

迎“风”而上，“振”作有为

——首次覆盖深度报告



买入(首次)

行业：电力设备

日期：2024年11月25日

分析师：彭毅

E-mail: pengyi@yongxingsec.com

SAC编号: S1760523090003

分析师：张恬

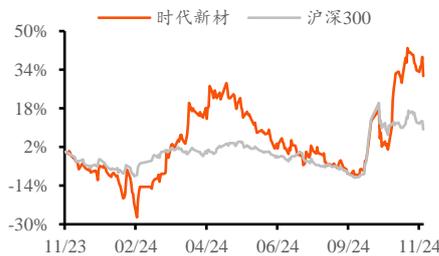
E-mail: zhangtian@yongxingsec.com

SAC编号: S1760524070002

基本数据

11月22日收盘价(元)	12.60
12mthA股价格区间(元)	6.91-14.09
总股本(百万股)	824.45
无限售A股/总股本	97.37%
流通市值(亿元)	101.15

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:

核心观点

公司是中国中车新材料产业平台，多个业务处于国内外领先地位。截至2023年末，公司在全球轨道交通弹性元件产品领域规模第一，在线路减振、桥梁与建筑减隔震等领域均处于行业前列；在风力发电领域，风电叶片规模位居国内第二，风电减振市场规模保持国内第一；在全球汽车减振领域规模排名第三。

风电叶片行业领先，产能扩张周期开启，聚氨酯材料助力风电叶片降本。据风能产业网援引CWEA，2023年全国（除港澳台）新增装机容量79.37GW，同比增长59.3%。2023年公司风电叶片销售约15.89GW，同比+33.5%；据龙船风电网，2023年公司风电叶片出货量位居国内前三。产能布局方面，公司国内风电叶片产能大幅提升，西南、新疆、射阳及蒙西地区的产能扩建工厂相继投产，持续推进海外基地建设，十四五产能目标布局已经成形。十四五风电叶片规划产能达到4000套以上，截至2023年底风电叶片产能布局已基本成形；持续加强PET、聚氨酯、拉挤材料在叶片上的研究和应用，实现材料替代降本，通过外型及叶片结构优化，实现叶片轻量化降本。

轨道车辆减振部件领先者，国际化加速布局。公司是轨道车辆减振部件供应商，与中国中车、WABTEC、ALSTOM、SIEMENS等建立了战略合作关系并批量供货。2024年上半年，轨道交通板块收入为11.54亿元，同比增长23.95%。2024年上半年，海外市场收入亮眼，同比增长19%，全球轨道车辆减振市场份额提升至30%，随着公司在轨道交通海外市场资源投入的增加，海外市场有望呈现持续增长的态势。

工业与工程事业部聚焦减隔震应用，业务有望多点开花。减隔震被广泛应用于工业、基建等领域，市场前景广阔。2022年，公司新成立工业与工程事业部，加快产业布局，聚焦资源加强市场开拓力度，在多个领域取得突破。截至2023年末，公司风电联轴器国内市场份额超50%，风电减振国内市场份额超70%，完成了工业联轴器、抽水蓄能市场、氢能市场初步调研，完成了新产品技术开发，中标公司双层非线性减振扣件订单，地铁维保及新线订单创历史新高，基建减隔震统

贸市场新签订单较上年增长70%，LNG储罐隔震业务获订单。**业务重组降本增效，积极布局新能源市场，博戈经营状况有望持续改善。**2023年上半年，公司控股股东对新材德国（博戈）增资助力德国地区业务重组，加强低成本地区产能建设并发展中国区业务；外派干部派驻新材德国（博戈），加强国内外工作协同。公司积极布局新能源市场，优化产品结构，先后进入多个国内外知名新能源车企。

开拓高分子材料市场，取得阶段性突破。高分子新材料产业主要从事高性能聚氨酯、长玻纤增强热塑性复合材料、芳纶材料、先进纸基材料、有机硅、PAI聚酰胺酰亚胺等新材料业务的研究与工程化应用。2023年，公司新型高分子材料等实现销售收入4.36亿元，部分新材料实现阶段性突破，能力建设全面开启。

投资建议

我们看好公司在新材料应用领域的竞争优势，未来有望随着风电行业景气度向好、风电叶片新增产能投放、博戈重组顺利推进、新材料应用场景拓宽而实现业绩增长。预计2024-2026年归母净利润分别为5.88亿元、8.13亿元、9.78亿元，截至2024年10月23日收盘价对应2024-2026年PE值分别为16.91倍、12.23倍、10.16倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

风电新增装机不及预期；轨道交通固定资产投资减少；工业与工程领域竞争加剧；汽车业务转型升级不及预期；新材料技术迭代过快。

盈利预测与估值

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	17,538	19,812	22,561	25,915
年增长率(%)	16.6%	13.0%	13.9%	14.9%
归属于母公司的净利润	386	588	813	978
年增长率(%)	8.3%	52.3%	38.2%	20.4%
每股收益(元)	0.48	0.71	0.99	1.19
市盈率(X)	19.19	16.91	12.23	10.16
净资产收益率(%)	6.7%	9.2%	11.6%	12.6%

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所 (2024年10月23日收盘价)

正文目录

1. 中车旗下新材料产业平台，多元化发展驱动成长	4
1.1. 轨交弹性件、风电叶片翘楚，高端新材料打开成长空间	4
1.2. 基于高分子材料拓展应用场景，海内外市场同步发展	5
1.3. 公司主营业务经营稳健，短期扰动不改长期增长	6
1.4. 组织架构调整提升经营效率，股权激励彰显管理信心	10
2. 风电叶片领先供应商，技术规模打造阿尔法	11
2.1. 叶片将风能转换为机械能，其性能关系到风力发电效率	11
2.2. 风电叶片行业集中度提升，多重因素构筑高壁垒	13
2.3. 中长期风电装机有望持续增长，海风增速已高于陆风	15
2.4. 风电机组单机容量增加，叶片呈大型化发展趋势	16
2.5. 叶片大型化促进碳纤维渗透率提升	18
2.6. 全方位夯实竞争力，叶片业绩增长可期	19
3. 轨道交通减振降噪龙头，谱写全球化愿景	22
3.1. 轨道交通弹性元件龙头，积极开拓全球化商业版图	22
3.2. 国内外市场并驾齐驱，技术创新推动业务升级	23
3.3. 轨道交通业务经营稳健，构成业绩“压舱石”	24
4. 多措并举促降本增效，博戈业绩有望迎来拐点	25
4.1. 外延并购德国博戈进军汽车减振，着力延伸轻量化业务	25
4.2. 德国博戈重组持续推进，汽零板块业绩有望改善	28
5. 新设工业与工程事业部，发力减震降噪多样化应用	29
5.1. 新设工业与工程事业部，聚焦资源开拓应用端市场	29
5.2. 工业与工程业务扎实，多个领域形成突破	30
6. 高分子新材料品类丰富，国产替代贡献业绩增长点	31
6.1. 中车旗下新材料产业平台，多品类打开成长空间	31
6.2. 新材料业务业绩短期波动不改长期向好趋势	31
7. 盈利预测及估值	32
7.1. 关键假设	32
7.2. 盈利预测	34
7.3. 可比公司估值	35
8. 风险提示	36

图目录

图 1: 公司历史沿革	4
图 2: 公司股权结构（截至 2023 年末）	5
图 3: 公司产业板块	6
图 4: 公司营业收入及增速	7
图 5: 公司归母净利润及增速	7
图 6: 公司收入构成	8
图 7: 公司毛利润构成	8
图 8: 公司销售毛利率、净利率	9
图 9: 公司各项业务毛利率	9
图 10: 公司费用率情况	9
图 11: 公司资产负债率	10
图 12: 公司存货周转率、应收账款周转率	10
图 13: 公司组织架构	10
图 14: 风电叶片产业链	11
图 15: 风电整机成本构成（2021 年）	12
图 16: 风电叶片结构	12
图 17: 风电叶片成本构成	13

图 18: 风电叶片材料成本构成.....	13
图 19: 2023 年全球风力发电机产能分布.....	14
图 20: 2022 年全球风电叶片产能分布.....	14
图 21: 2023 年中国风电叶片市场占有率情况.....	14
图 22: 全球、国内风电新增装机容量及增速.....	15
图 23: 2022-2026 年全球风电新增装机展望.....	16
图 24: 中国陆上和海上风电新增装机平均单机容量.....	16
图 25: 2022 年中国不同容量风电装机占比.....	17
图 26: 2022 年中国陆上不同容量风电装机占比.....	17
图 27: 2022 年中国海上不同容量风电装机占比.....	17
图 28: 风电整机大型化发展趋势.....	18
图 29: 不同功率机型碳纤维叶片渗透率.....	18
图 30: 碳纤维主梁叶片占比与叶片尺寸正相关.....	19
图 31: 2022 年时代新材叶片国内客户结构.....	20
图 32: 2022 年中材科技叶片国内客户结构.....	20
图 33: 时代新材 111.5m 级海上风电叶片射阳工厂顺利发货.....	20
图 34: 时代新材 EN156 聚氨酯风电叶片顺利发货.....	21
图 35: 风电业务收入及增速.....	22
图 36: 风电业务毛利润及增速.....	22
图 37: 风电业务毛利率.....	22
图 38: 时代新材与中材科技风电业务毛利率差值.....	22
图 39: 中国城轨在建线路总规模及增速.....	24
图 40: 中国城轨建设全年投资额及增速.....	24
图 41: 轨道交通业务收入及增速.....	25
图 42: 轨道交通业务毛利润及增速.....	25
图 43: 轨道交通业务毛利率.....	25
图 44: 新材德国（博戈）主营汽车零部件.....	26
图 45: 新材德国（博戈）主要客户.....	26
图 46: 博戈亚太区总部及博戈二期制造基地项目（无锡）.....	27
图 47: 中国汽车销量及增速.....	28
图 48: 中国新能源汽车销量及增速.....	28
图 49: 汽车业务收入及增速.....	28
图 50: 汽车业务毛利润及增速.....	28
图 51: 汽车业务毛利率.....	29
图 52: 时代新材新材料相关产品.....	31
图 53: 新材料及其他业务收入及增速.....	32
图 54: 新材料及其他业务毛利润及增速.....	32
图 55: 新材料及其他业务毛利率.....	32

表目录

表 1: 股权激励计划的业绩考核目标.....	11
表 2: 风电叶片行业进入壁垒.....	13
表 3: 聚氨酯材料叶片优缺点.....	21
表 4: 轨道交通相关产品系列.....	23
表 5: 工业与工程相关产品系列.....	29
表 6: 2024-2026 年收入成本预测.....	34
表 7: 盈利预测（截至 2024 年 10 月 23 日收盘）.....	35
表 8: 可比公司估值情况（股价截至 2024 年 10 月 23 日收盘，基于 Wind 一致预测）.....	35

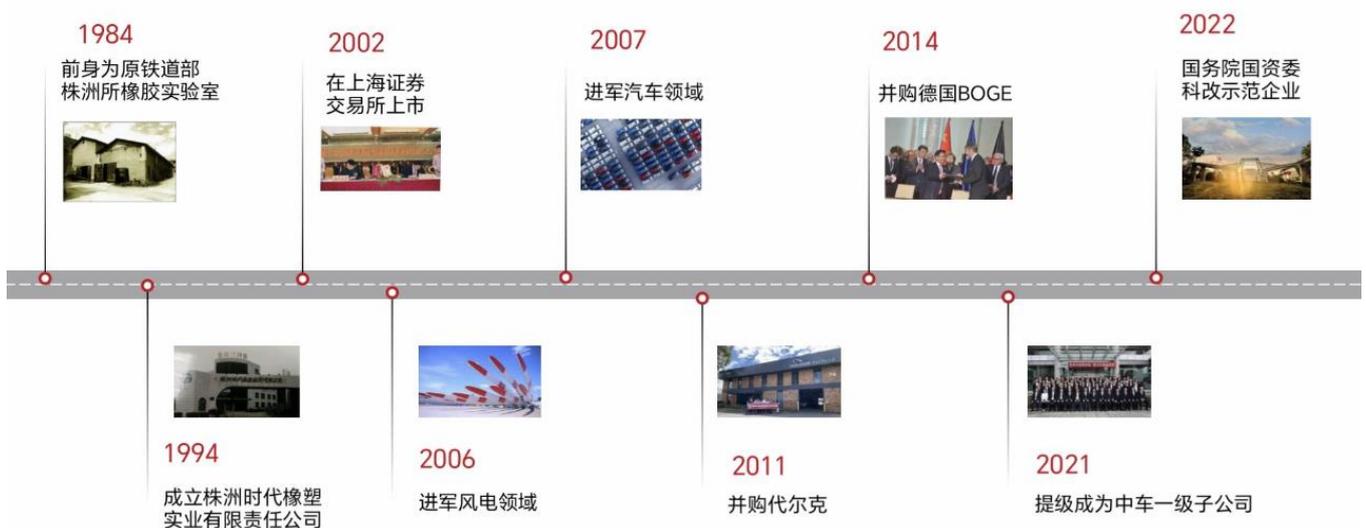
1. 中车旗下新材料产业平台，多元化发展驱动成长

1.1. 轨交弹性件、风电叶片翘楚，高端新材料打开成长空间

中车旗下新材料产业平台，轨交、风电、汽车多应用领域处于行业领先地位。据公司公告，截至2024年上半年，公司在全球轨道交通悬挂部件产品领域规模第一，在线路减振、桥梁与建筑减隔震等领域均处于行业前列，是轨道交通减振全套方案提供者和减振产品研发制造品类最为齐全的企业之一；在风力发电领域，风电叶片规模位居国内第二，是国内拥有较强独立自主研发能力的叶片制造商之一，是全球少数具备聚氨酯叶片批量制造能力的企业，在风电联轴器及减振产品领域持续保持国内市场份额第一；在全球汽车减振细分领域规模排名第三，是全球第一个主动减振产品批量装车推广应用企业；在高性能新材料产业领域，近几年先后突破了一系列诸如高性能聚氨酯材料、长玻纤增强热塑性复合材料、芳纶材料、有机硅材料、电容隔膜材料等高性能高分子材料的工程化应用。

