

丰茂股份 (301459.SZ)

橡胶件隐形冠军，传动系统综合供应商

2025 年 04 月 25 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

殷晟路（分析师）

陈诺（联系人）

yinshenglu@kysec.cn

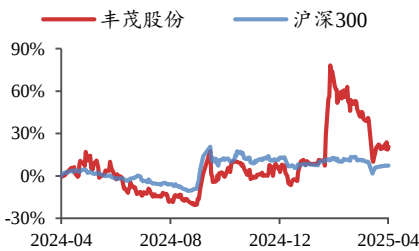
chennuo@kysec.cn

证书编号：S0790522080001

证书编号：S0790123070031

日期	2025/4/25
当前股价(元)	47.86
一年最高最低(元)	73.98/31.16
总市值(亿元)	38.29
流通市值(亿元)	9.57
总股本(亿股)	0.80
流通股本(亿股)	0.20
近 3 个月换手率(%)	796.6

股价走势图



数据来源：聚源

● 国家级专精特新重点“小巨人”企业，精密橡胶件隐形冠军

丰茂股份是精密橡胶零部件国家级专精特新重点“小巨人”企业，乘用车多楔带荣获 2022 年国家制造业单项冠军产品称号。公司是国内橡胶传动带的行业龙头之一，在前装配套市场，公司通过多年技术积累突破外资长期垄断，客户包括上汽集团、一汽集团等主流品牌，逐渐实现进口替代；在后装替换市场，公司不仅给博世、舍弗勒等全球知名汽车零部件厂商供货，而且获得了米其林品牌全球除北美外授权，公司的传动系统产品质量已与外资看齐，具备出海竞争的实力。我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 11.85/14.58/17.94 亿元，归母净利润为 2.03/2.55/3.14 亿元，对应当前股价 PE 为 18.5、14.8、12.0 倍，对应当前股价的 2026 年 PEG 为 0.57，公司 2026 年 PE 与 PEG 均低于可比公司估值平均，首次覆盖，给予“买入”评级。

● **传动系统：米其林全球除北美外授权，积极开发低空、轨交等工业领域应用**
传动系统作为发动机的核心部件具有较高的技术壁垒，长期被外资品牌垄断，公司凭借性能和成本优势逐步实现进口替代，已获得米其林传动系统全球除北美地区外授权，2024 年传动系统收入为 6.82 亿元，yoy+25.2%，毛利率为 30.7%。此外，公司积极开发国内外非汽车市场，在低空、轨道交通、安防、机器人、农业机械等工业领域新增多个产品类型和客户。

● **第二增长曲线：自研空气弹簧，扩展新能源车热管理、机器人等新兴领域**
公司在橡胶制品行业拥有丰富的生产经验以及材料配方优势，截至 2024 年中，商用车空气弹簧产品已实现小批量订单交付，目标拓展空气悬架业务板块。此外，公司正在积极拓展流体管路系统产品品类、开发密封系统的应用领域，已获得新能源车电池管路、电池缓冲片等热管理业务的 1.7 亿元项目定点，并成立机器人领域传动系统和减速器密封系统研发小组，公司有望凭借深耕精密橡胶件的技术经验实现多领域的突破。

● **风险提示：**技术变革风险；政策风险；产品质量控制风险；市场竞争风险。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	802	949	1,185	1,458	1,794
YOY(%)	31.8	18.3	25.0	23.0	23.1
归母净利润(百万元)	138	162	203	255	314
YOY(%)	35.1	17.0	25.5	25.7	22.9
毛利率(%)	29.8	30.6	30.4	30.4	30.3
净利率(%)	17.2	17.0	17.1	17.5	17.5
ROE(%)	13.0	13.5	14.5	15.5	16.1
EPS(摊薄/元)	1.73	2.02	2.54	3.19	3.92
P/E(倍)	27.2	23.3	18.5	14.8	12.0
P/B(倍)	3.5	3.1	2.7	2.3	1.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 公司简介：橡胶精密零部件的国家级专精特新“小巨人”	5
1.1、 深耕橡胶行业多年，产品广泛应用于汽车与工业机械领域	5
1.2、 公司治理：核心技术人员为公司高管，管理团队稳定	6
1.3、 财务情况：收入与利润稳中有增，海外销售以欧洲为主	7
2、 传动系统是汽车发动机核心部件，工业领域应用领域广泛	9
2.1、 橡胶件在前装为关键部件，且拥有后装更换需求	9
2.2、 传动带：汽车发动机的关键部件，可应用于低空、轨交等多工业领域	10
2.2.1、 市场空间测算：预计 2027 年全球汽车传动带市场空间为 447 亿元	11
2.2.2、 竞争格局：国内传动系统企业多为 V 带供应商，精密传动主要由外资垄断	12
2.3、 流体管路系统：汽车多系统的重要组成部分，新能源车的管路系统需求增加	18
2.3.1、 市场空间测算：预计 2027 年全球汽车管路系统市场空间为 409 亿元	19
2.3.2、 竞争格局：国内企业竞争较为充分	20
2.4、 空气悬架：底盘升级，海外商用车渗透率较高	21
2.4.1、 市场空间测算：预计 2027 年国内空气悬架市场空间为 515 亿元	22
2.4.2、 竞争格局：国产化进展较快，市场份额集中于 CR3	23
3、 丰茂股份：国内精密橡胶件隐形冠军	24
3.1、 传动带：后装代理米其林，前装逐步实现进口替代	24
3.1.1、 前装：已配套主流整车客户，工业带上量较快	24
3.1.2、 后装：米其林传动系统官方授权商	25
3.2、 流体管路：正在拓展氢燃料电池等新能源配套产品，提升单车价值量	27
3.3、 第二增长曲线：空气弹簧有待放量，正在积极对接减速器密封	28
4、 盈利预测与投资建议	30
4.1、 关键假设	30
4.2、 估值与评级	31
5、 风险提示	32
附：财务预测摘要	33

图表目录

图 1： 公司是专业的橡胶精密零部件供应商	5
图 2： 公司实控人合计持股 73.8%	6
图 3： 2024 年公司实现营业收入 9.49 亿元	7
图 4： 2024 年公司实现归母净利 1.62 亿元	7
图 5： 2024 年传动系统收入占比为 72%	7
图 6： 公司的传动系统和热管理系统毛利率较高	7
图 7： 2024 年公司毛利率为 30.6%	8
图 8： 公司期间费用率控制良好	8
图 9： 汽车非轮胎橡胶零部件产品包括传动带、密封等	9
图 10： 传动带可应用于两轮车等领域	11
图 11： 皮带传动较链条传动有一定优势	11
图 12： 2024 年康迪泰克收入在大陆集团的占比为 16%	14
图 13： 2024 年康迪泰克收入同比下滑	14

图 14: 2024 年康迪泰克 EBIT 同比下滑.....	14
图 15: 2023 年康迪泰克的工业领域收入占比为 48%	15
图 16: 2023 年康迪泰克的 EMEA 收入占比为 46%.....	15
图 17: 康迪泰克在部分领域具有较高市场份额.....	15
图 18: 2024 年盖茨的汽车替换市场在收入的占比为 36%	16
图 19: 2024 年盖茨的传动系统收入占比为 62%	16
图 20: 2024 年北美收入占比 50%.....	16
图 21: 2024 年盖茨收入同比下滑	17
图 22: 2024 年盖茨净利润同比下滑	17
图 23: 2024 年盖茨传动系统的前、后装收入占比分别为 34%、66%.....	17
图 24: 2024 年盖茨传动系统的经调整息税折旧摊销前利润率为 22.2%.....	17
图 25: 2024 年盖茨流体动力系统的前、后装收入占比分别为 30%、70%	18
图 26: 2024 年盖茨流体动力系统的经调整息税折旧摊销前利润率为 22.5%.....	18
图 27: 汽车胶管至关重要	18
图 28: 空气弹簧和电控减振器是空气悬架的核心部件	21
图 29: 空气弹簧已在商用车广泛应用	22
图 30: 囊皮是空气弹簧的精髓部件	22
图 31: 2024 年国内空气悬架 CR3 份额超 85%.....	23
图 32: 公司汽车领域可拆分为前、后装收入.....	24
图 33: 公司传动带以售后市场为主	24
图 34: 公司是米其林传动系统的官方授权商.....	25
图 35: 2024 年公司海外收入占比 51%.....	26
图 36: 2022 年公司欧洲占海外收入的 57%.....	26
图 37: 公司流体管路系统收入稳步增长	27
图 38: 公司流体管路毛利率逐年提升	27
图 39: 公司正在推进空气弹簧产品研发	28
图 40: 公司与中大力德就机器人密封件等多业务进行了深入交流.....	28
表 1: 公司主营产品包括传动系统部件、流体管路系统部件、密封系统部件	5
表 2: 管理层进入公司时间较久	6
表 3: 2025 年公司股权激励净利润目标为 2.16 亿元.....	8
表 4: 汽车非轮胎橡胶件单车价值量较低	10
表 5: 汽车皮带在行驶里程 6 万公里左右需要更换.....	10
表 6: 我们预计 2027 年全球汽车皮带市场规模为 447 亿元.....	12
表 7: 国内传动带企业规模较小	13
表 8: 全球汽车传动配套市场由外资主导	13
表 9: 盖茨的产品可应用于多下游领域	16
表 10: 新能源汽车需要的冷却胶管较燃油车要求更高.....	19
表 11: 我们预计 2027 年全球汽车管路系统市场规模为 409 亿元.....	19
表 12: 国内胶管 CR3 较为稳定	20
表 13: 汽车流体管路生产企业多为专业的非轮胎橡胶制造商	21
表 14: 我们预计 2027 年国内空气悬架市场规模为 515 亿元.....	23
表 15: 公司已成为多个主机厂传动系统的一、二级供应商.....	24
表 16: 公司非汽车领域业务多点开花	25
表 17: 公司传动系统售后客户为海外知名品牌商.....	26

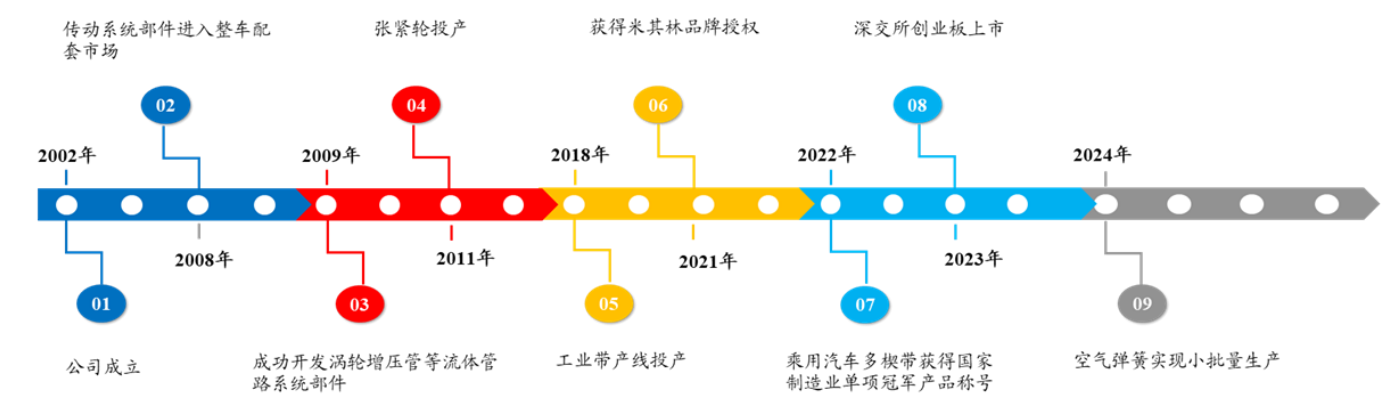
表 18: 公司正在布局泰国和马来西亚两大生产基地.....	26
表 19: 预计量产百万台时, 人型机器人减速器密封件市场空间为 4 亿元.....	29
表 20: 我们预计公司传动业务将保持较快增速.....	30
表 21: 公司 2026 年 PE 与 PEG 均低于可比公司估值平均	31

1、公司简介：橡胶精密零部件的国家级专精特新“小巨人”

1.1、深耕橡胶行业多年，产品广泛应用于汽车与工业机械领域

公司是专业的橡胶精密零部件供应商。丰茂股份成立于 2002 年，设立之初主要经营流体管路系统、密封系统等橡胶零部件业务，并逐步拓展传动系统部件的研发、生产及销售。2008 年公司成为比亚迪合格供应商，传动系统部件业务由汽车售后服务市场拓展进入整车配套市场；2012 年起，公司与博世、舍弗勒等知名汽车零部件企业开展合作；2021 年，公司获得米其林传动带在中国境内的独家授权，2022 年乘用车多楔带荣获 2022 年国家制造业单项冠军产品称号。2023 年，公司在深交所创业板上市。

