁、水箱板总成、轮罩、门窗框、顶盖梁、A 柱内板、B 柱加强板等	滁州、上海、昆山、长沙、常州、烟台、宁波等地	上汽大众、上汽通用、上汽乘用车、一汽大众、特斯拉、理想汽车、蔚来汽车、零跑汽车等
威唐工业	汽车冲压模具和汽车冲焊零部件的研发、生产和销售。	7.44	专用设备、汽车零部件	汽车冲压模具及检具、汽车冲焊零部件、自动化产品、电池箱体、轻量化结构件及相关技术服务	无锡、芜湖	特斯拉、麦格纳、博泽、李尔公司等
博俊科技	汽车精密零部件和精密模具的研发、设计、生产和销售。	11.46	零部件、白车身、商品模具	转向系统、动力系统、内饰系统、座椅系统、车身模块化、热成型冲压等	常州、广东、宁波、重庆、成都、河北等地	理想、比亚迪、赛力斯、吉利等

资料来源：各公司公告，各公司官网，天风证券研究所

我们认为未来冲压件市场趋势会有如下变化：

①**冲压件供应朝向模块化、集成化方向发展。**汽车零部件的模块化有利于提高零部件的通用率和整车装配效率，减重并降低油耗，优化整车空间布局。集成化供货则是指零部件企业以模块为单元为整车厂提供零部件配套，完成一部分原来由整车厂商承担的产品开发和零部件装配工作。

②**模块化、集成化助力降本增效，竞争格局集中度有望提高。**随着整车制造企业之间的竞争日益激烈和车型更新速度的不断加快，出于降低成本和提高生产效率的考虑，整车厂商的采购体系逐渐由向多个供应商采购单个零部件变成向较少的供应商进行模块化采购，从而缩短汽车生产周期、提高零部件标准化和通用化水平，行业竞争格局集中度有望提高。

③**技术创新重心转移到零部件。**在模块化生产、集成化供货模式下，汽车技术创新的重心转移至零部件方面，要求零部件生产企业具有超前设计系统模块的能力以及和整车商同步设计、开发的实力，更深入、更早地参与到整车厂商的新车开发过程中。这使得整车厂商与零部件生产企业的合作关系更加紧密和稳固，汽车零部件产业的重要性不断提升。

**在未来客户结构较好的供应商份额有望提升。**新能源车型开发周期缩短，自主品牌及新势力品牌崛起，建厂和服务响应速度更快、成本优势明显、具备集成化供货能力的国产冲压厂商将迎来新的机遇，客户结构好的供应商市场份额伴随下游客户销量份额增长持续提升。

### 2.3. 相较可比公司，博俊科技营收增速高、净利率为中上水平

公司营收稳步增长，同比增长成绩亮眼。我们选取祥鑫科技、多利科技、威唐工业与博俊科技进行对比。营业收入方面，祥鑫科技与多利科技营业总收入相对较高，规模相对较大，博俊科技营业收入总规模虽与其有较大差距，但营业总收入同比增长亮眼，2023年Q1-Q3营业总收入相比去年同期提高103.07%，位于行业主要公司的领先水平。

图 15：可比公司营业总收入（亿元）

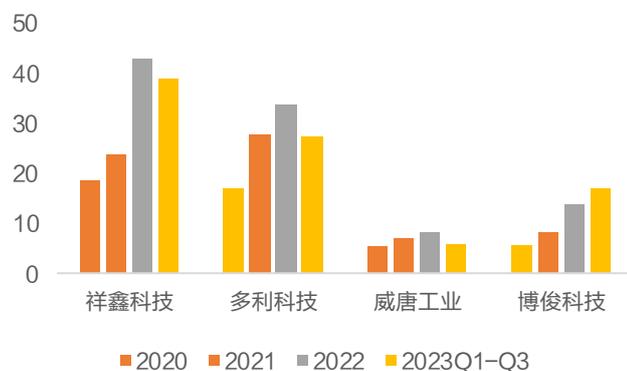
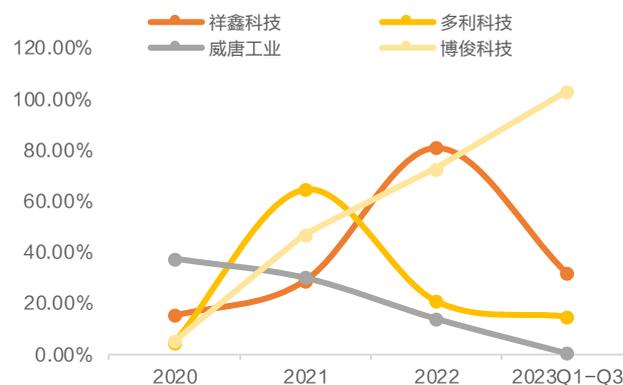


