

亚太股份（002284.SZ）

优于大市

线控制动产品量产，角模块、EMB 等新品储备充分

核心观点

专注制动系统持续突破技术与市场布局。公司成立于 1976 年，深耕制动业务，当前收入 1) 73%为机械制动业务，包括单个 100-300 元，单车 2/4 个的盘式制动器；2) 24%为电子制动产品，包括 EPB、ESC、IBS 等。

基础制动系统为公司底盘，收入规模持续增长。2024 年公司基础制动系统收入约为 31 亿元，占公司收入整体的 73%，对应基础制动系统销量 2306.74 万只，同比增长 3%，产品销量及收入规模持续增长。

电子控制系统贡献主要收入增量，在手项目、产品布局持续拓展。公司汽车电子控制系统包括 EPB、ESC、IBS 等产品，20 年至 24 年收入复合增速为 32%，进入通用、STELLANTIS 等全球采购平台。2024 年新启动 166 个项目，其中 74 个项目涉及汽车电子控制系统产品；新量产 103 个项目，包括零跑汽车、一汽红旗、重庆长安、吉利汽车、广汽埃安、长城汽车、上汽大通等诸多客户。公司自研 IBS 产品于 2024 年量产，2025 年收到国内某大型汽车集团共 10 亿元定点通知，产品布局持续拓展。

摩洛哥产能加速扩张，全球化布局逐步推进。当前公司海外收入占比 3%左右，2024 年完成新加坡、摩洛哥、德国子公司布局，加速推进摩洛哥年产制动钳总成 265 万件项目建设，有望贡献收入增量并推进本地化生产，加速全球化业务布局。

积极拓展智能化新业务，具备角模块、EMB 等新品布局。公司积极构建智能化新业务，构建涵盖智能汽车环境感知、主动安全控制及移动互联技术的无人驾驶产业链，具备集成轮毂电机、电子机械制动（EMB）、主销转向系统、主动悬架以及底盘域控制器的一体化解决方案，实现车辆各系统的独立控制，具备原地转向、横向移动等功能，智能化布局完善。

风险提示：客户拓展不如预期、产能扩建速度不如预期、技术更新风险。

投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级。公司机械制动为业绩底盘，EPB、ESC 等电子控制产品持续贡献增量，线控制动等产品逐步进入量产，角模块、EMB 等新品储备充足，未来几年业绩有望快速放量，我们预计公司 25-27 年净利润 3.1/4.1/5.5 亿元，同比增速分别+43.4%/34.2%/33.4%，EPS 分别为 0.41/0.55/0.74 元，我们参考可比公司，给予公司一年期合理估值为 11-12 元（对应 2025 年 PE 为 27-30x），首次覆盖，给予“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)	3,874	4,260	4,981	5,766	6,609
(+/-%)	3.3%	10.0%	16.9%	15.8%	14.6%
净利润(百万元)	97	213	305	410	547
(+/-%)	42.7%	119.6%	43.4%	34.2%	33.4%
每股收益(元)	0.13	0.29	0.41	0.55	0.74
EBIT Margin	3.5%	3.8%	7.6%	8.5%	9.5%
净资产收益率 (ROE)	3.5%	7.3%	9.8%	12.1%	14.7%
市盈率 (PE)	79.7	36.3	25.3	18.9	14.1
EV/EBITDA	29.9	29.6	22.5	18.6	15.8
市净率 (PB)	2.77	2.66	2.49	2.29	2.07

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

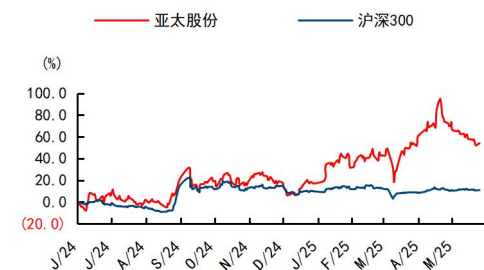
0755-81982555

yushan1@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	11.00 - 12.00 元
收盘价	10.46 元
总市值/流通市值	7731/7649 百万元
52 周最高价/最低价	13.89/6.25 元
近 3 个月日均成交额	352.74 百万元

市场走势

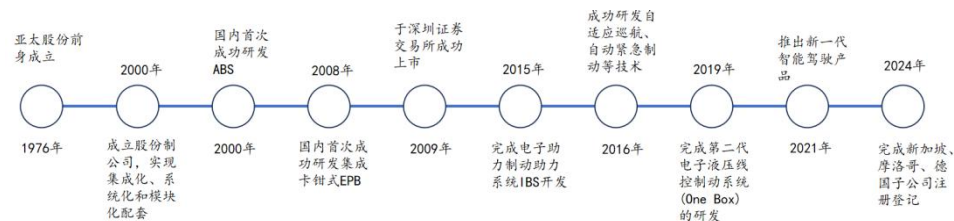


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

专注制动系统持续突破技术与市场布局。1976 年公司前身成立，2000 年成立股份制公司，实现集成化、系统化和模块化配套，同年国内首次成功研发 ABS；2008 年国内首次成功研发集成卡钳式 EPB；2009 年于深圳证券交易所成功上市；2015 年完成电子助力制动系统 IBS 开发；2016 年成功研发自适应巡航、自动紧急制动等技术；2019 年完成第二代电子液压线控制动系统（One Box）研发；2021 年推出新一代智能驾驶产品；2024 年完成新加坡、摩洛哥、德国子公司布局。

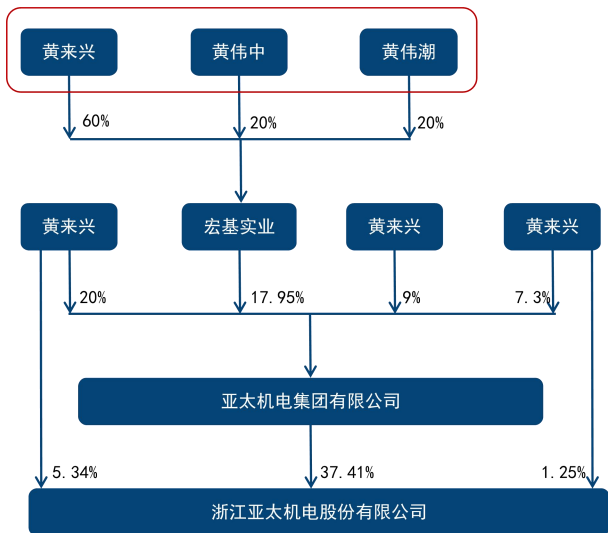
图1：公司历史沿革情况



资料来源：亚太股份公司官网，Wind，国信证券经济研究所整理

股权结构稳定，黄氏父子（黄来兴及其长子黄伟中、次子黄伟潮）及其一致行动人合计持股公司 44%，其中黄氏父子直接持有公司 6.59% 股权；黄氏父子控股的亚太集团持有公司 37.41% 股权。截至 2024 年 12 月 31 日，黄氏父子为公司的实际控制人。其中，黄来兴直接持有公司 5.34% 的股份，其长子黄伟中是公司现任董事长，直接持有公司 1.25% 的股份，其次子黄伟潮是公司现任副董事长，黄氏父子通过亚太机电集团间接持有公司 20% 股份。

