

耐世特 (01316)

主业回暖稳盈利，线控转向提估值

深耕汽车转向百年有余，拥有较强技术及客户优势。

公司成立于 1906 年，作为原通用子公司，积累了大量汽车转向系统研发制造经验。公司是率先研发并量产 EPS（电动助力转向系统）产品的公司之一，同时同类型产品性能居于行业前列。目前公司客户及产能遍及全世界。

复盘：公司上一轮景气周期由 EPS 产品启动，由外部不利因素结束

2010-2018 年，由于中美欧三地的汽车排放标准趋近，促使厂商采用更省油的车载转向系统，EPS 渗透率因此快速上升。公司凭借产品优势，EPS 业务营收快速上升，同时带动盈利能力上行。

2019-2023 年，外部不利事件不断发生，美国 UAW 时薪员工潮、全球疫情等扰乱公司自身及客户、供应链的生产计划，同时提升原材料、物流等营业成本，促使公司利润率持续下降。

新一轮景气周期：中国市场需求量快速上升，以及线控转向新产品周期

中国区业务扩张：新能源乘用车由于车重较燃油车更重，导致对 DP-EPS、R-EPS 等产品的需求量上升，而国内供应商大部分仅能供应工艺简单的 C-EPS。耐世特有望凭借相应成熟产品获得更大的市场份额，促进营收利润双增。

线控转向：SBW 系统与高阶自动驾驶强相关。随自动驾驶渗透率的提升，SBW 系统渗透率有望同步提高。公司于 2017 年便推出 SBW 相关产品，居于全球领先地位。截止 2024 年 11 月，在全球范围内已获得 4 个 SBW 量产订单。

盈利预测

我们预计公司 2025-2027 年公司营收分别为 43.8、47.3、52.1 亿美元，同比增长 2%、8%、10%，实现归母净利润 1.1、1.7、2.3 亿美元，同比增长 82%、55%、34%。考虑公司产品技术及客户优势，给予公司 2025 年 20X 估值，对应股价 6.97 港币，目标市值 175 亿港币。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：全球汽车销量不及预期；技术创新不及预期；成本控制不及预期；测算及估值讨论存在主观性，加征关税超过预期。

证券研究报告

2025 年 04 月 13 日

投资评级

行业	非必需性消费/汽车
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	4.18 港元
目标价格	6.97 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	2,509.82
港股总市值(百万港元)	10,491.07
每股净资产(港元)	6.12
资产负债率(%)	41.66
一年内最高/最低(港元)	6.13/2.29

作者

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

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 公司概况.....	3
1.1. 发展历程：老牌车载转向系统研发制造厂商，产能客户遍及全球	3
1.2. 围绕转向系统，多业务共同发力	3
1.3. 国企控股，股权结构较为集中	4
1.4. 公司营收稳定上升，但利润率持续下降，2024 年出现拐点	5
2. 复盘：公司上一轮景气周期由 EPS 产品启动，由外部不利因素结束.....	6
2.1. 乘用车排放标准日趋严格，催生 EPS 使用需求.....	6
2.2. 耐世特凭借领先的 EPS 技术，业务营收快速上升	6
2.3. 由于外部因素影响，2019 年后耐世特利润率开始下跌	8
3. 新一轮景气周期：中国市场需求量快速上升，以及线控转向新产品周期.....	8
3.1. 中国市场乘用车新能源化带动高端 EPS 需求，耐世特产品具有优势.....	8
3.2. 线控转向定点加速，耐世特迅速跟进	10
4. 盈利预测.....	11
5. 风险提示.....	12

图表目录

图 1：耐世特发展历程	3
图 2：耐世特全球工厂及研发中心分布	3
图 3：2024 年耐世特业务营收占比	4
图 4：2024 年年报耐世特股权架构	5
图 5：耐世特营收，归母净利润率走势图	5
图 7：2013~2018 年耐世特 EPS 业务、其他业务营收及总净利率走势图	7
图 8：2018~2023 年耐世特 EPS 业务、其他业务营收及总净利率走势图	8
图 9：中国乘用车新能源渗透率	8
图 10：耐世特相关 EPS 产品负载能力	9
图 11：耐世特亚太区营收及中国占总营收比例变化	10
图 12：耐世特亚太区及总体 EBITDA 利润率变化	10
图 13：线控转向系统示意图，方向盘与转向机构之间没有硬连接.....	10
图 14：线控转向工作原理	10
表 1：中美欧三地排放法规更迭	6
表 2：耐世特 EPS 相关产品	7
表 3：耐世特营收拆分	11
表 4：可比公司估值	12