图 16：可比公司营业总收入 YOY

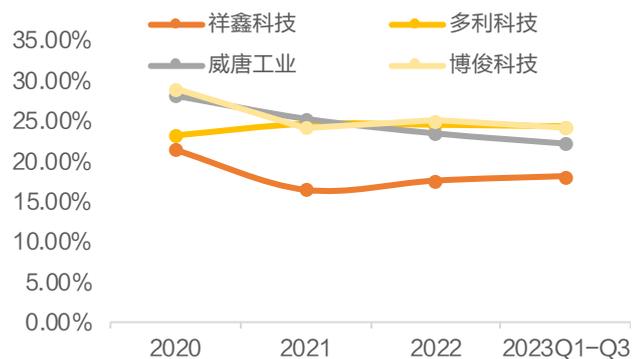


资料来源：公司各期财报，天风证券研究所

资料来源：公司各期财报，天风证券研究所

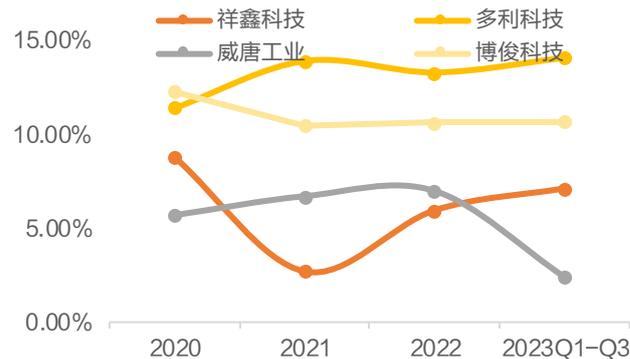
**毛利率与业内主要公司相近，净利率稳定在中上水平。**毛利率方面，钢材等原材料对公司的毛利率水平影响较大，2021年受原材料价格上升的影响，汽车零部件行业毛利率整体有所下滑，2022年原材料价格有所下降的情况下，毛利率有所回升。博俊科技2021至2023Q1-Q3毛利率整体维持在24%左右，与行业重要公司相近。净利率方面，受毛利率下滑的影响，博俊科技2020至2021净利率有小幅下降，2021至2023Q1-Q3整体维持在10%左右，仍位于行业中上水平。

图 17：可比公司毛利率比较



资料来源：公司各期财报，天风证券研究所

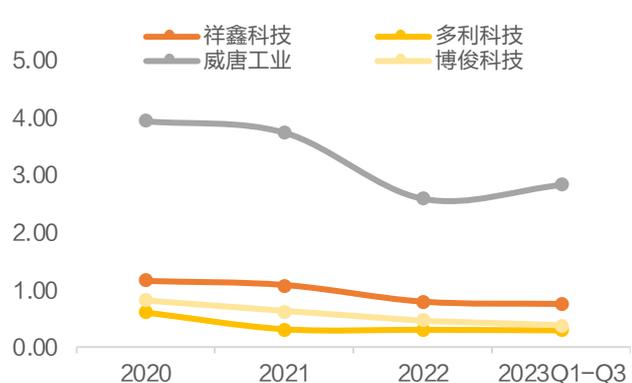
图 18：可比公司净利率比较



资料来源：公司各期财报，天风证券研究所

期间费用率整体位于行业较低水平，且有下降趋势。2020 年研发费用位于较高水平，随着研究成果逐项落地，研发费用率在近几年大致维持在行业平均水平。销售费用率、管理费用率、财务费用率整体位于行业较低水平，且有下降趋势，费用控制较好。

图 19：可比公司销售费用率比较



资料来源：公司各期财报，天风证券研究所

图 20：可比公司管理费用率比较

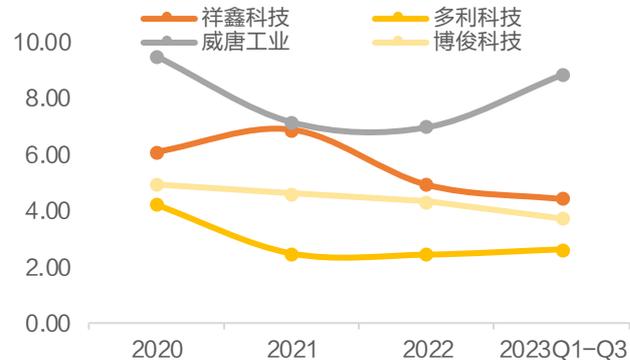
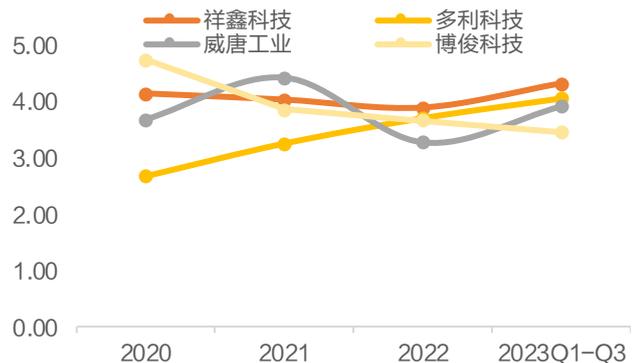
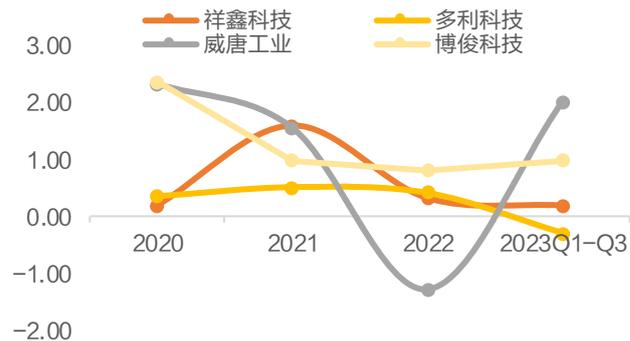