图1：公司是专业的橡胶精密零部件供应商



资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

公司主要产品包括传动系统部件、流体管路系统部件和密封系统部件等，其中，传动系统部件包括传动带、张紧轮等产品；流体管路系统部件包括进气系统管路、冷却系统管路等产品，密封系统部件包括制动密封件、油封密封件等产品，广泛应用于汽车、工业机械、家电卫浴等领域。

表1：公司主营产品包括传动系统部件、流体管路系统部件、密封系统部件

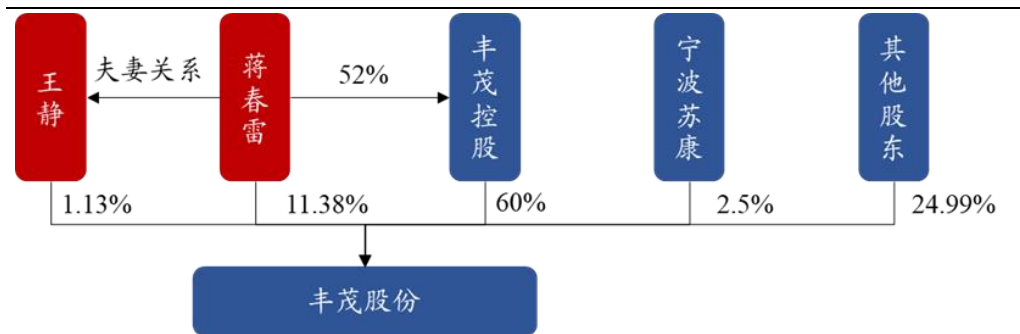
产品大类	产品中类	明细产品	应用领域
传动系统部件	传动带	同步带、多楔带、V 带等	汽车、工业机械等领域
	张紧轮	正时张紧轮、附件惰轮等	汽车、工业机械等领域
流体管路系统部件	进气系统管路	涡轮增压管、中冷器管、空滤器管等	汽车领域
	冷却系统管路	冷却水管、散热器管等	汽车领域
	其他	压差传感管路、曲轴箱通风管、天窗排水管、变速箱油冷管、卫浴管路等	汽车、家电卫浴等领域
密封系统部件	制动密封件	制动隔膜、防尘罩等	汽车、工业机械、轨道交通等领域
	油封密封件	前/后轮油封、曲轴油封、差速器油封、变速器油封、农机油封等	汽车、农业机械等领域
	其他	O 型圈、垫片、异形密封圈等	汽车、工业机械、家电卫浴等领域

资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、公司治理：核心技术人员为公司高管，管理团队稳定

公司股权结构稳定。截至 2025Q1，公司实控人为蒋春雷、王静夫妇和其子蒋淞舟，蒋春雷现任公司董事长，直接持股 11.38%，通过丰茂控股和苏康企管间接持有公司 32.50%股份。王静现任公司董事兼行政总监，直接持股 1.13%，通过丰茂控股间接持有公司 9.00%股份。蒋淞舟通过丰茂控股间接持有公司 19.80%股份。实控人合计持有公司股权 73.81%。

图2：公司实控人合计持股 73.8%



资料来源：Wind、开源证券研究所（截至 2025Q1）

核心技术人员担任管理层，公司高度重视技术研发。公司共有 4 位核心技术人员，除了董事长蒋春雷以外，王军成、董勇修和曹有华在公司分别担任总经理、副总经理，核心技术人员全部是管理层，公司高度重视技术研发。管理层普遍进入公司时间较长，管理层较稳定。

表2：管理层进入公司时间较久

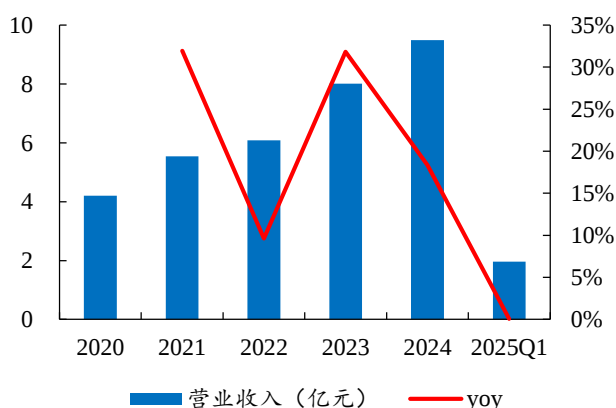
姓名	职务	履历
蒋春雷	董事长	自 2002 年 7 月至 2020 年 12 月历任丰茂有限副总经理、监事、执行董事兼总经理。现任公司董事长、宁波丰茂投资控股有限公司执行董事，经理、苏康企管执行事务合伙人。
王军成	董事、总经理	自 1997 年 1 月至 1998 年 12 月任宁波波美拉链有限公司技术工程师，自 1998 年 12 月至 2005 年 11 月历任宁波裕江特种胶带有限公司技术工程师、技质部部长，自 2005 年 11 月至 2020 年 12 月任丰茂有限副总经理。
董勇修	董事、副总经理	本科学历，自 2009 年 11 月至 2020 年 12 月历任丰茂有限研发部工程师、研发部副部长、生产部副部长、生产部部长、研发部部长、总经理助理、副总经理。
曹有华	副总经理	本科学历，自 2002 年 7 月至 2004 年 2 月任浙江双箭橡胶股份有限公司材料工程师，自 2004 年 4 月至 2005 年 5 月任上海朝日化工有限公司品质专员，自 2005 年 6 月至 2020 年 12 月历任丰茂有限模压工程师、模压事业部部长、总经理助理、副总经理兼研发部部长。
孙婷婷	财务总监	本科学历，自 2007 年 9 月至 2016 年 10 月任宁波金和新材料股份有限公司会计，自 2016 年 10 月至 2020 年 8 月历任宁波容百新能源科技股份有限公司核算科科长、预算分析经理，自 2020 年 9 月至 2020 年 12 月任丰茂有限财务负责人。
吴勋苗	董事会秘书	本科学历，自 1998 年 7 月至 2003 年 12 月任余姚市二轻局安捷公司行政部员工，自 2003 年 12 月至 2006 年 6 月任宁波超强工艺品有限公司行政部经理，自 2006 年 6 月至 2020 年 12 月任丰茂有限企管部部长。

资料来源：Wind、开源证券研究所

1.3、财务情况：收入与利润稳中有增，海外销售以欧洲为主

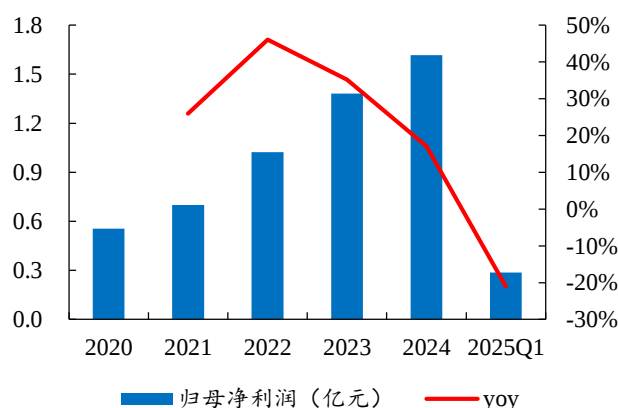
公司营收与利润的规模增长稳定。2024 年全年公司实现营业收入 9.49 亿元，yoy+18.3%，2020-2024 年收入的复合增长率为 22.6%，增长稳定，2025Q1 公司实现营业收入 1.96 亿元，yoy+0.1%。2024 年全年公司实现归母净利润 1.62 亿元，yoy+17.0%，2025Q1 公司实现归母净利润 0.29 亿元，yoy-21.0%，略有承压。2024 年，公司的核心产品模压多楔带升级带动传动系统业务突破，核心客户份额持续上升。同时借助米其林在全球的品牌影响力成功打开国际市场，产品出口到欧洲、东南亚等多个地区；工业带产品随着推广力度加大，前期市场开发效果显现，已在机器人、摩托车、家电卫浴、安防、纺织机械、农业机械等多个领域开展业务，销售增长明显。

图3：2024 年公司实现营业收入 9.49 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

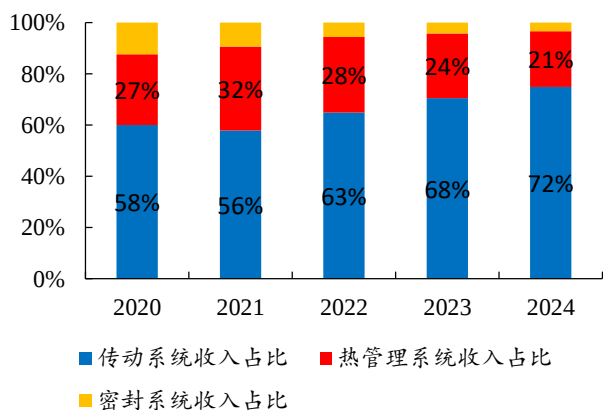
图4：2024 年公司实现归母净利 1.62 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

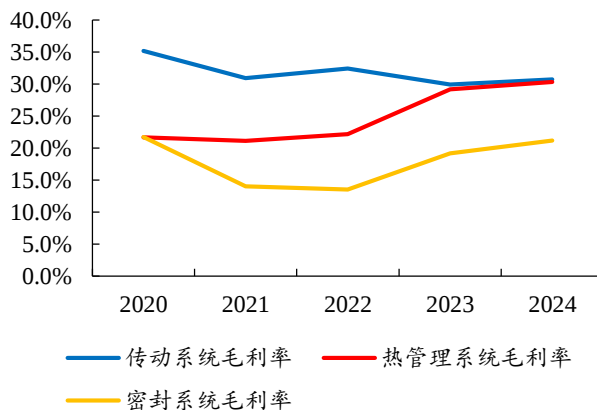
公司当前收入占比最高的业务为传动系统，增速较快。2024 年传动系统实现收入 6.82 亿元，yoy+25.2%，收入占比从 2023 年的 68% 进一步上升至 72%，毛利率为 30.7%，公司重点加强“丰茂”“欧迅”自有品牌建设，同时新增多个商用车项目定点，毛利率较 2023 年提升 0.8pct。2024 年热管理系统收入为 1.98 亿元，yoy+1.4%，收入占比为 21%，毛利率为 30.4%，公司持续优化流体管路产品结构，提高产品质量，毛利率较 2023 年提升 1.2pct。2024 年密封系统收入为 0.30 亿元，yoy-5.7%，收入占比为 3%，毛利率由 2023 年的 19.2% 上升至 2024 年的 21.2%。

图5：2024 年传动系统收入占比为 72%



数据来源：Wind、开源证券研究所

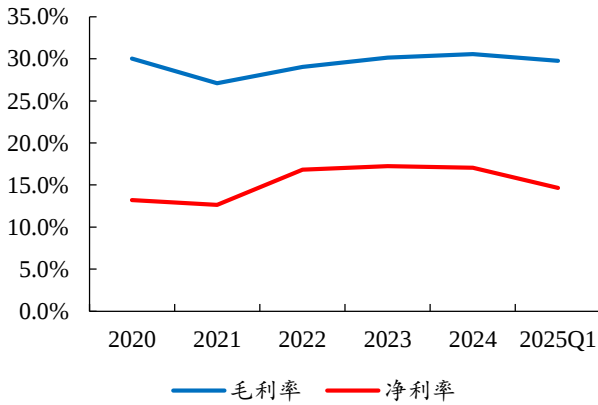
图6：公司的传动系统和热管理系统毛利率较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

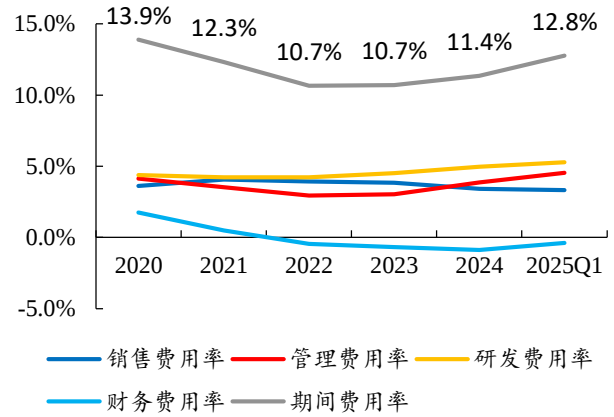
受毛利率带动净利率稳步提升，费用控制稳定。2024 年公司的综合毛利率为 30.6%，较 2023 年提升 0.4pct，主要系公司的主营产品传动系统、热管理系统、密封系统的毛利率都有提升，2025Q1 的毛利率为 29.8%，略有波动。2024 年的净利率为 17.0%。2024 年期间费用率为 11.4%，较 2023 年提升 0.7pct，主要系公司正在积极开发乘用车空气弹簧等新产品，加大研发投入及人员储备，2025Q1 研发费用率、管理费用率分别为 5.3%、4.5%。

