

捷众科技 873690.BJ

汽车行业

分析师：张诗瑶

执业证书编号：S1410524040001

联系人：王金帅

执业证书编号：S1410123090009

投资评级： 增持（首次）

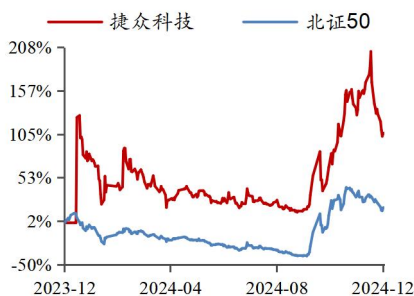
当前价格： 18.84元

市场数据

总股本(百万股)	66.30
A股股本(百万股)	66.30
B/H股股本(百万股)	-/-
A股流通比例(%)	34.16
12个月最高/最低(元)	27.94/8.24
第一大股东	孙秋根
第一大股东持股比例(%)	26.15
上证综指/沪深300	3393.35/3985.63

数据来源：聚源 注：2024年12月25日数据

近十二个月股价表现



%	1个月	3个月	12个月
相对收益	-5.29	-15.53	86.87
绝对收益	-19.52	77.57	106.08

数据来源：聚源 注：相对收益与北证50相比

相关研究报告

定位汽车零部件二级供应商，专注精密注塑零部件

投资要点：

◆精密注塑件具备较高知名度，专精特新“小巨人”企业。公司目前的主要产品为汽车雨刮、门窗和空调系统零部件。公司定位汽车零部件二级供应商，绑定头部客户超二十年。截止到2024年上半年，分产品来看，汽车雨刮系统零部件业务占比最高，汽车门窗系统零部件业务收入增速较快；分地区来看，公司收入以内销为主。分客户来看，2023年公司前五大客户占比合计为74.78%，第一大客户占比高达31.97%。实控人持股比例高达65.39%，股权结构较为稳定。公司2019-2024年前三季度收入保持稳定增长态势。其中，2019-2023年营业收入和归母净利润年化复合增长率分别为8.78%和11.37%。

◆注塑零部件用量逐年增加，行业集中度逐步提升。全球汽车零部件行业发展趋势呈现以下特点：采购全球化；系统配套、模块化供应逐渐兴起；产业转移速度加快；优势企业市场份额渐趋集中。中国上榜企业零部件营业规模在2023年增长约20%，整体利润规模也迎来爆发式增长，增幅接近50%。中国汽车塑料件行业市场集中度较低，根据市场竞争优胜劣汰的规律，大、中型企业凭借技术、产品优势将进一步占领市场份额，未来行业集中度有望进一步提升。

◆产品集中+客户优质增厚公司盈利，募投新产能解决产能瓶颈。公司目前的主要产品为汽车雨刮、门窗和空调系统零部件，应用领域较为集中。截止到2023年6月30日，代表性产品雨刮电机齿轮的市场占有率在25%左右，市场份额较高。2020-2023年1-6月公司汽车零部件产品销量呈现逐年增长趋势，产销率均维持在92%以上的较高水平。募投项目预计于2026年5月投产，预期新增模具产能300套，新增塑料零部件产能8000万套，新增精密冲压件产能800万套。

◆估值和投资建议：我们预计公司2024-2026年营业收入分别为2.81/3.35/3.98亿元，同比增速分别为21.56%、19.04%、19.11%，归母净利润分别为0.61/0.69/0.80亿元，同比增速分别为53.06%、13.16%、16.23%，对应的EPS分别为0.92/1.04/1.21元，对应当前股价（2024年12月25日）的PE分别为18.33X/16.19X/13.93X。结合对标公司的估值以及我们对捷众科技的分析，首次覆盖给予“增持”评级。

◆风险提示：主要客户相对集中的风险；宏观经济及市场需求波动风险；原材料价格波动风险；市场竞争加剧的风险。

财务预测	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	195.38	231.19	281.02	334.52	398.45
增长率(%)	13.25%	18.33%	21.56%	19.04%	19.11%
归母净利润(百万元)	37.56	39.85	61.00	69.02	80.23
增长率(%)	25.11%	6.10%	53.06%	13.16%	16.23%
ROE(%)	10.17%	8.07%	11.32%	11.67%	12.24%
EPS最新摊薄(元/股)	0.57	0.60	0.92	1.04	1.21
P/E(倍)	29.76	28.05	18.33	16.19	13.93
P/B(倍)	3.03	2.26	2.08	1.89	1.70

资料来源：公司财报，江海证券研究发展部

正文目录

1 公司介绍：成为国际一流的汽车高端部件制造商	1
1.1 发展历程：绑定头部客户超二十年，专精特新“小巨人”企业	1
1.2 产品介绍：定位汽车零部件二级供应商，精密注塑件具备较高知名度	2
1.3 股权结构：实控人持股比例集中，股权结构较为稳定	7
1.4 财务分析：收入规模快速增长，盈利能力稳中有升	8
2 汽车零部件行业发展概况	9
2.1 全球汽车零部件行业发展概况	9
2.2 中国汽车零部件行业发展概况	12
2.3 注塑零部件用量逐年增加，行业集中度逐步提升	13
3 产品集中+客户优质增厚公司盈利，募投新产能解决产能瓶颈	15
3.1 公司产品品类集中，代表产品市占率较高	15
3.2 客户资源优质且稳定，相比同行客户集中度高	17
3.3 产能利用率维持高位，募投新产能满足客户需求	19
4 盈利预测及估值	20
4.1 公司收入利润增长的主要逻辑	20
4.2 估值及建议	21
5 风险提示	21

图表目录

图 1、公司发展历程	1
图 2、公司各产品营业收入结构（亿元）	6
图 3、公司各产品营业收入占比（%）	6
图 4、公司国内外各地区收入占比（%）	6
图 5、2023 年公司前五大客户收入占比（%）	7
图 7、公司股权结构	7
图 7、公司历年营业收入及同比增速（亿元，%）	8
图 8、公司历年归母净利润及同比增速（亿元，%）	8
图 9、公司历年毛/净利率情况（%）	9
图 10、公司历年各业务毛利率情况（%）	9
图 11、公司历年期间费用率情况（%）	9
图 12、公司历年经营性现金流量净额情况（亿元，%）	9
图 13、汽车零部件行业配套体系	10
图 14、2023 年全球汽车零部件供应商百强榜（前十名）	11
图 15、中国百强零部件企业营业收入及增速（亿元，%）	12
图 16、中国百强零部件企业净利润及增速（亿元，%）	12
图 17、零部件企业面临的利润难题	13
图 18、中国汽车塑料件市场规模（亿元，%）	14
图 19、中国汽车塑料件下游构成（%）	14
图 20、中国汽车塑料件行业企业格局	15
图 21、公司及可比公司历年营业收入（亿元，%）	16
图 22、公司及可比公司历年净利润（亿元，%）	16

图 23 、公司及可比公司历年毛利率 (%)	17
图 24 、公司及可比公司历年净利率 (%)	17
图 25 、2020-2023 年 1-6 月公司产品产销量和产销率 (万件, %)	19
表 1 、汽车雨刮系统零部件	2
表 2 、汽车门窗系统零部件	3
表 3 、汽车空调系统零部件及其他	5
表 4 、车身系统构成	9
表 5 、汽车塑料件产品分类	13
表 6 、同行业可比公司	15
表 7 、公司代表性产品的市场占有率情况 (万件, %)	16
表 8 、公司向主要客户的销售模式	18
表 9 、2023 年度同行业上市公司前 5 大客户的收入占比情况	18
表 10 、募投项目预期新增产能	19
表 11 、销售收入结构预测	20
表 12 、可比公司估值	21