以橡塑为基础延伸至风电叶片，海外并购进军汽车领域。公司始建于1984年，前身为原铁道部株洲电力机车研究所橡胶试验室。公司于1998年5月在株洲时代橡塑实业有限责任公司的基础上整体改制并增加其他发起人，以发起方式设立股份有限公司。公司现为中车集团旗下一级子公司，于2002年在上交所上市。公司于2006年进军风电叶片领域，2007年进军汽车领域。2011年，公司收购澳大利亚轨道减震零部件公司代尔克100%股权。2014年，公司收购德国采埃孚集团旗下橡胶与塑料业务。2021年，公司被中车集团提升为一级子公司。2022年，公司荣获国务院国资委科改示范企业荣誉称号。

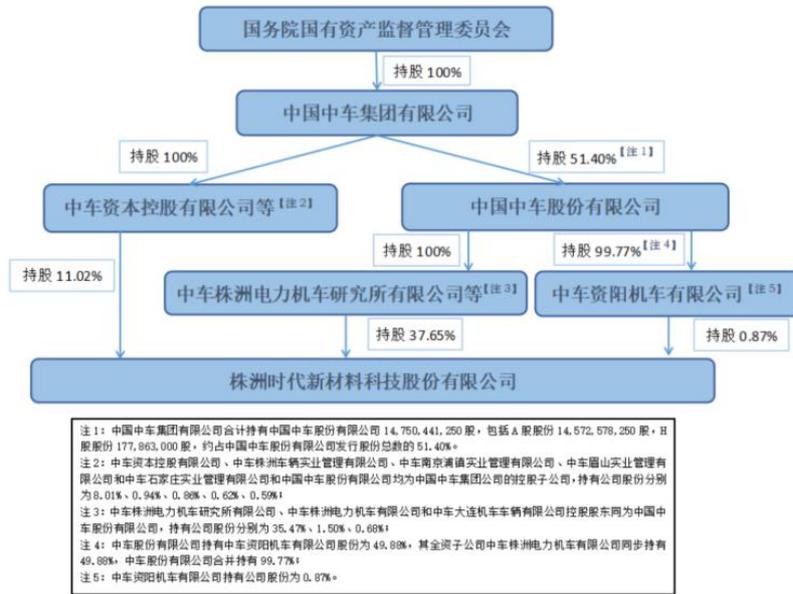
图1:公司历史沿革



资料来源：公司官网，甬兴证券研究所

背靠央企中国中车，股权结构稳定。中国中车集团有限公司是时代新材实际控制人。截至 2023 年末，中国中车股份有限公司下属全资子公司中车株洲电力机车研究所有限公司为公司第一大股东，持有时代新材 37.65% 股份。

图2:公司股权结构（截至 2023 年末）



资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

1.2. 基于高分子材料拓展应用场景，海内外市场同步发展

据公司公告，公司以高分子材料的研究及工程化应用为核心，产品延伸到橡胶、塑料、复合材料、功能材料等多个领域，在轨道交通、风电、汽车、高性能高分子材料等多个产业领域实现大规模工程化应用。

五大业务板块基本情况如下：

(1) 轨道交通领域：公司主要从事轨道交通机车车辆减振降噪、车体轻量化系列产品的研发、生产与销售。截至 2023 年底，公司在全球轨道交通弹性元件产品领域规模第一，是轨道车辆减振全套方案提供者和减振产品研发制造品类最齐全的企业之一。公司与世界主要先进机车车辆制造企业（中国中车、WABTEC、ALSTOM、EMD、SIEMENS、CAF、ROTEM、TALGO、PESA 等）建立了战略合作关系并实现批量供货，是 WABTEC、ALSTOM 悬挂部件全球最大供应商，是国铁集团及众多城市地铁公司轨道车辆减振部件的核心供应商。

(2) 风力发电领域：公司主要从事风电叶片的设计、生产、销售及运维业务。截至 2023 年底，公司风电叶片规模位居国内第二，是国内拥有较强自主研发能力的叶片制造商之一，是全球少数具备聚氨酯叶片批量制造能力的企业，在风电联轴器及减振产品领域保持国内市场份额第一。公司在

风电市场形成国内以远景能源、浙江运达、中车风电等为主，海外以 VESTAS、NORDEX 等为主的客户结构，积极与东方电气、中国海装、明阳风电发展业务，同时系统性提升风电叶片运维市场开拓和服务能力。

(3) 汽车领域：公司汽车零部件产业致力于为客户开发集成解决方案。截至 2023 年底，公司在全球汽车减振领域规模排名第三，是全球首个实现主动减振产品批量装车应用的企业。汽车减振客户覆盖中高端一线品牌，一方面与大众、奥迪、奔驰、宝马、一汽、福特、通用、特斯拉等形成了紧密的战略合作关系，另一方面聚焦新能源汽车头部企业，积极布局打造新的市场增长点。

(4) 工业与工程领域：公司主要从事线路（含城轨）减振降噪、桥隧与建筑减震隔震、工业减振产品的研发、制造与销售。截至 2023 年底，公司是国内悬挂部件和铁路桥梁支座产品最大供应商之一，产品出口澳大利亚、意大利、秘鲁、罗马尼亚、韩国和马来西亚等国家，是五大扣件集成商、三大桥梁厂以及中铁、中交、中建各大施工单位的主要供应商。截至 2023 年底，国内风电减振市场份额，稳定在 70% 以上，保持国内第一；2023 年，在桥建减隔震市场，统招市场新签订单较上年增长 70%；路外市场实现订单破亿元；LNG 储罐隔震业务获得了上海申能 LNG、营口 LNG 项目订单；地铁上盖物业系统减振方案（TOD）中标广州项目，打开大湾区新市场。

(5) 高分子材料领域：公司近几年先后突破了一系列诸如高性能聚氨酯材料、长玻纤增强热塑性复合材料、芳纶材料、聚酰亚胺材料、有机硅材料、电容隔膜材料等高性能高分子材料的工程化应用。

图3:公司产业板块



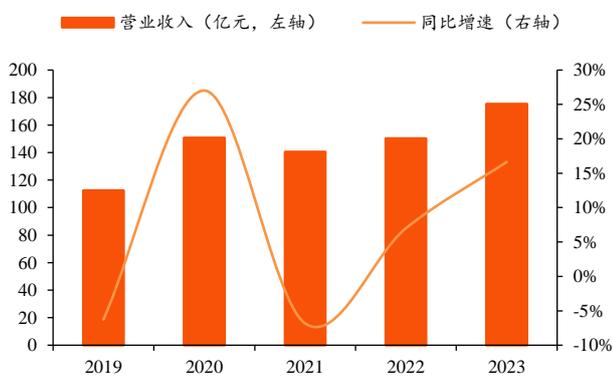
资料来源：公司官网，甬兴证券研究所

1.3. 公司主营业务经营稳健，短期扰动不改长期增长

中长期看，营收、利润总体保持增长。(1) 从收入端来看，2019-2023年，公司营业收入从2019年的112.46亿元增长到2023年的175.38亿元，期间CAGR为11.75%。(2) 从利润端来看，2019-2022年，公司归母净利润从2019年的0.54亿元增长到2023年的3.86亿元，期间CAGR为63.51%。

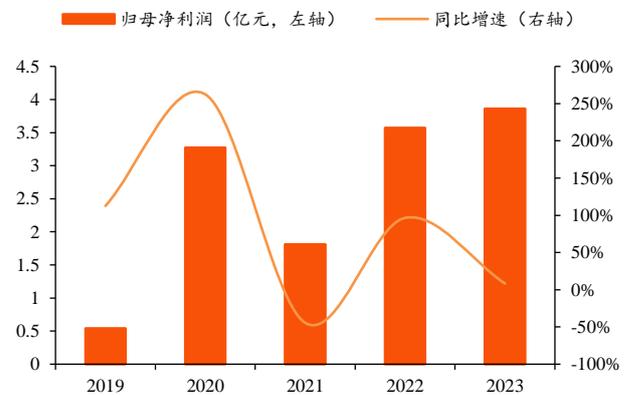
短期业绩波动不改长期增长趋势。(1) 据公司公告，2020年公司收入大增主要系风电行业抢装带动公司风机叶片业务大幅增长，抵消了轨道交通产业、汽车板块业绩下滑的影响。(2) 2021年公司收入下滑主要系风电招标价格持续下降，新增并网装机容量走低，原材料价格居高不下，汽车缺芯、新冠疫情反复所致。(3) 2022年公司收入增长显著主要系各板块销售收入同比增长，同时公司积极推进产品结构升级，客户结构优化以及降本增效等工作，经营利润同比增长所致。

图4:公司营业收入及增速



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

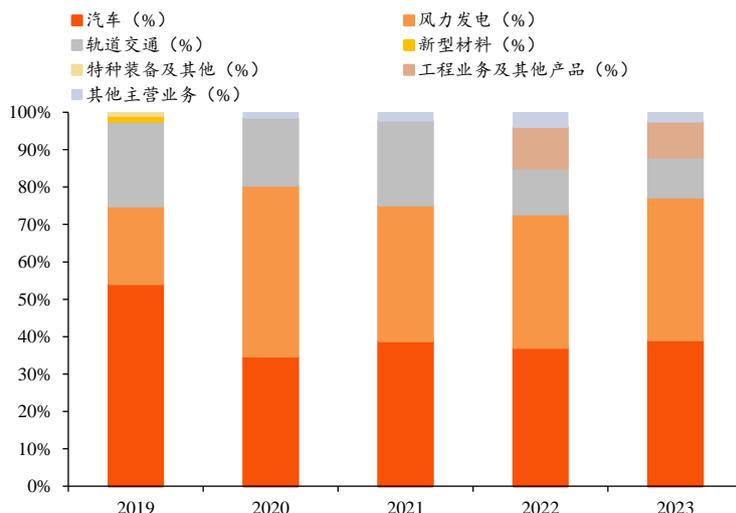
图5:公司归母净利润及增速



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

从收入构成来看，风力发电、轨道交通、汽车贡献主要收入来源，其收入占比常年保持在90%左右。(1) 风电：风电业务收入从2019年的20.68亿元增长至2023年的38.21亿元，CAGR约为16.59%。(2) 轨道交通：轨道交通业务收入保持平稳增长，自2022年以来轨道交通业务的收入占比变化主要系2022年工业与工程事业部调整所致。(3) 汽车：受汽车行业景气度影响，汽车业务收入从2019年的60.95亿元略降至2022年的55.72亿元，2023年汽车业务收入有所复苏。

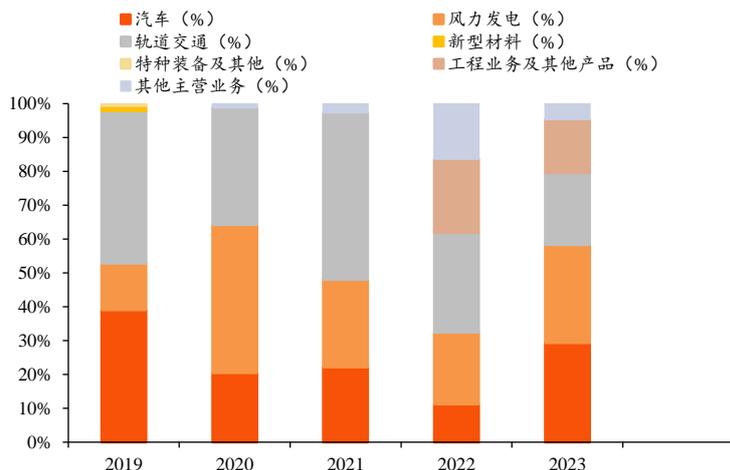
图6:公司收入构成



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

从毛利构成来看, 风电、轨道交通、汽车三大主业贡献主要毛利。(1) 风电: 风电业务毛利占比有所波动, 其中 2020 年由于风电抢装, 风电毛利大幅增长, 毛利占比超 40%; (2) 轨道交通: 轨道交通业务稳健经营, 2022 年轨道交通业务毛利占比降低主要系 2022 年将轨道交通业务中除轨道交通车辆以外的线路减振、工程减隔震、设备减振等业务纳入工业与工程业务所致; (3) 汽车: 汽车业务毛利占比从 2019 年的 39.10% 降至 2022 年的 11.28%, 但 2023 年出现好转, 汽车业务毛利占比提升至 29.35%。