图7：2024 年公司毛利率为 30.6%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：公司期间费用率控制良好



数据来源：Wind、开源证券研究所

股权激励目标明确公司发展信心。公司 2024 年发布股权激励目标，分别设立营业收入与净利润的目标值与触发值，2025 年目标值为营业收入 12.50 亿元，净利润为 2.16 亿元，2026 年目标值为营业收入 15.60 亿元，净利润为 2.70 亿元，彰显公司发展信心。

表3：2025 年公司股权激励净利润目标为 2.16 亿元

考核年度	营业收入（亿元）		净利润（亿元）	
	目标值	触发值	目标值	触发值
2024	10.00	9.20	1.73	1.58
2025	12.50	10.60	2.16	1.83
2026	15.60	12.20	2.70	2.10

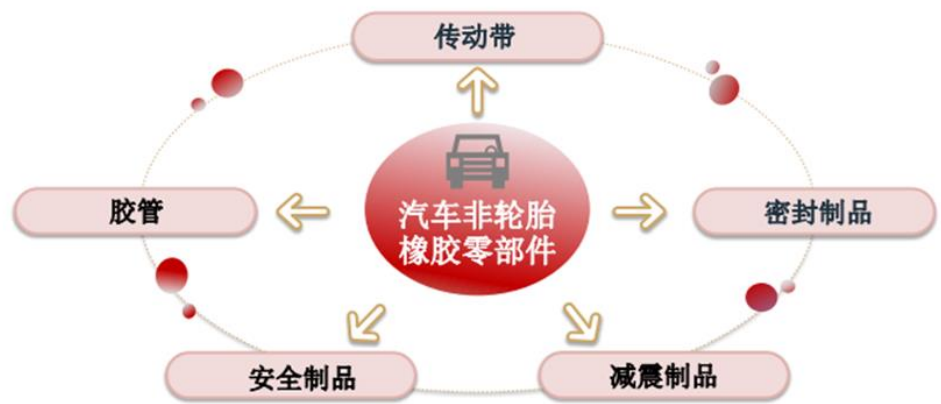
数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、传动系统是汽车发动机核心部件，工业领域应用领域广泛

2.1、橡胶件在前装为关键部件，且拥有后装更换需求

汽车橡胶零部件价值量占整车成本的 6%，其中非轮胎橡胶占 2%。常见的汽车橡胶零部件包括汽车轮胎橡胶零部件和非轮胎橡胶零部件，其中汽车轮胎橡胶零部件生胶消耗量占 60%左右，非轮胎橡胶零部件占 40%左右。汽车非轮胎橡胶零部件包括密封制品、传动制品、减震制品、胶管和安全制品等产品，主要用于汽车转向系统、动力系统、底盘系统、空调系统、车身系统等系统的连接、密封、减震。除轮胎外，一辆汽车通常需要装配 100-200 种、200-500 个橡胶零部件，橡胶材料消耗量占整车质量的 5%左右。

图9：汽车非轮胎橡胶零部件产品包括传动带、密封等



资料来源：公司公告

带传动是机械传动重要的传动形式之一，传动带广泛应用于汽车和工业领域。汽车传动带包括正时传动同步带和用于附件传动的多楔带，正时皮带通过与曲轴的连接并配合一定的传动比来保证进、排气时间的准确，为发动机提供高效可靠的正时传动，附件皮带主要用于驱动发动机前端以及空调压缩机等。部分车型一条传动带可实现正时和附件系统的传动要求，假设单车用量 1.5 条，单车价值量在 30 元左右。

流体管路是指连接各个零部件之间的管状零件，其作用是在各零部件之间传输各种介质，是连接、承载功能介质的核心功能部件，包括涡轮增压进/出气管、中冷器进/出气管、空滤器进/出气管等，单车价值量在 150-700 元不等。

密封系统部件主要起到填充间隙、吸收和降低振动、密封隔音、向移动零部件提供通道、弥补钣金制造和装配中的误差等功能，主要应用于汽车、农业机械、家电卫浴等领域。密封制品是在汽车中应用最广泛的零部件之一，单个密封件价值量较低，但整车用量较多。

表4：汽车非轮胎橡胶件单车价值量较低

产品	整车平均用量	平均价格	单车价格	图示
汽车传动带	1.5 条/辆	20 元/件	30 元	
流体管路部件	15-25 件/辆	25 元/件	150—700 元	
制动密封件	7 件/辆	5 元/件	35 元	
油封密封件	25 件/辆	2-3 元/件	50-75 元	

资料来源：公司公告、开源证券研究所

除了前装配套，皮带等橡胶件还有后装替换市场。非轮胎橡胶零部件通常具有耐高低温、抗老化、耐介质等性能，为维持其性能的稳定性，通常在汽车行驶至一定里程时需要进行更换。发动机皮带为安全件，通常在 6 万公里后出现检修需求，当车龄达到 8-10 年后，密封、减震等系统中的部分橡胶零部件将逐渐失效，产生更换需求。

表5：汽车皮带在行驶里程 6 万公里左右需要更换

保养项目	保养周期（万公里）	单次费用（元）
正时皮带或链条更换	6	200-1000
附件皮带更换	6	200-500
制动盘更换	10	500-1500
橡胶件更换	10 年左右	100-1000

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.2、传动带：汽车发动机的关键部件，可应用于低空、轨交等多工业领域

汽车传动带是发动机的重要部件，进入主机供应具有壁垒。零部件供应商往往需经过独立第三方认证、整车厂评审等多道程序才能成为整车厂供应商，考核周期在半年以上，更换供应商的机会成本较高。其中汽车皮带需要与发动机进行总成，不仅是生产制造，传动带设计企业需要将整车厂提供的发动机系统参数转化为产品结构设计方案，要求供应商具备与主机厂同步开发的能力，市场进入壁垒较高。

传动带可应用两轮车、农机等多工业领域。较链条传动，皮带传动拥有在全生命周期的效率更高、噪音更少、寿命更长、总成本更低的优势，随着皮带的创新发展，皮带传动在摩托车、自行车等二轮车领域的应用提升。此外，带传动在工业、农业、家电等多领域都应用广泛。

图10：传动带可应用于两轮车等领域



资料来源：盖茨官网

图11：皮带传动较链条传动有一定优势

皮带 / 链条	一般	较好	最优
效率 (全寿命周期)			
噪音			
重量 / 回转质量			
耐久性 / 使用寿命			
维护保养			
安装成本			
总成本			

资料来源：盖茨工业公众号

2.2.1、市场空间测算：预计 2027 年全球汽车传动带市场空间为 447 亿元

从前装角度看，汽车传动带为发动机核心部件，传动系统与燃油车销量=1：1，混合动力汽车仍然需要发动机，但纯电动和燃料电池汽车不再需要发动机传动系统。

假设单车传动系统价值量=90 元，海外较国内价格高 25%，市场空间=（燃油车销量+混合动力销量）*单车传动系统价格。

国内传动系统市场空间：我们预计国内新车将保持稳定增长，假设 2025-2027 年的新车销量增速为 4%、3%、3%，我们预计国内新能源车的渗透率将持续提升，假设 2025-2027 年新能源渗透率为 50%、53%、55%，假设 PHEV 在新能源车的销量占比略提升至 45%，2025-2027 年国内汽车前装传动系统市场空间为 21.3、21.5、21.8 亿元。

全球传动系统市场空间：我们预计全球新车将保持稳定增长，假设 2025-2027 年的新车销量增速为 2%，我们预计全球新能源车的渗透率将持续提升，假设 2025-2027 年新能源渗透率为 22%、24%、25%，假设 PHEV 在新能源车的销量占比为 40%、45%、45%，2025-2027 年全球汽车前装传动系统市场空间为 90.2、92.0、93.3 亿元。

从后装角度看，汽车正时系统传动带，通常在行驶约 6 万公里时需要更换，假设国内更换年限为 8 年，海外为 5 年。

假设单车传动系统价值量=90 元，海外较国内价格高 25%，市场空间=保有量/更换年限*单车电池价格。

根据报废率=（上年保有量+上年新车销量-当年保有量）/上年保有量，计算得 2022-2024 年的国内汽车报废率为 3.1%、4.1%、2.3%，新能源车的报废率为 20.8%、16.7%、9.2%。当年保有量=前一年保有量*（1-报废率）+当年新车销量。

国内传动系统市场空间：预计总报废率维持现有水平，新能源报废率将随着保有量上升而略有下降，假设 2025-2027 年的报废率为 3%、新能源车的报废率为 7%，2025-2027 年国内汽车后装传动系统市场空间为 36.9、37.7、38.5 亿元。

全球传动系统市场空间：假设全球 2025-2027 年的报废率为 4%，新能源车的报废率为 7%，2025-2027 年全球汽车后装传动系统市场空间为 348.1、350.7、353.4 亿

元。

加总前装与后装，预计 2025-2027 年国内传动系统市场空间为 58.3、59.2、60.3 亿元，全球传动系统市场空间为 438.3、442.7、446.7 亿元。

表6：我们预计 2027 年全球汽车皮带市场规模为 447 亿元

		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
中国	新车销量（百万辆）	26.9	30.1	31.4	32.7	33.7	34.7
	yoy	2.2%	12.0%	4.5%	4%	3%	3%
	新能源销量（百万辆）	6.9	9.5	12.9	16.3	17.8	19.1
	新能源渗透率	26%	32%	41%	50%	53%	55%
	其中：PHEV	1.5	2.8	5.1	7.4	8.0	8.6
	燃油车销量（百万辆）	20.0	20.6	18.6	16.3	15.8	15.6
	传动系统 OE 市场空间（亿元）	19.3	21.1	21.3	21.3	21.5	21.8
	汽车保有量（百万辆）	311.8	329.1	353.0	373.8	395.3	417.1
	报废率	3.1%	4.1%	2.3%	3%	3%	3%
	其中：新能源（百万辆）	13.1	20.4	31.4	45.5	60.2	75.1
	报废率	20.8%	16.7%	9.2%	7%	7%	7%
	传动系统 AM 市场空间（亿元）	33.6	34.7	36.2	36.9	37.7	38.5
	传动系统市场空间（亿元）	53.0	55.8	57.5	58.3	59.2	60.3
全球	新车销量（百万辆）	80.2	89.0	90.6	92.4	94.3	96.1
	yoy	-1.4%	11.0%	1.8%	2%	2%	2%
	新能源销量（百万辆）	10.4	14.3	16.0	20.3	22.6	24.0
	新能源渗透率	13%	16%	18%	22%	24%	25%
	其中：PHEV	2.7	4.0	5.7	8.1	10.2	10.8
	燃油车销量（百万辆）	69.8	74.7	74.6	72.1	71.6	72.1
	传动系统 OE 市场空间（亿元）	81.5	88.6	90.3	90.2	92.0	93.3
	汽车保有量（百万辆）	1527.9	1547.0	1575.7	1605.1	1635.2	1665.9
	报废率	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
	其中：新能源（百万辆）	19.9	27.0	40.5	58.0	76.6	95.3
	报废率	20.8%	16.7%	9.2%	7.0%	7.0%	7.0%
	传动系统 AM 市场空间（亿元）	339.3	342.0	345.4	348.1	350.7	353.4
	传动系统市场空间（亿元）	420.8	430.6	435.7	438.3	442.7	446.7

数据来源：中汽协会数据、崔东树公众号、BNEF 等、开源证券研究所

2.2.2、竞争格局：国内传动系统企业多为 V 带供应商，精密传动主要由外资垄断

国内传动系统部件制造企业普遍呈现小而分散的特点。根据中国橡胶工业协会统计，2022Q4-2023Q3 国内橡胶传动带收入排名前三的企业分别是三力士、浙江丰茂、三维控股，上榜 9 家企业合计收入在 33.43 亿元，规模整体较小。三力士主营产品为橡胶 V 带，下游应用领域为工业设备、矿山、农机等。丰茂股份主营产品为精密橡胶零部件，2023 年汽车领域收入占比为 90%。三维控股主营产品为 V 带，下游客户为大型矿山等，传动带企业应用领域跨度较大。

表7：国内传动带企业规模较小

传动带排名	公司	2022Q4-2023Q3 收入（亿元）
1	三力士股份有限公司	7.10
2	浙江丰茂科技股份有限公司	5.00
3	三维控股集团股份有限公司	3.70
4	锐牛股份有限公司	3.68
5	尉氏县久龙橡塑有限公司	3.30
6	金久龙实业有限公司	3.10
7	浙江保尔力橡塑股份有限公司	2.90
8	无锡市贝尔特胶带有限公司	2.34
9	宁波伏龙同步带有限公司	2.31