图 21：可比公司研发费用率比较



资料来源：公司各期财报，天风证券研究所

图 22：可比公司财务费用率比较



资料来源：公司各期财报，天风证券研究所

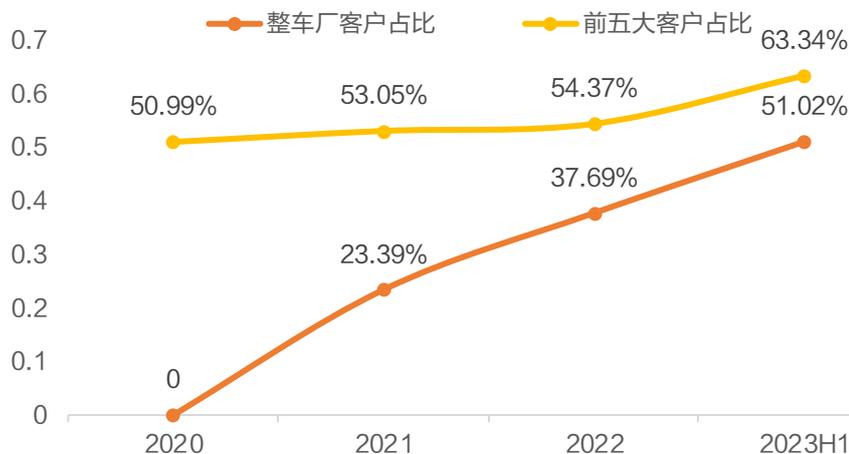
### 3. 下游绑定头部主机厂客户、拓展总成类产品带来量价齐升

#### 3.1. 量的维度：整车厂客户占比快速提升，产能爬坡带动订单释放

近年持续拓展整车厂客户，营收占比不断提升。公司近年来持续拓展整车厂客户，20 年前五大客户均为 tier1，至 23H1 前五大客户中整车厂占据主要席位，分别是理想（31%）、吉利（20%）、蒂森克虏伯（8%）、比亚迪（5%）、科德集团（4%）。公司绑定理想、比亚迪、吉利等整车厂客户，与客户建立了长期稳定的合作关系，为其配备车身模块化产品，2023 年上半年中，理想汽车占博俊科技总营收 31.17%，吉利集团占博俊科技总营收 19.85%，比

亚迪占博俊科技总营收 5.03%，客户集中度较高，公司逐渐从二级供应商向一级供应商转变，整车厂客户收入占比不断提升，具体配套的整车厂及车型如下表所示。

图 23：前五大客户中整车厂客户占比不断提升



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 4：配套整车厂及其车型

整车厂	配套车型
赛力斯	问界 M5、M5-纯电、M7、新 M7 、 M9 等
长安汽车	深蓝 S7、C673、C318、E12 等
比亚迪	海豹、海狮、宋、宋 Plus 等
理想汽车	L9、L8 高低配、L7 高低配、纯电 W01 等
吉利	SE1A、FE-5DB、PA2A、SD3A、吉利星越 L、星越 L -高配、XE08、CMA2.0、极氪等
长安福特	长安福特 CDX706、CDX707、CD542、CD764 等
长城	C03 等

资料来源：公司公告，天风证券研究所

**公司订单充沛，布局新项目满足客户需求。**截至 23 年 9 月 7 日，公司 2023-2025 年在手订单达到 71.07 亿元，该订单量为 2021 年销售金额的 9 倍，并且订单仍呈增长趋势，充足的订单为公司后续扩大产能打下了坚实的基础。为了满足客户订单需求，公司积极在常州、河北、宁波、重庆、广东设立新项目，未来陆续投产后有望充分满足客户需求。