图7:公司毛利润构成



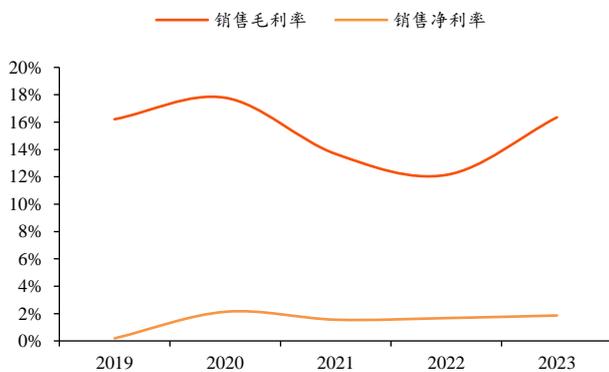
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

2020-2022 年销售毛利率呈现下降趋势, 2023 年销售毛利率修复显著。公司销售毛利率从 2020 年的 17.78% 降至 2022 年的 12.14%, 2023 年销售毛利率提升至 16.35%。

三大核心业务毛利率受外界因素影响有所波动。(1) 轨道交通业务在三大主营业务中毛利率最高。由于公司轨道交通减振产品 2022 年全球市场份额提升至 23%，具备一定竞争优势，因此轨道交通业务毛利率较为稳定，2019-2023 年毛利率基本保持在 30%附近。(2) 风电业务毛利率呈现一定的波动，2021-2022 年出现较大降幅主要系风电叶片产品销售价格下降所致，2023 年风电叶片同比提升主要系材料价格下降、内部降本增效所致。(3) 2020 年汽车业务毛利率下降受新冠疫情影响、产能利用率不足所致。2021 年汽车业务毛利率下降主要系原材料价格上涨所致。

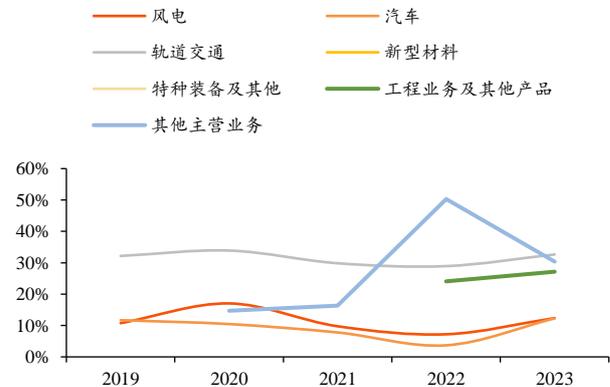
2022 年汽车业务毛利率下降主要受俄乌冲突影响，能源、原材料及物流成本出现大幅增长所致。2023 年汽车业务毛利率上升主要系多举措降低生产成本，同时积极向客户申请价格补偿的共同影响所致。

图8:公司销售毛利率、净利率



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

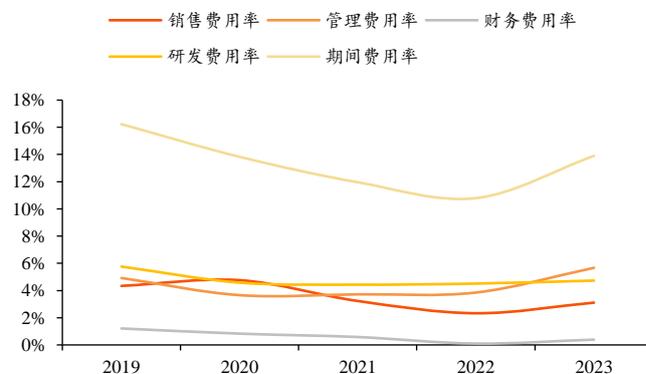
图9:公司各项业务毛利率



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

公司费用控制得力,期间费用率在波动中下降。公司期间费用率从 2019 年的 16.23%降至 2023 年的 13.90%。

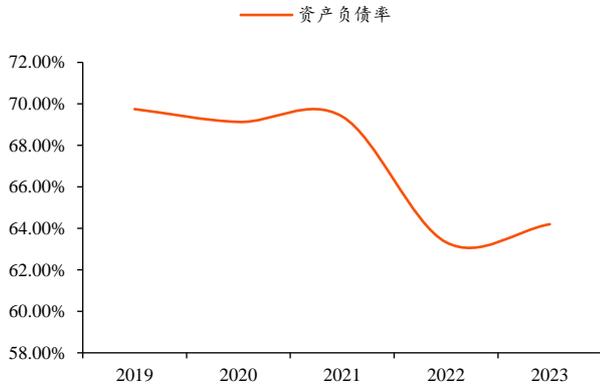
图10:公司费用率情况



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

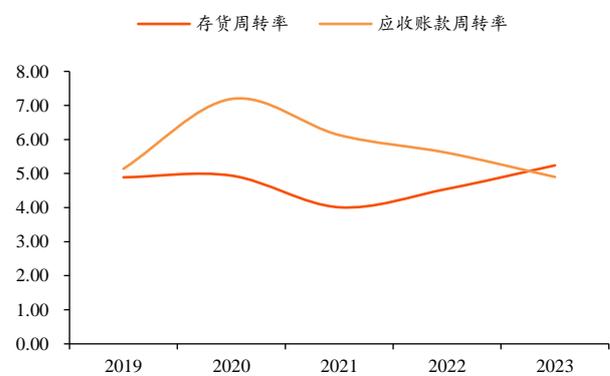
公司资本结构健康，资产负债率整体下行。公司资产负债率自2019年的69.75%降至2023年的64.20%。

图11:公司资产负债率



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图12:公司存货周转率、应收账款周转率



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

1.4. 组织架构调整提升经营效率，股权激励彰显管理信心

完成组织架构调整，各事业部齐头并进。据公司公告，2022年，公司对组织架构进行了调整，将技术中心更名为材料技术与工程研究院，成立了新材料事业部。从轨道交通事业部中划分成立工业与工程事业部，以聚焦资源加强线路减振、桥建隔震、系统减振等工业工程领域开拓力度。

图13:公司组织架构



资料来源: 公司官网, 甬兴证券研究所

发布股权激励计划，激发组织活力，保障公司战略执行和经营目标实现。2022年，公司发布限制性股票激励计划，明确了业绩考核目标，设定了限制性股票激励的授予对象、授予时间节点以及预计解禁期限。其中业绩考核目标从营收增长率、净资产收益率、资产负债率三个维度设定条件。

表1:股权激励计划的业绩考核目标

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	以 2021 年的营业收入为基数，2023 年的营业收入复合增长率不低于 10.64%，且不低于同行业均值或对标企业的 75 分位值；2023 年净资产收益率不低于 4.70%，且不低于同行业均值或对标企业的 75 分位值；2023 年资产负债率不高于 70%。
第二个解除限售期	以 2021 年的营业收入为基数，2024 年的营业收入复合增长率不低于 10.64%，且不低于同行业均值或对标企业的 75 分位值；2024 年净资产收益率不低于 5.30%，且不低于同行业均值或对标企业的 75 分位值；2024 年资产负债率不高于 70%。
第三个解除限售期	以 2021 年的营业收入为基数，2025 年的营业收入复合增长率不低于 10.64%，且不低于同行业均值或对标企业的 75 分位值；2025 年净资产收益率不低于 5.60%，且不低于同行业均值或对标企业的 75 分位值；2025 年资产负债率不高于 70%。

资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

2. 风电叶片领先供应商，技术规模打造阿尔法

2.1. 叶片将风能转换为机械能，其性能关系到风力发电效率

叶片是风电整机的重要零部件，其行业景气度与风电整机环节紧密关联。风电叶片产业链主要由上游原材料、中游风力发电机叶片、下游风电整机构成。其中，上游企业提供风电叶片制造所需的原材料，包括芯材及碳梁、环氧树脂、纤维布、结构胶、油漆等，价格受市场供需影响；风电叶片制造行业与下游风电整机行业存在很强的关联性；风电叶片生产企业根据风电整机制造商的订单进行产品研发、生产和销售，下游风电整机行业对风电叶片行业景气度有一定影响。

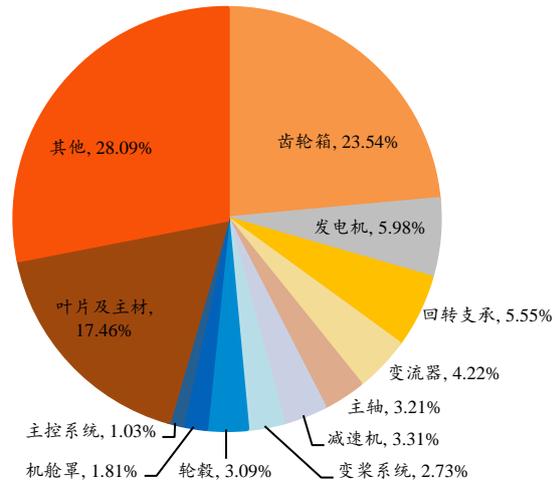
图14:风电叶片产业链



资料来源：艾朗科技招股书，各公司官网，各公司官方公众号，甬兴证券研究所

叶片占风电整机成本比例较高，呈大型化、高功率、轻量化趋势。风电整机主要零部件包括叶片、齿轮箱、发电机、变流器、变桨系统、主控系统、轮毂、主轴、机舱罩、减速机、回转支承等。根据三一重能招股书，2021 年叶片及主材占风机整机成本比例约为 17.46%。风电叶片是使风力发电机风轮旋转并产生气动力的重要零部件，直接影响风能的转换效率和年发电量，是水平轴风力发电机的重要零部件之一。近年来，风电叶片行业呈现出大型化、高功率、轻量化等发展趋势。

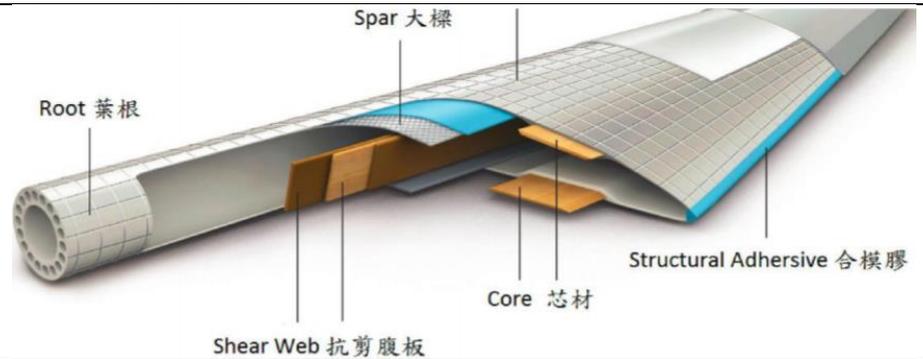
图15:风电整机成本构成 (2021年)



资料来源:三一重能招股书, 甬兴证券研究所

风电叶片是由复合材料制成的薄壳结构,一般由外壳、腹板和主梁三部分组成,复合材料在整个风电叶片中的重量占比达90%以上。¹

图16:风电叶片结构

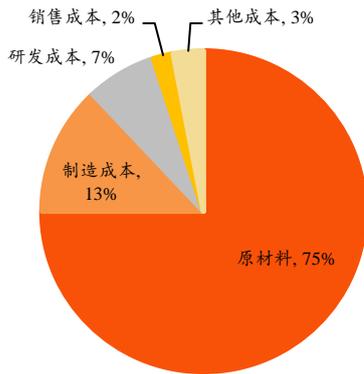


资料来源:上纬新材招股书, 甬兴证券研究所

据中商情报网,2022年原材料占风电叶片75%以上成本,基体树脂、增强纤维占原材料成本达64%。风电叶片主要构成包括树脂基体、增强材料以及粘接剂、芯材等,其中增强材料主要有玻璃纤维和碳纤维两种。从细分原材料成本构成来看,基体树脂、增强材料、芯材、粘接胶、金属、涂层、其他材料成本占比分别为36%、28%、12%、11%、4%、4%、5%。

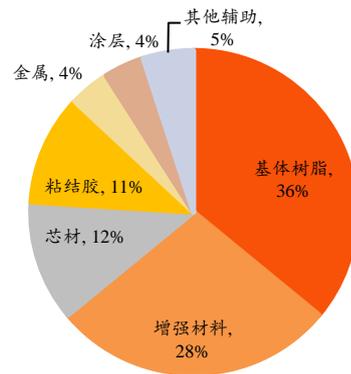
¹ 资料来源:艾郎科技招股说明书(申报稿)

图17:风电叶片成本构成



资料来源：中商情报网，甬兴证券研究所

图18:风电叶片材料成本构成



资料来源：中商情报网，甬兴证券研究所

技术、人才、资金、市场多重因素提高风电叶片行业进入壁垒。研发能力、制造工艺构成风电叶片主要技术壁垒。技术与管理人才储备是风电叶片企业核心竞争力之一。重资产属性提升行业进入门槛。风电叶片行业重视市场运营能力、客户服务能力。