图2：公司股权架构情况（截至 2024/12/31）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

核心管理团队稳定。根据天眼查，萧山汽车制动长为黄来兴 1998 年创立的集体所有制企业，亚太大部分核心高管均来源于此，团队合作超 25 年，管理层关系紧密。高管团队大多具备基层业务基础，技术实力扎实。

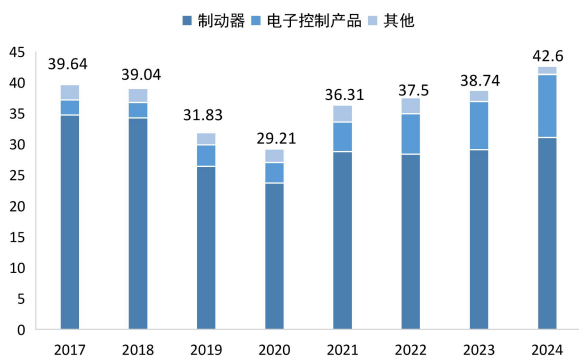
表1：公司核心高管情况

姓名	职务	从业经历
黄伟中	董事长	1968 年生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历，工程师。历任萧山汽车制动器厂车间副主任、生产科副科长，机电公司总经理助理，萧山亚太汽车制动器有限公司总经理，公司监事、副总经理，安吉亚太执行董事，安吉管路董事等职。现集团公司副董事长，宏基国际董事，网联汽车董事长，亚太依拉非董事，新加坡公司董事，德国公司董事，本公司董事长。
黄伟潮	副董事长	1970 年生，中国国籍，无境外永久居留权，硕士学历，高级经济师。历任萧山汽车制动器厂供应科科长，机电公司、采购部经理、营销中心主任，亚太有限董事、副总经理兼营销中心主任，公司副总经理兼营销中心主任、董事、董事长，北京亚太执行董事兼总经理、北京亚太副董事长、上海亚太执行董事、优海信息副董事长、钛马信息董事、安吉管路董事等职。现任集团公司董事长兼总经理，网联汽车董事，浙江汽灵执行董事兼总经理，创新中心董事长，智能装备执行董事兼总经理，亚太科创园执行董事兼总经理，汽灵供应链执行董事兼总经理，本公司副董事长。
施兴龙	董事、总经理	1965 年生，大专学历，高级经济师。历任萧山汽车制动器厂检验科科长、销售科科长，机电公司销售部经理、总调度长，亚太有限副总经理，自立公司执行董事兼总经理，安吉亚太执行董事兼总经理，杭州亚腾执行董事，亚太依拉非监事等职。现任亚太集团董事，广德亚太执行董事兼总经理，广州亚太副董事长，北京亚太副董事长，本公司董事、总经理。
施正堂	董事、副总经理	1965 年生，高级工程师。历任萧山汽车制动器厂计量标准科科长、总师办主任，浙江亚太机电集团公司企业发展部经理、办公室主任，浙江亚太机电集团有限公司董事、副总经理，杭州亚太特必克汽车制动系统有限公司董事长，自立公司监事，北京亚太董事，国汽研究院董事，亚太科创园监事，杭州勤日执行董事兼总经理等职。现任集团公司董事，亚太埃伯恩执行董事兼总经理，柳州底盘监事，网联汽车董事兼总经理，Elaphe 公司董事、苏州安智董事、亚太依拉非董事长，宏基实业监事，广德贸易监事，智能网联董事，智波科技董事，国汽研究院监事，钛马信息董事，本公司董事、副总经理。
孙华东	董事、财务负责人	1985 年生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历，管理会计师。2009 年进入公司，历任公司财务部会计科科长、安吉亚太总经理助理等职；现任广州亚太董事，新加坡公司董事，本公司董事、财务负责人。
陈勇	董事	1986 年生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历，工程师。2007 年进入公司，历任公司质保部经理，广德亚太常务副总。现任公司董事、营销中心总经理。
施瑞康	副总经理	1963 年生，工商管理硕士，高级工程师、高级经济师。历任萧山制动器厂技术科科长、副厂长、总工程师，浙江亚太机电集团公司副总经理、常务副总经理，浙江亚太机电有限公司副董事长、常务副总经理，广州亚太董事，亚太埃伯恩董事等职。现任集团公司董事，重庆亚太董事长，柳州底盘执行董事，安吉公司执行董事兼总经理，安吉亚太执行董事兼总经理，安吉管路执行董事，本公司副总经理。
邱蓉	副总经理、董秘	1983 年生，本科学历。历任公司董事、证券事务代表。现任钛马信息监事，本公司董事会秘书、副总经理。

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

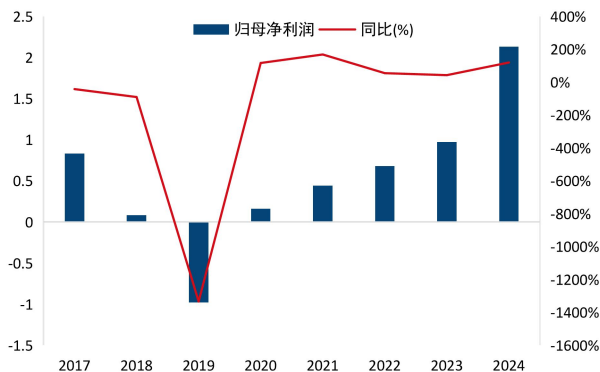
2020 年至 2024 年收入复合增速达 9.87%，汽车电子控制系统业务收入与占比持续上升。2020 年至 2024 年收入复合增速达 9.87%，归母净利润复合增速达 91.03%。汽车基础制动系统业务是主要收入来源，占据公司总收入 70%以上，复合增速 7.05%；汽车电子控制系统业务收入复合增速达 32%，该业务收入占比持续上升，2024 年收入占比达到 23.92%，创历史新高。考虑公司 IBS 等新产品持续获得订单投产，汽车电子控制收入占比有望持续提升。

图3：公司收入结构情况（单位：亿元）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图4：公司净利润及增速情况（单位：亿元，%）