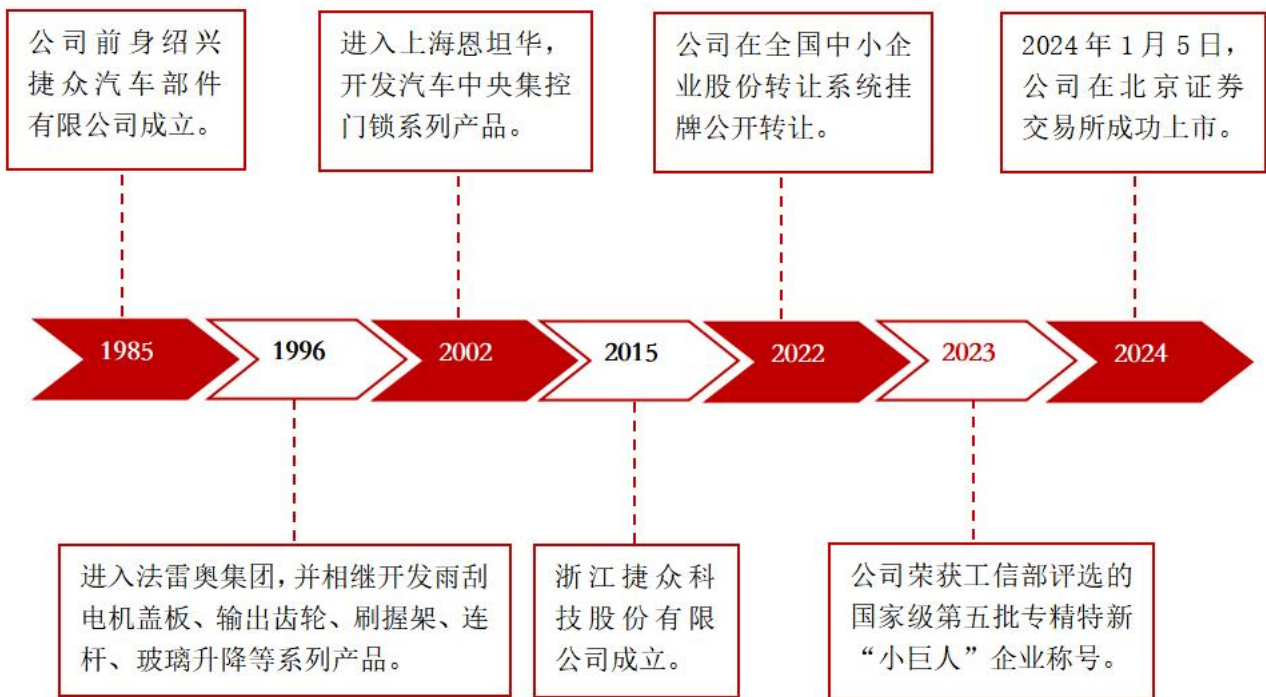
1 公司介绍：成为国际一流的汽车高端部件制造商

公司是一家专注于生产汽车雨刮系统零部件，汽车玻璃升降器系统零部件，汽车中央集控门锁零部件，轿车门内板系统零部件，以及汽车挡风玻璃洗涤系统总成等的生产型公司。尤其是设计、生产、加工精密塑料齿轮。精密注塑件在国内具有很高的知名度。本公司产品主要用于奔驰、宝马、上汽大众、上汽通用、一汽大众、北京现代、东风悦达起亚、长安福特等知名品牌汽车，并且是上汽通用一级供应商。

1.1 发展历程：绑定头部客户超二十年，专精特新“小巨人”企业

1985年，公司前身绍兴捷众汽车部件有限公司成立；1996年，公司进入法雷奥集团，并相继开发出雨刮电机盖板、输出齿轮、刷握架、连杆、玻璃升降等系列产品；2002年，公司进入上海恩坦华，开发汽车中央集控门锁系列产品；2015年，浙江捷众科技股份有限公司成立；2022年，公司在全国中小企业股份转让系统挂牌公开转让；2023年，公司荣获工信部评选的国家级第五批专精特新“小巨人”企业称号；2024年，2024年1月5日，公司在北京证券交易所成功上市，证券简称：捷众科技，证券代码：873690。

图 1、公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，江海证券研究发展部

1.2 产品介绍：定位汽车零部件二级供应商，精密注塑件具备较高知名度

公司主要产品为汽车雨刮系统零部件、汽车门窗系统零部件和汽车空调系统零部件，尤其是精密塑料齿轮等精密注塑件在国内具有较高的知名度。公司主要为法雷奥、恩坦华、东洋机电等全球领先的汽车零部件一级供应商提供各类零部件产品，是上汽通用的一级供应商。公司产品最终用于奔驰、宝马、奥迪、大众和通用等知名品牌汽车，以及特斯拉、比亚迪、理想、蔚来和小鹏等新能源汽车。

表 1、汽车雨刮系统零部件

产品系列	具体品名	产品示例	用途特点
汽车微电机系统	精密注塑齿轮		用于电动雨刮电机，是电机中的关键部件，采用 POM 等塑料一次注塑成型，具有尺寸精度高、自润滑性好、啮合噪声低、使用寿命长等优点
	电机盖板		全封闭防水型雨刮电机盖板，带有用高分子材料制成的透气膜，对于全封闭的雨刮电机具有防水、透气的功能
	刷握架		是将电源连接到高速旋转电枢的一种重要电器零件，具有热保护功能和电磁兼容性功能
汽车雨刮传动系统	连杆		采用优质热镀锌板钢板制作而成，具有抗腐蚀性强、机械强度高优异性能。连杆上的球套采用高性能长碳链工程塑料，优点是高耐磨、长寿命、噪声低

	固定管		采用热镀锌管，电脑控制的弯管机一次折弯而成，尺寸一致性好
	固定板		采用优质的钢板，主要用于雨刮电机安装、固定
汽车玻璃洗涤系统	洗涤壶总成		由上下壶体热铆而成，特点是工艺简单、外观漂亮，气密性好

资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

表 2、汽车门窗系统零部件

产品系列	具体品名	产品示例	用途特点
汽车微电机系统	精密注塑齿轮		采用 POM 等塑料一次注塑成型，具有尺寸精度高、自润滑性好、啮合噪声低、使用寿命长等优点
	电机盖板		摇窗电机盖板，具有防水、透气的功能
汽车门内板系统	滑块		采用 POM 等塑料一次注塑成型，固定于门内板内侧，与滑杆连接实现对车门的限位

	<p>盖板</p>		<p>采用 PP30LGF 等塑料一次注塑成型</p>
	<p>减速箱及其他</p>		<p>采用 PBT&PA66 等, 用于装夹车窗玻璃和电机, 连接电机带动玻璃升降, 具有强度高、加工方便等优点</p>
	<p>双槽</p>		<p>采用 PBT 等塑料一次注塑成型, 与拉杆配合用于触发门锁信号, 具有触发灵敏度高、抗干扰性强等优点</p>
	<p>单槽</p>		<p>采用 PBT 等塑料一次注塑成型, 与拉杆配合用于触发门锁信号, 具有触发灵敏度高、抗干扰性强等优点</p>
	<p>拉杆</p>		<p>采用 PBT 等塑料一次注塑成型, 与单双槽壳体配合用于触发门锁信号, 具有触发灵敏度高、抗干扰性强等优点</p>
	<p>执行机轴</p>		<p>采用 PBT 等塑料一次注塑成型, 用于摆柄传动, 具有轻便、易塑形、造型多变等优点</p>