表2:风电叶片行业进入壁垒

行业壁垒	主要原因
技术壁垒	<ul style="list-style-type: none"> ● 研发能力、制造工艺构成风电叶片主要技术壁垒； ● 大型风电机组对叶片尺寸、功率、稳定性、产品效率等要求严格； ● 叶片生产涉及多学科交叉，包括结构力学、理论力学、流体力学、空气动力学和材料力学等； ● 风电整机及叶片呈现大型化、大容量、智能化和轻量化发展趋势，产品更新换代与前沿技术研究及产业化落地受产业重视； ● 头部叶片企业的产品和技术经过长时间积累和发展，并已得到市场验证。
人才壁垒	<ul style="list-style-type: none"> ● 技术与管理人才储备是风电叶片企业核心竞争力之一； ● 叶片及其模具的复杂性对人才提出了高要求，且行业内人才的培养成本较高； ● 风电叶片的研发到生产流程涉及多个学科领域，需要各类专业人才，尤其是核心技术、多学科和复合型人才。
资金壁垒	<ul style="list-style-type: none"> ● 重资产属性提升行业进入门槛。风电叶片行业对资金有高要求，包括初期研发、生产交付及产品迭代升级等环节； ● 由于其重资产特性和规模需求，行业的资金壁垒较高，增加了市场参与者的进入难度。
市场壁垒	<ul style="list-style-type: none"> ● 风电叶片行业重视市场运营能力、客户服务能力； ● 风电整机厂商是叶片厂商的下游客户，根据产品质量、服务能力、市场地位等选择合格的叶片供应商； ● 在服务质量、履约能力得到保障的前提下，客户关系、市场地位、品牌、口碑构成了叶片厂商核心竞争力； ● 近年来，风电行业的市场集中度提高，头部竞争加剧，这也将进一步提高市场壁垒。

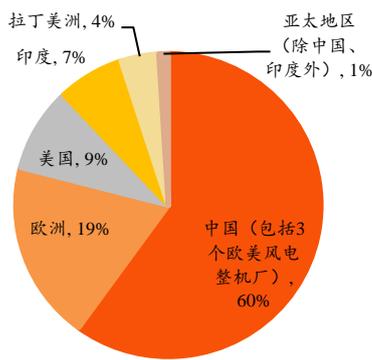
资料来源：艾郎科技招股书，甬兴证券研究所

2.2. 风电叶片行业集中度提升，多重因素构筑高壁垒

中欧美风电整机及叶片占全球产能较大份额，中国风电产业优势显著。

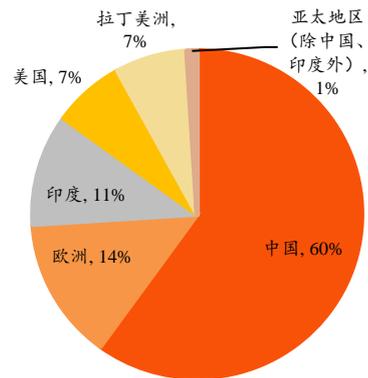
(1) 风电整机：根据 GWEC 《2023 全球风能报告》，2023 年全球风电整机总产能约为 163GW，按地域进行划分，中国、欧美风电整机厂占全球总产能的 88%。其中，中国境内风电整机厂占全球总产能的 60%，欧洲风电整机厂占全球总产能的 19%，美国风电整机厂占全球总产能的 9%。(2) 风电叶片：根据 GWEC 《2023 全球风能报告》，2022 年全球风电叶片总产能约为 130GW，按地域进行划分，中国、欧洲、印度风电叶片厂占全球总产能的 85%。其中，中国风电叶片厂占全球总产能的 60%，欧洲风电叶片厂占全球总产能的 14%，印度风电叶片厂占全球总产能的 11%。

图19:2023 年全球风力发电机产能分布



资料来源: GWEC 《2023 年全球风能报告》, 甬兴证券研究所

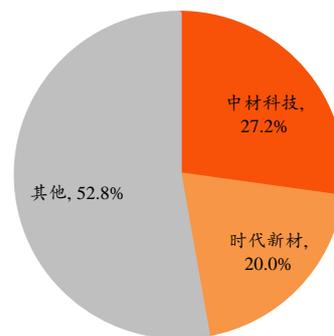
图20:2022 年全球风电叶片产能分布



资料来源: GWEC 《2023 年全球风能报告》, 甬兴证券研究所

风电叶片行业整合出清，行业集中度提升。中国风电叶片行业经过 30 年的洗牌、整合，叶片厂家数量由高峰期近 100 家降至 20 余家，行业集中度提升。²国内的叶片生产制造商主要有中材科技、时代新材、艾郎科技、中复连众、洛阳双瑞等。国外的叶片生产制造商主要有 TPI Composites、LM Wind Power 等³。据 CWEA, 2023 年全年中国新增风电装机容量为 79.37GW, 同比增长 59.3%。据 2023 年年报, 2023 年中材科技、时代新材分别销售叶片为 21.6GW、15.89GW。按 GW 口径进行计算, 2023 年中材科技、时代新材风电叶片国内合计市占率约为 47.23%, 占据国内风电叶片市场较大份额。

图21:2023 年中国风电叶片市场占有率情况



资料来源: CWEA, Wind, 中材科技, 时代新材, 甬兴证券研究所

专业叶片生产企业市场份额提升，有利于风电整机厂降本增效。据艾郎科技招股书（申报稿），叶片制造商分为专业叶片生产企业和风电整机商内部的叶片制造企业。据艾郎科技援引 GWEC《2020 全球叶片供应链报告》，自 2006 年 2 月以来，风电整机商内部生产风电叶片的市场份额有所下降，

² 资料来源: 北极星风力发电网

³ 资料来源: 艾郎科技招股说明书（申报稿）

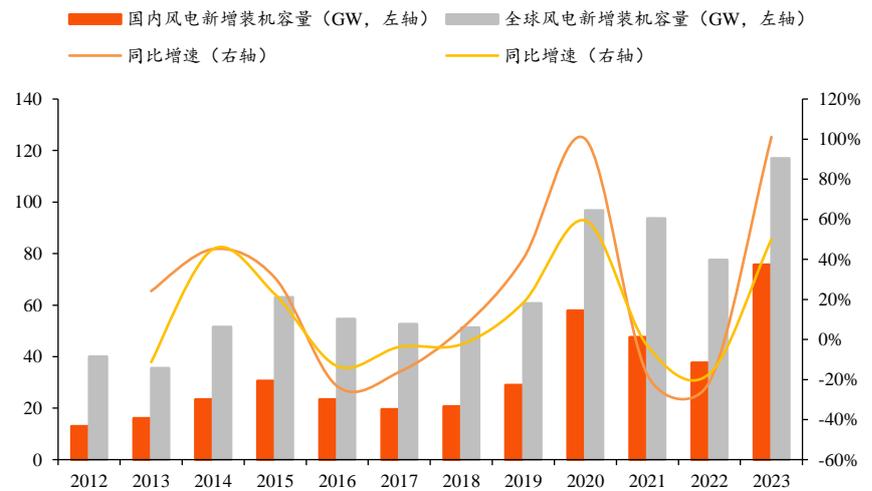
在 2019 年降至 50%。

2.3. 中长期风电装机有望持续增长，海风增速已高于陆风

全球风电新增装机容量：2012 年全球风电新增装机容量为 40GW，2023 年全球风电新增装机容量为 117GW，2012-2023 年 CAGR 为 10.25%⁴。

国内风电新增装机容量：2012 年国内风电新增装机容量为 12.96GW，2023 年国内风电新增装机容量为 75.66GW，2012-2023 年 CAGR 为 17.40%。

图22:全球、国内风电新增装机容量及增速

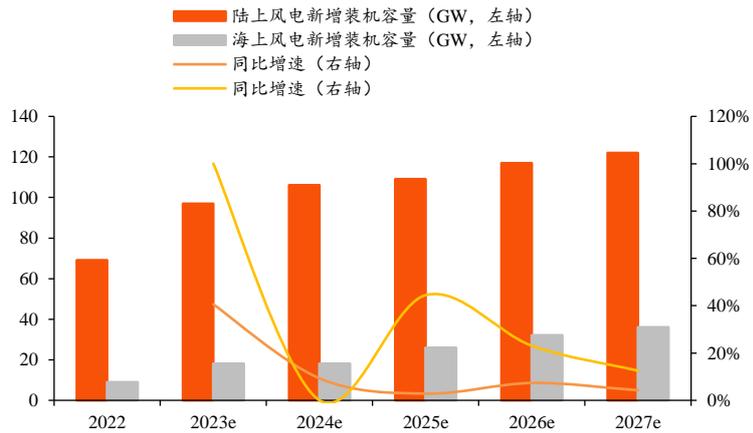


资料来源: Wind, 金风科技, 北极星风力发电网, 彭博新能源财经, GWEC, 甬兴证券研究所

海风新增装机有望保持高增长，2022-2027 年 CAGR 预计达 15%。根据全球风能协会(GWEC)发布的《2023 全球风能报告》，2023 年全球风电新增装机有望突破 100GW；到 2024 年，全球陆上风电新增装机将首次突破 100GW；到 2025 年全球海上风电新增装机也再创新高，达到 25GW。据 GWEC《2023 全球风能报告》，未来五年全球风电新增装机容量预计达到 680GW。到 2027 年，全球海上风电新增装机容量预计达到 2022 年的 4 倍，达到 36GW，2023-2027 年全球海上风电累计装机容量预计达到 139GW。

⁴ 资料来源: 金风科技 2012 年年报、北极星风力发电网

图23:2022-2026 年全球风电新增装机展望

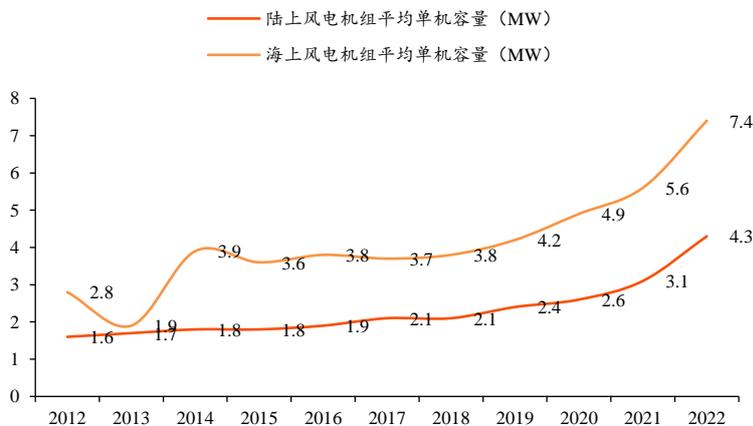


资料来源: GWEC 《2023 年全球风能报告》, 甬兴证券研究所

2.4. 风电机组单机容量增加, 叶片呈大型化发展趋势

风电机组单机容量增加, 海上风电机组大型化趋势尤为明显。根据中国可再生能源学会风能专业委员会 (CWEA), 2018 年至 2020 年, 中国年新增装机的风电机组平均功率从 2.2MW 提升至 2.7MW, 提升幅度为 23%。同时期, 中国年新增装机中 4MW 及以上机型占比从 6% 提升至 10% 以上⁵。根据 CWEA 发布的《2022 年中国风电吊装容量统计简报》, 2022 年, 中国新增装机的风电机组平均单机容量为 4.49MW, 同比增长 27.8%; 其中陆上风电机组平均单机容量为 4.29MW, 同比增长 37.9%; 海上风电机组平均单机容量为 7.42MW, 同比增长 33.4%。截至 2022 年底, 累计装机的风电机组平均单机容量为 2.18MW, 同比增长 7.5%。风机大型化在提升单机发电量的同时, 有效降低了风力发电成本; 同时, 大型化趋势加速对整机研发以及供应链提出了更高要求, 需要全产业链协同发展。

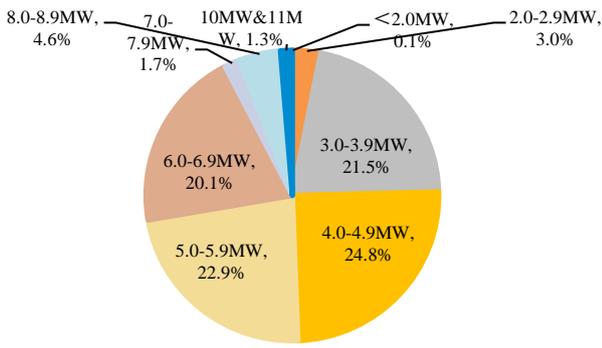
图24:中国陆上和海上风电新增装机平均单机容量



资料来源: CWEA 《2022 年中国风电吊装容量统计简报》, 甬兴证券研究所

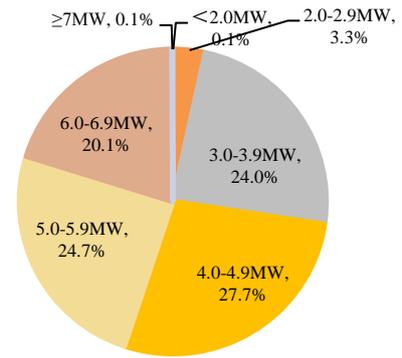
⁵ 资料来源: 金风科技 2021 年年报

图25:2022年中国不同容量风电装机占比



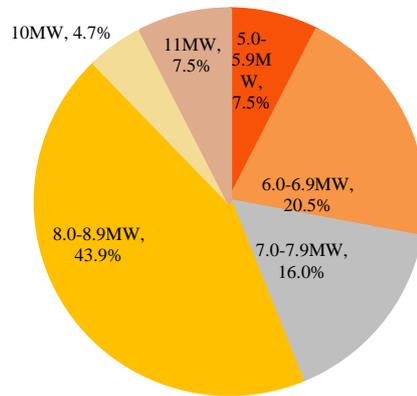
资料来源: CWEA 《2022年中国风电吊装容量统计简报》, 甬兴证券研究所

图26:2022年中国陆上不同容量风电装机占比



资料来源: CWEA 《2022年中国风电吊装容量统计简报》, 甬兴证券研究所

图27:2022年中国海上不同容量风电装机占比

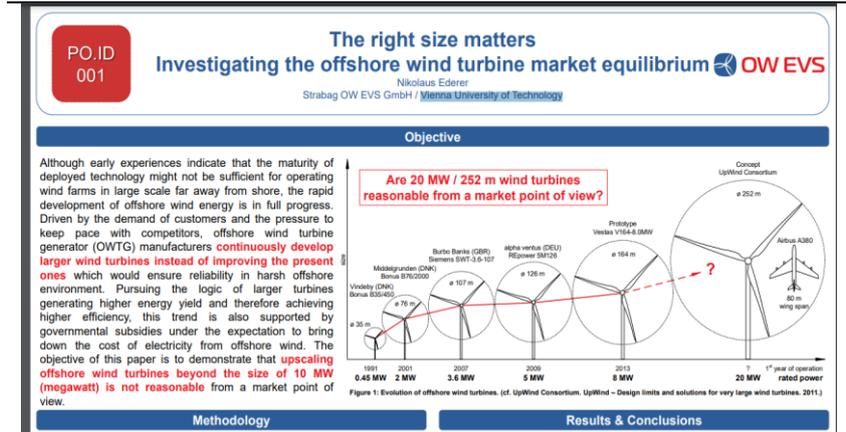


资料来源: CWEA 《2022年中国风电吊装容量统计简报》, 甬兴证券研究所

风机机组单机容量增加, 低风速区开发受重视, 叶片大型化趋势显著。由于风机单机容量大型化趋势的带动和随着中国风力发电行业对低风速风区开发的重视程度增加以及市场对风电叶片的利用效率要求越来越高, 中国风力发电叶片的尺寸呈现出大型化趋势⁶。