资料来源：中国橡胶杂志公众号、开源证券研究所

外资主导高端传动系统领域。传动系统部件性能要求高、技术难度大，具有较高的市场进入壁垒。欧美等发达国家的大型先进橡胶零部件生产商，经营时间较长、品牌认可度较高，已形成跨国跨地区的大规模专业化生产集团，国内高端整车配套市场长期被康迪、盖茨、岱高等外资品牌垄断。

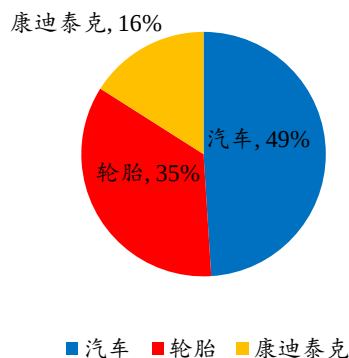
表8：全球汽车传动配套市场由外资主导

公司	国家	简介
康迪	德国	康迪（Conti）是全球非轮胎橡胶和塑料技术领域的主要制造商，致力于为汽车行业、机械和仪器制造业、化工和石油化工业、航空及采矿业设计、开发并生产各种功能性零部件及系统。
哈金森	法国	哈金森（Hutchinson）成立于 1843 年，主要生产和销售航空、铁路、汽车工业的橡胶制品。哈金森于 1982 年发明了 PK 带并首次应用于梅赛德斯奔驰。客户包括标致、雪铁龙、雷诺、奥迪、欧宝、大众、宝马、福特、菲亚特、VOLVO 等。
盖茨	美国	盖茨（Gates）成立于 1911 年，总部位于美国，是全球最大的动力传动带及汽车配件制造商。盖茨公司提供数百种轿车和卡车的零部件，以满足全世界汽车制造商的各种设计需要。
阪东化学	日本	阪东化学（Bando）成立于 1906 年，总部位于日本，主要产品为工业动力和输送传动带，产品广泛应用于汽车、工业、建筑、化学合成等领域。
欧皮特	德国	欧皮特（Opti）成立于 1872 年，总部位于德国，是一家高品质动力传动皮带制造商，为客户提供一流的传动产品，一直以来引领着高水准的系统、工程和服务的行业标准。目前在欧洲有六家生产工厂。
岱高	美国	岱高（Dayco）成立于 1905 年，是世界上最大的汽车传动带生产商之一，也是首家发明正时皮带的公司。岱高汽车传动带为世界三大品牌之一，其正时传动带销量排名全球第一，配套整车厂客户包括德国大众、美国通用、一汽大众、上海大众等。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

康迪泰克是德国大陆集团旗下专注非轮胎橡胶材料的分公司。大陆集团旗下分为汽车子集团、轮胎子集团、康迪泰克子集团三大业务板块，2024 年业务占比分别为 49%、35%、16%，经调整息税前利润率分别为 2.3%、13.7%、6.2%，其中马牌轮胎在集团利润中表现较好。2025 年 1 月，康迪泰克基于业务优化关闭了 5 家工厂，并准备剥离 OESL 前装业务。2025 年 3 月，集团通过分拆汽车子集团的决定，汽车零部件业务将于 2025 年独立上市。

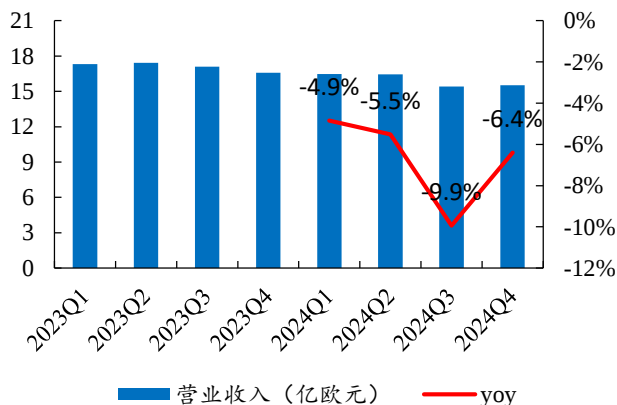
图12：2024 年康迪泰克收入在大陆集团的占比为 16%



数据来源：大陆集团官网、开源证券研究所

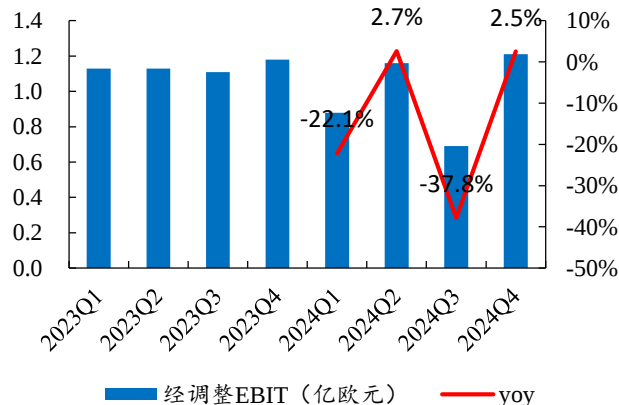
受汽车前装和部分工业需求低迷影响，康迪泰克 2024 年收入暂时承压。康迪泰克 2024 年实现收入 63.86 亿欧元，yoy-6.7%，收入承压主要系汽车前装和工业市场需求较疲软，尤其是农机和商用车领域表现出持续性的需求低迷，三季度起建筑和汽车后市场表现出略有回升态势。2024 年康迪泰克实现经调整息税前利润 3.93 亿欧元，yoy-13.6%，利润收缩主要系受收入规模影响，通过公司内部降本增效，2024Q4 经调整息税前利润率回升至 7.8%。

图13：2024 年康迪泰克收入同比下滑



数据来源：大陆集团公告、开源证券研究所

图14：2024 年康迪泰克 EBIT 同比下滑

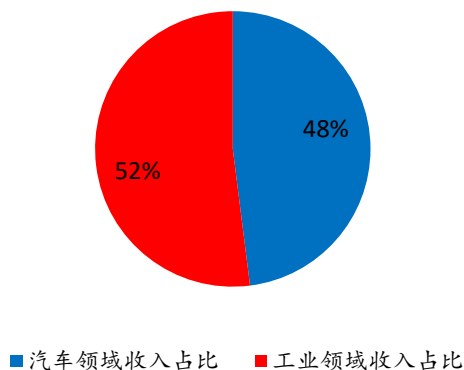


数据来源：大陆集团公告、开源证券研究所

当前康迪泰克的工业收入占比近半，远期目标为 8 成。2023 年康迪泰克的工业领域收入占比为 52%，工业应用领域包括建筑、采矿、工程机械、农机等，汽车领域收入占比为 48%。由于工业领域需求更稳定、产品生命周期更长、利润更好等优势，康迪泰克远期目标为工业收入占比上升至 80%。

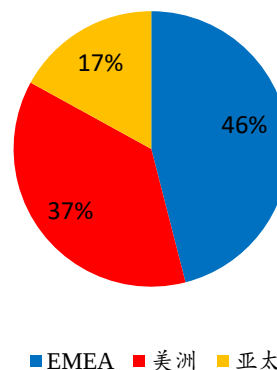
康迪泰克的主要销售区域集中在美洲和欧洲、中东、非洲。2023 年康迪泰克在 EMEA 地区的收入占比为 46%，美洲占比为 37%，亚太地区占比为 17%，亚太地区具有较大的增长潜能。

图15：2023 年康迪泰克的工业领域收入占比为 48%



数据来源：大陆集团公告、开源证券研究所

图16：2023 年康迪泰克的 EMEA 收入占比为 46%



数据来源：大陆集团公告、开源证券研究所

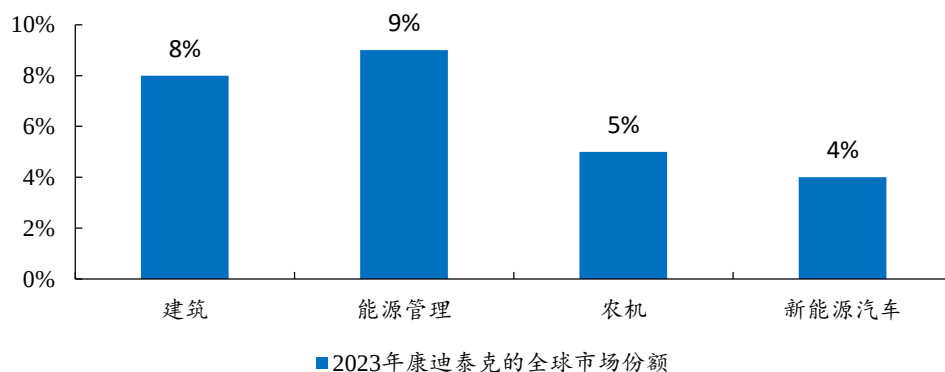
康迪泰克已在能源管理、建筑等领域占据一定市场份额。康迪泰克在建筑家用领域的产品包括水管、皮带、家具贴膜等，2023 年建筑家用领域的市场空间为 65 亿欧元，康迪泰克的份额为 8%，预计 2028 年市场空间将增长至 70 亿欧元。

能源管理领域的产品主要为输送解决方案，2023 年能源管理领域的市场空间为 20 亿欧元，康迪泰克的份额为 9%，预计 2028 年市场空间将增长至 25 亿欧元。

农机、工程机械的产品包括悬架系统、底座等，2023 年农机、工程机械领域的市场空间为 155 亿欧元，康迪泰克的份额为 5%，预计 2028 年市场空间将增长至 180 亿欧元。

新能源汽车的产品包括加热和制冷回路、电驱的冷却系统等，2023 新能源汽车领域的市场空间为 55 亿欧元，康迪泰克的份额为 4%，预计 2028 年市场空间将增长至 180 亿欧元。

图17：康迪泰克在部分领域具有较高市场份额



数据来源：大陆集团公告、开源证券研究所

盖茨是全球动力传输和流体动力解决方案的领先供应商。盖茨成立于 1911 年的美国丹佛，由盖茨发明的三角皮带创新了动力传输方式，110 多年以来，盖茨不断突破材料的极限，推出了在动力传输和流体动力领域的较多创新成果，当前盖茨的产品在全球 30 个国家销售，覆盖的下游领域较广泛，包括出行领域的自行车、摩托、轨道交通等，工业领域的电梯、农机、输送设备等等。

根据盖茨披露，2024 年汽车领域在收入的占比为 45%，其中替换市场在收入的

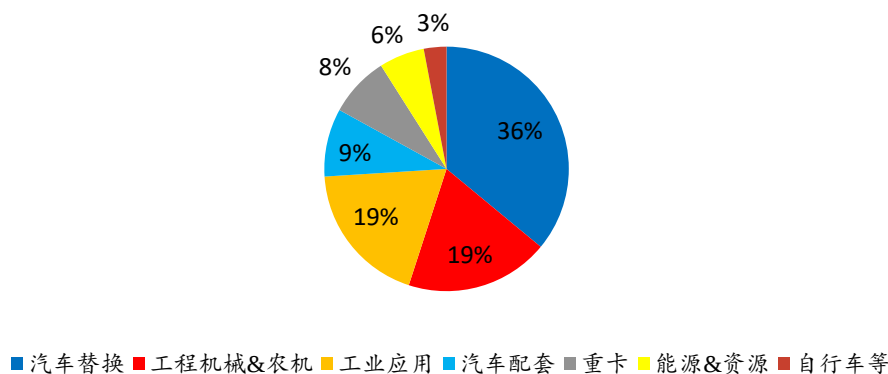
占比为 36%，而配套市场为 9%；工程机械和农机、工业应用领域的收入占比都为 19%。

表9：盖茨的产品可应用于多下游领域

应用类型	应用场景
娱乐	自行车、电动自行车、全地形车、雪地摩托、缆车和游戏机等。
出行	电动汽车、踏板车、摩托车、铁路、公交和卡车等。
家庭	电动汽车、踏板车、摩托车、铁路、公交和卡车等
工厂	电梯、自动售货机、风机、升降设备、输送设备以及分拣/装配设备等。
户外	炼油厂、井架、筒仓、风力涡轮机、基础设施以及收割机、拖拉机、挖掘机、推土机和装载机等。