资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

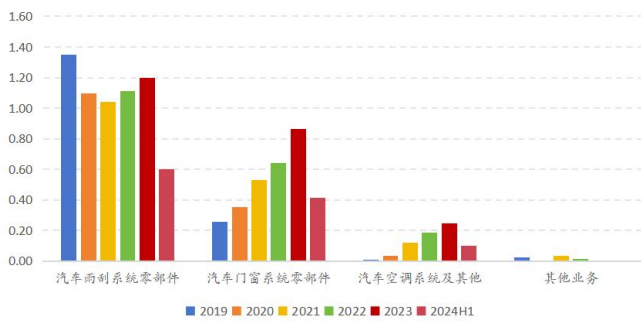
表 3、汽车空调系统零部件及其他

产品系列	具体品名	产品示例	用途特点
汽车空调系统零部件	盖板		利用 PC/ABS 等工程塑料一次注塑成型,用于汽车空调控制器壳体
	壳体		利用 PC/ABS 等工程塑料一次注塑成型,用于汽车空调控制器壳体
其他	油门踏板零部件		利用 PA66/PBT/PA6 等高强度工程塑料一次注塑成型,用于汽车油门踏板
	冷却风扇		利用 PA6 等高强度工程塑料一次注塑成型,用于汽车发动机冷却风扇

资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

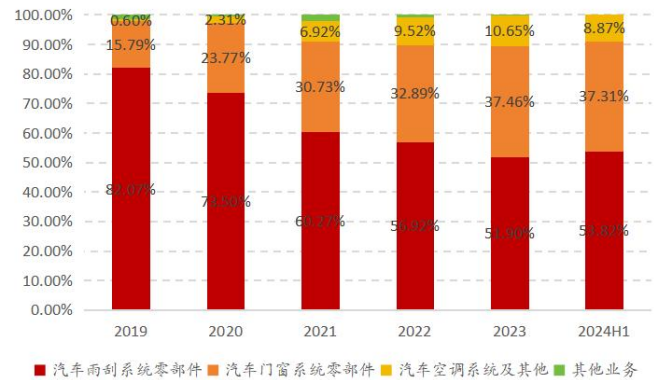
分产品来看,截止到 2024 年上半年,汽车雨刮系统零部件业务占比最高,汽车门窗系统零部件业务收入增速较快。2024 年上半年,汽车雨刮系统零部件业务实现收入 0.60 亿元,同比增长 19.76%,占主营业务收入的比重为 53.82%;汽车门窗系统零部件业务实现收入 0.42 亿元,同比增长 26.87%,占主营业务收入的比重为 37.31%;汽车空调系统及其他业务实现收入 0.10 亿元,同比增长 6.63%,占主营业务收入的比重为 8.87%。汽车门窗系统零部件营业收入增长较快,主要系上海恩坦华的汽车门窗系统零部件业务增加所致。

图 2、公司各产品营业收入结构 (亿元)



资料来源: iFind, 江海证券研究发展部

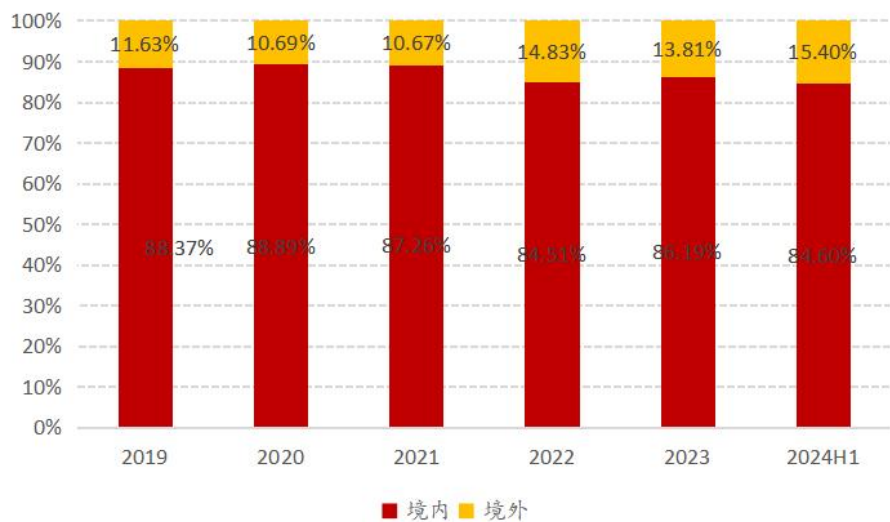
图 3、公司各产品营业收入占比 (%)



资料来源: iFind, 江海证券研究发展部

分地区来看, 截止到 2024 年上半年, 公司收入以内销为主。2024 年上半年, 内销实现营业收入为 0.94 亿元, 同比增长 18.28%, 占营业收入的比重为 84.60%; 外销实现营业收入为 0.17 亿元, 同比增长 38.20%, 占营业收入的比重为 15.40%。公司一直重视国际市场的开拓, 目前产品已销往墨西哥、波兰、法国、德国、泰国等地。随着公司产能的增加和国际市场开拓力度的加大, 预计未来公司外销收入将进一步增长。

图 4、公司国内外各地区收入占比 (%)

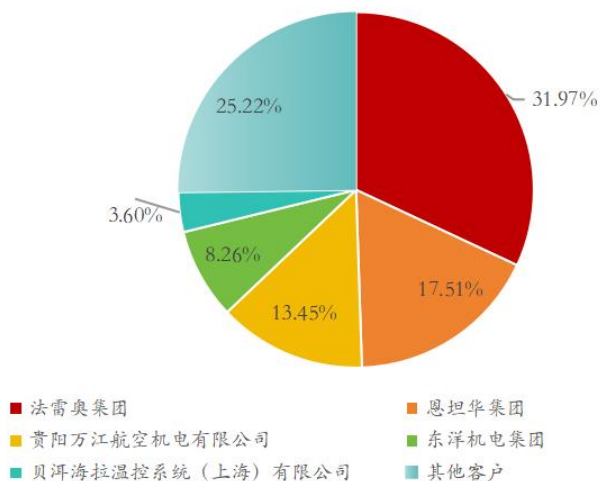


资料来源: 公司公告, iFind, 江海证券研究发展部

分客户来看, 2023 年公司前五大客户占比合计为 74.78%, 第一大客户占比高达 31.97%。公司拥有稳定的优质客户群体, 包括法雷奥、恩坦华、东洋机电等全球知名零部件一级供应商和上汽通用等主流整车厂商。上述企业对供应商的选择较为严格, 需要经过长时间的考察及小批量试供货, 待完全满足要求后才能被选定为合格供应商。合格供应商会与下游客户保持长期、

稳定的合作关系，一般情况下不会被轻易更换。公司在保持现有客户的同时，积极拓展国内外市场，扩大产品的市场份额，为公司持续稳定发展提供后续保障。目前公司已经开拓的海外市场包括墨西哥、波兰等国家和地区。稳定、优质的客户资源可有效推动公司业务的发展和产品品质的提升，同时也在一定程度上保证了公司销售账款回收的可靠性。

图 5、2023 年公司前五大客户收入占比 (%)



资料来源：公司公告，iFind，江海证券研究发展部

1.3 股权结构：实控人持股比例集中，股权结构较为稳定

截至 2024 年 9 月 30 日，孙秋根、董珍珠和孙坤分别直接持有公司 26.15%、14.38%和 7.85%的股份，孙秋根、董珍珠通过瑞众投资间接持有公司 6.02%的股份，此外通过一致行动协议控制公司 10.99%的股份。孙秋根、董珍珠和孙坤等一致行动人合计控制公司 65.39%的股份，其中孙秋根、董珍珠和孙坤为公司的控股股东和实际控制人。

图 7、公司股权结构



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

1.4 财务分析：收入规模快速增长，盈利能力稳中有升

公司 2019-2024 年前三季度收入保持稳定增长态势。2019-2023 年，公司营业收入由 1.65 亿元增长至 2.31 亿元，年化复合增长率为 8.78%；归母净利润由 0.26 亿元增长至 0.40 亿元，年化复合增长率为 11.37%。2024 年前三季度公司实现营业收入 1.88 亿元，同比增长 15.16%；实现归母净利润 0.44 亿元，同比增长 61.30%。

图 7、公司历年营业收入及同比增速（亿元，%）



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

图 8、公司历年归母净利润及同比增速（亿元，%）



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

毛利率方面，2024 年前三季度毛利率和净利率均稳中有升。2024 年前三季度销售毛利率为 38.88%，同比提升 4.47pct；销售净利率为 23.65%，同比提升 6.76pct，其中财务费用率和研发费用率分别下降 1.06pct 和 0.19pct，其他收益/营业收入同比提升 1.01pct，其他收益同比增长 103.19%，主要系 2024 年前三季度收到 2023 年度国家级专精特新“小巨人”企业奖励等政府补助的金额较 2023 年同期增长较大，以及享受先进制造业企业增值税加计抵减政策所致。

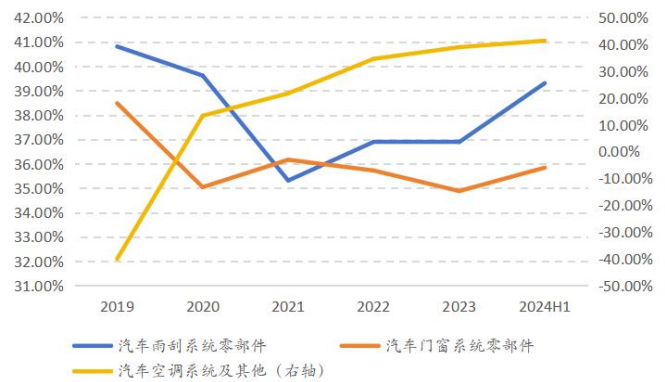
现金流方面，2024 年前三季度公司经营活动产生的现金流量净额为 0.39 亿元，同比增长 60.88%，主要系本期销售收入较 2023 年同期增长，收到客户回款增加，本期收到 2023 年度国家级专精特新“小巨人”企业奖励等大额政府补助较上年同期大幅增长，以及 2023 年公司增值税制度性留抵退税等扶持政策的退出、前期税收缓缴金额在 2023 年同期缴纳，导致 2023 年同期经营活动产生的现金流量净额减少的综合影响所致。

图 9、公司历年毛/净利率情况 (%)



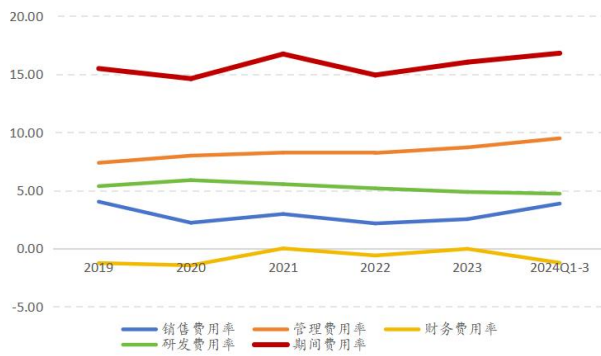
资料来源: iFind, 江海证券研究发展部

图 10、公司历年各业务毛利率情况 (%)



资料来源: iFind, 江海证券研究发展部

图 11、公司历年期间费用率情况 (%)



资料来源: iFind, 江海证券研究发展部

图 12、公司历年经营性现金流量净额情况 (亿元, %)



资料来源: iFind, 江海证券研究发展部

2 汽车零部件行业发展概况

2.1 全球汽车零部件行业发展概况

汽车零部件是指组成汽车各个部分的基本单元, 是汽车行业的重要组成部分, 也是支撑汽车工业持续健康发展的必要因素。一辆汽车通常由上万个零部件组装而成, 主要包括发动机、底盘、车身和电气设备四大部分。其中, 车身安装在底盘的车架上, 用以驾驶员、乘客乘坐或装载货物。车身系统包括车身壳体 (白车身)、车门、外饰件、内饰件、车身附件、座椅等。

表 4、车身系统构成

分类	构成简介
车身壳体	是全体车身部件的安装基础, 通常是指主要承力元件 (纵、横梁和支架等) 以及与其相连的部件共同组成的刚性空间结构。
车门	主要包括门外板、门内护板、窗框等部件。
外饰件	主要包括保险杠、灯具和后视镜等附件, 以及装饰条、标识等装饰件。
内饰件	主要包括仪表盘、顶棚、地毯等表面覆饰物。

车身附件	主要包括门锁、门铰链、风窗刮水器、内视镜等。
座椅	车身内重要装置之一，由座椅骨架、坐垫、靠背、滑轨、调节机构组成。

资料来源：明阳科技招股说明书，江海证券研究发展部

整车制造企业的零部件配套体系是由“零件→组件→部件→系统→系统总成”形成的金字塔式配套体系。在全球经济一体化分工明确的汽车产业链体系下，整车制造企业主要进行车型开发设计、整机组装和终端品牌经营，零部件企业负责零部件的模块化、系统化开发设计和制造。零部件供应商通常划分为一级、二级、三级供应商，其中一级零部件供应商直接配套整车厂，主要供应系统或系统总成，二、三级供应商主要为一级供应商配套产品，二级供应商一般供应组件或部件，三级供应商一般供应零件或小组件。

图 13、汽车零部件行业配套体系



资料来源：明阳科技招股说明书，Wind，江海证券研究发展部

《美国汽车新闻》（Automotive News）发布了 2023 年全球汽车零部件供应商百强榜。根据最新榜单，前 4 名仍旧是博世、电装、采埃孚和麦格纳国际；宁德时代位列第 5 名，是前 10 中唯一的一家中国企业；现代摩比斯保持第 6 的排名不变；爱信精机的排名从第 5 名滑落至第 7 名；佛瑞亚的排名滑落 1 名至第 8 名；大陆集团名次下滑 1 名至第 9 名；李尔则保持第 10 的排名不变。

就中国企业来看，2023 年共有 13 家企业上榜，较 2022 年的榜单多 4 家。新上榜的中国企业分别为宁德时代、均胜电子、宁波华翔电子和精诚工科汽车系统有限公司。2022 年上榜的 9 家中国企业延锋、北京海纳川、中信戴卡、德昌电机、敏实集团、诺博汽车系统、德赛西威、宁波拓普集团和安徽中鼎密封件股份有限公司 2023 年继续上榜。

图 14、2023 年全球汽车零部件供应商百强榜（前十名）

2023年全球汽车零部件供应商百强榜（盖世汽车整理）							
2023年排名	公司	公司名称（英）	总部所在地	2022年营收（亿美元）	2021年营收（亿美元）	2022年排名	排名变化
1	罗伯特·博世	Bosch Group	德国	504.56	491.44 (f)	1	0
2	电装	Denso Corp.	日本	479	435.69 (fe)	2	0
3	采埃孚	ZF Friedrichshafen	德国	421.06 (f)	393 (f)	3	0
4	麦格纳国际	Magna International Inc	加拿大	378.4 (f)	362.42 (t)	4	0
5	宁德时代	CATL	中国	335 (fe)	150.75 (fe)	/	/
6	现代摩比斯	Hyundai Mobis	韩国	321.92	290.73	6	0
7	爱信精机	Aisin Corp.	日本	312.28	334.76	5	-2
8	佛瑞亚	FORVIA	法国	268.35 (f)	272.7 (f)	7	-1
9	大陆	Continental	德国	254.01 (f)	241.97 (f)	8	-1
10	李尔	Lear Corp.	美国	208.92 (f)	192.63 (f)	10	0

资料来源：盖世汽车，江海证券研究发展部

全球汽车零部件行业发展趋势呈现以下特点：

(1) 采购全球化

在全球一体化背景下，面对日益激烈的竞争，世界各大汽车公司为了降低成本，在扩大生产规模的同时逐渐减少汽车零部件的自制率，采用零部件全球采购策略。同时，国际零部件供应商为了获取更大利益，减少甚至停止其部分不占竞争优势产品的生产，转而在全球采购具有比较优势的产品。

(2) 系统配套、模块化供应逐渐兴起

日益激烈的市场竞争迫使整车厂商从采购单个零部件转变为采购整个系统。这一转变不仅有利于整车厂商充分利用零部件企业专业优势，且简化了产品配套环节，缩短了新产品开发周期。系统供应商由于日益深入参与整车厂商新产品的研发、设计、生产过程，其技术和经济实力也逐步强大。系统配套催生了零部件企业的模块化供应，在模块化供应中，零部件企业承担起更多的新产品、新技术开发工作，整车厂商在产品及技术上越来越依赖零部件企业，零部件企业在汽车产业中的地位越来越重要。

(3) 产业转移速度加快

欧美、日本等发达国家的劳动力成本较高，导致这些国家生产的汽车零部件产品缺乏成本优势。为应对市场竞争，上述国家的大型汽车零部件企业加快了产业转移速度，不但向低成本国家和地区大规模转移生产制造环节，而且将转移范围逐渐延伸到了研发、设计、采购、销售和售后服务环节，转移的规模越来越大，层次越来越高。中国、印度等国成为吸引全球汽车零部件产业转移的主要目的地。

(4) 优势企业市场份额渐趋集中

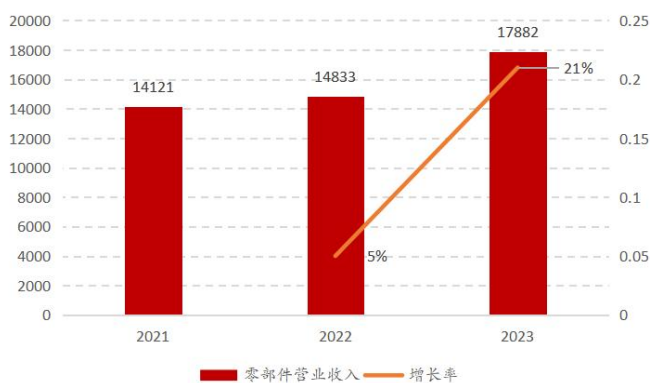
在专业化分工日趋细致的背景下，整车厂商由传统的纵向经营、追求大

而全的生产模式向精简机构、以开发整车项目为主的专业化生产模式转变，行业内形成了一级零部件供应商、二级零部件供应商、三级零部件供应商等多层次分工的金字塔结构。一般来说，层级越低，该层级的供应商数量也就越多。而当前零部件生产企业的大型集团化，已逐步导致整车厂商与一级零部件供应商之间的结构发生相应的变化。随着零部件企业集团化的不断深化，汽车行业已日益形成少数几家零部件企业垄断了某个零部件的生产，而提供给多家整车厂商的结构。

2.2 中国汽车零部件行业发展概况

中国百强零部件企业营收规模及利润总额快速持续上升。相较 2022 年疫情造成的“低增收低增利”，中国上榜企业零部件营业规模在 2023 年快速提升，总体增长率约 20%，整体利润规模也迎来爆发式增长，增幅接近 50%。其中，98% 的上榜企业实现营收上升，超 60% 的企业实现利润增长。

图 15、中国百强零部件企业营业收入及增速（亿元，%）



资料来源：《2024 全球汽车供应链核心企业竞争力白皮书》，江海证券研究发展部

图 16、中国百强零部件企业净利润及增速（亿元，%）



资料来源：《2024 全球汽车供应链核心企业竞争力白皮书》，江海证券研究发展部

随着市场规模的扩大、全球化采购的增长、技术创新的推进以及产业专业分工的明确，中国汽车零部件产业在六大汽车产业集群中逐渐形成了具有区域特色的集群。这些集群在地理上相对集中，拥有完善的产业链和配套体系，为企业提供了便捷的生产和配套服务。

其中，长三角汽车产业集群作为国内最强大的汽车产业集群，拥有主机厂、关键零部件企业、资本和人才的密集优势，汽车产业链条完整，代表整车制造企业包括特斯拉、蔚来、零跑、吉利、上汽等；大湾区汽车产业集群以强大的创新能力著称，汽车电子产业尤为发达，代表整车制造企业有广汽、埃安、比亚迪、小鹏等；西三角汽车产业集群优势在于资源丰富，重工业基础坚实，传统汽车制造体系完备，代表整车制造企业包括长安、吉利、比亚迪、赛力斯、福特、沃尔沃等；华北汽车产业集群集中了众多研发机构和总

部机构，北京在技术、人才和市场方面具有优势，天津在新能源汽车集群方面表现突出，而河北则以制造基地为特色，代表整车制造企业有北汽、理想、长城、小米、奔驰等；中部地区汽车产业集群以湖北作为核心，拥有东风汽车等关键企业，形成了以“中国车谷”为中心，“武襄十随”汽车走廊产业带为支撑，宜昌等地多点发力的格局；东北汽车产业集群拥有一批历史悠久、实力雄厚的汽车及配套企业。中国重要汽车产业基地之一——长春拥有一汽集团等大型企业，商用车和乘用车制造领域基础深厚。

中国汽车零部件企业面临充满机会和挑战的发展环境。全球化进入新阶段，但国际局势不明朗，海外的区域本土化要求不断提高；国内则竞争愈发白热化，产品研发上市周期不断缩短，对企业研发和产品的要求更加多样。从自身整体发展情况来看，中国零部件企业规模和利润均虽然有所提升，但仍然持续面临盈利压力，在持续进行的业务转型中亟需提升研发和不同业务的管理能力，同时加强应对危机的管控能力。

图 17、零部件企业面临的利润难题



资料来源：《2024 全球汽车供应链核心企业竞争力白皮书》，江海证券研究发展部

2.3 注塑零部件用量逐年增加，行业集中度逐步提升

汽车塑料件是指在汽车制造中使用的塑料制品，用于各种用途，如外装件、内饰件、结构件等，塑料件在汽车制造中越来越常见，因为塑料具有轻量、耐用、成本效益和设计自由度高等优点，可以满足汽车制造的多种需求。

表 5、汽车塑料件产品分类

产品分类	功能
外装件	以塑代钢，增加塑料制品的应用量，减轻汽车重置，达到节能的目的，如保险杠等。
内饰件	以安全、环保、舒适为应用特征，用可吸收冲击能里和振动能量的弹性体和发泡塑料制造仪表盘、座椅、头枕等制品，以减轻碰撞时对人的伤害，提高汽车的安全系数。

功能结构件	多采用高强度工程塑料，减轻重里，降低成本，简化工艺。如用塑料燃油箱:发动机和底盘上的一些要件等。
-------	--

资料来源：智研咨询，江海证券研究发展部

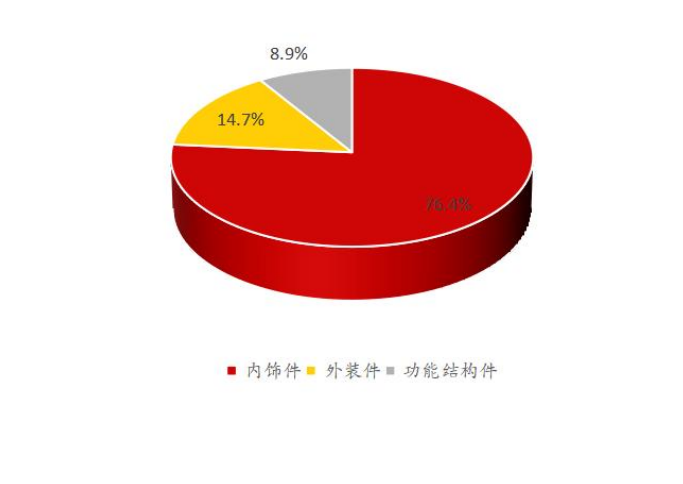
从国内市场来看，2021年“碳达峰”相关行动方案出台，2022年各地“十四五”能源规划陆续落地，随着相关减碳要求的加速实施，节能减排已成为汽车行业发展的重中之重，在此背景下，中国汽车塑料件行业迎来黄金发展期，2022年中国汽车塑料件需求量达492.9万吨，销售均价达1.99万元/吨，市场规模达980.9亿元，其中，内饰件占比高达76.4%，外装件约占14.7%，结构件约占8.9%，未来，随着汽车塑料化趋势成型，汽车塑料件的应用推广有望提速，整个行业将继续保持高速发展态势，市场前景广阔。

图 18、中国汽车塑料件市场规模（亿元，%）



资料来源：智研咨询，江海证券研究发展部

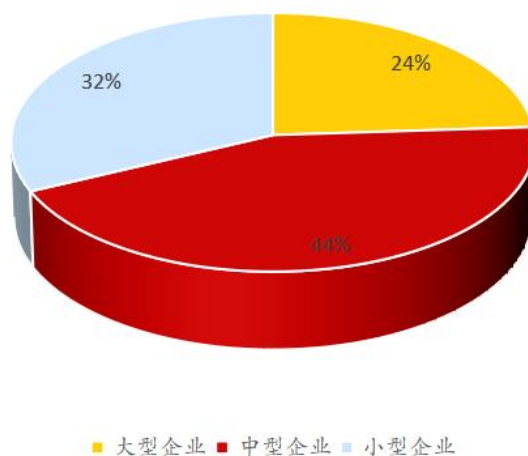
图 19、中国汽车塑料件下游构成（%）



资料来源：智研咨询，江海证券研究发展部

随着中国汽车行业的高速发展，汽车塑料件企业也迅速崛起，与此同时，凭借在国际市场中的比较优势，国内零部件企业也逐步进入国际汽车巨头的采购体系，步入国际市场，然而中国汽车零部件生产企业数量众多，行业多数企业生产规模较小，市场集中度较低，随着市场竞争的发展，汽车零部件企业面临着下游整车产品价格下降，以及上游原材料价格上涨的压力，进而压缩行业整体利润水平。根据市场竞争优胜劣汰的规律，大、中型企业凭借技术、产品优势将进一步占领市场份额，未来行业集中度有望进一步提升。

图 20、中国汽车塑料件行业企业格局



资料来源：智研咨询，江海证券研究发展部

3 产品集中+客户优质增厚公司盈利，募投新产能解决产能瓶颈

3.1 公司产品品类集中，代表产品市占率较高

公司目前的主要产品为汽车雨刮、门窗和空调系统零部件，主要产品应用领域较为集中。我们选取肇民科技、凯众股份、超捷股份和松原股份作为公司的同行业可比公司，相较可比公司而言，公司在规模、人员等方面存在一定差距，因而产品种类及覆盖度较低。

表 6、同行业可比公司

公司名称	主要产品	主要应用领域	下游客户
肇民科技	精密注塑件	汽车领域（发动机周边、传动系统、制动系统）、高端厨卫家电等领域	整车厂等
凯众股份	底盘悬架系统减震元件、操控系统轻量化踏板总成、电子驻车制动系统产品	汽车领域（车辆底盘、操控系统、制动系统）	整车厂
超捷股份	螺钉螺栓、异形连接件、塑料紧固件	汽车领域（涡轮增压系统、底盘系统、视觉系统、内外饰件）、电子电器领域、通信领域	整车厂、一级零部件供应商等
松原股份	安全带零部件及总成、特殊座椅安全装置零部件及总成	汽车领域（乘坐安全装置）	整车厂
捷众科技	注塑件、冲压件	汽车领域（雨刮、门窗、空调系统）	一级零部件供应商

资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

由于精密注塑齿轮是公司汽车雨刮系统零部件和汽车门窗系统零部件的主要产品，为便于测算公司主要产品的市场占有率，选取雨刮电机齿轮作为汽车雨刮系统零部件的代表性产品，选取汽车门锁电机齿轮作为汽车门窗系统零部件的代表性产品。而汽车空调设备壳体是公司汽车空调系统零部件的主要产品，所以选取壳体作为代表性产品。公司以汽车雨刮系统零部件起家，二十多年来深耕该领域，截止到2023年6月30日，代表性产品雨刮电机齿轮的市场占有率在25%左右，市场份额较高。

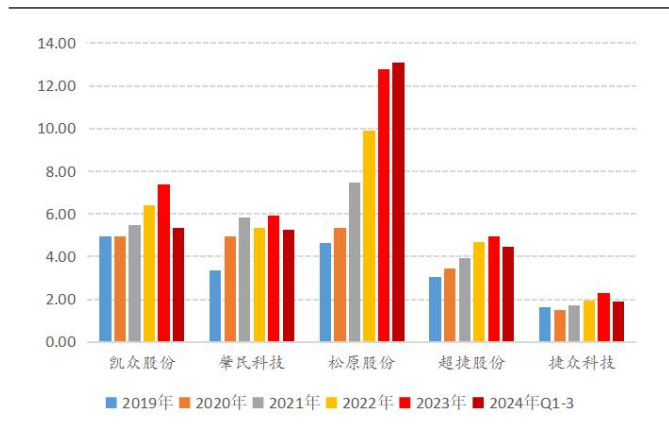
表 7、公司代表性产品的市场占有率情况（万件，%）

产品名称	2023 年 1-6 月		2022 年度	
	销量	市场占有率	销量	市场占有率
雨刮电机齿轮	285.46	25.92%	578.04	24.77%
汽车门锁电机	第一类	7.99%	206.76	7.91%
	第二类		325.2	
汽车空调壳体	90.92	8.26%	203.77	8.73%

资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

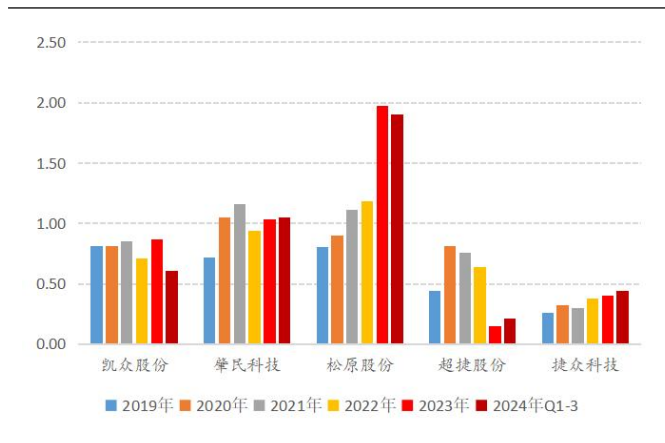
截止到2024年前三季度，在可比公司中，公司营业收入排名第5，净利润排名第4，毛利率和净利率均位列第1。公司综合毛利率的波动趋势与同行业可比公司存在差异主要系：1) 产品种类及应用领域不同；2) 外销产品对毛利率变动的贡献率不同。

图 21、公司及可比公司历年营业收入（亿元，%）



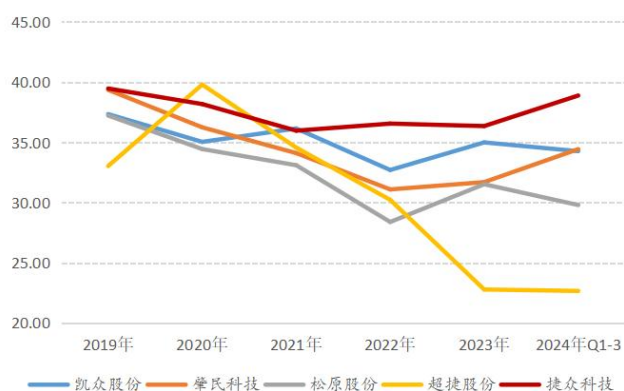
资料来源：iFind，江海证券研究发展部

图 22、公司及可比公司历年净利润（亿元，%）



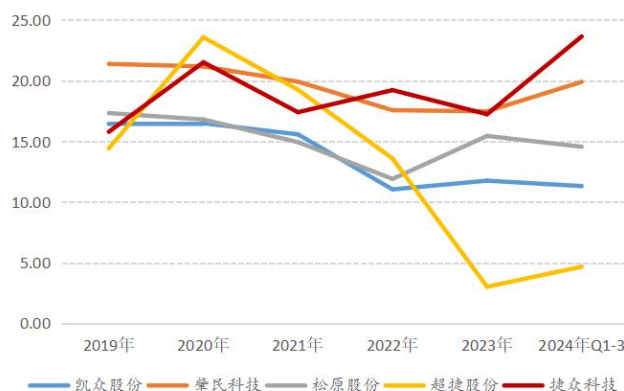
资料来源：iFind，江海证券研究发展部

图 23、公司及可比公司历年毛利率 (%)



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

图 24、公司及可比公司历年净利率 (%)



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

3.2 客户资源优质且稳定，相比同行客户集中度高

公司拥有稳定的优质客户群体，包括法雷奥、恩坦华、东洋机电等全球知名零部件一级供应商和上汽通用等主流整车厂商。上述企业对供应商的选择较为严格，需要经过长时间的考察及小批量试供货，待完全满足要求后才能被选定为合格供应商。合格供应商会与下游客户保持长期、稳定的合作关系，一般情况下不会被轻易更换。公司在保持现有客户的同时，积极拓展国内外市场，扩大产品的市场份额，为公司持续稳定发展提供后续保障。目前公司已经开拓的海外市场包括墨西哥、波兰等国家和地区。稳定、优质的客户资源可有效推动公司业务的发展和产品品质的提升，同时也在一定程度上保证了公司销售账款回收的可靠性。

根据 2023 年年报披露，公司前五大客户分别为法雷奥、恩坦华、贵阳万江航空、东洋机电和贝洱海拉温控系统（上海）有限公司。其中，公司第一大客户法雷奥集团系全球主要的汽车零部件供应商，为世界知名汽车厂提供配套，在汽车动力总成、节能减排和电子新能源等方面有独特的经验与技术优势，公司服务的法雷奥旗下公司包括：常熟法雷奥汽车雨刮系统有限公司、上海法雷奥汽车电机雨刮系统有限公司、台州法雷奥温岭汽车零部件有限公司、法雷奥汽车内部控制（深圳）有限公司、墨西哥法雷奥（VaLeo Sistemas Electricos SA de CV）、波兰法雷奥（Valeo Autosystemy Sp Zoo SSC）以及其他法雷奥旗下公司。公司向主要客户的销售模式如下表：

表 8、公司向主要客户的销售模式

客户名称	配比采购多 类型/单独采 购	产品覆盖度	签约方式	应用场景	终端整车厂客户 情况
法雷奥集团	单独采购	雨刮系统产品占比 99%	与各子公司分别 签约	进一步组装生 产对外销售	大众、通用、福 特、戴姆勒等， 大部分主机厂均 涉及
恩坦华集团	单独采购	门窗系统产品占比 97%	与各子公司分别 签约	进一步组装生 产对外销售	大众、通用、长 城、奇瑞、长安、 广汽、上汽等
东洋机电集团	单独采购	雨刮系统占比 78%、 门窗系统产品占比 21%	与各子公司分别 签约	进一步组装生 产对外销售	起亚、现代、通 用等
贵阳万江航空 有限公司	单独采购	雨刮系统产品占比 68%、门窗系统产品 占比 30%	与各子公司分别 签约	进一步组装生 产对外销售	比亚迪、大众、 吉利等
贝洱海拉温控系统 (上海) 有限公司	单独采购	空调系统产品占比 98%	与各子公司分别 签约	进一步组装生 产对外销售	大众、吉利、宝 马、保时捷等

资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

公司同行业可比公司的前五大客户销售占比的平均值为 49.57%，第一大客户的销售占比平均值为 19.06%，因此，我们认为客户集中属于行业共有的特点。与此同时，公司的前五大客户集中度高于同行业可比公司，主要系公司发展战略选择所致。公司整体规模小于上述同行业可比公司，产品种类及覆盖度亦相对较低。目前公司整体战略为将有限的产能集中在汽车雨刮、门窗和空调系统领域，不断提高市场占有率，集中服务长期合作的优质大客户。

表 9、2023 年度同行业上市公司前 5 大客户的收入占比情况

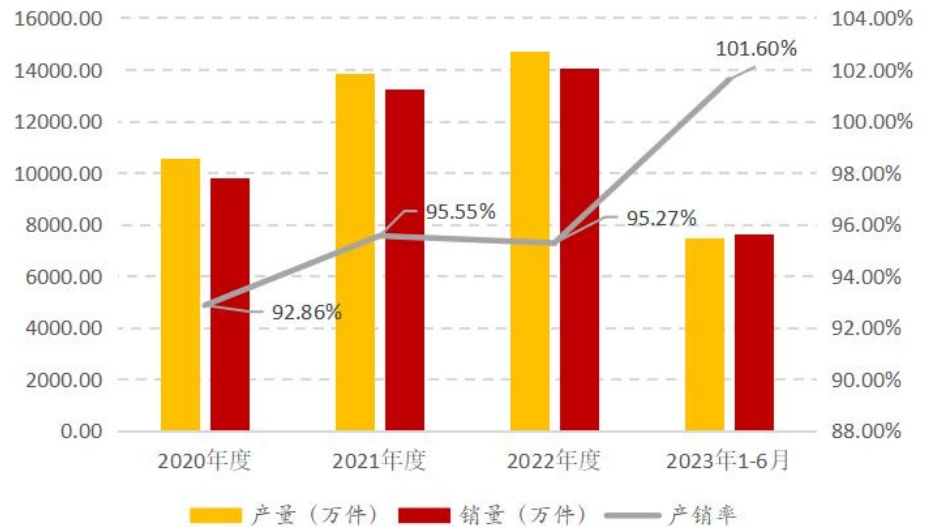
股票代码	公司名称	前五大客户销售占比	第一大客户销售占比
301000	肇民科技	44.38%	15.09%
603037	凯众股份	58.46%	27.06%
301005	超捷股份	30.00%	9.32%
300893	松原股份	65.42%	24.77%
行业平均		49.57%	19.06%
873690	捷众科技	74.78%	31.97%

资料来源：各公司公告，江海证券研究发展部

3.3 产能利用率维持高位，募投新产能满足客户需求

随着汽车行业轻量化趋势的深入发展，客户对于公司产品需求持续扩大，推动公司收入规模快速增长，促使公司汽车零部件产品销量呈现逐年增长趋势，产销率也保持在较高水平，2020-2023年1-6月产销率均维持在92%以上的较高水平。

图 25、2020-2023 年 1-6 月公司产品产销量和产销率（万件，%）



资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

公司拟募集资金 1.9 亿元，其中 1.4 亿元投向新能源汽车精密零部件智造项目，0.5 亿元用于补充流动性资金。募投项目正式达产后，预期新增模具产能 300 套，新增塑料零部件产能 8000 万套，新增精密冲压件产能 800 万套。公司募投项目建设稳步推进中，预计于 2026 年 5 月投产，募投项目稳定运作后，将为公司带来持续的效率和现金流。

表 10、募投项目预期新增产能

产品大类	产品品种	年产量	
		单位	数据
模具	精密注塑件模具	套	300
塑料零部件	精密注塑齿轮	万件	2990
	精密嵌件注塑盖板	万件	580
	精密注塑壳体	万件	4430
精密冲压件	真空泵支架精密冲压件	万件	50
	门锁精密冲压件	万件	550
	连杆固定管等冲压件	万件	200

资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

4 盈利预测及估值

4.1 公司收入利润增长的主要逻辑

公司 2024-2026 年各业务毛利率预测：相对于汽车零部件，模具因开发周期长，技术标准高等特点，其平均毛利率水平通常高于汽车零部件，同时，公司外销产品的定价和毛利率水平通常高于内销产品。未来随着海外收入占比提升，公司 2024 年各业务毛利率有望维持 2024 年中报的增长趋势；考虑到汽车零部件行业的年降规律（公司与主要客户签署的合同对年降机制也会有明确约定，降价年限一般是 3-5 年，降价比例一般为 1%-5%），会对冲模具收入（2026 年 5 月投产）占比和海外收入占比提升带来的毛利率提升，我们预计公司 2025 年和 2026 年各业务的毛利率有望和 2024 年持平。

(1) 汽车雨刮系统零部件：参考 2024 年中报该业务的增速，我们预计该业务 2024-2026 年的营业收入分别为 143.97、172.77、207.32 百万元；毛利率分别为 41.39%、41.39%、41.39%。

(2) 汽车门窗系统零部件：参考 2024 年中报该业务的增速，主要系上海恩坦华的汽车门窗系统零部件业务增加所致，我们预计该业务 2024-2026 年的营业收入分别为 109.98、131.97、158.37 百万元；毛利率分别为 37.88%、37.88%、37.88%。

(3) 汽车空调系统及其他：我们预计该业务 2024-2026 年的营业收入分别为 27.08、29.78、32.76 百万元；毛利率分别为 43.41%、43.41%、43.41%。

表 11、销售收入结构预测

业务	项目	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总计	营业收入（百万元）	195.38	231.19	281.02	334.52	398.45
	YOY	13.25%	18.33%	21.56%	19.04%	19.11%
	营业成本（百万元）	124.25	147.15	168.03	200.10	238.44
	毛利率（%）	36.40%	36.35%	40.21%	40.18%	40.16%
汽车雨刮系统零部件	营业收入（百万元）	111.21	119.98	143.97	172.77	207.32
	YOY	6.95%	7.88%	20.00%	20.00%	20.00%
	营业成本（百万元）	70.18	75.72	84.39	101.26	121.52
	毛利率（%）	36.90%	36.89%	41.39%	41.39%	41.39%
汽车门窗系统零部件	营业收入（百万元）	64.26	86.60	109.98	131.97	158.37
	YOY	21.21%	34.75%	27.00%	20.00%	20.00%
	营业成本（百万元）	41.31	56.39	68.32	81.98	98.38
	毛利率（%）	35.72%	34.88%	37.88%	37.88%	37.88%
汽车空调系统及其他	营业收入（百万元）	19.90	24.61	27.08	29.78	32.76
	YOY	28.27%	23.69%	10.00%	10.00%	10.00%
	营业成本（百万元）	12.76	15.04	15.32	16.85	18.54

汽车工业景气度又与宏观经济周期、行业政策紧密相关。

当宏观经济处于上升阶段时，汽车消费需求旺盛，汽车行业发展迅速；反之当宏观经济处于下滑阶段时，汽车消费需求低迷，汽车行业发展放缓。若未来全球经济和国内宏观经济形势恶化，或者国家产业政策发生不利变化，则可能导致我国汽车行业产销量下滑的风险，从而对公司生产经营和盈利能力造成不利影响。

原材料价格波动风险。公司产品的主要原材料包括塑料粒子、镀锌板等。直接材料是公司主营业务成本的主要构成部分，原材料价格的波动将直接影响公司的生产成本和盈利水平。如果未来主要原材料价格出现剧烈变化，且公司未能通过有效措施消除原材料价格波动形成的不利因素，将可能对公司经营业绩产生一定的影响。

市场竞争加剧的风险。近年来国内汽车产业的快速发展，将吸引更多的企业进入汽车产业链或促使现有的汽车上游零部件生产企业扩大产能，未来的市场竞争将会加剧。如果未来公司不能在日趋激烈的市场竞争中提高竞争力，将面临产品市场份额下降的风险，进而对公司的经营业绩造成不利影响。

附录:

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	195	310	361	432	503
现金	51	127	155	184	220
应收票据及应收账款	82	113	124	158	178
其他应收款	0	1	0	1	1
预付账款	4	6	6	8	9
存货	40	39	52	56	72
其他流动资产	18	24	24	24	24
非流动资产	240	265	298	332	374
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	202	209	229	255	292
无形资产	33	50	58	61	66
其他非流动资产	5	6	11	16	16
资产总计	436	575	660	764	877
流动负债	61	76	117	168	217
短期借款	20	20	63	98	148
应付票据及应付账款	25	37	34	51	50
其他流动负债	17	19	19	19	19
非流动负债	5	4	4	4	4
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	5	4	4	4	4
负债合计	66	81	121	172	222
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	53	65	65	65	65
资本公积	105	185	185	185	185
留存收益	212	244	281	322	369
归属母公司股东权益	369	494	539	592	656
负债和股东权益	436	575	660	764	877

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	55	34	52	68	72
净利润	38	40	61	69	80
折旧摊销	18	21	20	24	28
财务费用	-1	-0	-2	-1	1
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-2	-30	-30	-27	-41
其他经营现金流	2	2	2	3	4
投资活动现金流	-32	-46	-54	-57	-70
资本支出	32	45	54	57	70
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	-1	0	0	0
筹资活动现金流	2	90	-14	-15	-17
短期借款	0	-0	43	35	50
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	2	12	0	0	0
资本公积增加	9	80	0	0	0
其他筹资现金流	-9	-3	-57	-50	-67
现金净增加额	26	78	-16	-5	-15

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	195	231	281	335	398
营业成本	124	147	168	200	238
营业税金及附加	2	3	4	5	6
销售费用	4	6	7	8	10
管理费用	16	20	24	29	35
研发费用	10	11	14	16	19
财务费用	-1	-0	-2	-1	1
资产和信用减值损失	-1	-2	-3	-3	-4
其他收益	2	3	4	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-0	0	0	0	0
资产处置收益	-0	0	0	0	0
营业利润	41	45	67	78	90
营业外收入	1	3	3	3	3
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	42	47	69	80	92
所得税	4	7	8	11	12
净利润	38	40	61	69	80
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	38	40	61	69	80
EBITDA	60	68	88	103	122
EPS (元)	0.57	0.60	0.92	1.04	1.21

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	13.3	18.3	21.6	19.0	19.1
营业利润(%)	18.0	7.8	51.5	15.1	15.9
归属于母公司净利润(%)	25.1	6.1	53.1	13.2	16.2
获利能力					
毛利率(%)	36.6	36.3	40.2	40.2	40.2
净利率(%)	19.2	17.2	21.7	20.6	20.1
ROE(%)	10.2	8.1	11.3	11.7	12.2
ROIC(%)	9.6	7.8	9.8	9.9	10.1
偿债能力					
资产负债率(%)	15.2	14.0	18.3	22.6	25.3
净负债比率(%)	-7.4	-20.9	-16.2	-13.9	-10.3
流动比率	3.2	4.1	3.1	2.6	2.3
速动比率	2.5	3.5	2.6	2.2	1.9
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	2.6	2.4	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	5.0	5.6	9.7	0.0	0.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.57	0.60	0.92	1.04	1.21
每股经营现金流(最新摊薄)	0.83	0.51	0.78	1.02	1.08
每股净资产(最新摊薄)	5.57	7.45	8.12	8.92	9.89
估值比率					
P/E	29.8	28.1	18.3	16.2	13.9
P/B	3.0	2.3	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	17.6	14.4	11.4	9.8	8.4

资料来源: 公司财报, 江海证券研究发展部

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为发布报告日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中沪深市场以沪深 300 为基准；北交所以北证 50 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	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5% 到 15% 之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5% 到 5% 之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5% 以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10% 以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10% 到 10% 之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10% 以上

特别声明

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

分析师介绍

姓名：张诗瑶

从业经历：本科毕业于英国谢菲尔德大学，硕士毕业于英国伦敦大学皇家霍洛威学院；拥有近 5 年的证券从业经历，曾先后就职于光大证券和广发证券，对宏观经济政策以及机械行业具有丰富的研究经验。

分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

江海证券有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，江海证券有限公司及其附属机构（包括研发部）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“江海证券有限公司研究发展部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。