表 5：2023 年以来公司拟投资项目

公告日期	项目名称	项目实施地	项目拟投资	项目建设内容	服务主要整车厂商客户
2023 年 3 月 10 日	常州博俊科技有限公司年产 5000 万套汽车零部件、1000 套模具项目	常州博俊	5 亿	建设高端汽车零部件智能制造生产线，扩大主营产品产能规模，并进一步提升和完善汽车零部件的设计、研发水平。	零跑汽车、比亚迪、理想汽车、合创汽车等
	汽车零部件产品扩建项目	常州博俊	3 亿	购置自动化生产线，进一步扩大主营产品产能规模，有效提升公司产品的性能品质和竞争力。	零跑汽车、比亚迪、理想、合创汽车等
2023 年 6 月 13 日	补充流动资金项目		0.7 亿	用于补充流动资金	/
	汽车零部件生产基地扩产项目	常州博俊	10 亿	热成型模具开发、热成型零件研发及生产，主要生产新能源汽车关键轻量化零部件。	零跑汽车、比亚迪、理想、合创汽车等
2023 年 9 月 8 日	设立宁波子公司	宁波博俊	注册资本 1000 万元	汽车零部件及配件制造；汽车零部件研发；汽车零部件零售；金属制品研发；金属材料销售；塑料制品销售等	吉利、极氪以及周边客户
	精密模具和汽车零部件研发生产基地项目	重庆博俊	20 亿	建设智能工厂，开展汽车类精密模具的设计研发制造，生产汽车零部件。	赛力斯、长安汽车、长安福特、吉利汽车、长城汽车等
2024 年 1 月 18 日	汽车零部件生产项目	广东博俊	4 亿	建设厂房，购置热成型、激光切割机、冲床、焊接机器人工作站等设备，生产汽车车身零部件。	主要服务珠三角周边客户

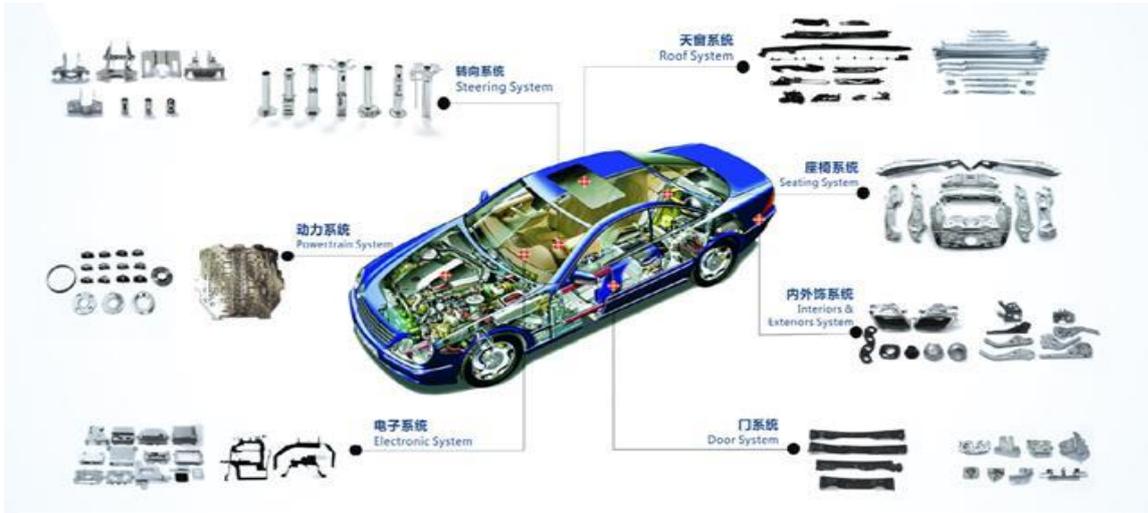
资料来源：公司公告，天风证券研究所

**多地域多元化布局，产能有望进一步释放。**公司已布局项目顺应行业趋势，能加快汽车零部件模块化、轻量化发展；布局长三角、珠三角业务，有利于拓展下游整车厂客户，节约仓储及物流成本，提高公司盈利水平，助力公司利润水平提高，进一步释放产能。

### 3.2. 价的维度：拓展白车身业务，带来 ASP 提升

**冲压业务产品种类齐全。**公司的冲压业务覆盖了汽车的面向一级汽车零部件供应商的精密零部件产品（包括框架类、传动类、其他类产品）和面向整车厂商的车身模块化零部件产品和相应的生产性模具，具体产品如下所示。

图 24：公司的主要面向一级汽车零部件供应商的精密零部件产品



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 6：博俊科技零部件产品简要介绍

类别	应用范围	典型产品
传动类	转向系统	转向管柱、支架、锁套、电控盖
	动力系统	发动机部件、离合器部件、减震器部件、涡轮增压器部件、新能源汽车电池支架
框架类	车门系统	门锁底板、玻璃升降器、铰链、锁钩
	天窗系统	框架、导轨
	电子系统	音响框架、显示器框架、雷达支架
其他类	内饰系统	手刹部件、排档部件、脚踏部件、饰件
	排气系统	排气外壳、端锥、排气筒
	其他	车灯部件、管路部件、电子秤部件

资料来源：公司公告，天风证券研究所

**拓展总成类产品，带来量价齐升。**公司白车身业务指业务车身模块化及仪表台骨架等总成，公司从 2018 年起积极拓展了车身模块化业务，采用模块化生产方式有利于提高汽车零部件的品种、质量和自动化水平，提高汽车的装配质量，并缩短汽车的生产周期。公司结合汽车行业轻量化发展趋势，相继成功开发了侧围，后侧围内板，地板，前纵梁总成及防撞梁，仪表台骨架等模块化产品，拓展白车身业务带来量价齐升，产能利用率居于较高水平，冲压业务增长带动主营业务收入的高速增长。