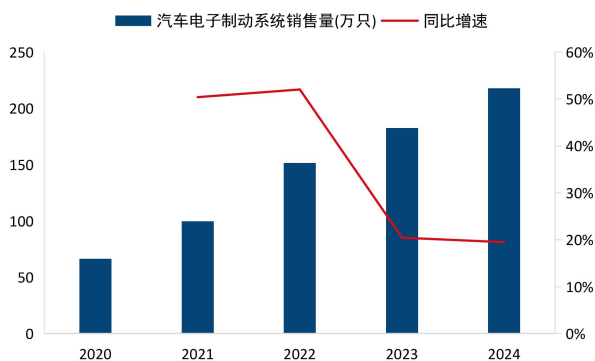


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

汽车基础制动系统为公司基盘，收入规模持续增长。2024 年公司基础制动系统收

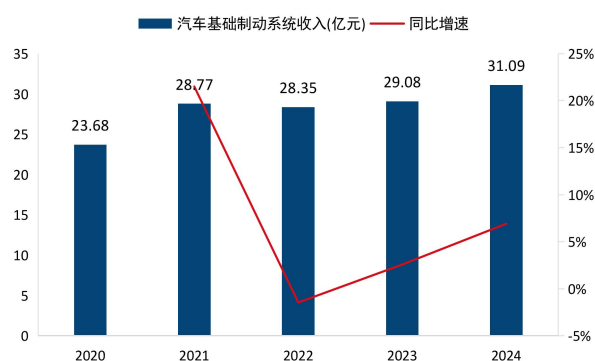
入约为 31 亿元，占公司收入整体的 73%，对应基础制动系统销量 2306.74 万只，产品销量及收入规模稳健增长。

图5：公司汽车基础制动系统销售量



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

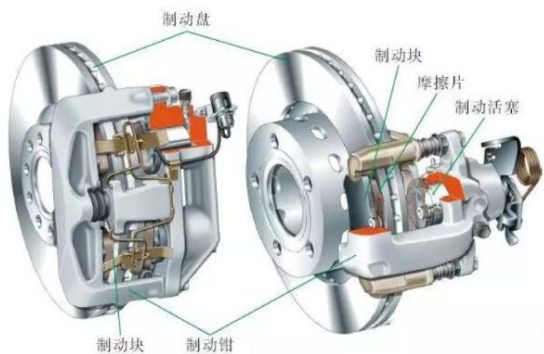
图6：公司汽车基础制动系统收入



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

汽车基础制动系统主要为盘式制动器及鼓式制动器两类。当前汽车整体仍处于液压制动阶段，即借助油液执行制动摩擦；常见的为鼓式制动器和盘式制动器两种。盘式制动器由制动盘、制动钳、摩擦片、分泵及油管等组成，通过高压油液进入推盘回路，活塞作用下刹车片与制动盘产生摩擦实现制动。盘式制动器整体采用敞开式设计，能够均衡散热与制动性能，相应产品价格较高；鼓式制动器由制动轮缸、制动蹄、制动鼓、摩擦片及回位弹簧等组成，通过液压装置推动摩擦片摩擦制动鼓内侧面实现制动。制动速度更快、产品成本较低，但是半封闭结构存在散热问题，连续作用可能出现热衰减影响效果。典型的搭载鼓式制动器的大型卡车往往会在下坡过程中以水冲刷车轮刹车盘，实现降温效果。

图7：盘式制动器结构



资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理

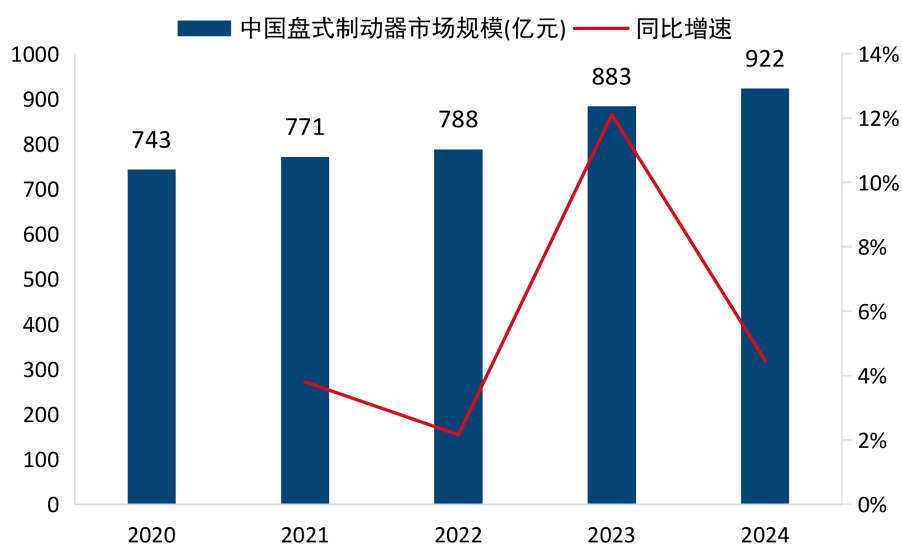
图8：鼓式制动器结构



资料来源：太平洋汽车网，国信证券经济研究所整理

盘式制动器占据绝大部分市场。2022 年我国乘用车前轮盘式制动器搭载近 100%、后轮约 90%，市场规模从 2020 年 743 亿增至 2024 年 922 亿（年复合增 5.5%）。根据高工智能汽车研究院测算，以 2022 年中国市场（不含进出口）乘用车新车交付搭载制动器为例，前轮盘式制动器新车搭载占比接近 100%，后轮盘式制动器占比约为 90%。结合中国汽车销售量和行业盘式制动器单价测算，近五年中国盘式制动器市场规模逐步提升，由 2020 年的 743 亿元增长至 2024 年的 922 亿元，年均复合增长率 5.5%，后续有望跟随汽车市场同步增长。

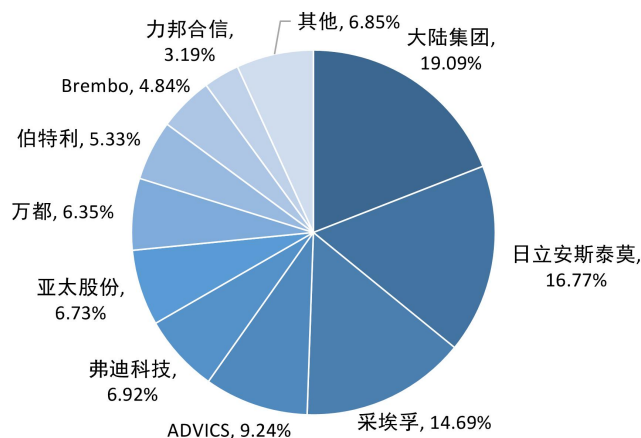
图9：中国近五年盘式制动器市场规模



资料来源：wind，国信证券经济研究所测算

盘式制动器外资企业主导，国产替代空间加速推进。2022年，国内乘用车盘式制动器（前轮卡钳）市场仍然被外资主导，大陆集团以19.09%市场份额位居榜首；日立安斯泰莫、采埃孚分别占据16.77%、14.69%。同时弗迪科技、亚太股份、伯特利等本土企业加速崛起，分别占据6.9%、6.7%、5.3%市场，国产替代加速推进。

图10：2022年乘用车盘式制动器供应商前装市场份额



资料来源：高工智能汽车，国信证券经济研究所整理

公司电子控制系统产品种类丰富，EPB贡献主要收入，IBS加速业绩释放。公司的汽车电子控制系统产品以自研ABS（汽车防抱死制动系统）为基础，逐步实现各类汽车底盘电子制动系统产品布局；包括EPB（电子驻车制动系统）、ESC（汽车电子操纵稳定系统）、IBS（Two-Box，解耦式电子助力制动系统）、EBB（Two-Box，非解耦式电子助力制动系统）、IBS（One-Box，智能制动系统）、EMB（电子机械制动系统）等。