⁶ 资料来源: 艾郎科技招股说明书 (申报稿)

图28:风电整机大型化发展趋势

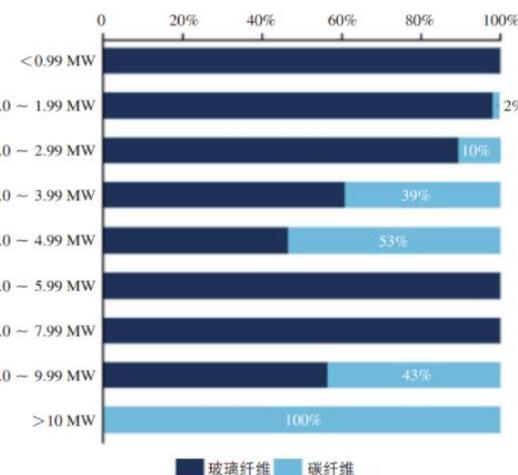


资料来源:《The right size matters Investigating the offshore wind turbine market equilibrium》(Nikolaus Ederer, 2015), 甬兴证券研究所

2.5. 叶片大型化促进碳纤维渗透率提升

大型叶片对材料强度、轻量化要求提高,碳纤维复合材料成为重要材料。为了在有限土地面积上实现大规模发电,提高风力发电效率,叶片正朝着大型化方向发展。但大型叶片会增加叶根荷载,使之发生疲劳失效;风轮在摆动方向所受荷载较大,易导致扭转变形。叶片重量增加导致荷载上升会增加主梁帽层间失效的风险,若重量增加大于刚度增加,叶片还易发生共振,破坏结构。因此有必要使用高刚性、高比强度、高比拉伸模量的增强材料来制造叶片主梁。传统的玻纤复合材料无法满足以上要求,而碳纤维复合材料密度更低、强度更高,是风电叶片大型化、轻量化的重要材料。⁷

图29:不同功率机型碳纤维叶片渗透率



美国Sandia国家实验室预测的2021年碳纤维主梁叶片占比随主机功率提升的变化

资料来源:纺织导报, 甬兴证券研究所

⁷ 资料来源:艾郎科技招股说明书(申报稿)

图30:碳纤维主梁叶片占比与叶片尺寸正相关



注：本表调研范围涉及市场上的既有风机和样机。
数据来源：Sandia国家实验室。

随叶片长度增加碳纤维主梁叶片的占比变化



资料来源：纺织导报，甬兴证券研究所

受益于低速风电场和海上风电发展，碳纤维需求有望持续增长。2016年以来，低风速风场和海上风电共同推动了叶片的大型化发展，加上碳纤维成本走低，叶片复合材料工艺不断创新，风电领域对碳纤维的需求大幅增长。随着风电机组装机量稳步增加以及大型化机组渗透率提升，预计碳纤维在风电领域的需求将持续增长。根据赛奥碳纤维技术统计预测，2019年全球风电叶片领域碳纤维需求为2.55万吨，预计2025年有望达到9.73万吨。⁸

2.6. 全方位夯实竞争力，叶片业绩增长可期

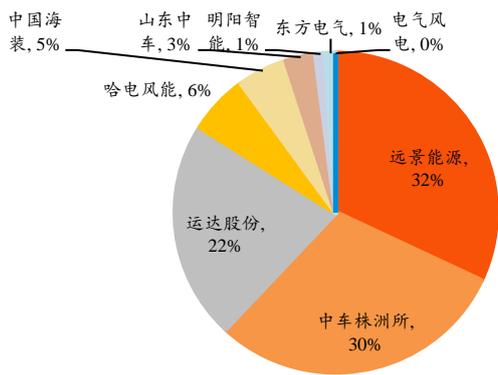
风电叶片规模行业第二，具备聚氨酯叶片批产能力。在风力发电领域，公司风电叶片规模位居国内第二，是国内拥有较强自主研发能力的叶片制造商之一，是全球少数具备聚氨酯叶片批量制造能力的企业⁹。

“双海战略”稳步推进，国内外市场同步发力。据公司2023半年报，公司通过国内客户配套出口、国外客户深入合作等模式，不断提高在双海市场的开拓能力和市场竞争力。公司风电叶片目前已出口印度、法国、瑞典等多个国家，并谋划通过海外建厂以配套国内外整机厂商，进一步拓宽海外业务，加速国际化发展。公司形成了国内以远景能源、浙江运达、中车风电等为主，海外以VESTAS、NORDEX等为主的客户结构，积极与东方电气、海装风电、明阳风电发展业务。2023年，公司持续发力海上风电领域，获得明阳风电海上叶片大订单，与海外客户NORDEX再度实现海外业务合作。

⁸ 资料来源：艾郎科技招股说明书（申报稿）

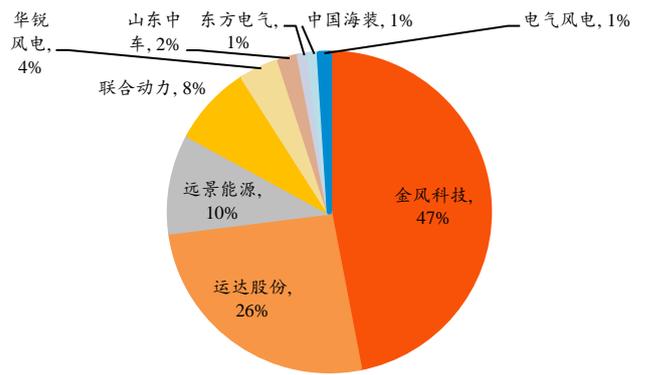
⁹ 资料来源：时代新材2023年年报

图31:2022年时代新材叶片国内客户结构



资料来源：风电观察，甬兴证券研究所

图32:2022年中材科技叶片国内客户结构



资料来源：风电观察，甬兴证券研究所

国内外产能布局不断完善，规模效益可期。据前瞻产业研究院，公司在中国、美国、德国、法国、斯洛伐克、墨西哥、澳大利亚、巴西等地拥有风电叶片研发和生产布局。据公司2023年年报，产能布局进一步完善，东北两大新基地吉林松原工厂、哈尔滨宾县工厂完成快速爬坡并实现量产，射阳地区产能扩建工厂已顺利实现投产，西南、新疆及蒙西地区的产能扩建工作按计划推进，海外基地建设取得阶段性进展，十四五产能布局基本成形。公司风电叶片2023年产能预计可达到3000套以上，十四五末产能将达到4000套以上。随着新增产能逐步投产，我们预计公司风电叶片市占率有望提升，业绩或将进一步增厚。

超大型叶片下线，抢抓海上风电先机。据公司2022年年报，公司风电事业部快速响应，全力加快大叶型研发，推进大叶型的模具换型，提升满足客户大叶型交付需求的能力。风电叶型从16X系列快速迭代为18X、19X系列。根据公司2023年半年报，公司自研的“海风1号”110米级超大型风电叶片顺利通过装机考核，111.5m级海上风电叶片在射阳公司顺利下线。

图33:时代新材111.5m级海上风电叶片射阳工厂顺利发货



资料来源：时代新材公众号，甬兴证券研究所

新材料应用助力叶片轻量化降本。据公司 2022 年年报，风电事业部持续加强 PET、聚氨酯、拉挤材料在叶片上的研究和应用，实现材料替代降本，同时在满足结构强度及稳定性的基础上，通过外形及叶片结构优化，结合新材料、新工艺的应用，去除设计冗余，实现叶片轻量化降本。

表3:聚氨酯材料叶片优缺点

优势	说明
抗压、拉伸及疲劳等性能更好	聚氨酯树脂大幅度提升了单向玻纤复合材料的抗压性能和横向拉伸性能，适合制作大型结构件，并具有更好的抗疲劳性能。
更高的生产效率	聚氨酯树脂可以缩短灌注时间和固化时间，大约是同类环氧树脂的一半。
综合成本更低	在等刚度前提下降低纤维的树脂吸胶量，进一步实现叶片轻量化。聚氨酯叶片制造技术的应用，显著提高了叶片的生产效率和性能，降低了制造成本。
缺点	说明
制造端问题	对湿度敏感、反应快、适用期短等问题。

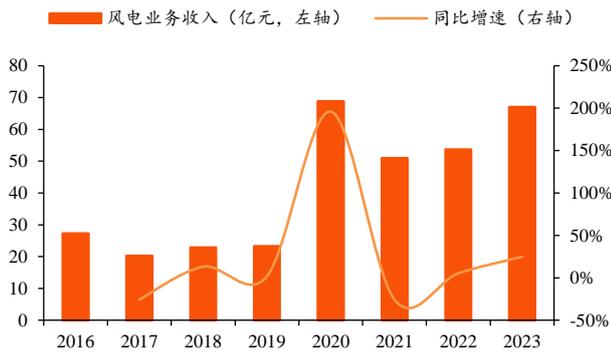
资料来源: Carbontech 公众号, 甬兴证券研究所

图34:时代新材 EN156 聚氨酯风电叶片顺利发货

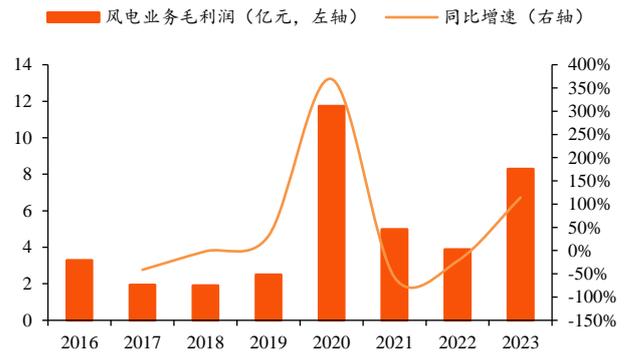


资料来源: 时代新材公众号, 甬兴证券研究所

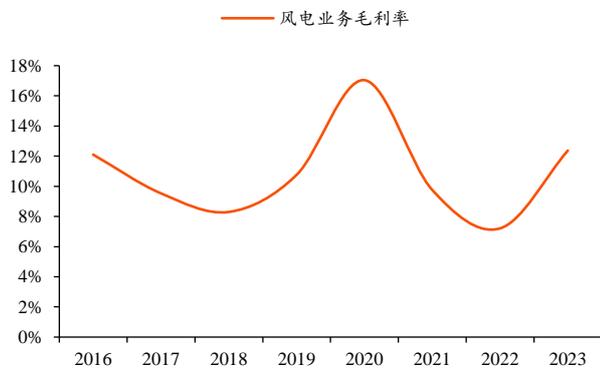
公司风电板块营收稳健增长，盈利能力不断优化。2020 年公司风电板块营收大幅增长主要系国补退坡年底抢装所致。2021 年，风电业务收入有所回落，2022 年风电业务仍保持稳健增长，收入为 53.67 亿元，同比增长 5.28%。2023 年风电产品收入同比增长 24.87%，主要是由于报告期内积极开拓市场和维护大客户，客户订单增加，销售收入增加；毛利率同比提升了 5.16pct，主要是由于材料价格下降，以及内部降本增效的共同影响所致。我们认为，公司风电叶片业务具备较强竞争力，主要得益于公司在大尺寸叶片研发、制造方面的持续投入使其产品竞争力得以提升；公司率先采用 PET、聚氨酯、拉挤材料等新材料、新工艺，从而实现技术降本；公司还通过扩大产能来实现规模化降本。

图35:风电业务收入及增速


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图36:风电业务毛利润及增速


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图37:风电业务毛利率


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图38:时代新材与中材科技风电业务毛利率差值


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

3. 轨道车辆减振降噪龙头，谱写全球化愿景

3.1. 轨道交通弹性元件龙头，积极开拓全球化商业版图

公司作为轨道交通弹性元件龙头，具备以下核心竞争力：

(1) 领先的行业地位：据公司2023年年报，公司在全球轨道交通弹性元件产品领域规模第一，在线路减振、桥梁与建筑减隔震等领域均处于行业前列，是轨道车辆减振全套方案提供者和减振产品研发制造品类最为齐全的企业之一。