资料来源：盖茨官网、开源证券研究所

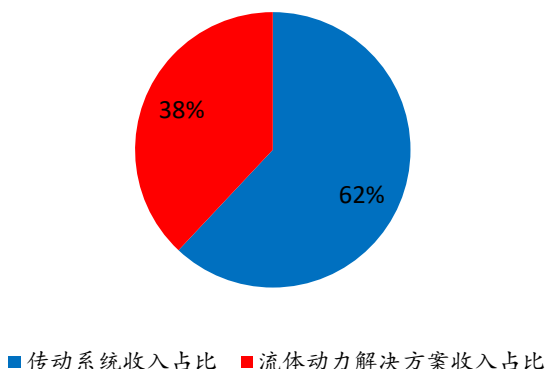
图18：2024 年盖茨的汽车替换市场在收入的占比为 36%



数据来源：盖茨公告、开源证券研究所

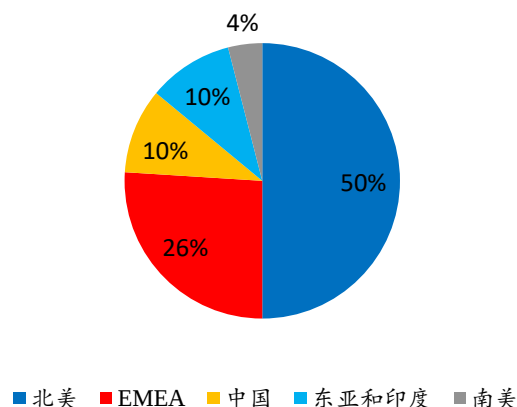
2024 年盖茨的传动系统收入占比为 62%，北美是收入第一的区域。盖茨的产品主要分为传动系统和流体动力解决方案两大类，2024 年收入占比分别为 62%、38%。盖茨产品在全球具有较高的知名度，拆分其地区收入，2024 年北美收入占比 50%，EMEA 占比 26%，中国占比 10%。

图19：2024 年盖茨的传动系统收入占比为 62%



数据来源：盖茨公告、开源证券研究所

图20：2024 年北美收入占比 50%

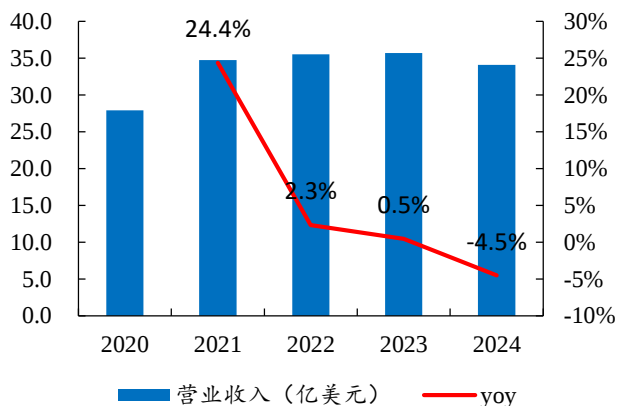


数据来源：盖茨公告、开源证券研究所

受农业和建筑领域需求疲软影响，盖茨收入短期承压。2024 年盖茨实现收入 34.08 亿美元，yoy-4.5%，实现净利润 1.95 亿美元，yoy-16.3%，主要受终端需求疲软影响，尤其是农业和建筑领域需求较低迷。2024 年前装收入出现双位数下降，后

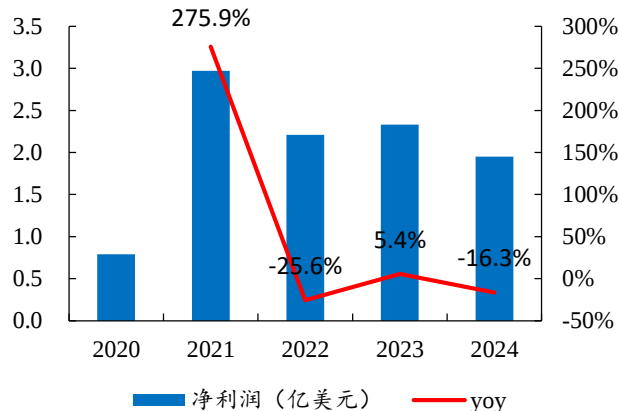
装替换收入以低个位数保持增长态势。尽管需求不佳，2024 年毛利率达到 40%，同比提升 1.8pct，但受税率影响，净利率下滑至 5.7%。

图21：2024 年盖茨收入同比下滑



数据来源：盖茨公告、开源证券研究所

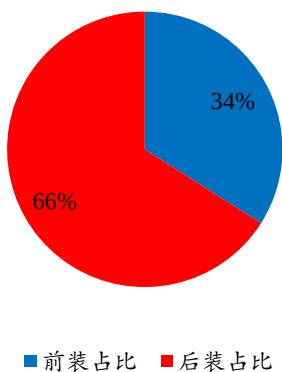
图22：2024 年盖茨净利润同比下滑



数据来源：盖茨公告、开源证券研究所

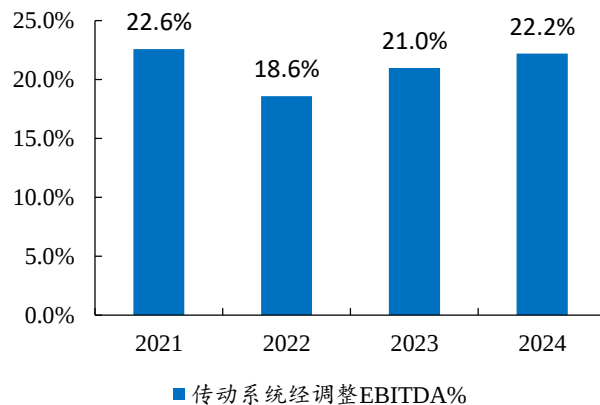
2024 年盖茨的传动系统收入为 21.08 亿美元，yoy-3.8%，传动系统的前、后装收入占比分别为 34%、66%。传动系统收入减少主要受个人出行、建筑、农业领域影响，其中前装收入降幅为高个位数。传动系统的经调整息税折旧摊销前利润率为 22.2%，同比提升 1.2pct，主要系产品组合的改善。

图23：2024 年盖茨传动系统的前、后装收入占比分别为 34%、66%



数据来源：盖茨公告、开源证券研究所

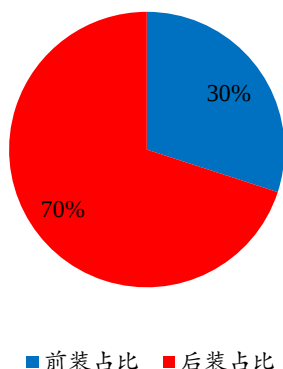
图24：2024 年盖茨传动系统的经调整息税折旧摊销前利润率为 22.2%



数据来源：盖茨公告、开源证券研究所

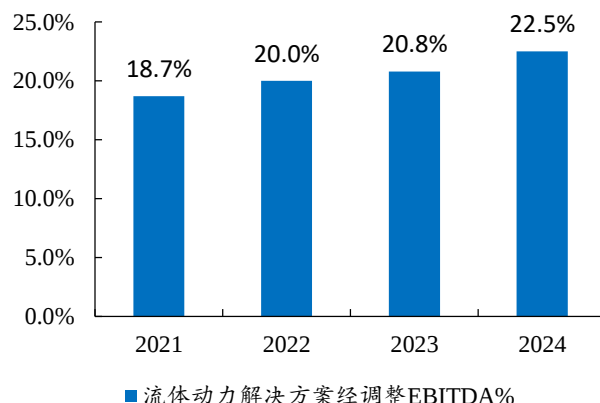
2024 年盖茨的流体动力系统收入为 13 亿美元，yoy-5.7%，流体动力系统的前、后装收入占比分别为 30%、70%。流体动力系统收入减少主要受能源、建筑、农业领域影响，汽车领域以低双位数增速增长。按前后装拆分，前装销售额降幅在高个位数，替换市场销售额略有增长。传动系统的经调整息税折旧摊销前利润率为 22.5%，同比提升 1.7pct，主要系产品组合优化等。

图25：2024 年盖茨流体动力系统的前、后装收入占比分别为 30%、70%



数据来源：盖茨公告、开源证券研究所

图26：2024 年盖茨流体动力系统的经调整息税折旧摊销前利润率为 22.5%

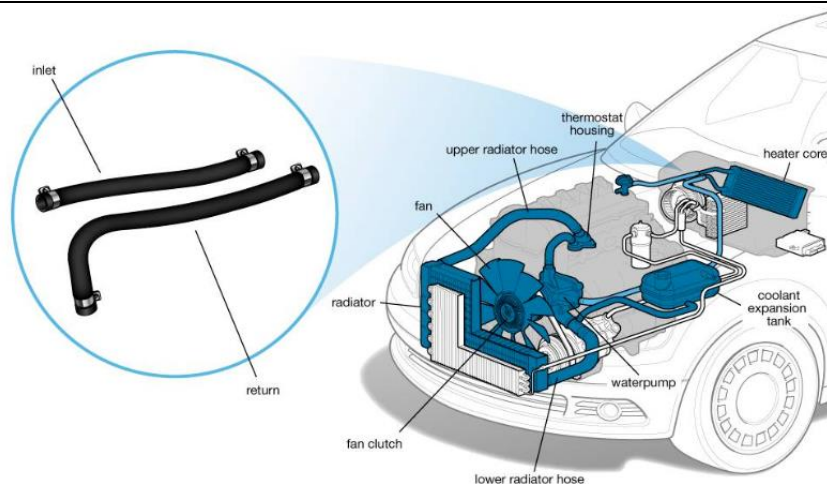


数据来源：盖茨公告、开源证券研究所

2.3、流体管路系统：汽车多系统的重要组成部分，新能源车的管路系统需求增加

汽车胶管是汽车的基本组成部分。胶管用于输送必须的液体和气体，确保发动机、燃油输送、制动和动力转向系统的关键功能。根据工作介质和温度范围不同，产品类型包括金属管、橡胶管、注塑管等，按系统分，主要包括冷却及加热系统、燃油系统、转向系统、制动系统、空调系统、进气系统等等。

图27：汽车胶管至关重要



资料来源：岱高汽车零部件公众号

新能源车的热管理系统管路需求较燃油车更高。新能源车较燃油车新增电池、电机和电控等发热元件，热管理系统管路总成的集成度和复杂程度更高，管路总长是传统冷却管路的 2-3 倍，同时在轻量化、阻燃、绝缘提出了更高的要求，还要在高压和高温环境下提供更稳定的性能。根据中鼎股份统计，其流体管路产品的单车价值从传统车上的 300 元提升到新能源汽车的近千元，增程式新能源汽车价值量约为 1500 元，汽车热管理系统总成价值量在 5000 元。

表10：新能源汽车需要的冷却胶管较燃油车要求更高

	燃油车	电动车
主要功能	燃油输送、润滑油和冷却液输送	冷却液输送、高压电缆保护、防尘密封
耐温性能	120°C-150°C	最高可达 250°C
阻燃要求	较低	较高
压力要求	高压燃油管需承受高达 0.5 MPa 的压力	冷却液管中等压力，高压电缆要求较高
环保要求	气密性、防止燃油挥发	材料可回收，降低 VOC 排放

资料来源：橡胶网公众号、开源证券研究所

2.3.1、市场空间测算：预计 2027 年全球汽车管路系统市场空间为 409 亿元

流体管路系统部件使用年限较长，基本与整车同寿命，故主要考虑整车配套市场。根据川环科技统计，燃油车单车管路系统价值量在 200-400 元，纯电系统单车管路系统价值量在 400-800 元，混动系统单车管路系统价值量在 800-1000 元。

假设燃油车单车管路系统价值量=300 元，电车单车管路系统价值量=800 元。市场空间=销量*单车价值量。

国内汽车管路市场空间：预计 2025-2027 年的新车销量增速为 4%、3%、3%，其中新能源渗透率为 50%、53%、55%，2025-2027 年国内汽车管路系统市场空间为 179.8、190.3、199.4 亿元。

全球汽车管路市场空间：预计 2025-2027 年的新车销量增速为 2%，其中新能源渗透率为 22%、24%、25%，2025-2027 年全球汽车管路系统市场空间为 378.9、395.9、408.6 亿元。

表11：我们预计 2027 年全球汽车管路系统市场规模为 409 亿元

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
中国	新车销量（百万辆）	26.9	30.1	31.4	32.7	34.7
	yoy	2.2%	12.0%	4.5%	4%	3%
	新能源车销量（百万辆）	6.9	9.5	12.9	16.3	19.1
	新能源渗透率	26%	32%	41%	50%	55%
	燃油车销量（百万辆）	20.0	20.6	18.6	16.3	15.6
	新能源车管路市场空间（亿元）	55.1	76.0	102.9	130.8	152.6
	燃油车管路市场空间（亿元）	59.9	61.8	55.7	49.0	46.8
	国内管路市场空间（亿元）	115.0	137.8	158.6	179.8	199.4
全球	新车销量（百万辆）	80.2	89.0	90.6	92.4	96.1
	yoy	-1.4%	11.0%	1.8%	2%	2%
	新能源车销量（百万辆）	10.4	14.3	16.0	20.3	24.0
	新能源渗透率	13%	16%	18%	22%	24%
	燃油车销量（百万辆）	69.8	74.7	74.6	72.1	72.1
	新能源车管路市场空间（亿元）	83.1	114.3	128.2	162.6	192.3
	燃油车管路市场空间（亿元）	209.4	224.2	223.7	216.2	216.3
	全球管路市场空间（亿元）	292.5	338.5	352.0	378.9	408.6

