

伯特利 (603596.SH)

一季度收入同比增长 42%，公司底盘新产品研发加速

优于大市

核心观点

一季度收入同比增长 42%，智能电控产品销量同比增长 58%。2025Q1 伯特利实现营收 26.38 亿元，同比增长 41.83%；实现归母净利润 2.70 亿元，同比增长 28.79%。其中盘式制动器销量 93 万套，同比增长 36.14%；轻量化制动销量 344 万件，同比增长 23.45%。智能电控产品销量达 146.19 万套，同比增长 58.43%。

产品结构及年降传导影响短期盈利能力，25Q1 公司毛利率 17.97%，同比-2.78pct；净利率 10.16%，同比-1.13pct。公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.42%/2.54%/4.89%/-0.45%，同比变动分别为-0.60/+0.01/-1.08/+0.19pct。公司持续投入研发费用，一季度研发费用同比增长 16%，受益于公司规模持续增长，研发费用率同比下降 1.08pct。

国产制动系统龙头企业，定点持续增加。公司在技术工艺、产能规模、客户资源方面具备一定优势。随着汽车行业向轻量化、智能化的方向发展、国产化进程加速，公司在手项目充足。公司 2025 年第一季度在研项目总数为 498 项，较去年同期增长 6.41%；新增量产项目总数为 57 项，较去年同期增长 11.76%；新增定点项目总数为 120 项，较去年同期增长 13.21%。

定位全球化底盘供应商，新品周期加速。伯特利是国内少数拥有自主知识产权，能够批量生产电子驻车制动系统、制动防抱死系统及电子稳定控制系统、线控制动系统等智能电控产品的企业，赋能自主品牌实现双赢增长，随自主品牌走向海外，公司在美国、墨西哥、摩洛哥等国家同步布局海外研发和生产基地。24 年公司积极推进底盘新产品研发，实现 EMB 的 B 样样件制造，DV 试验结果达到预期；完成空气悬架 B 样开发验证；完成了 WCBS1.5 和 GEEA3.0 双平台的首发项目量产；完成了 WCBS2.0 小批量投产。同时持续扩产，新增新增 125 万套/年 EPB 卡钳产能、26 万套 C-EPB 装配产能等。

风险提示：终端需求不及预期；产品技术研发不及预期。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。公司是国产制动系统龙头企业，我们看好公司智能电控产品加速放量带来业绩持续上行，看好公司线控制动产品出货量增速及规模效应带来的净利润增速，上调盈利预测，预计伯特利 25/26/27 年归母净利润为 15.64/21.26/35.14 亿元（原 25/26 年预测为 15/19.5 亿），维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,474	9,937	12,953	15,889	18,841
(+/-%)	34.9%	33.0%	30.4%	22.7%	18.6%
净利润(百万元)	891	1209	1564	2126	3514
(+/-%)	27.6%	35.6%	29.4%	35.9%	65.2%
每股收益(元)	2.06	1.99	2.58	3.51	5.79
EBIT Margin	12.5%	12.1%	13.0%	14.3%	20.4%
净资产收益率(ROE)	15.7%	18.4%	20.1%	22.5%	28.9%
市盈率(PE)	28.9	29.8	23.0	16.9	10.3
EV/EBITDA	26.2	27.9	22.1	17.2	10.9
市净率(PB)	4.53	5.50	4.63	3.82	2.96

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

汽车·汽车零部件

证券分析师：唐旭霞

0755-81981814

tangxx@guosen.com.cn

S0980519080002

联系人：余珊

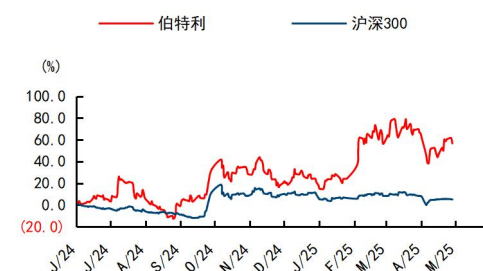
0755-81982555

yushan1@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	57.62 元
总市值/流通市值	34947/34935 百万元
52 周最高价/最低价	67.40/31.75 元
近 3 个月日均成交额	628.36 百万元