(2) 强大的产品力：公司主要从事轨道交通机车车辆减振降噪、车体轻量化系列产品的研发、生产与销售。轨道交通减振降噪产品在技术解决方案、产品质量、服务质量等综合竞争力方面已跻身于全球轨道车辆最高端弹性元件行列，具备与世界顶尖弹性元件企业同台竞技的实力。

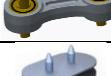
(2) 雄厚的技术实力：公司拥有材料设计、仿真分析、结构设计等专业化能力以及噪声、防火、理化等性能测试能力。公司参与全球机车车辆减振降噪领域行业标准制定，具备全球领先的技术实力。

(3) 营销网络全球化布局：公司在轨道交通领域已形成多元化营销模式，北美、西欧、澳洲、亚洲、东欧、独联体等区域拥有成熟的客户群，建

成三个海外本地化服务基地，营销网络基本覆盖了海外主机厂，品牌影响力进一步提升。在国内及澳大利亚、印度设有本土化生产和维保基地。

(4) 优质的客户资源：公司的客户资源丰富，是中国中车各大主机厂的主要供应商，并与 WABTEC、ALSTOM、BOMBARDIER、SIEMENS 等世界先进机车车辆企业建立战略合作伙伴关系。

表4:轨道交通相关产品系列

产品系列	细分产品	产品示意图
车辆减振降噪系列	空气弹簧	
	抗侧滚扭杆	
	一系簧（V形簧）	
	一系簧（锥形簧）	
	球铰关节	
	层式弹簧	
	沙漏簧	
	连杆	
	橡胶堆	
	车钩缓冲器	
	止挡	
车体轻量化系列	顶板	
	地板	
	端墙/间壁	
	其他车体新材料产品	
	风道	
	裙板	

资料来源：公司官网，甬兴证券研究所

3.2. 国内外市场并驾齐驱，技术创新推动业务升级

研发创新驱动轨道交通业务技术升级。(1) 完成了“CR450 动车组悬
 请务必阅读报告正文后各项声明

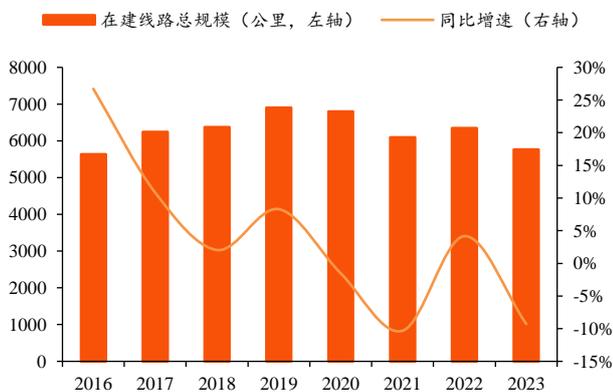
挂减振部件轻量化智能化技术研究”，并通过了型式试验；(2) 开展了“轨道车辆新型低维护成本悬挂系统减振技术研究与应用”，建立了寿命与持续服役能力的评估方法，提升了悬挂部件寿命，并研究了热力耦合效应的疲劳寿命仿真方法；(3) 研制了新型独立轮对摆式高速列车悬挂减振部件，包括空气弹簧、抗侧滚扭杆以及液固复合弹性元件；(4) 在轻量化方面突破了空心扭杆的工艺瓶颈，实现了主动控制较接装置装机应用，车轮降噪块完成产品开发，即将实现装机应用；(5) 在车体新材料领域，复合材料裙板、底护板等实现了应用突破；(6) 提出小幅倾摆系统、液体复合节点、EN45545 橡胶悬挂三项新技术，在 InnoTrans2022 的 Speakers' Corner 上亮相世界舞台，获得了客户及媒体的关注。¹⁰

3.3. 轨道交通业务经营稳健，构成业绩“压舱石”

“十四五”后三年轨道交通仍处于稳定发展阶段，市场容量较大。据中国城市轨道交通协会，2023 年共完成轨道交通建设投资 5214.03 亿元，同比下降 4.22%。据中国城市轨道交通协会预测，预计“十四五”后三年城轨交通运营线路规模接近 13000 公里，运营城市超 60 座。

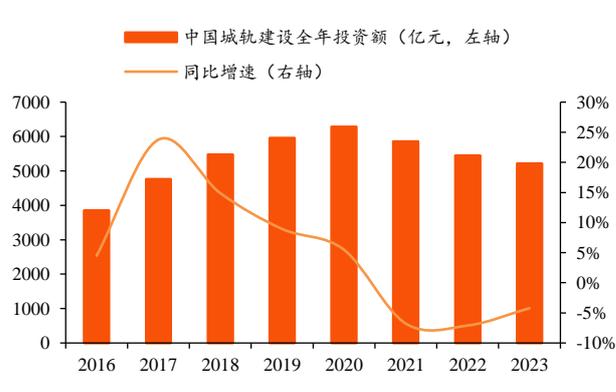
“一带一路”带动中国轨道交通产业“走”出去。据人民网，近年来，在共建“一带一路”框架下，中国铁路“走出去”步伐不断加快，中老铁路、匈塞铁路、蒙内铁路、雅万高铁等铁路陆续投入运营。

图39:中国城轨在建线路总规模及增速



资料来源：中国城市轨道交通协会，甬兴证券研究所

图40:中国城轨建设全年投资额及增速



资料来源：中国城市轨道交通协会，甬兴证券研究所

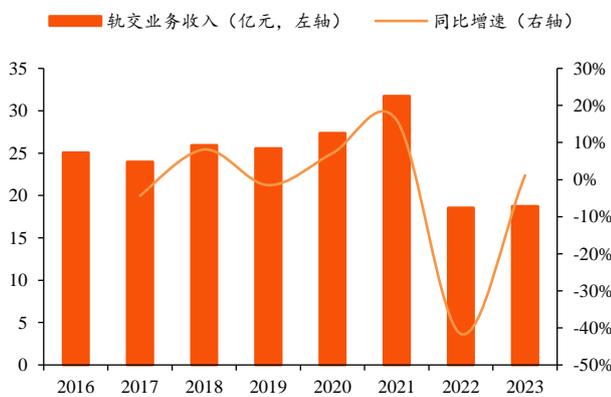
轨道交通业务中长期保持稳健，为业绩“压舱石”。2016 年，公司轨道交通业务收入为 25.07 亿元，2021 年轨道交通业务收入为 31.75 亿元，2016-2021 年 CAGR 约为 4.84%。由于轨道交通业务长期以来收入占比、毛利润较高，因此是公司业绩的“压舱石”。

2023 年轨道交通业务收入为 18.75 亿元，同比基本持平，市场结构进

¹⁰ 资料来源：时代新材 2022 年年报

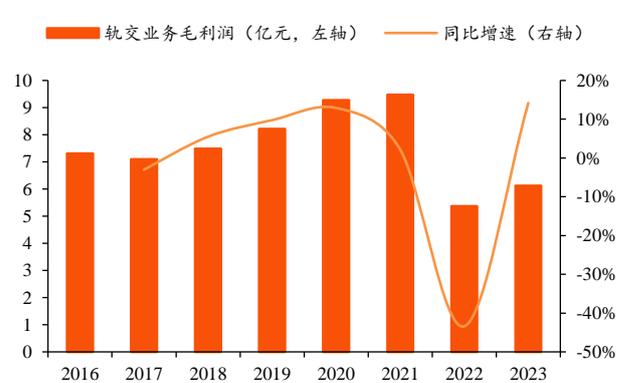
一步优化。据公司公告，2023 年海外市场收入、新签订单均创历史新高。在车辆悬挂减振市场，与 ALSTOM、Wabtec、CAF 等重点大客户签订多项战略合作协议，全球轨道车辆减振市场份额明显提升；在基建线路市场，在北美、亚太区域获取墨西哥玛雅铁路、中泰高铁及印尼铁路等多个项目，新签订单较同期增长超 150%；在新产业市场，具备国际竞争力的高分子材料制品，完成在欧洲、美洲、亚太区域的市场布局，将带来新的业务增长点。2023 年国内市场订单同比增长超 20%，轨道车辆市场份额稳步提升，核心产品在各车型市场保持领先地位，综合份额稳居行业第一。其中，机车市场保持稳固，市场份额 80%；动车市场持续高位，市场份额超 90%；维保市场份额持续提升，市场份额突破 60%。同时，面向未来市场，公司研发的新产品实现了 CR450 等新一代主力车型的业务全覆盖，并基本形成了车体、车端、车顶“三位一体”的产业新格局。

图41:轨道交通业务收入及增速



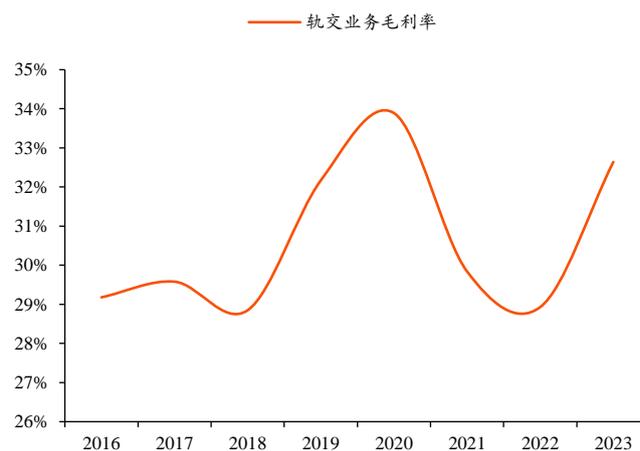
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图42:轨道交通业务毛利润及增速



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图43:轨道交通业务毛利率



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

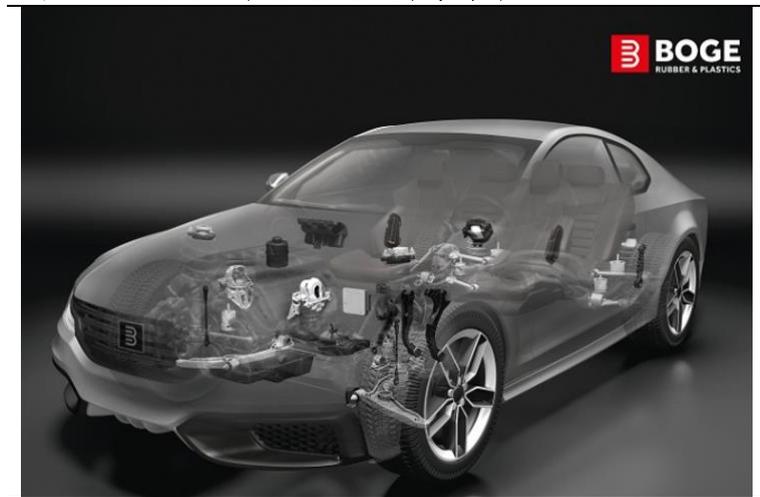
4. 多措并举促降本增效，博戈业绩有望迎来拐点

4.1. 外延并购德国博戈进军汽车减振，着力延伸轻量化业务

新材德国（博戈）主营汽车减振及轻量化零部件。2014年，时代新材收购德国采埃孚集团旗下博戈公司橡胶与塑料业务。博戈成立于1931年，总部位于德国，是一家拥有独立自主研发能力的国际化汽车零部件供应商，其橡胶和轻量化产品给各汽车品牌提供优异的驾驶、操控和NVH性能。产品主要由液压衬套、副车架衬套、减振支架底盘部件，发动机悬置、主动液压悬置等动力悬置系统和商用车产品，稳定连接杆、油罐、脚踏板等塑料件三大类产品。

新材德国（博戈）在高端汽车减振降噪与轻量化行业处于领先地位。公司汽车产业主要从事高端汽车减振降噪与轻量化产品的研发、生产、销售。据公司2023年年报，公司在全球汽车减振细分领域规模排名第三，是全球第一个主动减振产品批量装车推广应用企业。公司巩固减振产品全球第三地位，力争轻量化制品进入行业前列。

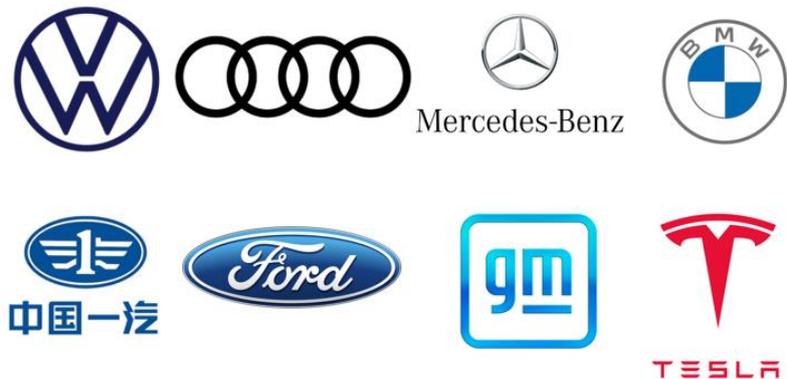
图44:新材德国（博戈）主营汽车零部件



资料来源：公司官网，甬兴证券研究所

拥有优质的客户资源，且不断优化客户结构。在汽车市场紧跟全球行业发展趋势，主要客户均为汽车行业内材口中高端一线品牌，一方面与大众、奥迪、奔驰、宝马、一汽、福特、通用、特斯拉等形成了紧密的战略合作关系，另一方面聚焦新能源汽车头部企业，积极布局打造新的市场增长点。