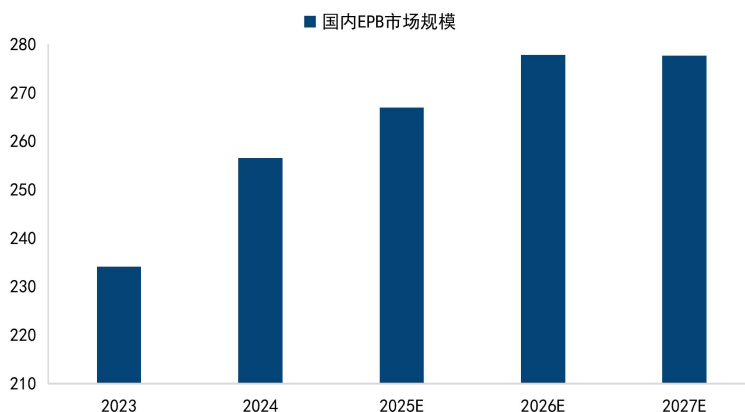
图11：公司电子控制系统产品矩阵



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

EPB 是传统机械手刹的电子化升级方案，通过电机驱动替代手动拉杆，2025 年市场规模有望达近 270 亿元水平。EPB 通过驾驶员按下驾驶舱内开关，控制器接收信号后确认车辆状态，若满足驻车条件，向电机发送启动指令，电机驱动传动机构（如丝杠），推动制动卡钳活塞压紧刹车盘（或鼓），产生驻车制动力。当制动力达到设定阈值（如刹车片贴合压力），电机停止转动，机械锁止机构（如齿轮棘轮）锁定当前位置，保持驻车力。根据华经产业研究院数据，2023 年国内 EPB 前装渗透率接近 90%，结合中汽协数据，我们测算 2025 年国内 EPB 市场有望达到近 270 亿元水平，国产化率快速提升。

图12：国内 EPB 市场规模



资料来源：汽车之家、华经产业研究院、中汽协，国信证券经济研究所整理

线控制动技术（Brake-by-Wire, BBW）是汽车制动系统的一次重大创新，通过电子信号传输控制指令，消除了机械或液压连接的复杂性。线控制动系统核心是将制动意图（通过踏板输入）转化为电子信号，由电子控制单元（ECU）处理后，控制车轮上的制动器执行制动动作。线控制动主要有电液制动（EHB, 亚太股份对应产品称为 IBS）和电机械制动（EMB）两种类型。前者的原理是 ECU 根据制动踏板位置信号控制液压压力实现制动，与现有液压系统兼容，但仍依赖液压组件，响应时

间较 EMB 稍慢。后者则是完全电子化，电机直接在每个车轮上施加制动力，无需液压系统，但仍需权衡冗余安全性与成本控制问题。

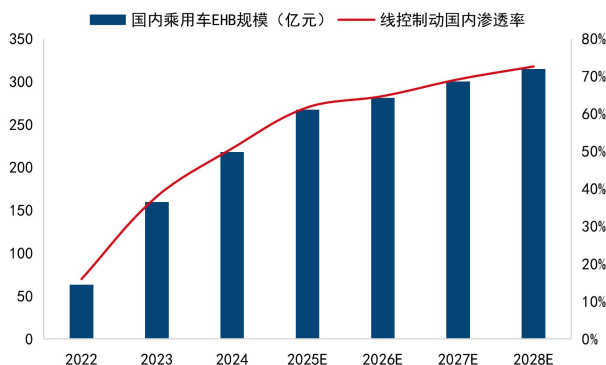
表2: EHB 和 EMB 对比

线控制动类型	电液制动 (EHB)	电机械制动 (EMB)
液压依赖	是，部分依赖液压系统	否，完全电子化
响应时间	较慢	约 100ms
空间节省	有限	显著
再生制动能力	一般	较高
成本	较低 (相对 EMB)	较高 (初期投资)
可靠性挑战	液压系统潜在故障	电源稳定性和电机耐久性
应用示例	iBooster、MK C1、IBC	ZF 的纯电机械系统、Brembo Sensify

资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理

EHB 适配新能源车制动需求，渗透率与新能源车渗透率同步提升。根据佐思汽研的数据统计，2024 年上半年，EHB 线控制动装配量接近 400 万台，同比增长 101%，装配率突破 40%，相较去年同期增加 19.9 个百分点。结合佐思汽研及盖世汽车数据，我们预计 2025 年国内乘用车线控制动市场规模为 265 亿元，2028 年预计提升至 315 亿元水平。线控制动满足新能源汽车无真空动力源、对系统响应速度要求高、制动能量回收等一系列需求，受益于电动化、智能化，渗透率持续提升。

图13: EHB 市场规模



资料来源：汽车之家、乘联会，国信证券经济研究所整理

One-box 方案逐步确定。EHB 根据电子助力器和 ESC 单元是否集成可以分为 One-Box 和 Two-Box 两种方案。One-Box 方案将电子助力器和 ESC 集成，能够独立执行所有制动功能，包括服务制动、踏板感觉模拟、故障备份、主动制动、轮缸液压控制、ABS、ESC 及其他车辆安全和舒适控制功能。通过电磁阀完全隔离制动踏板和轮缸，它实现了完全的制动解耦。Two-Box 方案包括独立的电子助力器和 ESC 单元，遵循传统液压制动系统的架构，具备一定的安全冗余。根据佐思汽研数据，24H1 国内 One-Box 占比上升至 75.9%，较去年同期增加 17.4 个百分点。One-box 方案逐步确定。

表3: One-Box 和 Two-Box 对比

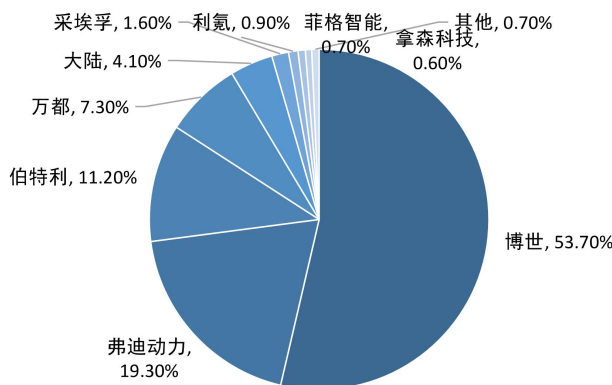
特性	One-Box	Two-Box
架构	电子助力器与 ESC 集成，紧凑设计	电子助力器和 ESC 分离，接近传统系统
空间需求	低，节省空间	高，占用空间较多
重量	轻，减少车辆总体重量	重，增加车辆重量
能量回收效率	任何减速度范围内可达 100%	仅在约 0.3g 减速度下可达 100%，范围有限
制动解耦	完全解耦，支持再生制动优化	难以实现完全解耦，限制再生制动

自动驾驶适应性	适合高等级（L3 及以上），提供冗余	不适合高等级自动驾驶，缺乏稳定控制集成
成本	潜在较低，由于组件减少	初期可能较低，但长期维护成本可能较高
典型应用	电动车、自动驾驶车辆（如 BYD、长城汽车）	早期车型、传统燃油车（如 Chery Tiggo）

资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理

国产替代加速。根据盖世汽车数据，2024 年 1-6 月中国乘用车制动系统 (One-Box) 市场目前仍以博世占据最大份额，比亚迪旗下弗迪动力以及自主伯特利两家加速追赶，仅次于博世与大陆，显示出国产品牌发展速度和不断迭代优化趋于成熟。我们预计国际品牌的先发优势将逐渐减少，国产替代加速将成为发展主线。

图14: 中国 2024 年 1-6 月乘用车制动系统 (One-Box) 市场份额分布

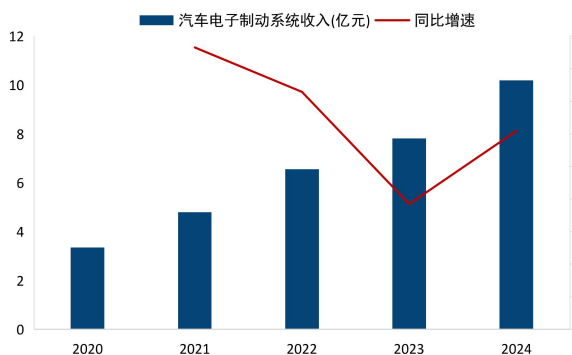


资料来源：盖世汽车，国信证券经济研究所整理

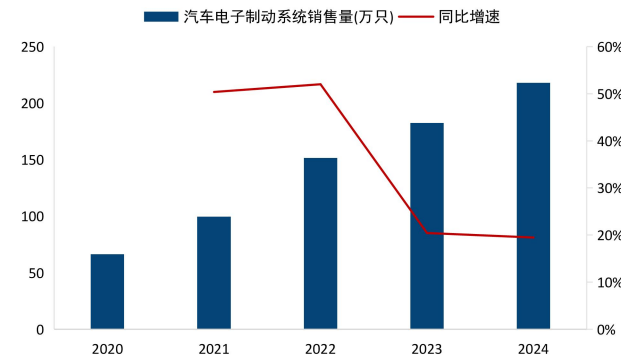
公司电子控制系统销售量与收入增速迅猛，IBS One-Box 为代表的电子产品布局开始取得突破。公司电子控制系统销售量与收入近五年年均复合增速分别为 34.6% 和 32.4%，并均在 2024 年创下 217.93 万只和 10.19 亿元新高，主要得益于公司国内外客户的积极开拓，进入通用、STELLANTIS 等全球采购平台，稳步推进海外市场的拓展和布局。2024 年公司新启动 166 个项目，其中有 74 个项目涉及汽车电子控制系统产品；新量产 103 个项目，包括零跑汽车、一汽红旗、重庆长安、吉利汽车、广汽埃安、长城汽车、上汽大通等多个项目，并获得国内外包括 EPS、IBS (One-Box) 在内的多个尚未量产的定点项目。其中，公司于 2025 年收到国内某大型汽车集团的定点通知，将为其两款新能源车型提供集成制动控制模块 (IBS One-Box) 产品，预计将于 2026 年一季度开始量产，销售总金额约为 10 亿元。

图15: 公司电子控制系统收入

图16: 公司电子控制系统销售量



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

在手订单加速拓展，远期持续贡献收入增量。公司在手项目充足，线控制动、EPB 出海等业务加速推进。2024 年公司新启动 166 个项目，其中有 74 个项目涉及汽车电子控制系统产品。公司新量产 103 个项目，包括零跑汽车、一汽红旗、重庆长安、吉利汽车、广汽埃安、长城汽车、上汽大通等多个项目。2025 年公司新获国内某大型汽车集团 IBS 定点，预计 26Q1 量产，生命周期贡献 10 亿元收入。

表4: 亚太股份在手订单

公告日期	客户	产品	量产时间	金额
2025/3/31	国外某新客户	前卡钳和鼓式制动器	2027 年	约 8 亿元
2025/2/6	国内某大型汽车集团	集成制动控制模块 (IBS onebox)	2026 年一季度	约 10 亿元
2024/7/17	某国外品牌客户	前卡钳	2026 年	约 15 亿元
2024/7/11	某国外品牌客户	EPB	2026 年	约 38 亿元
2024/6/25	某国外品牌客户	制动器	2025 年四季度	约 2.3 亿元
2024/3/16	国内某大型汽车集团	前制动卡钳总成及电子驻车执行机构总成	2025 年上半年	约 5.9 亿元
2024/1/11	国内某头部自主品牌主机厂	前盘式制动器带转向节总成及后制动器总成 (带 EPB)	2024 年下半年	约 32 亿元
2023/12/7	某合资客户	前卡钳总成	2024 年	约 1.36 亿元
2023/11/29	国内某头部自主品牌主机厂	EPB 控制器总成	未披露	未披露
2023/11/28	国内某整车企业	后电动卡钳总成 (带 EPB)	未披露	未披露
2023/10/18	国内某头部自主品牌主机厂	前盘式制动器带转向节总成及后制动器总成 (带 EPB)	2024 年	约 6 亿元
2023/9/9	国内某新势力品牌客户	前制动器带转向节总成、后制动器带转向节总成 (带 EPB) 及电子制动集成模块 (IBS onebox)	2024 年	约 17.33 亿元
2023/7/14	国内某整车企业	前制动器总成及后制动器总成 (带 EPB)	2024 年	约 7.28 亿元
2023/7/11	国内某大型汽车集团	电子驻车执行机构总成 (EPB 总成)	2024 年	未披露
2023/6/22	国内某头部自主品牌主机厂	前盘式制动器带转向节总成及后制动器总成 (带 EPB)	2024 年	约 11.98 亿元
2022/11/10	国内某大型汽车集团	集成制动控制模块 (IBS onebox)	未披露	未披露
2022/8/25	国内某大型汽车集团	ESC 执行机构总成	未披露	未披露
2022/1/25	国内某自主品牌主机厂	前盘式制动器带转向节总成及后鼓式制动器总成	未披露	未披露
2022/1/17	国内某大型汽车集团	电子驻车执行机构总成	未披露	未披露
2022/1/4	浙江零跑科技股份有限公司	A11 项目的带电子驻车后制动器总成 (EPB)	未披露	未披露
2020/4/30	重庆长安新能源汽车科技有限公司	EPA-1 项目的电子驻车 ECU 总成等	未披露	未披露
2019/11/27	重庆长安汽车股份有限公司欧尚汽车事业部	R111 项目的 ABS 执行机构总成和 F201-EV 项目的 ESC 执行机构总成等	未披露	未披露
2019/10/9	奇瑞新能源汽车技术有限公司	S61EV 项目的 ESC 产品	未披露	未披露
2019/9/6	奇瑞新能源汽车技术有限公司	S61EV 项目的电子液压带制动主缸含罐总成 (IBS) 和 ESC 控制器总成 (ESC 为 S61EV 和 T19EV 同平台化产品) 产品	未披露	未披露
2019/7/5	奇瑞新能源汽车技术有限公司	S61EV 项目 ADAS 产品	未披露	未披露
2016/10/11	重庆长安汽车股份有限公司商用车事业部	R111 项目的前、后制动角模块总成	未披露	未披露
2016/9/28	前途汽车 (苏州) 有限公司	HG11 项目的 EPB 模块产品	未披露	未披露

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司深耕角模块业务，技术储备充分。面对汽车行业智能化、电动化的发展趋势，

公司主动拥抱变革，积极布局智能网联与新能源产业。已成功构建涵盖智能汽车环境感知、主动安全控制及移动互联技术的无人驾驶产业链，顺利实现 77GHz 毫米波雷达与视觉系统（含控制器）的产业化应用。同时，随着新能源汽车市场的蓬勃发展，公司凭借深厚的技术积累，已掌握从轮毂电机、逆变器调速模块、中央控制器 PCU 到整套系统的综合开发能力，具备角模块产品，能够提供集成公司的轮毂电机、电子机械制动（EMB）、主销转向系统、主动悬架以及底盘域控制器的一体化解决方案，实现车辆各系统的独立控制，赋予车辆原地转向、横向移动等功能，极大地拓展了车辆的应用场景，满足用户对于个性化、定制化出行需求。

图17：公司毫米波雷达与轮毂电机产品



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

公司客户广泛覆盖国内外主要车企。公司的产品销售网络覆盖了国内各大知名的整车企业，如长安、吉利、长城、上汽、广汽、一汽、东风、奇瑞、零跑、合众等和国际著名的汽车跨国公司，出口南北美、欧洲、中东、东南亚等国家和地区，已进入了大众、通用、本田、日产、Stellantis（原 PSA）、马自达等采购平台。

图18：公司主要产品销售客户



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图19：公司已进入采购平台客户



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

新加坡、摩洛哥等地设立下属公司，全球化布局逐步推进。公司于 2024 年 8 月 13 日完成了出资 10 万新加坡元的新加坡子公司注册，公司拟将其作为出资主体，在摩洛哥王国丹吉尔市设立全资孙公司投资建设摩洛哥基地项目，注册资本两百万美元，负责汽车配件的进出口、采购、销售和分销、贸易和商业中介，并已在 2025 年 1 月 8 日完成注册。此外，根据公司发展及战略规划需要，公司还在德国

设立全资子公司，注册资本 25000 欧元，负责制动系统产品的研发、销售与市场推广，公司已于 2024 年 9 月 19 日完成在德国的相关注册登记。同时，公司持续推进摩洛哥年产制动钳总成 265 万件项目建设，加速海外产能布局。

盈利预测

假设前提：我们的盈利预测基于以下假设条件：

制动器：公司目前在制动器产品占据国内较高市场份额，伴随客户结构持续向国内外知名客户拓展，公司制动器持续获得在手定点，我们预计公司受益于盘式制动器占比提升实现制动器单价上涨，受益于定点增加实现销量持续攀升，2025-2027 年公司基础制动产品有望实现收入 33.93 /36.69/39.29 亿元，同比增长 9.14%/8.12%/7.10%，毛利率约 20.5%/21.0%/22.0%。

电控制动：公司电控制动产品以 EPB 为主，覆盖 ASC 及 IBS 等其余产品，考虑地缘政治加速国内车企国产替代，我们预计公司 2025-2027 年电控制动产品有望实现收入 14.57/19.67/25.49 亿元，同比增长约 43.0%/35.0%/29.6%，毛利率约 16.5%/17.0%/17.5%。

其他收入：公司其他类产品包括铸造毛坯产品、半成品的销售收入，占比较小，我们预计未来几年该部分收入稳定在 1.3 亿元水平。

费率方面：公司 2024 年受益于持续推进降本增效及前期大规模投入的线控制动等新品进入量产节点，盈利能力大幅改善，2024 全年归母净利率达 4.93%，同比提升 2.35pct；同时 2025 年一季度公司盈利能力环比持续修复，25Q1 归母净利率为 7.95%，环比提升 3.49pct，同比提升 1.98pct，同时从扣非归母净利率角度，2024 年全年达 4.46%，同比提升 2.65pct；25Q1 达 7.71%，同比提升 2.62pct；环比提升 3.41pct。我们认为伴随新品线控制动等收入规模持续向上，公司盈利能力有望逐步提升，费率有望逐渐修复，假设 25-27 年公司研发费率分别为 6.20%/6.00%/5.80%，管理费用率分别为 3.80%/3.50%/3.30%水平。

表5：亚太股份盈利预测（亿元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入（亿元）	38.74	42.60	49.80	57.66	66.09
YOY (%)	3.31%	9.96%	16.91%	15.77%	14.62%
毛利润（亿元）	6.45	7.84	9.90	11.52	13.46
毛利率 (%)	16.66%	18.41%	20.03%	20.24%	20.79%
制动器	29.08	31.09	33.93	36.69	39.29
YOY (%)	2.57%	6.91%	9.14%	8.12%	7.10%
毛利润（亿元）	4.58	5.61	6.96	7.70	8.64
毛利率 (%)	15.75%	18.03%	20.50%	21.00%	22.00%
电控制动	7.81	10.19	14.57	19.67	25.49
YOY (%)	19.24%	30.47%	43.00%	35.00%	29.60%
毛利润（亿元）	1.21	1.61	2.33	3.21	4.21
毛利率 (%)	15.54%	15.83%	16.50%	17.00%	17.50%
其他业务	1.85	1.32	1.30	1.30	1.30
YOY (%)	-28.85%	-28.65%	-1.52%	0.00%	0.00%
毛利润（亿元）	0.66	0.63	0.61	0.61	0.61
毛利率 (%)	35.75%	47.35%	47.50%	48.00%	48.50%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

按上述假设条件与假设，我们预计未来 3 年营收分别为 49.80/57.66/66.09 亿元，同比+16.91%/15.77%/14.62%，毛利率分别为 20.03%/20.24%/20.79%，公司归母净利润分别为 3.1/4.1/5.5 亿元，同比增速分别+43.4%/34.2%/33.4%，EPS 分别为 0.41/0.55/0.74 元。

表6: 未来 3 年盈利预测表(单位: 百万元)

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4260	4981	5766	6609
营业成本	3476	3983	4599	5235
销售费用	82	75	86	99
管理费用	196	204	217	233
研发费用	315	309	346	383
利润总额	227	326	437	583
归属于母公司净利润	213	305	410	547
EPS	0.29	0.41	0.55	0.74
ROE	7.32%	10%	12%	15%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

盈利预测的敏感性分析

表7: 情景分析(乐观、中性、悲观)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
乐观预测					
营业收入(百万元)	3,874	4,260	5,002	5,815	6,691
(+/-%)	3.3%	10.0%	17.4%	16.2%	15.1%
净利润(百万元)	97	213	438	566	729
(+/-%)	42.7%	119.6%	105.8%	29.2%	28.8%
摊薄 EPS	0.13	0.29	0.59	0.77	0.99
中性预测					
营业收入(百万元)	3,874	4,260	4,981	5,766	6,609
(+/-%)	3.3%	10.0%	16.9%	15.8%	14.6%
净利润(百万元)	97	213	305	410	547
(+/-%)	42.7%	119.6%	43.4%	34.2%	33.4%
摊薄 EPS(元)	0.13	0.29	0.41	0.55	0.74
悲观的预测					
营业收入(百万元)	3,874	4,260	4,959	5,718	6,529
(+/-%)	3.3%	10.0%	16.4%	15.3%	14.2%
净利润(百万元)	97	213	174	255	368
(+/-%)	42.7%	119.6%	-18.2%	46.5%	44.0%
摊薄 EPS	0.13	0.29	0.24	0.35	0.50
总股本(百万股)	739	739	739	739	739

资料来源: 国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点, 我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值: 11.6-13.0 元

未来估值假设条件见下表:

表8: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
营业收入增长率	3.32%	9.96%	16.91%	15.77%	14.62%	13.00%	12.00%	8.00%
营业成本/营业收入	83.34%	81.59%	79.97%	79.76%	79.21%	79.00%	79.00%	79.00%
管理费用/营业收入	4.73%	4.43%	3.80%	3.50%	3.30%	3.30%	3.30%	3.30%
研发费用/营业收入	6.11%	7.40%	6.20%	6.00%	5.80%	5.50%	5.50%	5.50%
销售费用/销售收入	1.55%	1.91%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%

营业税及附加/营业收入	0.57%	0.68%	0.60%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
所得税税率	3.08%	5.80%	5.80%	5.80%	5.80%	5.80%	5.80%	5.80%
股利分配比率	85.81%	36.85%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%

资料来源：国信证券经济研究所预测

表9：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.1	T	5.80%
无风险利率	2.35%	Ka	8.85%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.34
公司股价（元）	10.44	Ke	10.26%
发行在外股数（百万）	740	E/(D+E)	81.24%
股票市值(E, 百万元)	7720	D/(D+E)	18.76%
债务总额(D, 百万元)	1783	WACC	9.28%
Kd	5.30%	永续增长率（10年后）	1.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司价值区间为 11.6–13.0 元，估值中枢为 12.25 元。

表10：FCFF 估值

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
EBIT	380.4	489.4	625.3	747.0	838.4	906.6	952.7	981.7	1,011.6
所得税税率	5.80%	5.80%	5.80%	5.80%	5.80%	5.80%	5.80%	5.80%	5.80%
EBIT*(1-所得税税率)	358.3	461.0	589.1	703.7	789.8	854.1	897.5	924.8	953.0
折旧与摊销	165.0	179.4	191.7	204.4	217.2	230.0	242.8	255.6	268.4
营运资金的净变动	(317.7)	163.7	127.7	(48.2)	114.6	58.1	6.5	32.6	17.8
资本性投资	(193.9)	(192.4)	(195.3)	(193.9)	(193.9)	(194.4)	(194.0)	(194.1)	(194.2)
FCFF	11.8	611.7	713.1	666.0	927.7	947.8	952.8	1,018.9	1,045.1
PV(FCFF)	10.7	506.2	536.9	456.2	578.1	537.3	491.4	478.1	446.1
核心企业价值	9,226.1								
减：净债务	171.6								
股票价值	9,054.5								
每股价值	12.25								

资料来源：国信证券经济研究所假设

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表11：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
	12.25	9.3%	9.6%	9.92%	10.2%	10.5%
永续 增长 率变 化	1.9%	14.25	13.62	13.03	12.49	11.98
	1.6%	13.91	13.31	12.75	12.23	11.75
	1.3%	13.59	13.02	12.49	11.99	11.53
	1.0%	13.29	12.75	12.24	11.77	11.33
	0.7%	13.02	12.50	12.02	11.56	11.14
	0.4%	12.76	12.27	11.80	11.37	10.96
	0.1%	12.52	12.05	11.60	11.18	10.79

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：11–12 元

对于相对估值，我们选取同为制动行业的伯特利、同样布局线控制动业务的拓普

集团为可比公司。

伯特利：公司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 年积极推进底盘新产品研发，实现 EMB 的 B 样样件制造、加速推进线控转向及线控悬架产品研发。

拓普集团：公司车端平台化战略+Tier0.5 模式持续推进，随北美客户、吉利汽车、比亚迪、华为、理想、福特、蔚来以及小米等优质客户放量，叠加新产品（空悬、座舱、线控）等持续落地，拓普业绩增长具有较高确定性。同时拓普海外及国内工厂（基础产能 500 亿元）持续建设推进，不断夯实订单承接能力，为公司长远发展保驾护航；拓普空悬目前获 8 个定点项目，于 23Q4 陆续量产；线控制动实现 6 个项目定点并正式量产下线；电调管柱已定点 9 个项目；智慧电动门系统也逐步量产，同时热管理工厂覆盖中国、欧洲及美洲，总产能超 400 万套/年；机器人为新核：拓普研发机器人直线和旋转执行器（与自身 IBS 技术同源），设立机器人事业部，已多次向客户送样并获得认可及好评。随机器人量产的推进，拓普有望充分收益。

我们选取同为制动行业的伯特利、同样布局线控制动业务的拓普集团为可比公司，**亚太股份后续关注点在于 1) 公司线控制动产品处于 0-1 阶段；2) 公司具备毫米波雷达、轮毂电机等产品布局；3) 公司海外产能扩张节奏，看好公司客户拓展及产品结构改变带来利润的持续向上突破，考虑公司轮毂电机等新品溢价，给予 2025 年 27-30 倍 PE，对应公司合理估值区间 11-12 元。**

表12: 可比公司估值（2025/6/23）

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
603596.SH	伯特利	优于大市	50.36	305	1.99	2.58	3.51	25	20	14
601689.SH	拓普集团	优于大市	44.13	767	1.78	2.04	2.55	25	22	17
	平均				1.89	2.31	3.03	25	21	16
002284.SZ	亚太股份	优于大市	10.46	77	0.29	0.41	0.55	36	25	19

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

投资建议：

综合以上，我们预计公司 2025 年-2027 年归母净利润为 3.1/4.1/5.5 亿元，同比增速分别+43.4%/34.2%/33.4%，EPS 分别为 0.41/0.55/0.74 元。一年期合理估值 11-12 元（对应 2025 年 PE 为 27-30x），首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 11-12 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10

年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.35%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1.0%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了同为制动行业的伯特利、同样布局线控制动业务的拓普集团相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2025 年平均 PE 作为相对估值的参考，最终给予公司 25 年 27-30 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长+16.91%/15.77%/14.62%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 20.03%/20.24%/20.79%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 我们预计公司电子控制产品有望持续贡献收入增量，若 EMB 新品替代超预期或公司新客户进展不及预期，存在高估公司未来业绩风险。

经营风险

行业竞争加剧的风险：公司主营业务制动盘、EPB、线控制动等产品，行业内除上市公司伯特利、亚太股份、拓普集团外，存在一定体量非上市供应商及外资供应商，随着行业竞争加剧，若公司未来不能持续维持竞争优势，提高自身竞争力，在更加激烈的市场竞争中，公司将面临市场份额下降的风险。

新产品的研发及市场推广的风险：公司近期拟推出轮毂电机、毫米波雷达等新产品，目前还处于市场探索阶段，尚未有足够体量客户，实现批量生产和销售还有一定时间，且存在商业失败的风险；另一方面，目前市场已有同类产品上市或在研竞品，未来商业化预计会面临激烈竞争，出现商业价值低或不及预期的风险，如果不能如期获得市场认可，将会对公司经营发展产生不利影响。

贸易保护主义和贸易摩擦风险：公司产品外销占比为 3%，近几年陆续在新加坡、摩洛哥、德国等地设立下属公司，全球化布局逐步推进，若贸易摩擦进一步加剧，海外客户可能会减少订单进而对公司经营业绩形成不利影响。

财务风险

应收账款风险：截至 2024 年末公司应收账款账面价值为 9.46 亿元，占营业收入的 22%，占总资产的比例为 14%。如果宏观经济形势及行业发展前景发生重大不利变化或个别客户经营状况发生困难，则公司存在因应收账款难以收回而产生坏账的风险。

短期偿债能力风险：公司 2024 年流动负债为 39.38 亿元，流动资产为 50.53

亿元，流动比率约 1.29。此外，货币资金/流动负债比率仅为 41.21%，显示短期偿债能力不足。

技术风险

技术替代风险：公司当前收入超过 73%为基础制动系统，近几年加速推进 EHB 等线控制动产品量产。行业内认知为线控制动终局的 EMB 产品当前仍处于早期阶段，若后续 EMB 渗透率加速提升，若公司 EMB 业务进展不及预期，可能存在技术替代风险。

关键技术人才流失风险：关键技术人才的培养和管理是公司竞争优势的主要来源之一。公司目前拥有研发人员共 367 人，占员工总数的 13.23%。随着行业竞争格局的变化，对行业技术人才的争夺将日趋激烈。若公司未来不能在薪酬、待遇等方面持续提供有效的奖励机制，将缺乏对技术人才的吸引力，可能导致现有核心技术人员流失，这将对公司的生产经营造成重大不利影响。

核心技术泄密风险：经过多年的积累，公司自主研发积累了一系列核心技术，这些核心技术是公司的核心竞争力和核心机密。如果未来关键技术人员流失或在生产经营过程中相关技术、数据、图纸、保密信息泄露进而导致核心技术泄露，将会在一定程度上影响公司的技术研发创新能力和市场竞争力，对公司的生产经营和发展产生不利影响。

内控风险

实际控制人控制不当的风险。公司实际控制人及其一致行动人持有公司 44% 股权，对公司重大经营决策有实质性影响。如果实际控制人利用其控制地位，通过行使表决权或其他方式对公司整体经营决策与投资计划、股利分配政策和人事任免等进行控制，将可能对其他股东利益造成不利影响。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2156	1623	1801	1892	2440	营业收入	3874	4260	4981	5766	6609
应收款项	831	975	1045	1255	1446	营业成本	3229	3476	3983	4599	5235
存货净额	794	775	976	1119	1256	营业税金及附加	22	29	30	29	33
其他流动资产	224	172	331	316	356	销售费用	60	82	75	86	99
流动资产合计	4207	5053	5661	6091	7006	管理费用	190	196	204	217	233
固定资产	1519	1457	1501	1504	1495	研发费用	237	315	309	346	383
无形资产及其他	152	148	134	120	107	财务费用	51	(48)	31	27	12
投资性房地产	250	233	233	233	233	投资收益	4	(6)	(3)	(2)	(4)
						资产减值及公允价值变动	(15)	(37)	(20)	(24)	(27)
长期股权投资	114	116	118	120	121	其他收入	(211)	(255)	(309)	(346)	(383)
资产总计	6243	7008	7648	8068	8962	营业利润	100	229	326	437	583
短期借款及交易性金融负债	1322	1490	1798	1448	1490	营业外净收支	0	(2)	0	0	0
应付款项	1874	2322	2444	2919	3387	利润总额	100	227	326	437	583
其他流动负债	107	125	136	160	184	所得税费用	3	13	19	25	34
流动负债合计	3302	3938	4378	4527	5061	少数股东损益	0	1	1	2	2
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	97	213	305	410	547
其他长期负债	140	145	145	149	152	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
长期负债合计	140	145	145	149	152	净利润	97	213	305	410	547
负债合计	3442	4083	4523	4676	5214	资产减值准备	0	31	(21)	(0)	(0)
少数股东权益	15	16	17	18	20	折旧摊销	238	237	165	179	192
股东权益	2786	2909	3108	3374	3729	公允价值变动损失	15	37	20	24	27
负债和股东权益总计	6243	7008	7648	8068	8962	财务费用	51	(48)	31	27	12
						营运资本变动	162	447	(318)	164	128
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	其它	(0)	(30)	22	1	2
每股收益	0.13	0.29	0.41	0.55	0.74	经营活动现金流	511	933	174	778	894
每股红利	0.11	0.11	0.14	0.19	0.26	资本开支	0	(161)	(194)	(192)	(195)
每股净资产	3.77	3.94	4.20	4.56	5.05	其它投资现金流	701	(1307)	0	0	0
ROIC	2.45%	6.24%	11%	14%	19%	投资活动现金流	700	(1470)	(196)	(194)	(197)
ROE	3.48%	7.32%	10%	12%	15%	权益性融资	(0)	0	0	0	0
毛利率	17%	18%	20%	20%	21%	负债净变化	(50)	0	0	0	0
EBIT Margin	4%	4%	8%	8%	9%	支付股利、利息	(83)	(78)	(107)	(143)	(191)
EBITDA Margin	10%	9%	11%	12%	12%	其它融资现金流	(414)	160	308	(350)	42
收入增长	3%	10%	17%	16%	15%	融资活动现金流	(680)	3	201	(493)	(149)
净利润增长率	43%	120%	43%	34%	33%	现金净变动	531	(534)	179	90	548
资产负债率	55%	58%	59%	58%	58%	货币资金的期初余额	1625	2156	1623	1801	1892
股息率	1.1%	1.0%	1.4%	1.9%	2.5%	货币资金的期末余额	2156	1623	1801	1892	2440
P/E	79.7	36.3	25.3	18.9	14.1	企业自由现金流	0	675	12	612	713
P/B	2.8	2.7	2.5	2.3	2.1	权益自由现金流	0	835	290	236	744
EV/EBITDA	29.9	29.6	22.5	18.6	15.8						

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所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