市场走势



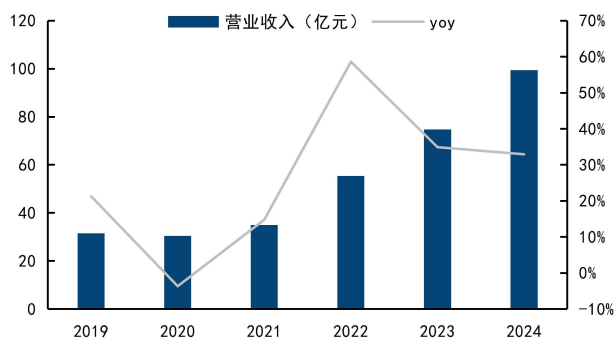
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《伯特利 (603596.SH) - 三季度净利润同比增长 34%，毛利率环比攀升》——2024-11-04
- 《伯特利 (603596.SH) - 二季度净利润同比增长 35%，轻量化、线控制动等快速放量》——2024-09-05
- 《伯特利 (603596.SH) - 一季度营收同比增长 24%，海外定点持续开拓》——2024-05-06
- 《伯特利 (603596.SH) - 2023 年营收同比增长 35%，技术推进夯实长期竞争力》——2024-04-01
- 《伯特利 (603596.SH) - 单三季度归母净利润同比增长 21%，新项目、新客户有序拓展》——2023-10-30

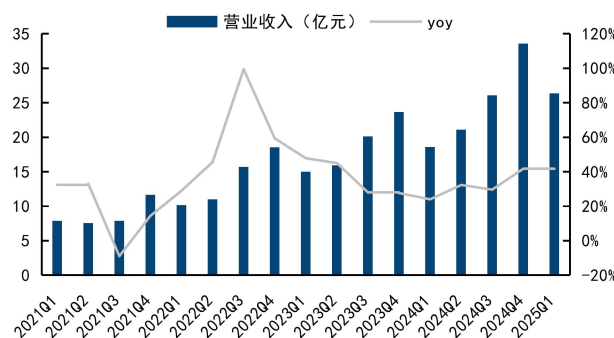
一季度收入同比增长 42%，智能电控产品销量同比增长 58%。2025Q1 伯特利实现营收 26.38 亿元，同比增长 41.83%；实现归母净利润 2.70 亿元，同比增长 28.79%。其中盘式制动器销量 93 万套，同比增长 36.14%；轻量化制动销量 344 万件，同比增长 23.45%。智能电控产品销量达 146.19 万套，同比增长 58.43%。

图1：伯特利营业收入及增速（单位：亿元、%）



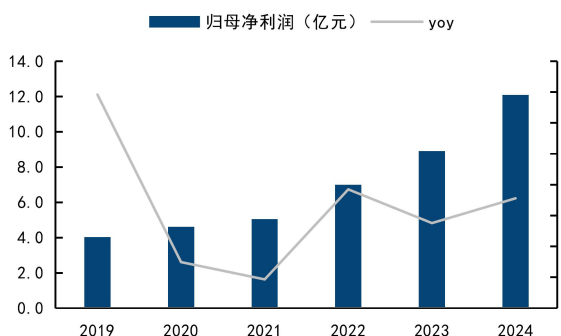
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：伯特利单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