数据来源：中汽协会数据、崔东树公众号、川环科技公告、开源证券研究所

2.3.2、竞争格局：国内企业竞争较为充分

国内汽车胶管龙头企业格局较为稳定。国内汽车流体管路企业多为专业的非轮胎橡胶制造商，生产水平和能力较为成熟，正在逐步实现进口替代。根据中国橡胶工业协会统计，2021-2024 年国内胶管收入排名前三的企业分别是鹏翎股份、峻和科技、川环科技，胶管 CR3 较为稳定。

表12：国内胶管 CR3 较为稳定

排名	2021	2022	2023	2024
1	鹏翎股份	鹏翎股份	鹏翎股份	鹏翎股份
2	峻和科技	峻和科技	峻和科技	峻和科技
3	川环科技	川环科技	川环科技	川环科技
4	山东美晨	山东美晨	青岛三祥	南京利德东方
5	南京利德东方	南京利德东方	南京利德东方	青岛三祥

资料来源：中国橡胶杂志公众号、鹏翎股份公告、开源证券研究所

鹏翎股份连续多年在胶管行业排名第一，是国内较早从事汽车管路产品的公司之一，产品涵盖整个汽车管路系统，2023 年实现汽车流体管路收入 12.93 亿元，整车客户包括比亚迪、长安汽车、一汽大众、吉利汽车等，公司正在积极推进与新能源车企的合作，已承接比亚迪、理想汽车、蔚来汽车等客户大量的新车型开发项目，大力向尼龙管路、TPV 新材料冷却管路转型。

峻和科技多年在胶管子行业中均排名第二，主营产品包括涡轮增压系统管路总成、热管理系统管路总成等，2021 年实现汽车流体管路收入 8.19 亿元，主要客户包括比亚迪、长安汽车、奇瑞汽车等。

川环科技是国内专业的橡塑软管及总成的专业供应商，可提供传统燃油车、新能源汽车整车所有车用胶管，冷却系统胶管及总成、燃油系统胶管及总成、涡轮增压管路总成是公司的主要收入来源，2023 年实现汽车软管收入 10.37 亿元，主要客户包括比亚迪、长城汽车等，公司正在积极拓展储能电气、数据中心等新领域所使用的管路系统。

中鼎股份流体管路系统产品包括热管理管路总成和新能源汽车热管理管路系统总成，旗下子公司德国 TFH 是发动机及新能源汽车电池热管理管路总成产品优秀供应商，拥有自主专利的独家生产技术 creatube 工艺以及 TPV 软管和尼龙管的核心技术，公司在所处细分领域行业全球排名前二。公司大力推进新能源汽车热管理管路系统总成业务，目前已经给宝马、沃尔沃、奥迪、大众、吉利、小鹏和理想等新能源汽车平台配套。

丰茂股份流体管路系统以进气系统管路和冷却系统管路为主，同时配套商用车和乘用车，2023 年实现流体管路收入 1.95 亿元，当前客户包括长安汽车、上汽大通、一汽红旗等。

表13：汽车流体管路生产企业多为专业的非轮胎橡胶制造商

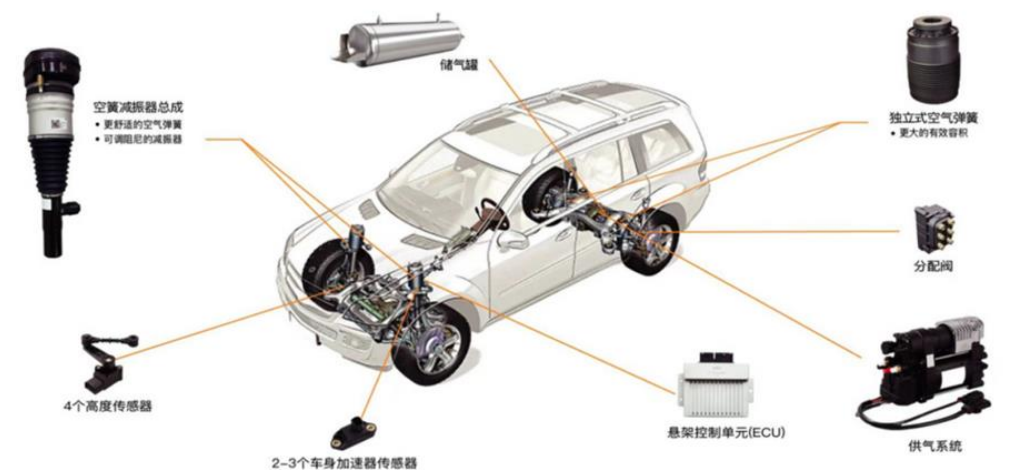
	产品形式	整车客户	2023 年收入（亿元）
鹏翎股份	涵盖整个汽车管路系统：燃油系统管路及总成、热管理系统管路及总成、进气系统管路及总成、车身其他附件管路及总成一体化解决方案。	比亚迪、长安汽车、一汽大众、长城汽车、吉利汽车、上汽大众等	12.93
峻和科技	涡轮增压系统管路总成、热管理系统管路总成、其他系统管路总成等	上汽通用、长城汽车、上汽集团、PSA 集团、比亚迪等	8.19
川环科技	汽车燃油系统胶管及总成、汽车冷却系统胶管及总成、汽车附件、制动系统胶管及总成、汽车涡轮增压管路总成、汽车真空制动管路总成、汽车天窗排水管路、汽车模压管路总成、摩托车胶管及总成等系列。	比亚迪、长安汽车、奇瑞汽车、赛力斯、理想等	10.37
中鼎股份	热管理管路、新能源汽车热管理管路系统总成	大众、比亚迪、沃尔沃、理想、宝马等	51.86
丰茂股份	进气系统管路、冷却系统管路	上汽集团、一汽集团、吉利汽车、长安汽车、东风日产等	1.95

资料来源：各公司公告、开源证券研究所（峻和科技为非上市公司，收入仅更新至 2021 年口径）

2.4、空气悬架：底盘升级，海外商用车渗透率较高

空气弹簧和电控减振器是空气悬架的核心部件。悬架系统是汽车底盘的重要组成部分，连接车轮与车身并缓冲路面颠簸对车身的冲击，悬架系统主要由连杆、弹簧、减振器三部分组成。空气悬架是一种以空气弹簧代替传统金属弹簧的悬挂系统，核心区别在于弹性元件的升级，通过对底盘高度和减振器阻尼的调整提升驾驶舒适性，其中空气弹簧用于调节高度与刚度，电控减振器用于调节阻尼。

图28：空气弹簧和电控减振器是空气悬架的核心部件



资料来源：金石底盘系统公众号

空气悬架在欧式商用车应用广泛，国内渗透率有待提升。商用车配备空气悬架有利于增强驾驶平顺性，过滤冲击保护底盘和降低货损风险。根据岱高汽车零部件公众号披露，欧式客车的空气弹簧渗透率几乎达到 100%，重卡和挂车的渗透率也比较高。根据公安部 2017 年发布的 GB-7258《机动车运行安全技术条件》：总质量大

于等于 12000kg 的危险货物运输货车的后轴，所有危险货物运输半挂车，以及三轴栏板式、仓栅式半挂车应装备空气悬架，以提升行驶稳定性与抗侧倾能力，降低危化品泄漏风险。

根据不同的结构和材料，常见的空气弹簧包括膜式、囊式、袖式，目前空气弹簧在商用车的普及率已经十分广泛。膜式空气弹簧主要用于商用车底盘悬架，但寿命较短，囊式空气弹簧主要用于商用车挂车的举升桥，袖式空气弹簧与减振器组合，成本较高，主要用于乘用车和商用车的驾驶室。

图29：空气弹簧已在商用车广泛应用



资料来源：DAYCO 岱高汽车零部件公众号

囊皮是空气弹簧的精髓部件。空气弹簧依靠气体体积变小压力变大的特性来产生弹性，其中橡胶气囊要满足不漏气和耐变形两个基本要求，囊皮的耐用性直接决定了空气弹簧的使用寿命。囊皮生产商过去沿用汽车轮胎材料的天然橡胶和尼龙帘线，虽然工艺成熟、便宜但寿命较短，目前空簧采用缠绕法的氯丁胶，有效延长了空气弹簧的寿命。

图30：囊皮是空气弹簧的精髓部件



资料来源：DAYCO 岱高汽车零部件公众号

2.4.1、市场空间测算：预计 2027 年国内空气悬架市场空间为 515 亿元

随着新势力越来越多新车都将空气悬架作为配置亮点，空气悬架的渗透率快速提升。根据盖世汽车统计，2022-2024 年乘用车空气悬架销量为 23.8、56.4、81.2 万套，对应渗透率为 1.0%、2.2%、3.0%，2024 年空气悬架价值量约为 9000 元。

基于《机动车运行安全技术条件》政策引导，目前商用车空气悬架集中于半挂车和危化品车，半挂车每年刚性需求约 15-20 万辆。根据天润工业公告，国内商用车底盘空气悬架渗透率在 6-8%，价值量约为 12000-15000 元。

乘用车空气悬架市场空间：预计 2025-2027 年的新车销量增速为 4%、3%、3%，空气悬架渗透率为 6%、10%、15%，2025-2027 年国内乘用车空气悬架市场空间为 154.3、264.9、409.3 亿元。

商用车空气悬架市场空间：预计 2025-2027 年的新车销量增速为 4%、3%、3%，空气悬架渗透率为 10%、15%、18%，2025-2027 年国内商用车空气悬架市场空间为 55.4、85.6、105.8 亿元。

表14：我们预计 2027 年国内空气悬架市场规模为 515 亿元

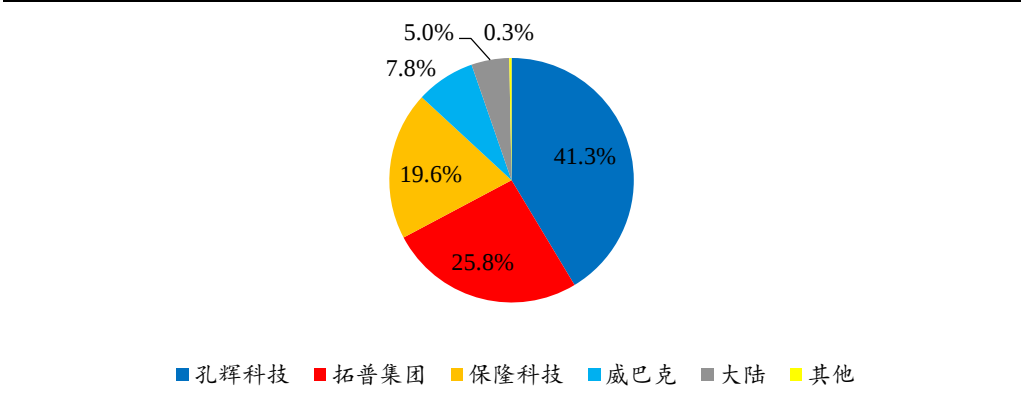
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
乘用车产量（万辆）	2383.6	2612.4	2747.7	2857.6	2943.3	3031.6
yoy		9.6%	5.2%	4.0%	3.0%	3.0%
空气悬架销量（万套）	23.8	56.4	81.2	171.5	294.3	454.7
渗透率	1.0%	2.2%	3.0%	6%	10%	15%
乘用车市场空间（亿元）	21.4	50.8	73.1	154.3	264.9	409.3
商用车产量（万辆）	318.5	403.7	380.5	395.7	407.6	419.8
yoy		26.8%	-5.7%	4.0%	3.0%	3.0%
空气悬架销量（万套）	19.1	28.3	30.4	39.6	61.1	75.6
渗透率	6.0%	7.0%	8.0%	10.0%	15.0%	18.0%
商用车市场空间（亿元）	26.8	39.6	42.6	55.4	85.6	105.8
合计市场空间（亿元）	48.2	90.3	115.7	209.7	350.5	515.1

数据来源：中汽协会数据、盖世汽车、天润工业公告、开源证券研究所

2.4.2、竞争格局：国产化进展较快，市场份额集中于 CR3

2024 年国内空气悬架的市场份额较为集中。根据盖世汽车研究院统计，2024 年国内新车空气悬架装机量合计超 80 万套，前三的供应商分别为孔辉科技、拓普集团、保隆科技的空气悬架装机量分别为 33.5、21.0、16.0 万套，市占率分别为 41.3%、25.8%、19.6%，CR3 份额为 86.7%，空气悬架国产化进程较快。