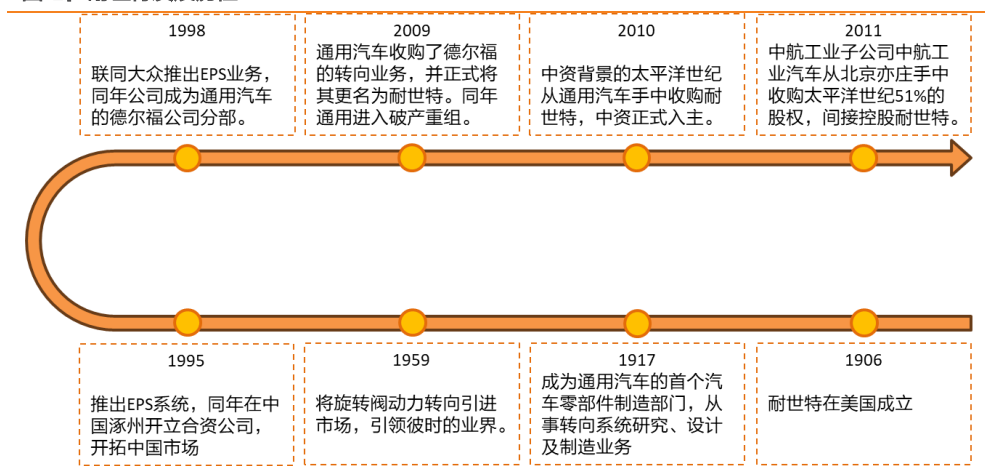
1. 公司概况

1.1. 发展历程：老牌车载转向系统研发制造厂商，产能客户遍及全球

百年企业，专注于汽车转向系统。耐世特早在 1906 年便已成立，于 1917 年成为通用首个汽车零部件制造部门，主要从事汽车转向系统部件的生产。

2009 年，通用由于金融危机进入破产重组，包括耐世特在内的资产被迫出售。2010 年，耐世特被中资企业太平洋世纪汽车公司收购，次年中航工业从北京亦庄手上收购太平洋世纪 51% 股权，实现对耐世特的间接控股。

图 1: 耐世特发展历程



资料来源：公司招股书，汽车工艺师公众号，天风证券研究所

截止 24 年上半年，公司共拥有 27 间工厂及 5 间技术中心，广泛分布于亚洲、欧洲、美洲，服务全球超过 60 家整车制造商，包括宝马、比亚迪、福特、理想等公司。

图 2: 耐世特全球工厂及研发中心分布



资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 围绕转向系统，多业务共同发力

公司围绕汽车转向，共拓展四大业务。分别为电动助力转向，液压助力转向，转向管柱和中间轴，以及动力传动系统。

电动助力转向：公司的全面转向技术组合能够满足全球整车制造商的一切需要，包括不同大小、不同动力的车型。此外，公司已推出 SBW（线控转向）系统，能够提供先进的安全性，同时为车辆轻量化及封装灵活性开拓可能。

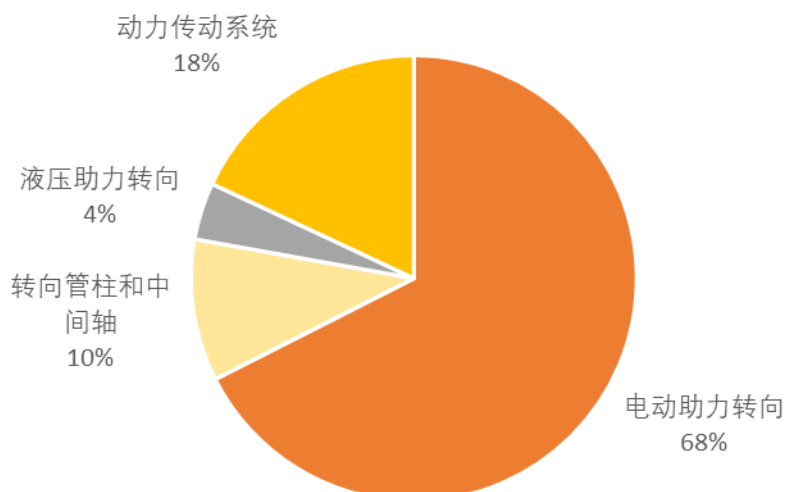
液压助力转向：公司生产两款优质液压产品：磁助力扭矩叠加转向器和流量自动控制泵，能够节省能耗，适用于中型及重型卡车。

转向管柱和中间轴：产品主要用于连接方向盘和转向机。公司的产品配备先进能量吸收系统，能够为驾驶员提供最佳的保护措施，广泛适用于小型汽车、SUV 及卡车。

动力传动系统：公司的产品能够改善汽车操控性，并消除对前轮及全轮驱动汽车的动力传动干扰问题，从而增强驾驶员的舒适度及控制。

2024 年，公司实现营收 43 亿美元。其中电动助力转向作为公司的主要业务，占比 68%，实现营收 29 亿美元，同比提升 1%；液压助力转向营收 1.8 亿美元，占比 4%，同比提升 5%；转向管柱和中间轴营收 4.4 亿美元，占比 10%，同比提升 16%；动力传动系统营收 7.7 亿元，占比 18%，同比下降 3%。