图 25：博俊科技白车身产品



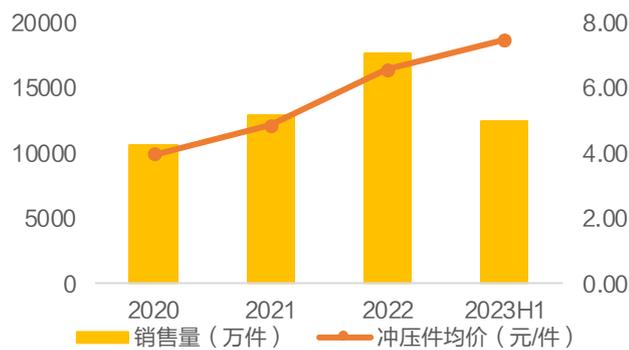
资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 7：车身模块化主要产品

产品名称	产品图片
侧围	
后侧围内板总成	
地板	
前纵梁总成及防撞梁	
仪表台骨架	

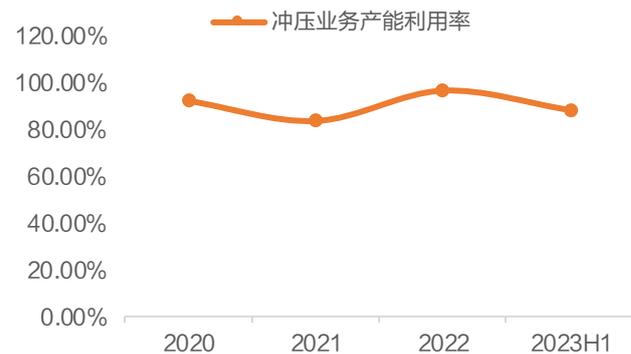
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 26：冲压件销量及均价



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 27：冲压业务产能利用率



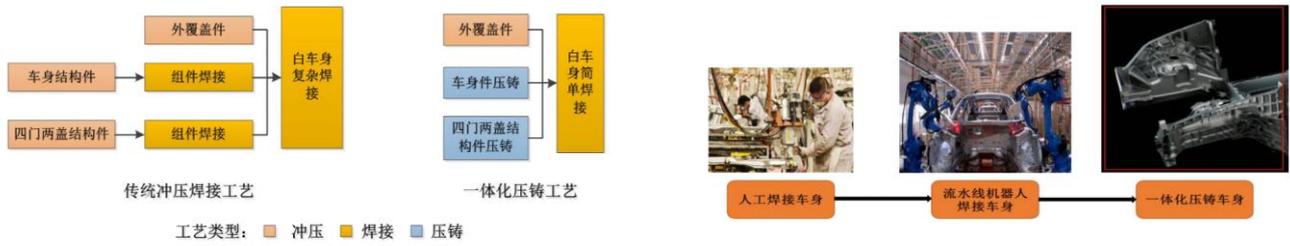
资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3.3. 一体化压铸助力降本增效，积极顺应市场趋势

**一体化压铸聚散集成，简化白车身制造流程。**一体化压铸是指在高速高压的作用下，将液态或半液态金属填入压铸模型腔，并使金属液在一定的压力下快速凝固成铸件的一种精密铸造方法。这种方法将多个单独、分散的零件高度集成，压铸一次形成若干个大型压铸件，从而替代多个零件先冲压再焊接或铆接组合。这种工艺可以减少材料浪费、减少零件数量、拥有更高的生产效率、提高产品的一致性、产品更具轻量化优势。铝合金一体化压铸设计与制造是一项全方位集成技术，包括软件开发与运用、零部件结构设计、免处理材料开发、压铸成型工艺、压铸单元能力和大型模具设计，技术壁垒高。

图 28：传统工艺与一体化压铸工艺对比

图 29：汽车白车身制造工艺变革趋势



资料来源：四川省第十六届汽车行业学术年会论文，天风证券研究所

资料来源：四川省第十六届汽车行业学术年会论文，天风证券研究所

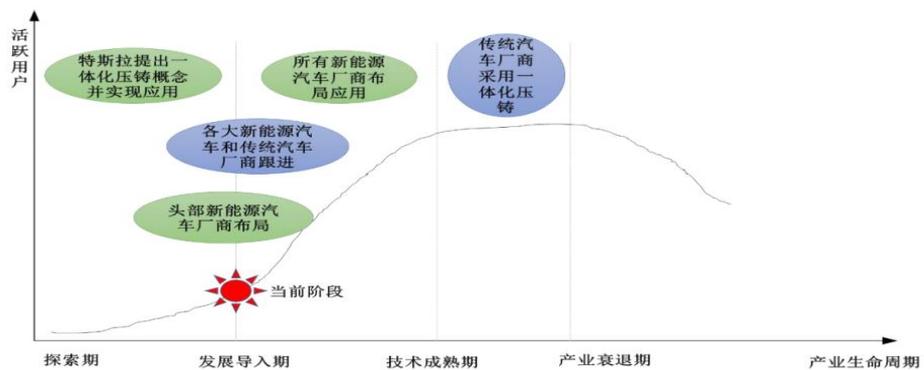
**新能源汽车轻量化需求，一体化压铸助力续航增长。**由于新能源汽车自重大，为了提升续航里程，车身轻量化发展势在必行，一体化压铸会使整车质量减轻 10%，而纯电动汽车整车重量每降低 10%，平均续航里程将增加 5~8%。目前新能源汽车已经成为一体化压铸技术的主流客户，其产销量的增长将拉动一体化压铸市场需求。