图45:新材德国（博戈）主要客户



资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

建成多个低成本基地，推进全球资源整合。据公司 2023 年半年报，公司建成了无锡工厂、墨西哥工厂和斯洛伐克工厂三期工程，推进全球资源全面整合；调整新材德国(博戈)在全球资源布局，持续推进新材德国(博戈)可持续发展计划，以促进其稳步健康发展。据公司 2023 年年报，公司加快完成无锡基地的二期建设，提高新材德国(博戈)在全球的生产能力与经营效率。

图46:博戈亚太区总部及博戈二期制造基地项目（无锡）

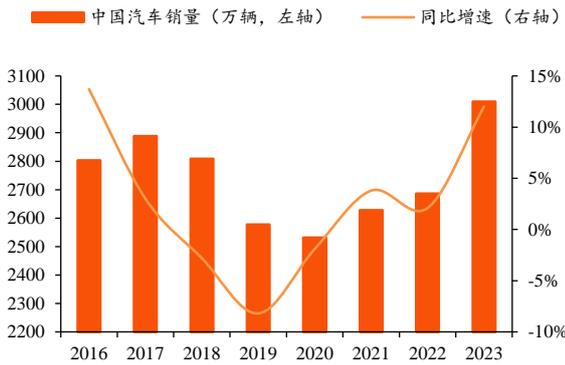


资料来源：时代新材公众号，甬兴证券研究所

博戈亚太研发中心加大轻量化研发投入，推进产品结构转型。据公司 2022 年年报，2022 年，博戈在株洲工厂开始量产复合材料板簧，复合材料板簧利用先进复合材料技术替代传统金属材料，可为整车带来近 100 公斤减重，持续提升整车燃油经济性。同时，博戈亚太积极应对中国新能源汽车的快速发展需求，协同博戈德国，自主主导研发，为新能源汽车减振提出解决方案。截至 2022 年底，面向高端混动汽车的半主动悬架已经完成设计和样件交付，较好地解决怠速(充电)的 NVH 问题；面向电动汽车的塑料电驱悬架已经实现市场化应用，相比传统铝支架可以减重约 25%。

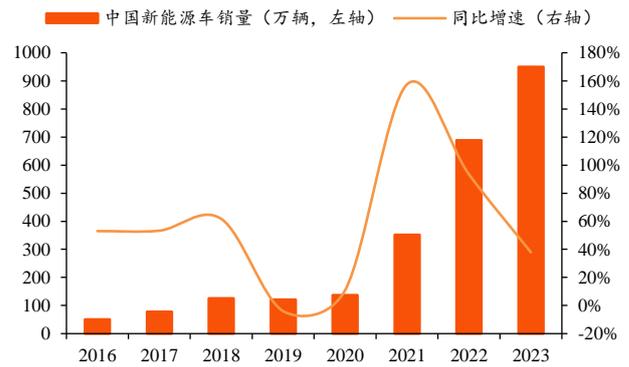
积极应对电动化转型带来的机遇与挑战。据公司 2022 年年报，电动化转型可能导致燃油车发动机周边减振产品市场规模缩减，但底盘及其他减振系统需求仍存，且新能源电驱动减振及轻量化产品需求更加迫切。因此，电动化转型对于新材德国(博戈)来说，既是机遇也是挑战。

图47:中国汽车销量及增速



资料来源: 中汽协, 甬兴证券研究所

图48:中国新能源汽车销量及增速

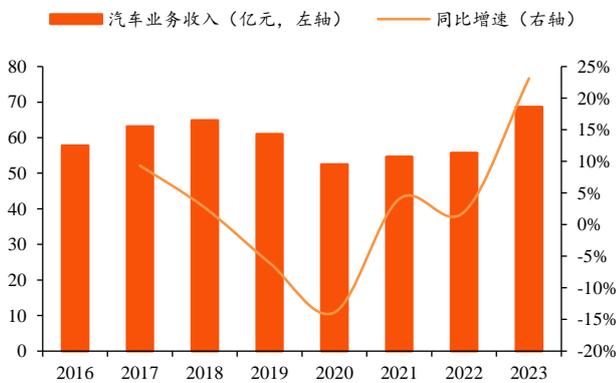


资料来源: 中汽协, 甬兴证券研究所

4.2. 德国博戈重组持续推进, 汽零板块业绩有望改善

2023年上半年持续推进德国博戈重组, 全球资源协同进一步加强。据公司2023年半年报, 2023年上半年, 新材德国(博戈)实现销售收入33.05亿元, 同比增长25.09%。面对原材料价格上涨的不利因素及行业竞争加剧的压力, 上半年新材德国(博戈)重点推进德国地区重组工作, 降低运营成本, 改善盈利能力。我们认为随着新材德国(博戈)重组逐步接近尾声, 公司汽车业务有望迎来业绩拐点。

图49:汽车业务收入及增速



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图50:汽车业务毛利润及增速



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图51:汽车业务毛利率



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

5. 新设工业与工程事业部，发力减震降噪多样化应用

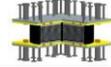
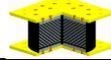
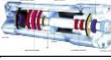
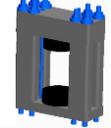
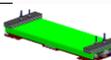
5.1. 新设工业与工程事业部，聚焦资源开拓应用端市场

新成立工业与工程事业部，聚焦资源加强多领域开拓力度。据公司2022年年报，2022年，工业与工程事业部通过强化顶层设计，加快产业布局，聚焦资源加强市场开拓力度，在多个领域都取得了新突破。新成立的工业与工程事业部加强了轨道交通车辆以外的线路减振、工程减隔震、设备减振等工业与工程领域的开拓力度及核心技术能力的提升。

国内轨道、桥建、风电减振（震）器件龙头，加速出口拓展市场。时代新材深耕工业工程行业，是工程抗震安全整体方案的技术革命者，可提供全系列的桥梁隧道减隔振产品，是国内悬挂部件的头部企业、铁路桥梁支座产品核心供应商，是五大扣件集成商、三大桥梁厂以及中铁、中交、中建各大施工单位的主要供应商；产品广泛出口澳大利亚、意大利、俄罗斯、秘鲁、罗马尼亚、韩国和马来西亚等国家。

表5:工业与工程相关产品系列

产品系列	细分产品	产品示意图
桥梁减隔振（震）	桥梁支座	
	黏滞阻尼支座&速度锁定支座	
	止水产品	
	伸缩缝	
	黏滞阻尼装置	

建筑减震	建筑减震产品	
特种产品	LNG 储罐橡胶隔震支座	
	预应力锚具	
	液压油缸	
	智能张拉千斤顶	
风电弹性元件	风电机组设备弹性支撑	
	液体复合弹簧	
	风电联轴器	
	调谐质量阻尼器	

资料来源：公司官网，甬兴证券研究所

政策支持建筑减隔震行业增长，双碳政策助推 LNG 储罐投资，风机弹性减振迎国产替代。据公司 2022 年年报，随着国务院《建设工程抗震管理条例》出台，标志着国内减隔震行业在国家政策层面正式由鼓励性向强制性转变，建筑减隔震行业将迎来快速增长。作为低碳清洁能源的 LNG，在国家“双碳”目标的倡导下，需求日趋旺盛，LNG 储罐作为 LNG 的核心存储容器，十四五期间国家将持续加大 LNG 储罐的建设投资。随着风电发电机逐渐向半直驱和双馈机型转型，风电风机弹性减振产品需求日益增加，同时伴随着中国制造的风机竞争力突出，国内开发售后反应速度快，风电风机弹性减振产品国产化需求日益增强。

5.2. 工业与工程业务扎实，多个领域形成突破

2023 年，工业与工程业务在多领域领先，业绩多点开花。公司工业与工程事业部聚焦市场开拓及技术能力提升，全年完成销售收入 16.65 亿元，同比基本持平，新产品市场应用快速增长，产业布局有阶段性突破。(1) 在工业减振市场，风电联轴器业务实现国内重点客户全覆盖，市场份额超过进口品牌，保持在 50% 以上，位列第一；国内风电减振市场份额，稳定在 70% 以上，保持国内第一；完成了工业联轴器、抽水蓄能市场、氢能市场的初步调研，完成新产品技术开发，为以后拓宽工业减振市场新赛道奠定了基础。

(2) 在线路减振市场，完善减振产品谱系，中标公司双层非线性减振扣件订单；地铁维保及新线订单创历史新高。(3) 在桥建减隔震市场，统招市场新签订单较上年增长 70%；路外市场实现订单破亿元；LNG 储罐隔震业务获得了上海申能 LNG、营口 LNG 项目订单；地铁上盖物业系统减振方案 (TOD) 中标广州项目，打开大湾区新市场。

6. 高分子新材料品类丰富，国产替代贡献业绩增长点

6.1. 中车旗下新材料产业平台，多品类打开成长空间

以高分子材料为根基，多品类产业化水平较为领先。公司作为中国中车新材料产业平台，在中国中车“一核三极多点”战略举措中承担重要的发展责任。公司以先进工程材料、关键战略材料、前沿新材料为发展重点，坚持以高分子材料的研究及工程化应用为核心，致力于新材料产业关键技术突破，构建多元化新材料产业发展格局。高性能聚氨酯、长玻纤增强热塑性复合材料、芳纶材料、先进纸基材料、有机硅、PAI 聚酰胺酰亚胺等一系列高分子材料，率先实现批量应用，达到较领先的水平。

图52:时代新材新材料相关产品



资料来源：公司官网，甬兴证券研究所

2022年，公司成立新材料事业部，搭建新材料产业孵化平台，积极推进新材料的跨行业应用。

(1) **聚氨酯、有机硅**：据公司公告，公司新材料事业部完成高性能聚氨酯实验室提质改造工作，实现高性能聚氨酯制品从配方设计、预聚体制备到高端减振制品生产全流程拉通。高性能聚氨酯制品、聚氨酯组合料和先进有机硅材料获得客户认可并取得市场突破，为时代新材新材料产业化发展奠定坚实基础。高性能聚氨酯材料及制品广泛应用于轨道装备、新能源汽车、风力发电等工业领域。满足高等级阻燃、环保要求的有机硅发泡及耐火安全材料广泛应用于轨道交通、动力电池、储能等其他工业领域。

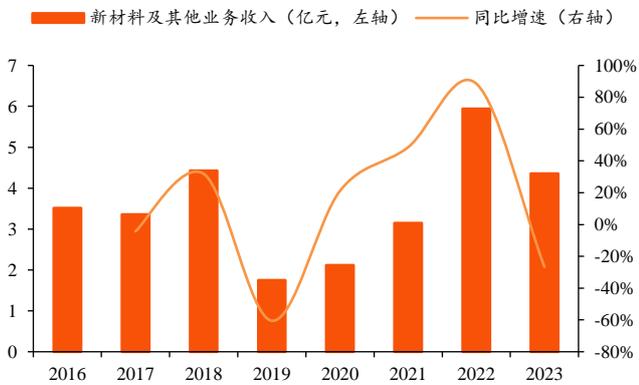
(2) **芳纶**：2022年，芳纶系列产品的国产化替代工作持续推进，芳纶系列产品在轨道交通新能源电机等领域取得突破，国产化替代标杆示范作用开始显现，同时芳纶产品的销售结构持续优化，高附加值产品的销售占比持续提升。高端芳纶材料的下游应用主要覆盖电气绝缘市场、轻量化市场、新能源汽车、5G通讯等领域。

6.2. 新材料业务业绩短期波动不改长期向好趋势

新材料业务收入短期波动较大，但长期看呈现增长趋势。2022年，公司新材料及其他业务完成销售收入5.94亿元，同比增长40.59%。2016~2022请务必阅读报告正文后各项声明

年新材料业务营业收入 CAGR 为 9.16%。2023 年新材料营业收入为 4.36 亿元，同比减少 26.56%，主要系该年度技术服务类收入减少所致。

图53:新材料及其他业务收入及增速



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图54:新材料及其他业务毛利润及增速



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图55:新材料及其他业务毛利率



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

7. 盈利预测及估值

7.1. 关键假设

公司主营业务分为 5 个部分：风力发电、轨道交通、工业与工程、汽车、新材料及其他。

(1) 风力发电：十四五期间，为实现双碳目标，国家积极推进内陆风光大基地、海上风电场的大规模建设，国内风电新增装机容量有望持续增长。随着风电叶片行业集中度提升，公司各基地新扩产能逐步投产爬坡，海内外市场持续开拓，市场占有率有望提升。考虑风电行业高景气持续，叠加公司风电叶片产能爬坡，加大海外市场开拓力度，我们认为公司风电叶片收入增速高于风电行业新增装机增速，我们预计 2024-2026 年风力发电业务营收增速分别为 16%，18%，20%。随着风电叶片上游原材料价格回落，风电叶片

成本将有望降低，且随着新增产能释放，规模效应提升成本效益，此外公司还持续推进设计降本、原材料替代降本，我们预计风电叶片毛利率有望维持稳定。鉴于 2023~2024 年 Q2 原材料价格下降显著，2023 年风电叶片毛利率达 12.37%。我们预计 2024-2026 年风电叶片毛利率为 12%，12%，12%。