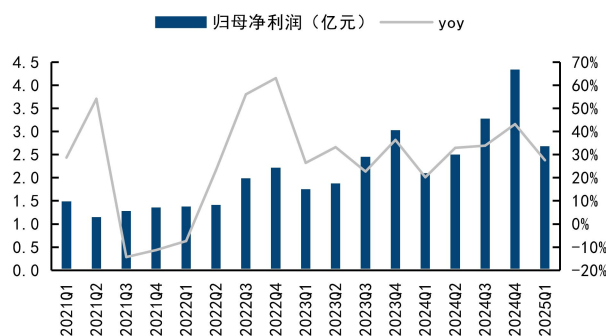
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：伯特利归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：伯特利单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）

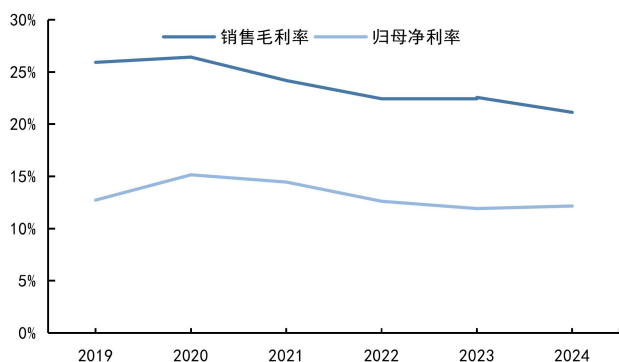


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

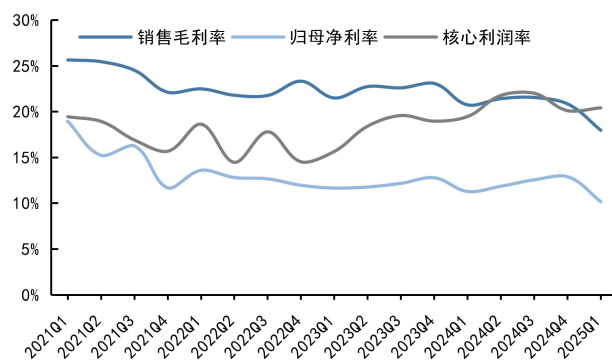
利润端，25Q1 公司毛利率 17.97%，同比-2.78pct；净利率 10.16%，同比-1.13pct。公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.42%/2.54%/4.89%/-0.45%，同比变动分别为-0.60/+0.01/-1.08/+0.19pct。或为产品结构及年降传导影响，公司持续投入研发费用，一季度研发费用同比增长 16%，受益于公司规模持续增长，研发费用率同比下降 1.08pct。

图5：伯特利毛利率及净利率情况（单位：%）

图6：伯特利单季毛利率及净利率情况（单位：%）

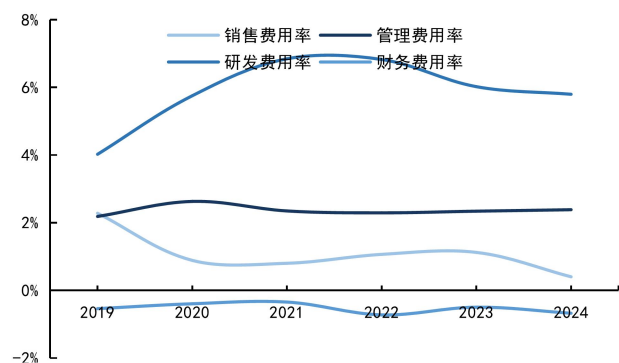


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



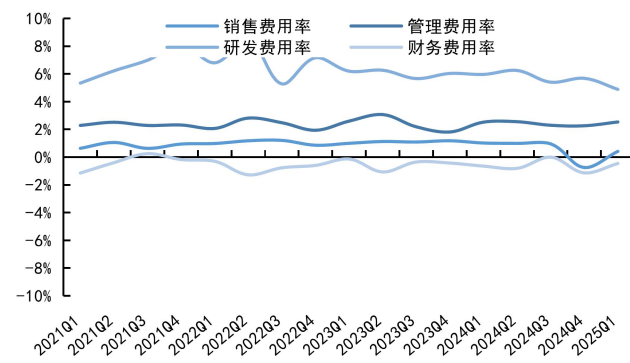
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 伯特利四项费用率情况（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 伯特利单季度四项费用率情况（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司是国产制动系统龙头企业，定点持续增加。公司在技术工艺、产能规模、客户资源方面具备一定优势。随着汽车行业向轻量化、智能化的方向发展、国产化进程加速，公司在手项目充足。公司2025年第一季度在研项目总数为498项，较去年同期增长6.41%；新增量产项目总数为57项，较去年同期增长11.76%；新增定点项目总数为120项，较去年同期增长13.21%。