表 8：国内主要压铸件供应商布局情况

公司名称	一体化压铸布局情况	合作车厂	合作内容
多利科技	盐城生产基地 6100 吨一体化生产线已投入使用，9200 吨一体化生产线于 2023 年 12 月开始启用。子公司安徽达亚汽车零部件有限公司布局两条 6100 吨一体化压铸生产线，23 年 7 月在安装阶段。	/	/
文灿股份	与力劲科技在 2023 年 3 月 16 日签订协议，向其采购公司定制的大吨位压铸机 38 台(其中 9000T 三台、7000T 一台、6000T 四台)。在签订协议前，文灿股份已有两套 6000t、两套 7000t，两套 9000t 大型压铸机。	蔚来汽车	一体化压铸结构件轻量化研发、新材料应用，一体化电池盒，三电部分产品和汽车底盘等产品；将在 2025 年之前实现近地化供应，共同安排产能扩充计划等。
拓普集团	拥有 6 台 7200t 大型压铸机	高合汽车	合作一体化超大压铸车身后舱，7200T 压铸机生产的超大型结构件长宽分别近 1700mm 和 1500mm，实现 15~20%的减重
广东鸿图	拥有 1 台 6800t，1 台 12000t 大型压铸机，并启动 16000t 超大型设备导入	小鹏汽车	已进入小鹏汽车的配套体系

资料来源：汽车材料网公众号，中国汽车报公众号，AI 汽车制造业公众号，各公司公告，天风证券研究所

图 30：一体化压铸产业生命周期



资料来源：四川省第十六届汽车行业学术年会论文，天风证券研究所

**顺应一体化压铸需求，积极引入新设备。**设备方面：博俊科技已经与力劲集团签有相关采购协议，向其采购 5 台 3500-9000T 压铸设备，其中，3500 吨和 4500 吨压铸设备投放在成都工厂，9000 吨压铸设备计划投放在常州工厂二期项目，后续视实际情况增加投放。**项目推进方面：**常州博俊二期项目预计 2024 年第四季度投产。成都博俊项目建设截至目前施工主体结构已完成，前期设备已在采购中，该项目产品为车身模块化高压铸铝一体化

产品，该项目预计 2024 年 4 月份达到预定可使用状态。**技术方面：**公司目前部分项目使用免热处理的材料进行一体化压铸，相关项目在项目开发阶段，已经进行制样和样件交付。**订单方面：**公司有获取部分订单，涉及后底板、减震塔、前端模块、侧围后部内板等相关产品，同时也在大力拓展市场和开发相关业务。有望凭借现有客户良好合作关系获取更多相关定点，带来新的增长曲线。

表 9：博俊科技一体化压铸布局情况

子公司名称	设备布局情况	拟投产时间	相关业务
成都博俊	2500 吨、3500 吨、4500 吨压铸设备	2024 年 4 月份	生产高压铸铝相关产品
河北博俊	/	2024 年第四季度	生产销售车身模块化产品和一体化压铸产品
常州博俊（二期项目）	9000 吨压铸设备	2024 年第四季度	热成型模具开发、热成型零件研发及生产，主要生产新能源汽车关键轻量化零部件

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 4. 盈利预测

**冲压业务：量的维度：**公司近年持续拓展整车厂客户，主要客户营收占比不断提升，同时下游客户销量增长显著，拉动公司相关配套量快速增长，未来订单有望持续增长。**价的维度：**博俊科技自 2018 年起布局白车身业务，从原来向二级供应商供应零部件，转向直接向一级供应商供应车身件，单车价值量提升明显。冲压业务量价齐升，在未来有望持续增长。同时积极布局一体压铸项目，有望借现有客户合作关系获取更多相关定点，带来新的增长曲线。因此，我们预计 2023 年-2025 年公司冲压业务收入有望达 26.28/36.20/49.30 亿元。

**注塑业务：**近年由于冲压业务占比不断上升，注塑业务占公司总营收占比相对下降，规模相对变小，我们预计 2023 年-2025 年公司注塑业务收入有望达 0.89/0.98/1.08 亿元。

**其他业务：**公司其他业务包括商品模具业务、白车身业务等业务，占营业收入的比例较低，我们预计 2023-2025 年其他业务收入有望达 1.56/1.88/2.25 亿元。

我们预计 2023-2025 年公司整体营业收入有望达 28.73/39.05/52.63 亿元，同比增速分别为 106.5%/35.9%/34.8%。

表 10：公司分业务盈利预测

单位：亿元	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营收	5.49	8.06	13.91	28.73	39.05	52.63
YOY	5.2%	46.8%	72.7%	106.5%	35.9%	34.8%
冲压业务	4.17	6.22	11.46	26.28	36.20	49.30
YOY	7.8%	49.4%	84.1%	129.3%	37.8%	36.2%
注塑业务	0.97	1.07	1.02	0.89	0.98	1.08
YOY	-2.7%	10.6%	-5.4%	-12.4%	10.0%	10.0%
其他业务	0.35	0.76	1.44	1.56	1.88	2.25
YOY	-1.5%	116.1%	89.1%	8.9%	20.0%	20.0%

资料来源：wind，天风证券研究所

我们预计公司 2023-2025 年归母净利润有望达 3/4.3/6.0 亿元，对应当前 PE 为 24/17/12X，PEG 为 0.41/0.29/0.20X。公司作为国内冲压行业重要公司，有望受益于冲压行业的发展，公司积极布局一体化压铸技术，顺应市场潮流，推动降本增效，在未来业绩有望进一步增长，参考可比公司 PEG，给予公司 2024 年 0.4 倍的 PEG，对应目标价为 36.71 元，首次覆盖予以“买入”评级。

表 11：可比公司估值预测表（截至 2024 年 3 月 24 日）

	PE			归母净利润增速			22 到 25 年的 CAGR	PEG		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E		2023E	2024E	2025E
多利科技	14.0	11.8	8.8	18%	19%	34%	23%	0.60	0.50	0.37
祥鑫科技	16.4	11.5	7.6	55%	42%	52%	50%	0.33	0.23	0.15
PE 平均值	15.2	11.6	8.2				PEG 的平均值	0.46	0.37	0.26
博俊科技	24.1	17.0	12.2	105%	42%	40%	60%	0.41	0.29	0.20

资料来源：wind，天风证券研究所(注：多利科技和祥鑫科技为 wind 上的一致预期)

## 5. 风险提示

**1、原材料价格波动的风险：**公司主要原材料为钢材，原材料成本占生产成本的比重较大。钢材的供应情况和价格波动情况会对公司的生产成本产生一定的影响。

**2、客户相对集中的风险：**公司的客户集中度较高。公司的主要客户为大型汽车零部件一级供应商和整车厂商，与主要客户建立了长期稳定的合作关系，但如果这些客户的经营环境发生改变或因其它原因与本公司终止业务关系，可能会对公司的经营及财务状况带来不利影响。

**3、产品价格波动的风险：**公司的产品为汽车精密零部件和精密模具，均为非标定制产品。一般而言，零部件产品客户会采用前高后低的定价策略约定产品的年降价率，即新产品开发时定价较高，以后逐年降低。如公司不能及时提高新产品的开发能力，则将面临产品售价下降风险。

**4、技术风险：**技术开发风险公司高质量的研发团队、先进的开发软硬件设备和持续积累的技术优势是公司关键的资源要素。然而，公司如果不能准确判断行业技术创新方向，及时应对市场需求的变化，开发在质量、性能等方面都满足需求的产品，就面临着所掌握的核心技术被赶超或替代的风险。

**5、业绩快报为初步核算：**文中所提的业绩快报数据仅为初步核算结果，具体数据以正式发布的 23 年年报为准。

**6、主观性风险：**文中测算具有一定主观性，仅供参考。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	178.20	225.63	287.28	390.55	526.28	营业收入	805.51	1,390.91	2,872.82	3,905.49	5,262.81
应收票据及应收账款	414.27	711.66	1,648.76	1,536.43	2,771.71	营业成本	610.32	1,041.83	2,184.05	2,998.18	4,060.34
预付账款	45.95	83.46	165.74	191.52	282.04	营业税金及附加	6.22	6.62	25.86	35.15	47.37
存货	284.45	619.27	1,204.89	1,347.55	2,076.43	销售费用	4.99	6.34	12.93	17.57	23.68
其他	36.06	128.06	88.33	114.28	103.89	管理费用	36.86	59.76	122.09	165.98	223.67
<b>流动资产合计</b>	<b>958.94</b>	<b>1,768.08</b>	<b>3,395.00</b>	<b>3,580.33</b>	<b>5,760.35</b>	研发费用	31.04	50.92	106.29	144.50	194.72
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	7.80	11.11	32.46	21.12	10.10
固定资产	443.54	764.08	694.71	625.34	555.97	资产/信用减值损失	(25.68)	(45.59)	(45.00)	(35.00)	(20.00)
在建工程	158.18	228.92	238.92	248.92	258.92	公允价值变动收益	(0.51)	0.00	0.50	0.00	0.00
无形资产	43.55	80.03	76.91	73.78	70.66	投资净收益	3.25	(1.69)	0.00	0.20	0.20
其他	190.45	242.78	206.04	223.75	214.24	其他	43.92	93.18	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>835.72</b>	<b>1,315.81</b>	<b>1,216.58</b>	<b>1,171.80</b>	<b>1,099.80</b>	<b>营业利润</b>	<b>87.29</b>	<b>168.43</b>	<b>344.64</b>	<b>488.19</b>	<b>683.12</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,795.33</b>	<b>3,083.89</b>	<b>4,611.57</b>	<b>4,752.13</b>	<b>6,860.15</b>	营业外收入	2.36	1.01	0.10	0.10	0.10
短期借款	153.89	483.75	597.08	153.19	282.30	营业外支出	0.04	0.04	0.02	0.02	0.02
应付票据及应付账款	523.17	997.26	2,128.63	2,204.66	3,635.21	<b>利润总额</b>	<b>89.60</b>	<b>169.39</b>	<b>344.72</b>	<b>488.27</b>	<b>683.20</b>
其他	49.03	102.42	267.83	411.47	410.91	所得税	5.38	21.48	41.37	58.59	81.98
<b>流动负债合计</b>	<b>726.10</b>	<b>1,583.43</b>	<b>2,993.54</b>	<b>2,769.33</b>	<b>4,328.42</b>	<b>净利润</b>	<b>84.23</b>	<b>147.91</b>	<b>303.35</b>	<b>429.68</b>	<b>601.22</b>
长期借款	55.06	40.00	46.58	20.00	34.01	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>84.23</b>	<b>147.91</b>	<b>303.35</b>	<b>429.68</b>	<b>601.22</b>
其他	11.60	38.29	24.94	31.62	28.28	每股收益(元)	0.30	0.53	1.09	1.54	2.16
<b>非流动负债合计</b>	<b>66.66</b>	<b>78.29</b>	<b>71.52</b>	<b>51.62</b>	<b>62.29</b>						
<b>负债合计</b>	<b>848.55</b>	<b>1,808.96</b>	<b>3,065.06</b>	<b>2,820.94</b>	<b>4,390.71</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>成长能力</b>					
股本	142.13	154.91	278.83	278.83	278.83	营业收入	46.78%	72.68%	106.54%	35.95%	34.75%
资本公积	333.64	518.16	394.24	394.24	394.24	营业利润	10.71%	92.95%	104.62%	41.65%	39.93%
留存收益	471.01	601.86	873.45	1,258.12	1,796.37	归属于母公司净利润	25.15%	75.61%	105.09%	41.64%	39.92%
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>946.78</b>	<b>1,274.93</b>	<b>1,546.51</b>	<b>1,931.19</b>	<b>2,469.44</b>	毛利率	24.23%	25.10%	23.98%	23.23%	22.85%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,795.33</b>	<b>3,083.89</b>	<b>4,611.57</b>	<b>4,752.13</b>	<b>6,860.15</b>	净利率	10.46%	10.63%	10.56%	11.00%	11.42%
						ROE	8.90%	11.60%	19.62%	22.25%	24.35%
						ROIC	14.61%	19.29%	24.53%	26.42%	40.95%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>偿债能力</b>					
净利润	84.23	147.91	303.35	429.68	601.22	资产负债率	47.26%	58.66%	66.46%	59.36%	64.00%
折旧摊销	47.70	57.73	72.49	72.49	72.49	净负债率	5.95%	25.17%	23.04%	-11.26%	-8.50%
财务费用	5.70	14.86	32.46	21.12	10.10	流动比率	1.23	1.02	1.13	1.29	1.33
投资损失	(3.25)	1.69	0.00	(0.20)	(0.20)	速动比率	0.86	0.66	0.73	0.81	0.85
营运资金变动	(219.95)	(450.60)	(369.05)	126.57	(608.13)	<b>营运能力</b>					
其它	99.76	139.35	0.50	0.00	0.00	应收账款周转率	2.40	2.47	2.43	2.45	2.44
<b>经营活动现金流</b>	<b>14.18</b>	<b>(89.06)</b>	<b>39.75</b>	<b>649.65</b>	<b>75.48</b>	存货周转率	3.29	3.08	3.15	3.06	3.07
资本支出	205.05	458.29	23.35	3.33	13.34	总资产周转率	0.49	0.57	0.75	0.83	0.91
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>每股指标(元)</b>					
其他	(416.41)	(784.95)	(34.35)	(13.13)	(23.14)	每股收益	0.30	0.53	1.09	1.54	2.16
<b>投资活动现金流</b>	<b>(211.35)</b>	<b>(326.66)</b>	<b>(11.00)</b>	<b>(9.80)</b>	<b>(9.80)</b>	每股经营现金流	0.05	-0.32	0.14	2.33	0.27
债权融资	(5.35)	300.85	64.67	(491.58)	133.02	每股净资产	3.40	4.57	5.55	6.93	8.86
股权融资	(17.06)	181.81	(31.77)	(45.00)	(62.97)	<b>估值比率</b>					
其他	(8.03)	(66.35)	0.00	0.00	(0.00)	市盈率	86.97	49.52	24.15	17.05	12.18
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(30.43)</b>	<b>416.31</b>	<b>32.90</b>	<b>(536.59)</b>	<b>70.05</b>	市净率	7.74	5.75	4.74	3.79	2.97
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	15.24	9.17	14.25	10.81	8.67
<b>现金净增加额</b>	<b>(227.60)</b>	<b>0.59</b>	<b>61.66</b>	<b>103.27</b>	<b>135.73</b>	EV/EBIT	19.57	10.90	16.53	12.20	9.54

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的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，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。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，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com