(2) 轨道交通：公司作为轨道车辆弹性元器件的龙头企业，与中国中车、WABTEC、ALSTOM 等世界主要先进机车车辆制造企业建立战略合作关系并实现批量供货，海外市场加速渗透。据 2023 年年报，公司轨道交通业务承接项目顺利，新增订单充足，有望支撑后续业绩稳定增长。据 2024 年半年报，公司 2024 年上半年轨道交通收入为 11.54 亿元，同比增长 23.95%。上半年轨道交通收入增长较快，主要系海外市场收入创新高，新签订单超 4 亿元 (YoY+13%以上)，且国内新签订单同比+20%以上。参考 2024 年上半年新签订单增速 (23.95%)，华经情报网统计的 2021-2021 年轨道车辆规模 CAGR (约为 18.84%，2021 年增速略有下滑)，我们预计 2024-2026 年轨道交通业务营收增速分别为 15%，14%，13%。考虑公司近年来轨道交通业务毛利率基本维持在 30%左右，我们预计 2024-2026 年轨道交通业务毛利率分别为 30%，29%，28%。

(3) 工业与工程：工业与工程业务包括风电减振器及联轴器、线路减振、桥梁及建筑减隔震等。据 2023 年年报，公司工业与工程业务新签订单持续增长 (风电联轴器市占率位居国内前列；桥建减隔震领域，统招市场新签订单增长 70%，LNG 储罐新签上海申能订单，地铁上盖物业系统减振方案中标)。据 2024 年半年报，工业与工程上半年收入为 9.02 亿元，同比基本持平。公司在风电减振领域市场份额约 70%，风电联轴器市场份额约 55%，线路减振市场中标申通地铁上海 23 号线钢弹簧浮置板项目，桥建减隔震市场中标长江沿岸铁路集团合肥至武汉高速铁路项目，同时在船舶减振器、联轴器，氢能领域也有新进展。结合公司产品市占率、订单增速及中标项目，我们预计 2024-2026 年工业与工程业务增速分别为 5%，5%，5%。结合原材料价格分析，钢材、天然胶价格均处于历史低位，我们认为公司毛利率有望维持 2023 年的水平 (27.15%)，预计 2024-2026 年毛利率分别为 27%，27%，27%。

(4) 汽车：新材德国 (博戈) 业务重组成效显著，2024 年已实现扭亏为盈。据 2024 年半年报，汽车零部件业务收入为 36.50 亿元，创历史新高，同比+10.44%。随着亚太区产能逐步扩大，新客户获取，新项目承接，公司业绩有望维持 10%左右增长。我们预计公司 2024-2026 年汽车业务增速分别为 10%，10%，10%。随着德国博戈业务重组不断推进，产能向低成本地区转移，公司盈利能力有望持续修复。我们预计公司 2024-2026 年汽车业务毛利率分别为 12%，12.5%，13%。

(5) 新材料及其他：公司基于高分子材料基础，加强在聚氨酯、有机硅、芳纶领域的布局，不断拓宽上述高端新材料的应用领域。从 2021-2023

年来看，新材料业务规模较其他业务收入占比较小（2023 年占收入比重为 2.49%），整体收入规模在波动式上升。考虑营收规模较小，仍处于早期成长阶段，该部分业务有较大弹性。参考 2019-2023 年收入 CAGR（25.64%），考虑到公司在建新材料产业基地，投产后有望形成规模优势，且品类较为丰富，应用领域广泛，我们预计 2024-2026 年新材料及其他业务营收增速有望提升，预计为 35%，35%，35%。参考 2022-2023 年新材料及其他业务毛利率，我们预计公司 2024-2026 年新材料及其他业务毛利率能维持 2023 年的毛利率水平（30.38%），分别为 30%，30%，30%。

表6:2024-2026 年收入成本预测

营业收入 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E
风力发电 (亿元)	67.01	77.73	91.72	110.07
同比增速	24.86%	16.00%	18.00%	20.00%
毛利率	12.37%	12.00%	12.00%	12.00%
轨道交通 (亿元)	18.75	21.56	24.58	27.78
同比增速	1.13%	15.00%	14.00%	13.00%
毛利率	32.64%	30.00%	30.00%	30.00%
工业与工程 (亿元)	16.65	17.48	18.36	19.27
同比增速	0.97%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	27.15%	27.00%	27.00%	27.00%
汽车 (亿元)	68.60	75.46	83.01	91.31
同比增速	23.10%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	12.27%	12.00%	12.50%	13.00%
新材料及其他 (亿元)	4.36	5.89	7.95	10.73
同比增速	-26.60%	35.00%	35.00%	35.00%
毛利率	30.38%	30.00%	30.00%	30.00%
营业收入 (亿元)	175.38	198.12	225.61	259.15
同比增速	16.64%	12.97%	13.88%	14.87%
毛利率	16.35%	15.82%	15.89%	16.14%

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

7.2. 盈利预测

公司作为中车集团旗下的高端新材料产业平台，深耕新材料领域，产品广泛应用于风电、轨道交通、工业与工程、汽车等领域。在风电叶片领域，公司积极扩产，拓展海外市场，实施设计降本并进行原材料替代降本。在轨道交通、工业与工程领域，公司客户覆盖国内外主流轨道车辆企业，在手订单饱满，经营较为稳健。在汽车领域，公司积极推进德国博戈业务重组，并推进产能向低成本地区转移，业绩有望改善。在新材料领域，公司基于高分子材料基础不断创新突破，聚氨酯、有机硅、芳纶等高端新材料成长可期。我们预计 2024-2026 年公司营收分别为 198.12 亿元、225.61 亿元、259.15 亿元，同比增长 13.0%、13.9%、14.9%；归母净利润分别为 5.88 亿元、8.13 亿元、9.78 亿元，同比增长 52.3%、38.2%、20.4%；EPS 分别为 0.71 元、0.99 元、1.19 元；PE 分别为 16.91 倍、12.23 倍、10.16 倍。

表7:盈利预测 (截至 2024 年 10 月 23 日收盘)

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (亿元)	175.38	198.12	225.61	259.15
增长率 (%)	16.6%	13.0%	13.9%	14.9%
EBITDA	11.47	12.79	15.78	18.08
归母净利润 (亿元)	3.86	5.88	8.13	9.78
增长率 (%)	8.3%	52.3%	38.2%	20.4%
EPS (元)	0.48	0.71	0.99	1.19
市盈率 (P/E)	19.19	16.91	12.23	10.16
市净率 (P/B)	1.31	1.56	1.42	1.28
EV/EBITDA	6.72	8.25	6.61	5.52

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

7.3. 可比公司估值

我们采用市盈率相对估值法对时代新材进行估值。考虑到公司总体上可以分为风力发电、轨道交通及工业与工程、汽车、新材料及其他业务。对于风电业务,我们选择中材科技、天顺风能作为可比公司;对于轨道交通及工业与工程业务,我们选择震安科技、天铁股份作为可比公司;对于汽车业务,我们选择拓普集团、中鼎股份、保隆科技作为可比公司;对于新材料及其他业务,我们选择普利特、美瑞新材、泰和新材作为可比公司。截至 2024 年 10 月 23 日收盘,可比公司 2024-2026 年平均市盈率分别约为 33.61、17.66、12.89,我们预计时代新材 2024-2026 年市盈率约为 16.91、12.23、10.16,均低于可比公司平均市盈率。因此我们认为,时代新材在估值层面,仍有一定提升空间。

表8:可比公司估值情况 (股价截至 2024 年 10 月 23 日收盘,基于 Wind 一致预测)

公司名称	股票代码	主营业务	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE		
					2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
中材科技	002080.SZ	风电叶片、玻纤等	212	12.65	0.88	1.07	1.34	14.36	11.83	9.44
天顺风能	002531.SZ	风电塔筒、叶片	173	9.60	0.60	0.87	1.14	15.90	11.06	8.43
震安科技	300767.SZ	建筑减隔震	27	10.88	0.15	0.32	0.56	74.73	33.63	19.35
天铁股份	300587.SZ	轨交减振	58	4.99	0.06	0.26	0.35	77.60	19.27	14.16
拓普集团	601689.SH	汽车零部件	759	45.00	1.74	2.24	2.76	25.84	20.08	16.30
中鼎股份	000887.SZ	空气悬架	181	13.77	1.09	1.31	1.54	12.64	10.48	8.93
保隆科技	603197.SH	空气悬架	83	39.13	1.99	2.82	3.66	19.69	13.88	10.68
普利特	002324.SZ	高分子材料	92	8.30	0.35	0.47	0.60	23.38	17.74	13.72
美瑞新材	300848.SZ	高分子材料	69	16.56	0.35	0.83	1.19	46.82	19.98	13.95
泰和新材	002254.SZ	芳纶等	87	10.06	0.40	0.54	0.72	25.15	18.62	13.98
平均								33.61	17.66	12.89
时代新材	600458.SH	风电叶片、轨道交通、减振、汽车、新材料等	99	12.06	0.71	0.99	1.19	16.91	12.23	10.16

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

8. 风险提示

1. 风电新增装机不及预期的风险

若风电新增装机不及预期，则会影响公司风电叶片出货量，从而影响收入增长。

2. 轨道交通固定资产投资减少的风险

若国内外轨道交通固定资产投资减少，则会影响轨道交通减震业务的收入增长。

3. 工业与工程领域竞争加剧的风险

部分产品技术门槛不高，随着 CRCC 门槛取消，若民营企业大批量进入，则使得公司成本竞争压力加大。

4. 汽车业务转型升级不及预期的风险

面对新能源汽车产业趋势，公司若不能尽快转型，则有可能会面临传统燃油车市场萎缩的风险。

5. 新材料技术迭代过快的风险

若公司新材料技术迭代进度不及预期，则可能会无法满足市场需求，从而可能会影响相关业务收入。

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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	11,631	12,264	13,315	14,877	16,689	经营活动现金流	-655	795	145	817	1,290
货币资金	1,882	2,222	2,660	3,027	3,481	净利润	251	327	615	852	1,029
应收及预付	4,001	4,571	4,981	5,544	6,150	折旧摊销	579	693	503	521	541
存货	2,612	2,596	2,455	2,636	2,898	营运资金变动	-1,426	-461	-881	-478	-341
其他流动资产	3,136	2,875	3,219	3,671	4,161	其它	-60	236	-92	-79	61
非流动资产	5,627	5,966	6,185	6,263	6,273	投资活动现金流	-128	-394	-560	-453	-540
长期股权投资	404	408	410	414	420	资本支出	-365	-546	-394	-394	-534
固定资产	3,153	3,075	3,312	3,437	3,507	投资变动	234	150	-7	-9	-6
在建工程	130	371	171	91	51	其他	3	2	-160	-50	0
无形资产	362	380	378	374	368	筹资活动现金流	504	-82	869	3	-296
其他长期资产	1,578	1,733	1,914	1,948	1,928	银行借款	573	-265	350	250	0
资产总计	17,257	18,230	19,500	21,141	22,962	股权融资	357	481	19	0	0
流动负债	8,355	9,148	9,668	10,486	11,503	其他	-426	-298	500	-247	-296
短期借款	701	712	912	1,012	1,012	现金净增加额	-235	348	438	367	454
应付及预收	5,980	6,130	5,861	6,326	7,033	期初现金余额	2,105	1,870	2,217	2,656	3,022
其他流动负债	1,674	2,306	2,895	3,148	3,458	期末现金余额	1,870	2,217	2,656	3,022	3,476
非流动负债	2,574	2,555	2,709	2,859	2,859						
长期借款	942	666	816	966	966						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	1,631	1,889	1,893	1,893	1,893						
负债合计	10,928	11,703	12,377	13,345	14,362						
股本	803	825	825	825	825						
资本公积	3,173	3,301	3,320	3,320	3,320						
留存收益	1,690	1,965	2,538	3,172	3,925						
归属母公司股东权益	5,525	5,795	6,364	6,998	7,751						
少数股东权益	803	732	759	798	849						
负债和股东权益	17,257	18,230	19,500	21,141	22,962						

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长	7.0%	16.6%	13.0%	13.9%	14.9%
营业利润增长	18.6%	52.1%	83.6%	39.7%	21.2%
归母净利润增长	96.5%	8.3%	52.3%	38.2%	20.4%
获利能力					
毛利率	12.1%	16.4%	15.8%	15.9%	16.1%
净利率	1.7%	1.9%	3.1%	3.8%	4.0%
ROE	6.5%	6.7%	9.2%	11.6%	12.6%
ROIC	2.0%	4.2%	6.3%	7.9%	8.9%
偿债能力					
资产负债率	63.3%	64.2%	63.5%	63.1%	62.5%
净负债比率	7.9%	1.7%	8.5%	6.3%	0.4%
流动比率	1.39	1.34	1.38	1.42	1.45
速动比率	1.02	0.99	1.05	1.09	1.12
营运能力					
总资产周转率	0.90	0.99	1.05	1.11	1.18
应收账款周转率	5.61	4.90	4.68	4.86	5.04
存货周转率	4.81	5.63	6.60	7.45	7.86
每股指标 (元)					
每股收益	0.44	0.48	0.71	0.99	1.19
每股经营现金流	-0.82	0.96	0.18	0.99	1.56
每股净资产	6.88	7.03	7.72	8.49	9.40
估值比率					
P/E	20.50	19.19	16.91	12.23	10.16
P/B	1.31	1.31	1.56	1.42	1.28
EV/EBITDA	9.96	6.72	8.25	6.61	5.52

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。