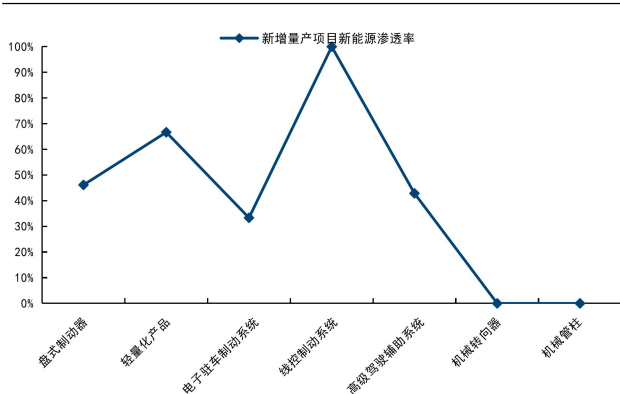
表1: 伯特利 2025Q1 主要在研项目及新增项目情况

		在研项目	在研新能源项目	新增量产项目	新增量产新能源项目	新增定点	新增新能源定点
机械制动产品	盘式制动器	84	46	13	6	22	14
	轻量化产品	61	26	3	2	6	2
电子电控产品	电子驻车制动系统	191	99	24	8	61	36
智能驾驶产品	线控制动系统	86	73	4	4	23	19
	高级驾驶辅助系统	20	13	7	3	9	7
转向系统	机械转向器	16	11	1		3	1
	机械管柱	21	17	4		6	6

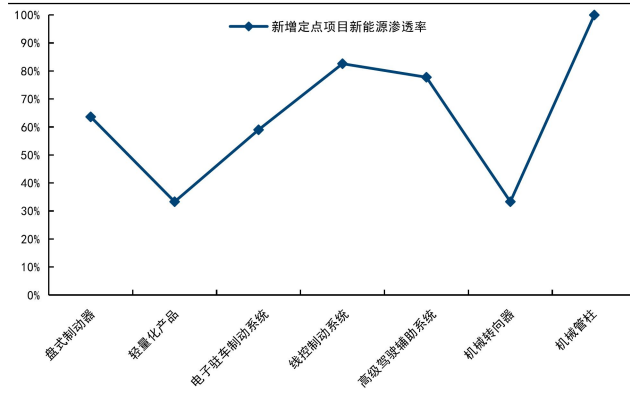
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图9: 伯特利新增量产项目中新能源占比

图10: 伯特利新增定点项目中新能源占比



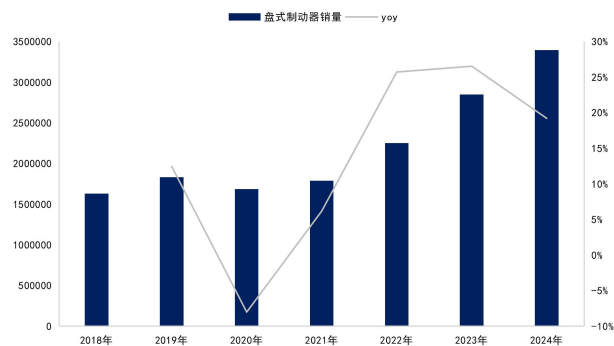
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