图31：2024 年国内空气悬架 CR3 份额超 85%



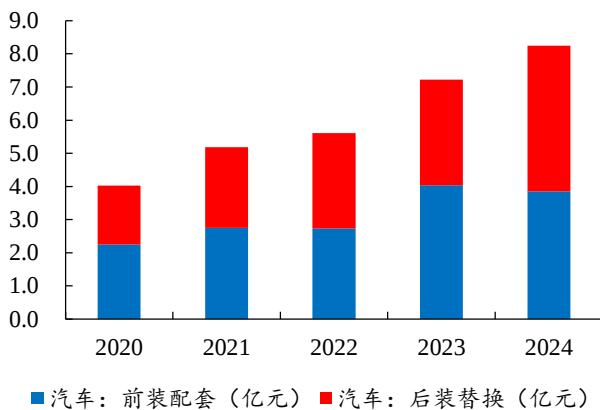
数据来源：盖世汽车、开源证券研究所

3、丰茂股份：国内精密橡胶件隐形冠军

3.1、传动带：后装代理米其林，前装逐步实现进口替代

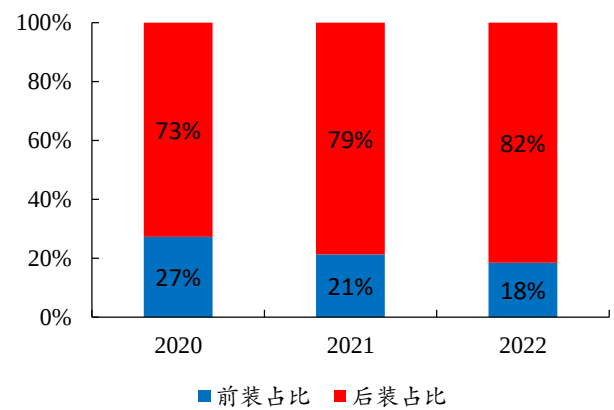
公司传动系统以售后市场为主，流体管路以整车配套为主。2022 年公司传动系统部件收入中售后市场占比 82%，前装占比 18%，主要系整车配套市场长期被盖茨等外资品牌垄断，且传动系统部件通常行驶 6 万公里左右进入更换周期，售后市场需求较大，流体管路系统以整车配套市场为主。2024 年公司汽车前装配套和后装更换收入分别为 3.85、4.40 亿元，yoy-4.5%、+37.6%，毛利率为 27.81%、34.30%。

图32：公司汽车领域可拆分为前、后装收入



数据来源：Wind、开源证券研究所

图33：公司传动带以售后市场为主



数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.1.1、前装：已配套主流整车客户，工业带上量较快

公司传动系统部件已积累较为成熟的整车厂配套经验，进一步为产品质量背书。公司的传动系统产品已切入自主及合资品牌供应链，为福特、东风日产、比亚迪、上汽集团、一汽集团、吉利汽车等主流品牌多款车型配套，在国内整车配套市场逐步实现进口替代。公司凭借产品品质优异、产品型号丰富、售后服务良好等优势，已成为多个主机厂传动系统的一、二级供应商。公司产品乘用车多楔带荣获 2022 年国家制造业单项冠军产品称号，且公司通过模压工艺实现传动带技术升级，模压多楔带凭借高耐磨性、低噪音及长寿命特性，成功抢占中高端市场份额，同时核心客户份额持续上升。

表15：公司已成为多个主机厂传动系统的一、二级供应商

客户	供应商层级
上汽五菱	一级
上汽宝骏	一级
一汽红旗	一级
一汽奔腾	一级
吉利	一级、二级
IKCO	二级
SAIPA	二级
东风启辰	一级

资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司正在积极拓展低空、轨交、安防、机器人等非汽车领域的工业带，增速较快。传动系统除了应用于汽车领域，在工业（纺织机、安防系统、工业机器人、数控机床、空压机、物流输送线等）、农业（割草机、大型收割机等）、家电（吸尘器、跑步机、洗衣机等）及摩托车领域也应用广泛，公司深度开发非汽车领域高端应用市场，2024 年非汽车领域收入为 0.94 亿元，yoy+66%，维持高速增长。

表16：公司非汽车领域业务多点开花

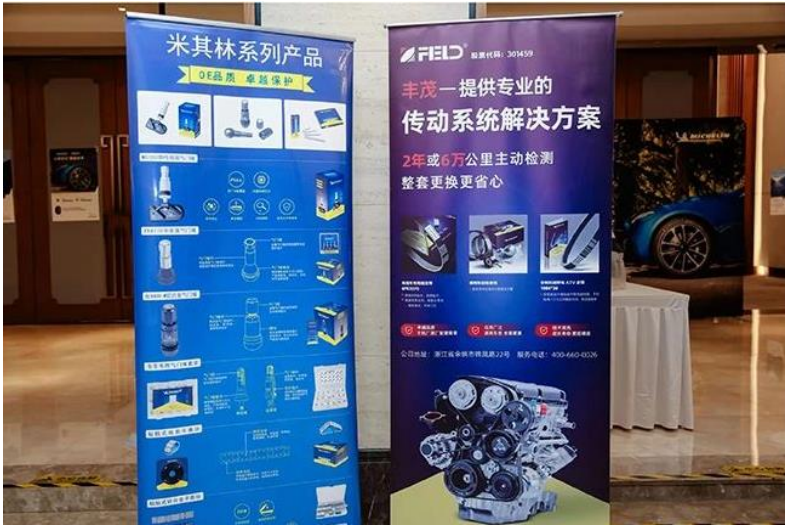
市场领域	产品	2024 年进度
安防	针对监控设备对传动带的特殊需求，公司开发出了具有高可靠性、低噪音的工业带产品，成功进入多家安防设备制造商的供应链体系。	实现了批量供货
摩托车	公司工业带产品凭借出色的性能，成为多家摩托车品牌的指定供应商。	产品出货量持续增长
家电卫浴	针对家电设备对传动带的静音、耐用要求，公司研发出了适配洗衣机等家电产品的工业带，与多家知名家电企业达成合作。	销售收入快速增长
农业机械	公司工业带产品能够适应恶劣的工作环境，满足农业机械大功率、高扭矩的传动需求。公司与国内多家农业机械制造企业建立了长期合作关系，	销售收入稳定增长

资料来源：公司公告、开源证券研究所

3.1.2、后装：米其林传动系统官方授权商

公司是米其林传动系统全球除北美外官方授权商。米其林为全球汽车售后龙头企业，与公司的合作形式为丰茂股份可在许可地区直接使用米其林商标，进行制造、推广、分销和销售传动带和张紧轮产品，丰茂股份给予米其林一定的特许权使用费。公司于 2021 年下半年取得米其林品牌授权，Q4 开始实现销售，当前授权地区是米其林传动系统部件的国内独家品牌授权，及除北美地区以外的全球品牌授权。

图34：公司是米其林传动系统的官方授权商



资料来源：浙江丰茂科技股份有限公司公众号

公司已供货博世、舍弗勒等全球知名零部件供应商。售后服务市场的产品需求以多品种、小批量为主，毛利率相对前装较高。品牌商客户更换供应商的可能性较小，且通常不存在年降要求。公司售后品牌商客户包括博世、舍弗勒等全球知名零部件企业，2022 年公司传动带售后收入增速为 28%。

表17：公司传动系统售后客户为海外知名品牌商

客户	项目
LN DISTRIBUTION LLC	传动带和套包
博世	零部件
舍弗勒	传动带和张紧轮
迈乐	传动带、张紧轮和油封
费比	传动带、张紧轮和硅胶管
CLOYES GEAR	传动带

资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司坚持“传动出海”战略，正在布局泰国和马来西亚两大生产基地。海外工厂的建设不仅对海外产能进行了有效的补充，同时也拓宽了公司东南亚等地区的销售渠道，有助于加强自有品牌“丰茂”“欧迅”的推广，提升公司传动系统产品国际地位。根据公司披露，2024 年 12 月公司获得国际知名汽车零部件厂商 1.6 亿元的定点通知，产品为汽车传动系统零部件，项目周期为 2025-2027 年，从 2025Q1 开始量产。

表18：公司正在布局泰国和马来西亚两大生产基地

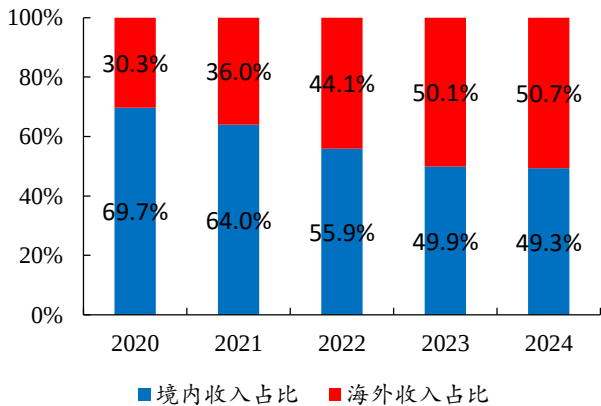
公告时间	生产基地	主要产品	投资金额
2024 年 1 月	泰国	传动系统部件	自有资金不超过人民币 10,000.00 万元
2024 年 6 月	马来西亚	传动系统部件	自有资金不超过人民币 15,000.00 万元

资料来源：公司公告、开源证券研究所

境外收入占比 50%，主要为欧洲、阿联酋地区。2024 年公司海外收入占比 50.7%，海外业务毛利率为 40.2%，高于境内业务 20.7% 的毛利率，2024 年公司 1-9 月欧洲业务在总收入的占比为 16%，公司主要海外业务以欧洲地区为主，根据公司披露的 2022 年境外收入详细拆分，欧洲地区占比 57%，阿联酋占比 15%，美国占比 9%，分别占总收入的 25%、6%、4%。

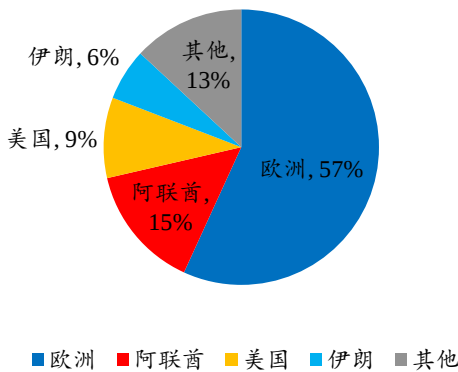
公司主营产品单价较低，客户价格敏感度相对低。2022 年公司传动系统、流体管路系统、密封系统的均价分别为 13.85、21.26、2.72 元，均价较低。传动系统竞争对手为盖茨、岱高等国际一线品牌，公司产品价格具有一定竞争力，且客户价格敏感性较低。

图35：2024 年公司海外收入占比 51%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图36：2022 年公司欧洲占海外收入的 57%

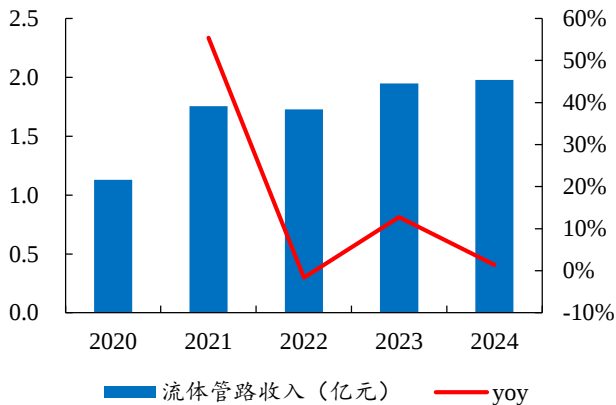


数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.2、流体管路：正在拓展氢燃料电池等新能源配套产品，提升单车价值量

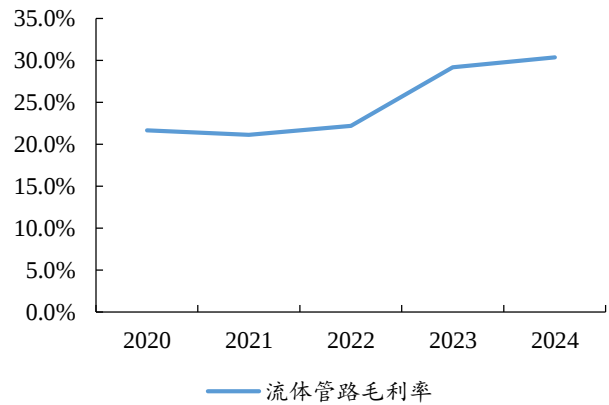
公司热管理板块持续发力。公司目前的流体管路系统主要包括进气系统管路、涡轮增压管、中冷器管、空滤器管等汽车领域冷却系统管路，2024 年实现收入 1.98 亿元, yoy+1%, 2023 年新增多个配套客户, 冷却系统管路新项目陆续实现定点销售。其中长安汽车、上汽大通、一汽红旗、SCANIA 等整车厂配套新车型产品已陆续量产, 一汽解放配套产品份额快速提升。2024 年公司流体管路业务毛利率为 30.35%, 呈现稳步增长态势, 主要系斯堪尼亚、纳威斯达等海外客户质量要求更严格, 产品毛利率更高。