图 3：2024 年耐世特业务营收占比

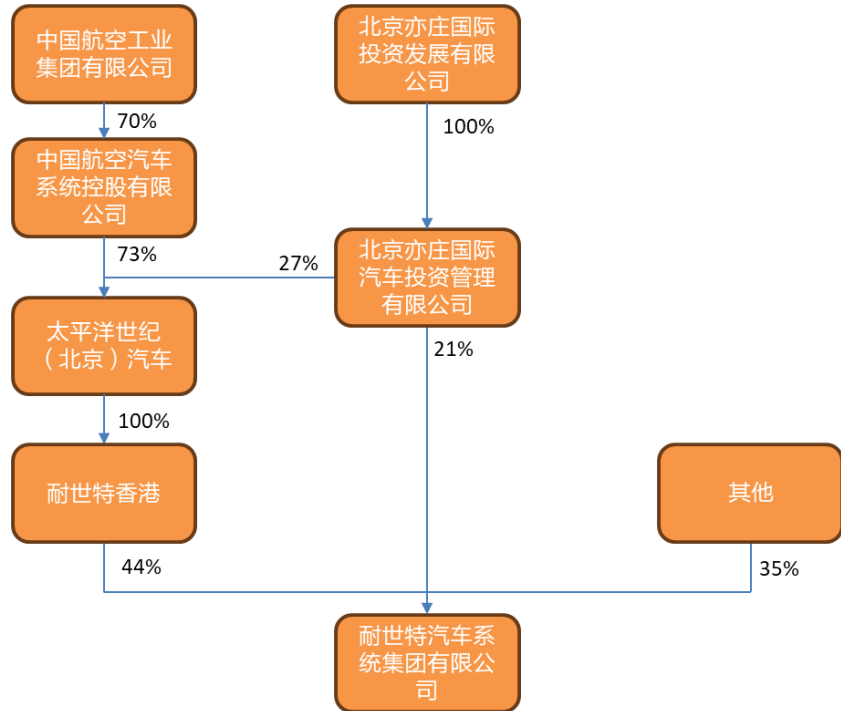


资料来源：公司年报，天风证券研究所

1.3. 国企控股，股权结构较为集中

目前耐世特的主要股东均为国资。其中中航工业集团有限公司占公司已发行股份总数约 44%，是第一大股东；北京亦庄国际投资发展有限公司占比约 21%，为第二大股东；M&G, plc. 占比约 5%。为第三大股东。

图 4：2024 年年报耐世特股权架构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

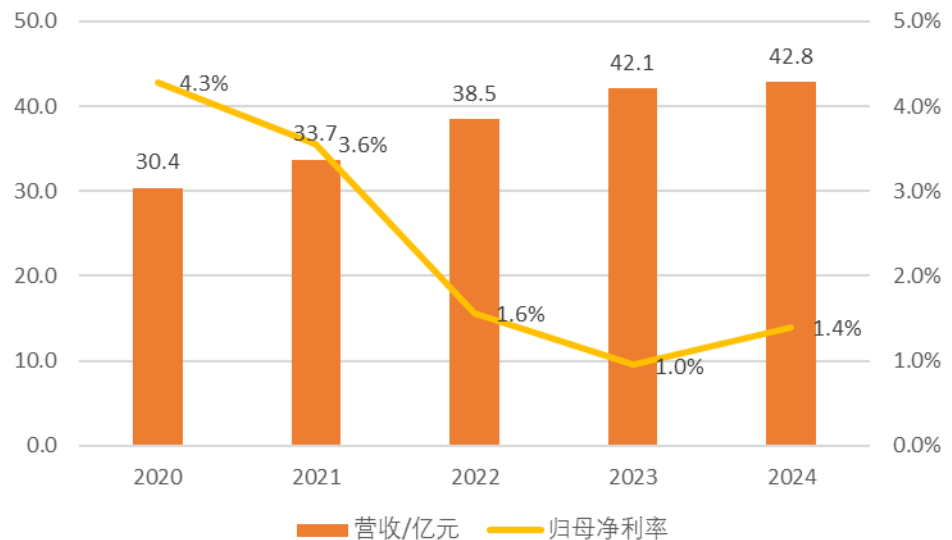
1.4. 公司营收稳定上升，但利润率持续下降，2024 年出现拐点

公司营收保持上升势头，主要是由于订单池充足。2020-2023 年，公司订单量分别为 37、59、64、61 亿美元。订单增长主要源于中国新能源汽车整车制造商持续增长的需求，以及整车厂对线控转向的兴趣日增，而公司在线控转向产品上具有领先地位。

公司的利润率下降主要是由于疫情等外部因素的持续影响。2020 年开始的 COVID-19 疫情导致全球整车厂产量大幅下滑，以及 2021 到 2022 年全球电子元器件短缺、物流时间及成本大幅增加。2023 年则主要受到美国 UAW 时薪员工潮影响，公司的主要客户因而导致停产。

2024 年，由于制造以及材料成本的改善，利润率有所恢复。

图 5：耐世特营收，归母净利润走势图



资料来源：wind，公司年报，天风证券研究所

2. 复盘：公司上一轮景气周期由 EPS 产品启动，由外部不利因素结束

2.1. 乘用车排放标准日趋严格，催生 EPS 使用需求

由于汽车排放污染物对环境造成的危害日益严重，世界各国和地区都先后制定了限制汽车废气排放的限量值，且相关规定日趋严格。这促进了各整车厂寻找并应用能够降低排放，或者节省燃油的措施。

表 1：中美欧三地排放法规更迭

地区	法规/标准名称	实施时间	核心内容
欧盟	Euro 5	2013 年 1 月	柴油车：NOx ≤ 180 mg/km，THC+NOx ≤ 230 mg/km
	Euro 6	2015 年 9 月	柴油车：NOx ≤ 80 mg/km，THC+NOx ≤ 170 mg/km
	欧盟委员会实施决定 2023/1623	2025 年	平均二氧化碳排放目标乘用车为 95 克/公里，货车 147 克/公里。到 2035 年，目标降至 0
美国	CAFE	2020 年	平均燃油经济性，2020 年达到 38.3-38.9 英里/加仑
		2025 年	2025 年达到 48.7-49.7 英里/加仑
中国	国四标准	2013 年 7 月	较国三标准，污染物排放指标降低了 30%~50%
	国五标准	2017 年 1 月	NOx 排放量比国四标准降低了 25%，并新增了 PM 的排放限制
	国六 a 标准	2021 年 7 月	汽油车的一氧化碳排放量降低 50%，总碳氢化合物和非甲烷总
	国六 b 标准	2023 年 7 月	烃排放限制下降 50%，氮氧化物排放限制加严 42%。

资料来源：transport policy，界面新闻公众号，车行信风公众号，物泊科技公众号，天风证券研究所

对于汽车转向系统，电动助力转向（EPS）更加省油。一般来说，液压助力转向系统（HPS）效率在 60%~70%，而 EPS 的效率较高，可达 90%以上。传统的 HPS 依靠发动机运转来带动液压泵，所以液压转向系统会使整个发动机燃油消耗量增加 3%—5%，而 EPS 以蓄电池为能源，以电机为动力元件，可独立于发动机工作，几乎不直接消耗发动机燃油。

因此 EPS 市场份额快速提升。2016-2020 年间，中国乘用车市场中 EPS 的渗透率逐年增长，从 80.1%上升至 96.4%。

2.2. 耐世特凭借领先的 EPS 技术，业务营收快速上升

公司拥有丰富的 EPS 产品线，能够满足不同客户的需求：

管柱式电动助力转向系统（C-EPS）：公司于 1999 年率先在市场推出无刷式 C-EPS，较有刷 C-EPS 的助力力矩更大，更加适合为重量较大车辆寻求节省成本的转向解决方案的客户。

小齿轮式电动助力转向系统（P-EPS）：公司于 1976 年便推出小齿轮转向系统，并搭载于 AMC Pacer 上。公司也将小齿轮应用在 EPS 上，目前已是单小齿轮式电动助力转向系统（SP-EPS）的全球市场领导者。公司在此基础上推出助力扭矩更大的双小齿轮式电动助力转向系统（DP-EPS），并于 2019 年获得首个定点项目。

齿条式电动助力转向系统（R-EPS）：公司于 2010 年生产了世界上第一个 12 伏齿条式电动助力转向系统。如今，北美 75% 的全尺寸卡车都配备了公司的齿条式电动助力转向系统。公司推出的高输出（HO）R-EPS 的负载能力最高可达 27kN。

表 2：耐世特 EPS 相关产品

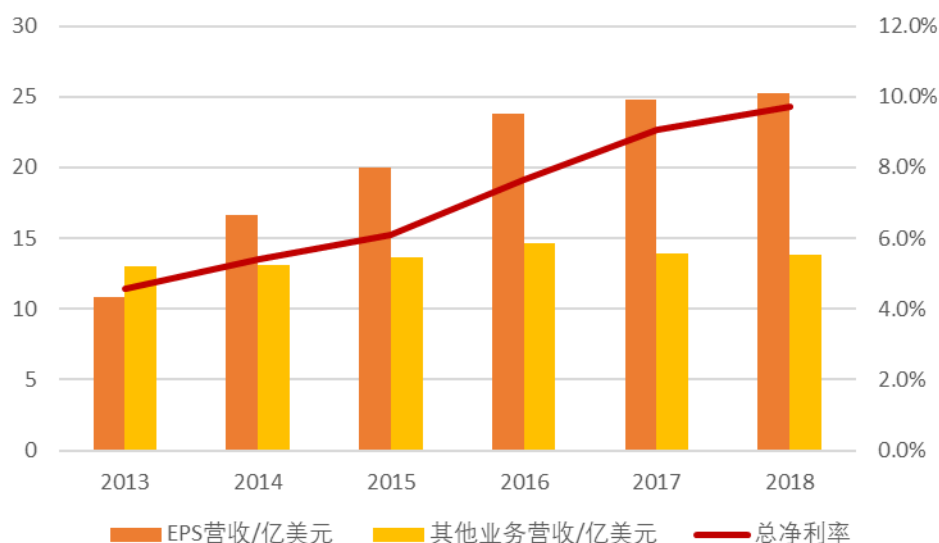
产品名称	助力/负载能力	示意图
C-EPS	有刷：30~50Nm，无刷 40~100Nm	
SP-EPS	130Nm，13.5kN 齿条负载	
DP-EPS	130Nm，15kN 齿条负载	
R-EPS	高输出 R-EPS 最高负载 27kN	

资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司百余年的历史中一直持续集中研究及开发，截止 2023 年底，公司的全球专利组合包含 815 项专利申请以及 1390 项已授权专利，公司具有明显技术优势。公司已经成为北美第一及世界第三的 EPS 供应商。

藉由全球范围 EPS 渗透率的稳步提升，公司相关业务营收也在快速上升。高利润率的 EPS 业务占比上升，带动公司净利率持续走高，从 2013 年的 4.6% 上升到 2018 年峰值的 9.7%。

图 6：2013~2018 年耐世特 EPS 业务、其他业务营收及总净利率走势图

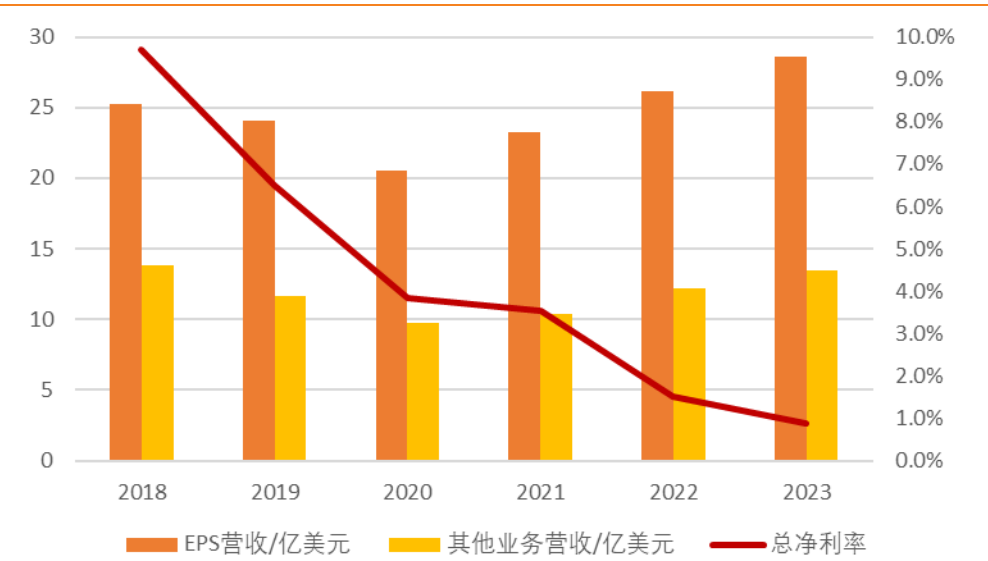


资料来源：公司年报，天风证券研究所

2.3. 由于外部因素影响，2019 年后耐世特利润率开始下跌

从 2019 年开始，公司的营收及利润率开始波动，净利率从 2018 年峰值一路下跌到 2023 年的 0.9%，营收则在短暂下跌后于 2021 年重新开始增长。

图 7：2018~2023 年耐世特 EPS 业务、其他业务营收及总净利率走势图



资料来源：公司年报，天风证券研究所

2019 年，公司最大的客户通用汽车由于 40 天的 UAW 时薪员工潮，导致在第三和第四季度生产中断，影响公司 1.2 亿美元年的营收。同时全球范围内的乘用车产量也有所下降，共同导致公司的营收及利润率下降。

2020，由于 COVID-19 的影响，公司面临停工、需求下降等问题，公司在 2020Q2 多地业务停摆，全球乘用车产量则下降 16%，共同导致公司营业收入、利润率双减。2021 年及 2022 年，全球范围内乘用车产量逐步回升，分别提升 2.5%和 6.2%，带动公司营收重新上行。供应链短缺（主要是半导体芯片），地缘冲突，通胀压力等问题，导致公司商品价格、物流、能源及其他投入成本的上升，拖累公司净利率。

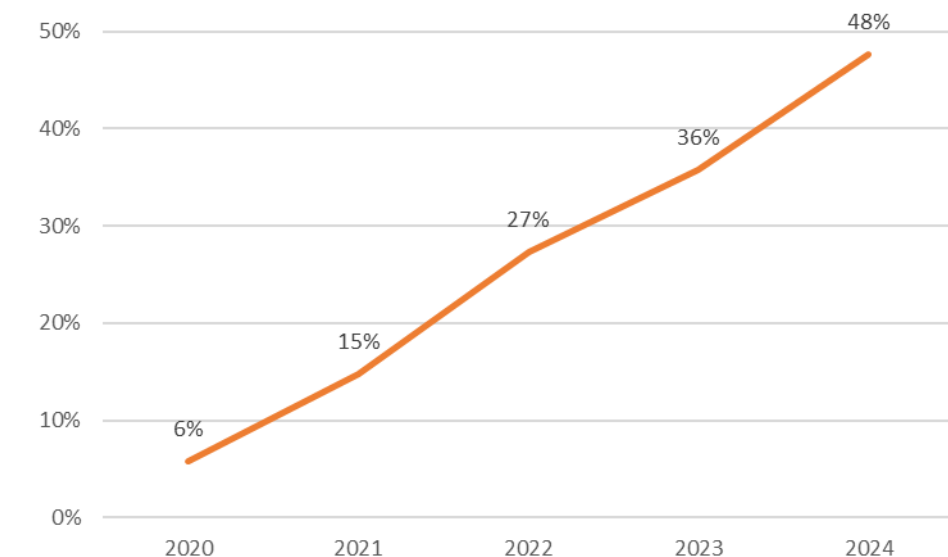
2023 年，全球汽车产量进一步提升 9.4%，带动公司营收上升 9.6%。但公司的北美区经营由于受到供应商中断，UAW 时薪员工潮以及公司持续进行的固定支出削减措施，分别导致 4930 万、1530 万和 1000 万美金的利润损失。

3. 新一轮景气周期：中国市场需求量快速上升，以及线控转向新产品周期

3.1. 中国市场乘用车新能源化带动高端 EPS 需求，耐世特产品具有优势

中国乘用车新能源渗透率快速上升，从 2020 年的 6%提升至 2024 年的 48%。

图 8：中国乘用车新能源渗透率

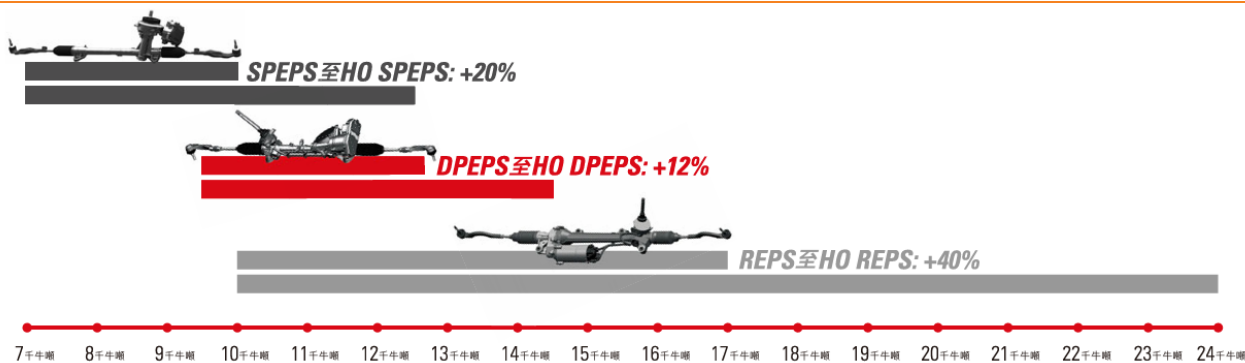


资料来源：乘联会，天风证券研究所

R-EPS 具备紧密耦合的设计以及出色的负载能力，能够更好地支撑由于新能源车更大的自重所带来的前轴负荷，并优化车辆的封装空间。DP-EPS 则性价比更高，能够同时实现转向系统更高的灵活性及适应性。二者逐渐替代其他 EPS 产品，渗透率出现上升趋势。根据智研咨询，2022 年中国 R-EPS 和 DP-EPS 分别占比 4.2%和 29.9%，2023 年则提升至 5.5%和 36.8%。

耐世特的转向系统冗余也已做到 10FIT (一亿小时系统失效一次)，在技术及产品性能方面具有优势。

图 9：耐世特相关 EPS 产品负载能力



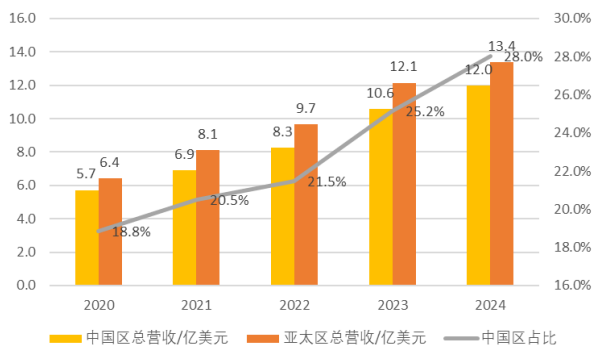
资料来源：公司年报，天风证券研究所

公司的亚太区分部具备模块化 R-EPS 及模块化 DP-EPS 的工程能力，2015 年投产的苏州工厂已经拥有 R-EPS 的生产能力，具备 DP-EPS 生产能力的中国常熟工厂也已于 2025 年 1 月开业。

截止 2022 年，公司已获得 9 个中国传统及新能源客户的 R-EPS 项目，相关产品均能支持 ADAS 3/4 级功能，带动公司中国区营收及营收占比持续上升：由 2020 年的 5.7 亿美元增长至 2024 年的 12 亿美元，增长率达到 110%，营收占比也由 19%提升至 28%。

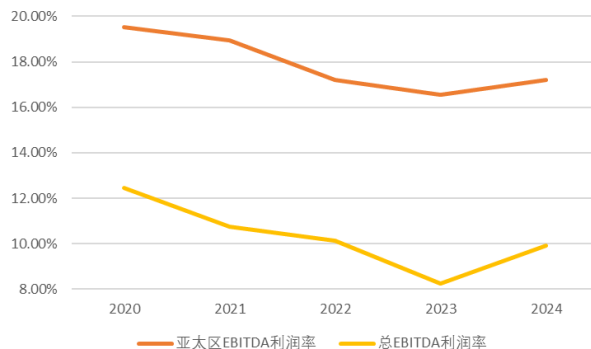
公司于亚太区的盈利能力显著高于整体，同时亚太区中 80-90%的营收来自于中国区。随着公司中国本土生产的 R-EPS 及 DP-EPS 放量，以及中国新能源渗透率的进一步提升，我们认为中国区的产品机遇能够带动公司整体的营收及盈利水平继续向上。

图 10：耐世特亚太区营收及中国占总营收比例变化



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 11：耐世特亚太区及总体 EBITDA 利润率变化



资料来源：公司年报，天风证券研究所

3.2. 线控转向定点加速，耐世特迅速跟进

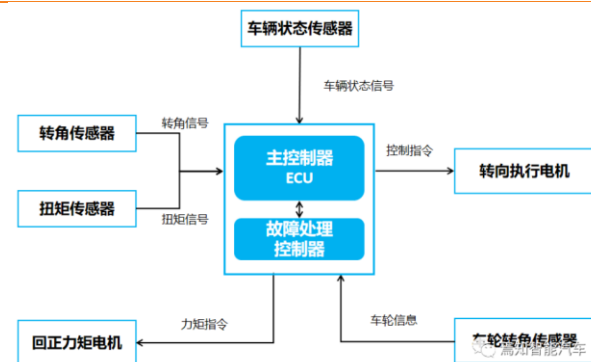
传统 EPS 的方向盘和前轮之间，由齿轮轴、齿条等物理结构直接连在一起，方向盘转动，直接带动齿轮齿条。线控转向（SBW）取消传统的机械连杆，当方向盘转动时，方向盘的转角传感器和扭矩传感器分别将测量到的信息，转变成电信号，传输给主控制器。同时，主控制器接收相应传感器采集到的车轮运动状态信号，例如车速、纵向加速度等。基于上述信号，主控制器向转向执行电机发送控制指令，实现合理的转向。另一方面，主控制器用采集到的车轮信息，结合车辆的状态信息，向回正力矩电机发送相应的力矩指令。回正力矩电机模拟出路面反馈的信息，从而向驾驶员提供实时的路感。

图 12：线控转向系统示意图，方向盘与转向机构之间没有硬连接



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 13：线控转向工作原理



资料来源：高知汽车公众号，天风证券研究所

方向盘与轮胎的硬件解耦为线控转向带来诸多优势：

- 整车厂能够更灵活地布置方向盘，尺寸和位置都可以自定义设计；
- 实现可变转向比。以蔚来为例，低速转向比 6:1，高速调整到 14:1，随车速变化灵活补偿转向比，减轻驾驶者负担；
- 安全事故中，防止车辆碰撞导致转向柱对驾驶员的伤害；
- 与车辆其他控制器交换共享数据，综合提升车轮的操纵稳定性。

因此线控转向被看作汽车转向系统的下一个迭代方向。目前以特斯拉 Cybertruck 为首，线控转向逐步进入量产。蔚来 ET9 为国产第一辆搭载线控转向的车型，于 3 月底正式交付。线控转向有望迎来“1-10”的阶段。

但线控转向技术较为复杂，原因在于线控转向取消机械连接后，需要保证系统足够高的可靠性，要求增加额外的冗余备份，其次路感的模拟反馈也对计算程序的性能提出了较高的要求。

耐世特早早布局线控转向系统，于 2017 年发布基于线控转向的耐世特随需转向系统和耐

世特静默方向盘转向。相关产品通过软硬件优化提高系统冗余性能。硬件方面通过在扭矩与位置传感器、电子控制单元和多绕电机加入额外的冗余性能，以及双组车辆电源和通讯连接器。软件方面，随系统功能和安全特效的提高，代码量已经由 EPS 的 430 万提高到线控转向的 1350 万。

公司于 2022 年获得首个大批量线控转向生产项目，截止 2024 年 11 月，已经获得全球范围内 4 位客户的量产订单。

4. 盈利预测

我们预计公司 2025-2027 年公司营收分别为 43.8、47.3、52.1 亿美元，同比增长 2%、8%、10%，实现归母净利润 1.1、1.7、2.3 亿美元，同比增长 82%、55%、34%

EPS 业务：欧美地区由于当地的通胀问题，出货量可能保持不变或小幅下滑。但受益于中国区需求量的持续旺盛，预计公司业务营收将保持小幅上升，预计 2025-2027 年营收分别为 29.7、32.9、37.2 亿美元。

其他业务：主要跟随全球市场的乘用车总产量变动，营收较为稳定。预计 2025-2027 年 CIS 业务营收分别为 4.5、4.6、4.7 亿美元；HPS 业务营收分别为 1.7、1.7、1.6 亿美元；DL 业务营收分别为 7.9、8.1、8.6 亿美元。

表 3：耐世特营收拆分

项目	单位	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营收	亿美元	38.4	42.1	42.8	43.8	47.3	52.1
电动助力转向（EPS）		26.2	28.6	28.9	29.7	32.9	37.2
转向管柱及中间轴（CIS）		3.7	3.8	4.4	4.5	4.6	4.7
液压助力转向（HPS）		1.7	1.7	1.8	1.7	1.7	1.6
动力传动系统（DL）		6.8	8.0	7.7	7.9	8.1	8.6
YoY	%	14%	10%	2%	2%	8%	10%
电动助力转向（EPS）		13%	9%	1%	3%	11%	13%
转向管柱及中间轴（CIS）		16%	3%	16%	2%	2%	3%
液压助力转向（HPS）		22%	1%	5%	-1%	-2%	-6%
动力传动系统（DL）		18%	17%	-3%	2%	4%	6%
毛利率	%	9.6%	8.8%	10.5%	11.4%	12.4%	13.0%
电动助力转向（EPS）		10.1%	9.3%	11.0%	12.0%	13.0%	13.7%
转向管柱及中间轴（CIS）		7.3%	6.3%	8.2%	8.7%	9.2%	9.5%
液压助力转向（HPS）		6.0%	4.3%	6.7%	7.2%	7.5%	7.5%
动力传动系统（DL）		9.7%	8.9%	10.9%	11.8%	12.7%	13.2%
归母净利润	亿美元	0.6	0.4	0.6	1.1	1.7	2.3
YoY	%	-51%	-37%	68%	82%	55%	34%
净利率	%	1.5%	0.9%	1.4%	2.6%	3.7%	4.5%

资料来源：公司年报，天风证券研究所

参考 A 股同类汽车零部件公司，拓普集团、伯特利 2025 年 PE 分别为 23X、23X。考虑耐世特在线控转向的卡位优势，及目前已获得的项目定点带来的客户优势，给予公司 2025 年 20X 估值，对应股价 6.97 港币，目标市值 175 亿港币。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 4：可比公司估值

股票代码	公司简称	市值（亿元）	净利润（亿元）		PE（倍）	
			2025E	2026E	2025E	2026E
601689.SH	拓普集团	861	38.1	47.0	23	18
603596.SH	伯特利	338	15.0	19.0	23	18
	平均值				23	18
1316.HK	耐世特	99	8.3	12.8	12	8

资料来源：wind 一致预期，天风证券研究所，市值为 2025 年 4 月 11 日数据

5. 风险提示

全球汽车销量不及预期：公司作为汽车零部件供应商，如果未来全球经济受宏观环境影响大幅放缓，可能会对公司业务造成冲击。

技术创新不及预期：公司所处行业竞争压力较大，若公司技术创新放缓，其产品可能会失去竞争力，进而导致收入盈利下降。

成本控制不及预期：公司采取多项手段控制成本，若效果不及预期可能会损伤公司盈利能力。

测算及估值讨论存在主观性：报告中的部分测算存在主观性，可能与未来实际情况存在偏差。估值讨论中选取可比公司均为 A 股公司，该估值可能无法完全体现公司真实价值。

加征关税超过预期：公司部分产能位于墨西哥，若美国对墨西哥征收高额关税，可能对公司利润造成不利影响。

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，相对同期恒生指数的涨跌幅	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，相对同期恒生指数的涨跌幅	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 A 栋 23 层 2301 房	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	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com