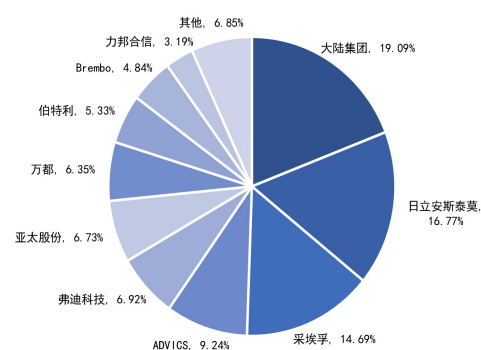
机械制动贡献业绩基底，平台化趋势有望进一步提升公司业绩。公司机械制动产品主要包括盘式制动器、液压卡钳、轻量化零部件。公司在机械制动市场扎根多年，具备自主正向开发能力，可根据客户整车需求设计出相应配套产品，具有协同客户同步开发、同步设计的能力；具有较强的系统开发能力，能为客户提供系统的解决方案；同时，公司在稳定现有优势前提下，全面开发更低拖滞力矩卡钳总成及低跳动制动器产品，推动固定式卡钳的开发和推广，降低整车能耗，增强为中高端乘用车的配套能力。2024年公司盘式制动器销量340万套，同比增长22%，占据国内市场份额的12.3%。近几年整车厂存在明显的平台化产品趋势，公司竞争力强，产品市场份额有望持续增长。

图11：伯特利盘式制动器销量持续增长(单位：套、%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12：2022年盘式制动器竞争格局

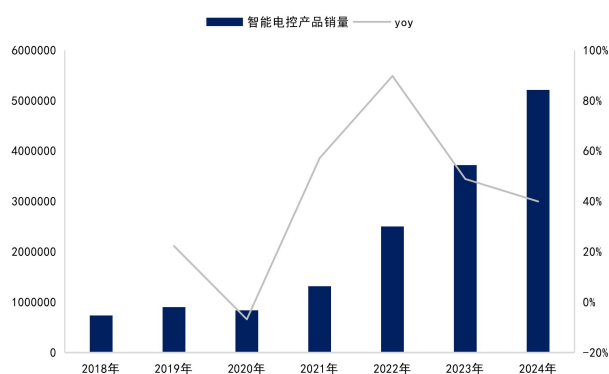


资料来源：高工汽车国信证券经济研究所整理

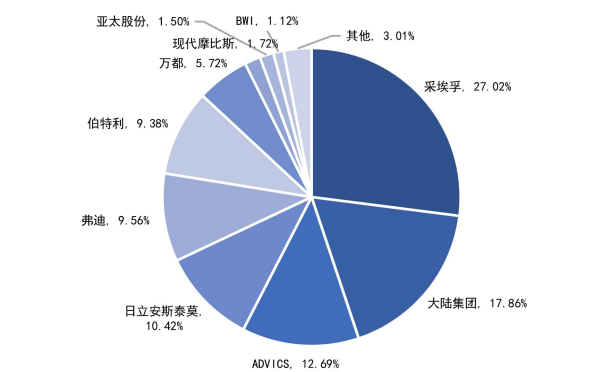
电控制动产品销量同比增长49%，EPB产品的海外供应需求旺盛。公司电控制动产品主要包括电子驻车制动系统（EPB）、电子稳定控制系统（ESC）、电动尾门开闭系统（PLG）、线控制动系统（WCBS）、电动助力转向系统（EPS），其中EPB是公司核心产品，公司已经获得较大客户拓展进展，同时持续进行技术升级，如针对新能源车型自主研发新一代双控电子驻车制动系统（D-EPB），提升新能源汽车驻车可靠性的同时又大大降低了整车厂零部件采购成本。2024年，公司电控制动产品实现销量521万套，同比增长40%。同时轻量化零部件及EPB产品的海外供应需求旺盛，后续公司或将进一步推进海外其他地区布局，以服务其他海外市场客户的相关需求。

图13：伯特利智能电控产品销量增速迅猛(单位：套、%)

图14：2022年EPB市场竞争格局



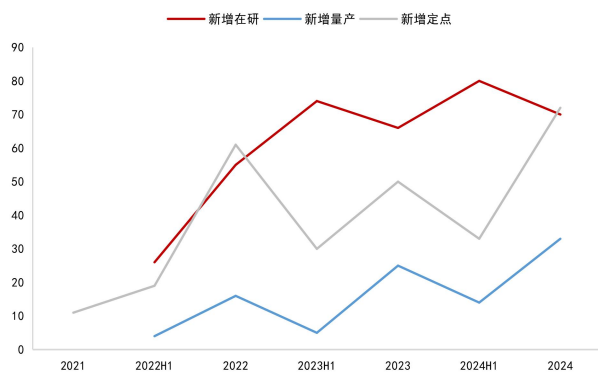
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源: 高工汽车、国信证券经济研究所整理

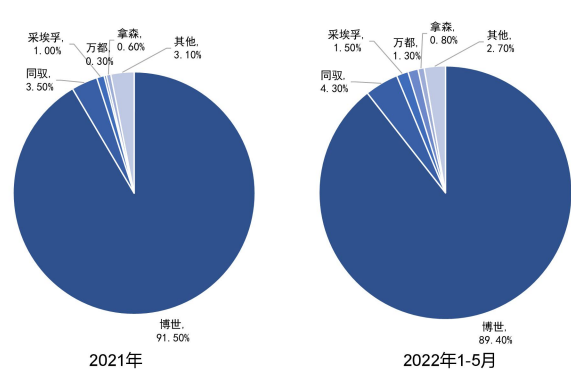
线控制动产品 210 万年化产能，伯特利持续推进 WCBS1.5 及前湿后干新品进程。公司线控制动产品于 2019 年 7 月发布，2021 年 6 月首条年产 30 万套线控制动产线投产，随后公司在手订单持续增加，单 2023 年第三季度新增量产项目 12 项，新增定点项目 12 项，首次获得某国际著名汽车整车厂定点，定点的平台项目生命周期 6 年，总计约 44 万台。为满足订单量产，公司及时扩建，自 2022 年下半年至 2023 年第二季度陆续投产 5 条产线，目前公司 6 条线控制动产线年化产能 210 万件（包含一条和吉利合资的浙江双利产线）。2024 年，公司持续加大研发投入，稳步推进新产品、新技术研发及量产交付。完成 WCBS1.5 和 GEEA3.0 双平台的首发项目量产；完成了 WCBS2.0B 平台的开发、验证与小批量投产；完成了 WCBS2.0H 平台的开发、验证和领航客户项目验证；完成了 WCBS1.5 的产品功能安全认证和 ASPICE-L2 软件流程认证。

图15: 伯特线控制动量产项目持续增长 (单位: 套)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图16: 线控制动市场逐步国产替代



资料来源: 高工汽车、国信证券经济研究所整理

公司新品研发持续推进。2022 年 5 月 27 日，伯特利与芜湖奇瑞科技之全资子公司芜湖瑞智联能科技完成收购浙江万达汽车零部件有限公司持有的浙江万达汽车方向机有限公司 65%股权的工商变更登记，万达整体估值 5.5 亿元人民币。收购完成后，伯特利持有万达 45%股权，瑞智联能持有万达 20%股权，伯特利成为万达实际控制人。2024 年公司机械转向产品实现销量 289 万套，伯特利完成对汽车转向系统战略布局，进一步丰富了公司的产品线。

同时，公司 EMB 产品完成了 B 样的样件制造并同步开展了 DV 试验，测试结果达到预期；空气悬架完成 B 样开发验证；完成了 WCBS1.5 和 GEEA3.0 双平台的首发项

目量产；完成了 WCBS2.0B 平台的开发、验证与小批量投产；完成了 WCBS2.0H 平台的开发、验证和领航客户项目验证；完成了 WCBS1.5 的产品功能安全认证和 ASPICE-L2 软件流程认证。获得客户好评。

总体看，公司是国产制动系统龙头企业，线控制动产品是智能驾驶执行层核心产品，公司线控制动产品竞争力强、客户拓展顺利，持续取得国产突破，有望充分受益于汽车行业智能电动大趋势，另外轻量化零部件业务前景广阔：

第一，差压铸造工艺是公司轻量化零部件业务的护城河：国家能耗与排放标准不断提高，汽车轻量化势在必行生产成本方面较其它加工工艺具有明显优势。目前市场上掌握差压铸造工艺的主流供应商非常少，国内厂商只有伯特利和中信戴卡等。据中国汽车工程学会发布的节能与新能源汽车技术路线图，未来我国将大力推进铝合金在汽车上的应用，单车铝用量具体目标为：2025 年 250kg，2030 年 350kg，复合增速为 7%，传统能源汽车和新能源汽车的轻量化趋势都将极大提升铝合金压铸件的生产需求。而伯特利轻量化业务的销售收入在 2014-2020 年以 87% 的年均复合增长率持续增长，且公司仍在开发推广铸铝卡钳、铝合金制动盘等其他轻量化零部件，向墨西哥市场下持续拓展布局。随着汽车用铝量不断增长，我们估计伯特利轻量化业务在未来几年仍将以 25% 年均复合增长率持续增长。

第二，受益于国产化替代，电子驻车系统（EPB）是伯特利中短期业绩增长的重要动力：伯特利是最早实现 EPB 量产的自主品牌厂商，并且成功打入了合资品牌的供应链，主要客户有吉利汽车、广汽集团、奇瑞汽车、江铃福特、东风日产等。由于 EPB 相较于传统的机械驻车制动在操作简便、节省空间、电子系统协同方面具有无可比拟的优势，渗透率持续上升。伯特利坚持自主研发，2023 年，公司四轮 EHC 产品及大缸径 EPB 完成开发及投产，产品持续升级。

第三，线控制动系统将成为公司切入 ADAS 执行层的核心产品：线控制动系统的构想是用电机替代真空助力器，直接推动主缸活塞。在汽车行业智能化、电动化的发展趋势下，线控制动系统相比于传统制动系统，省去了电子真空泵，拥有更快的反应时间和更高的能量回收效率，将成为 ADAS 执行层的主流产品。公司发布的 WCBS 在线控制动系统中属于电子液压制动系统，采用了 ONE-BOX 解决方案，是首家研发成功的自主品牌厂商。与 TWO-BOX 方案相比，伯特利的产品在体积、重量、性价比、集成度等方面具有明显优势。目前公司完成了 WCBS1.5 和 GEEA3.0 双平台的首发项目量产；完成了 WCBS2.0B 平台的开发、验证与小批量投产；完成了 WCBS2.0H 平台的开发、验证和领航客户项目验证；完成了 WCBS1.5 的产品功能安全认证和 ASPICE-L2 软件流程认证。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。公司是国产制动系统龙头企业，我们看好公司智能电控产品加速放量带来业绩持续上行，看好公司线控制动产品出货量增速及规模效应带来的净利润增速，上调盈利预测，预计伯特利 25/26/27 年归母净利润为 15.64/21.26/35.14 亿元（原 25/26 年预测为 15/19.5 亿），维持“优于大市”评级。

表2：可比公司估值（2025/4/30）

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘价 （元）	总市值 （亿元）	EPS			PE		
					2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
603786.SH	科博达	优于大市	54.20	219	1.91	2.5	3.17	28	22	17
601689.SH	拓普集团	优于大市	52.25	908	1.78	2.3	2.84	29	23	18
	平均				1.85	2.40	3.01	29	22	18
603596.SH	伯特利	优于大市	57.62	349	1.99	2.58	3.51	29	22	16

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

风险提示：终端需求不及预期；产品技术研发不及预期。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2340	2185	5154	6384	8622	营业收入	7474	9937	12953	15889	18841
应收款项	2659	4151	3549	4353	5162	营业成本	5787	7836	9990	12085	13196
存货净额	1037	1420	1872	2263	2469	营业税金及附加	41	47	71	87	104
其他流动资产	1469	1406	1295	1589	1884	销售费用	84	40	144	176	209
流动资产合计	7718	9255	11963	14682	18230	管理费用	175	237	317	343	405
固定资产	2598	3020	3707	4329	4500	研发费用	450	576	750	920	1091
无形资产及其他	155	148	143	138	133	财务费用	(37)	(67)	(86)	(138)	(182)
投资性房地产	275	363	363	363	363	投资收益	(8)	(4)	6	6	6
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	4	29	0	0	0
资产总计	10747	12786	16177	19512	23226	其他收入	(405)	(506)	(750)	(920)	(1091)
短期借款及交易性金融负债	287	33	50	50	50	营业利润	1015	1363	1773	2422	4023
应付款项	3637	4815	6685	8082	8817	营业外净收支	2	33	33	33	33
其他流动负债	309	478	613	739	809	利润总额	1017	1395	1806	2454	4056
流动负债合计	4233	5326	7347	8870	9676	所得税费用	106	173	224	305	504
长期借款及应付债券	59	69	69	69	69	少数股东损益	19	13	17	23	38
其他长期负债	401	451	584	717	850	归属于母公司净利润	891	1209	1564	2126	3514
长期负债合计	460	520	653	786	919	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	4693	5846	8001	9657	10595	净利润	891	1209	1564	2126	3514
少数股东权益	377	384	400	420	455	资产减值准备	5	24	10	6	3
股东权益	5677	6556	7776	9435	12176	折旧摊销	225	300	308	379	432
负债和股东权益总计	10747	12786	16177	19512	23226	公允价值变动损失	(4)	(29)	0	0	0
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	(37)	(67)	(86)	(138)	(182)
						营运资本变动	(395)	(480)	2409	172	(368)
						其它	11	(12)	5	15	31
						经营活动现金流	733	1012	4297	2699	3612
每股收益	2.06	1.99	2.58	3.51	5.79	资本开支	0	(760)	(1001)	(1001)	(601)
每股红利	0.34	0.26	0.57	0.77	1.27	其它投资现金流	186	121	0	0	0
每股净资产	13.10	10.81	12.82	15.56	20.08	投资活动现金流	186	(639)	(1001)	(1001)	(601)
ROIC	16.07%	17.12%	26%	40%	61%	权益性融资	7	0	0	0	0
ROE	15.70%	18.44%	20%	23%	29%	负债净变化	59	10	0	0	0
毛利率	23%	21%	23%	24%	30%	支付股利、利息	(147)	(157)	(344)	(468)	(773)
EBIT Margin	13%	12%	13%	14%	20%	其它融资现金流	(699)	(232)	17	0	0
EBITDA Margin	16%	15%	15%	17%	23%	融资活动现金流	(867)	(527)	(327)	(468)	(773)
收入增长	35%	33%	30%	23%	19%	现金净变动	53	(155)	2969	1230	2238
净利润增长率	28%	36%	29%	36%	65%	货币资金的期初余额	2287	2340	2185	5154	6384
资产负债率	47%	49%	52%	52%	48%	货币资金的期末余额	2340	2185	5154	6384	8622
股息率	0.4%	0.4%	1.0%	1.3%	2.1%	企业自由现金流	0	113	3188	1545	2822
P/E	28.9	29.8	23.0	16.9	10.3	权益自由现金流	0	(110)	3281	1666	2981
P/B	4.5	5.5	4.6	3.8	3.0						
EV/EBITDA	26.2	27.9	22.1	17.2	10.9						

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032