图37：公司流体管路系统收入稳步增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图38：公司流体管路毛利率逐年提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司正在积极探索电池冷却管路和氢燃料电池管路等新能源配套产品。在原有整车配套流体管路系统产品基础上, 公司正在积极开发电池冷却管路和氢燃料电池管路等新能源配套产品。根据公司披露, 2025 年 2 月公司获得某款新能源车型供应电池管路、电机管路及电池缓冲片产品的定点通知, 定点金额为 1.7 亿元, 其中电池管路、电机管路金额为 0.7 亿元, 电池缓冲片金额为 1 亿元, 项目周期为 2025-2031 年。

3.3、第二增长曲线：空气弹簧有待放量，正在积极对接减速器密封

空气弹簧是公司未来的第二增长曲线，已实现小批量交付。公司作为橡胶传动带行业龙头企业之一，在橡胶制品行业拥有丰富的生产经验以及材料配方优势，同时结合现有客户渠道，从自研空气弹簧出发，拓展空气悬架业务板块。公司最大优势点是已经形成炼胶材料端的壁垒，公司稳步推进空气弹簧产品研发进展，截至 2024 年中，商用车空气弹簧产品已实现小批量订单交付。

图39：公司正在推进空气弹簧产品研发



资料来源：公司官网

公司在积极探索现有产品在机器人等新兴领域的应用，传动系统已应用于工业机器人。公司已成立机器人领域传动系统和减速器密封系统研发小组，目前传动系统产品已应用于工业机器人领域并实现销售。前期已与宇树科技就产品在机器人上的应用，做了初步的技术探讨和交流。

公司正在对接中大力德、绿的谐波等企业，就行星减速器配套密封件开发、机器人关节高防护密封件开发、机器人传动带开发项目展开深度技术对接。基于多年技术积淀和产品开发经验，公司致力于研发高可靠性减速器密封，以满足机器人高精度、长周期稳定运行的市场需求。

图40：公司与中大力德就机器人密封件等多业务进行了深入交流

● 聚焦密封传动，共探合作新机



资料来源：丰茂股份公众号

工业机器人作为传动系统的新领域应用，当前市场空间在千万级。传动系统包括 1 根传动带+2 个张紧轮，合计价值量为 80 元，2024 年中国工业机器人产量为 55.6 万台，市场空间约为 0.4 亿元。

人形机器人的关键传动部件都需要长效密封，以保证减速器使用过程中油脂不会泄露，避免减速器处于少油或无油的工作环境。目前人形机器人减速器方案在 14-30 个不等，减速器油封为精密油封件，我们假设单个油封价值量 20 元，单台机器人的减速器密封件价值量为 400 元，当人形机器人量产百万台时，减速器密封件市场空间约为 4 亿元。

表19：预计量产百万台时，人型机器人减速器密封件市场空间为 4 亿元

人形机器人产量（万台）	1	10	100
减速器密封件 ASP（元）	400	400	400
机器人减速器密封件市场空间（亿元）	0.04	0.4	4

数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设

(1) 传动系统：国内整车配套传动系统长期由外资品牌垄断，公司通过多年的技术积累逐步实现进口替代，乘用车多楔带获得 2022 年国家级单项冠军。公司售后品牌客户包括博世、舍弗勒等全球汽车零部件供应商，2021 年起公司陆续获得全球除北美地区外米其林传动系统授权，同时，公司正在积极突破工业领域客户。公司的传动系统凭借产品力和成本优势有望加速国产化并出海竞争，我们预计 2025-2027 年传动系统收入分别为 8.53/10.66/13.33 亿元，毛利率为 30.0%/30.0%/30.0%。

(2) 流体管路系统：国内整车流体管路供应较充分，2023 年公司流体管路系统新增多个配套客户，当前正在积极优化热管理产品结构，研发新产品提升单车价值量。2025 年 2 月，公司公告获得某新能源主机厂的电池管路、电机管路及电池缓冲片定点项目。公司流体管路系统收入有望实现稳定增长，我们预计 2025-2027 年流体管路系统收入分别为 2.57/3.08/3.70 亿元，毛利率为 30.0%/30.0%/30.0%。

(3) 密封系统：密封系统为公司的起家产品，公司正在积极探索新兴领域的应用，已成立机器人领域传动系统和减速器密封系统研发小组，预计短期内密封系统为送样收入，我们预计 2025-2027 年密封系统收入分别为 0.33/0.37/0.40 亿元，毛利率为 20.0%/20.0%/20.0%。

表20：我们预计公司传动业务将保持较快增速

业务	项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
传动系统	营业收入（亿元）	5.45	6.82	8.53	10.66	13.33
	yoy		25.2%	25.0%	25.0%	25.0%
	毛利（亿元）	1.63	2.10	2.56	3.20	4.00
	毛利率	29.9%	30.7%	30.0%	30.0%	30.0%
流体管路系统	营业收入（亿元）	1.95	1.98	2.57	3.08	3.70
	yoy		1.4%	30.0%	20.0%	20.0%
	毛利（亿元）	0.57	0.60	0.77	0.93	1.11
	毛利率	29.2%	30.4%	30.0%	30.0%	30.0%
密封系统	营业收入（亿元）	0.32	0.30	0.33	0.37	0.40
	yoy		-5.7%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利（亿元）	0.06	0.06	0.07	0.07	0.08
	毛利率	19.2%	21.2%	20.0%	20.0%	20.0%
合计	营业收入（亿元）	8.02	9.49	11.85	14.58	17.94
	yoy		18.3%	25.0%	23.0%	23.1%
	毛利（亿元）	2.42	2.90	3.61	4.43	5.44
	毛利率	30.2%	30.6%	30.4%	30.4%	30.3%

数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、估值与评级

公司是精密橡胶零部件国家级专精特新重点“小巨人”企业，核心产品包括传动系统部件、流体管路系统部件和密封系统部件等，乘用车多楔带荣获 2022 年国家制造业单项冠军产品称号。传动系统整车配套市场长期被外资品牌垄断，公司经过长期技术积累，凭借性能和成本优势逐步实现进口替代，并出海竞争，公司已获得米其林全球除北美地区外传动系统授权，预计传动系统业务将保持较快增速。此外，公司还积极拓展流体管路系统产品品类、开发密封系统的应用领域，已获得新能源车电池管路等热管理业务的定点，并成立机器人领域传动系统和减速器密封系统研发小组，公司有望凭借深耕精密橡胶件的技术经验实现多领域的突破。

我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 11.85/14.58/17.94 亿元，归母净利润为 2.03/2.55/3.14 亿元，对应当前股价 PE 为 18.5、14.8、12.0 倍，对应当前股价的 2026 年 PEG 为 0.57。我们分别选取与公司同为汽车橡胶件供应商的中鼎股份、川环科技和新能源车热管理系统供应商的浙江荣泰为可比公司，公司 2026 年 PEG 低于可比公司平均，2025-2026 年 PE 也低于可比公司平均，首次覆盖，给予“买入”评级。

表21：公司 2026 年 PE 与 PEG 均低于可比公司估值平均

代码	可比公司名称	收盘价（元）	归母净利润（亿元）			P/E			PEG
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2026E
000887.SZ	中鼎股份	16.84	17.34	20.48		12.7	10.8		0.60
300547.SZ	川环科技	30.22	2.69	3.47		23.7	18.4		0.64
603119.SH	浙江荣泰	46.80	3.43	4.58		49.8	37.3		1.12
	平均					28.7	22.2		0.78
301459.SZ	丰茂股份	47.86	2.03	2.55	3.14	18.5	14.8	12.0	0.57

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：丰茂股份盈利预测来自开源证券研究所，其余来自 Wind 一致预期，收盘价为 2025 年 4 月 25 日）

5、风险提示

(1) 技术变革风险。纯电动汽车不再需要发动机，传动系统部件配套市场空间会收窄，对公司营业收入产生影响。

(2) 政策风险。汽车零部件出口可能会遇到加征关税，对公司营业收入产生影响。

(3) 产品质量控制的风险。公司产品种类、型号繁多，且工艺流程较为复杂，如果质量控制体系不够有效出现产品质量问题，对公司营业收入产生影响。

(4) 市场竞争风险。公司正在积极开发热管理领域产品，流体管路领域具有较多竞争力的制造企业，对公司营业收入产生影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1178	1229	1546	1849	2319
现金	631	340	838	847	1218
应收票据及应收账款	198	270	228	442	415
其他应收款	0	10	0	2	1
预付账款	8	5	11	9	15
存货	179	220	280	335	422
其他流动资产	162	384	188	213	247
非流动资产	339	525	557	590	636
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	160	306	334	366	410
无形资产	29	28	32	31	30
其他非流动资产	150	191	191	194	196
资产总计	1517	1754	2102	2438	2955
流动负债	427	510	655	744	957
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	382	451	595	683	895
其他流动负债	45	59	60	61	62
非流动负债	24	45	45	45	45
长期借款	5	0	0	0	0
其他非流动负债	19	45	45	45	45
负债合计	452	555	700	789	1003
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	80	80	80	80	80
资本公积	657	661	661	661	661
留存收益	328	458	649	886	1171
归属母公司股东权益	1066	1199	1402	1649	1953
负债和股东权益	1517	1754	2102	2438	2955

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	135	121	371	118	509
净利润	138	162	203	255	314
折旧摊销	26	34	42	49	58
财务费用	-5	-8	-4	-7	-9
投资损失	-1	-9	0	0	0
营运资金变动	-37	-95	130	-179	147
其他经营现金流	15	38	0	0	0
投资活动现金流	-226	-363	124	-109	-138
资本支出	41	107	74	82	104
长期投资	-185	-252	0	0	0
其他投资现金流	-0	-4	197	-27	-34
筹资活动现金流	571	-41	4	-1	-1
短期借款	-5	0	0	0	0
长期借款	5	-5	0	0	0
普通股增加	20	0	0	0	0
资本公积增加	544	4	0	0	0
其他筹资现金流	7	-40	4	-1	-1
现金净增加额	483	-281	498	9	371

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	802	949	1185	1458	1794
营业成本	562	659	825	1015	1250
营业税金及附加	6	5	9	12	14
营业费用	28	32	43	52	65
管理费用	24	37	32	38	47
研发费用	36	47	50	58	72
财务费用	-5	-8	-4	-7	-9
资产减值损失	-5	-8	0	0	0
其他收益	11	7	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	9	0	0	0
资产处置收益	-0	0	0	0	0
营业利润	155	181	231	290	356
营业外收入	3	3	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	157	184	231	290	356
所得税	19	22	28	35	43
净利润	138	162	203	255	314
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	138	162	203	255	314
EBITDA	164	208	257	316	385
EPS(元)	1.73	2.02	2.54	3.19	3.92

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	31.8	18.3	25.0	23.0	23.1
营业利润(%)	43.4	16.4	27.7	25.7	22.9
归属于母公司净利润(%)	35.1	17.0	25.5	25.7	22.9
获利能力					
毛利率(%)	29.8	30.6	30.4	30.4	30.3
净利率(%)	17.2	17.0	17.1	17.5	17.5
ROE(%)	13.0	13.5	14.5	15.5	16.1
ROIC(%)	11.3	12.6	13.4	14.1	14.7
偿债能力					
资产负债率(%)	29.8	31.6	33.3	32.4	33.9
净负债比率(%)	-57.7	-27.3	-58.9	-50.6	-61.7
流动比率	2.8	2.4	2.4	2.5	2.4
速动比率	2.3	1.9	1.8	2.0	1.9
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	5.3	4.6	5.0	4.6	4.5
应付账款周转率	3.4	3.3	3.3	3.3	3.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.73	2.02	2.54	3.19	3.92
每股经营现金流(最新摊薄)	1.69	1.52	4.64	1.48	6.37
每股净资产(最新摊薄)	13.32	14.99	17.53	20.62	24.41
估值比率					
P/E	27.2	23.3	18.5	14.8	12.0
P/B	3.5	3.1	2.7	2.3	1.9
EV/EBITDA	18.5	15.1	11.0	8.9	6.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn