

汽车

2025 年 08 月 01 日

隆盛科技 (300680)

——EGR 老牌供应商混动再成长，马达铁芯、机器人布局加速正当时（机器人系列深度报告之三十）

报告原因：首次覆盖

买入（首次评级）

市场数据：2025 年 07 月 31 日

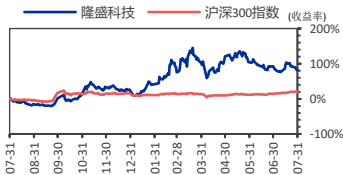
收盘价 (元)	36.03
一年内最高/最低 (元)	49.50/15.25
市净率	4.2
股息率% (分红/股价)	0.56
流通 A 股市值 (百万元)	6,335
上证指数/深证成指	3,573.21/11,009.77

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 03 月 31 日

每股净资产 (元)	8.45
资产负债率%	50.26
总股本/流通 A 股 (百万)	228/176
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

戴文杰 A0230522100006
daiwj@swsresearch.com
樊夏沛 A0230523080004
fanxp@swsresearch.com

联系人

朱傅哲
(8621)23297818x
zhufz@swsresearch.com

投资要点：

- **EGR 核心供应商，业务多元拓展成长赛道多且长。**隆盛科技成立于 2004 年，现已形成“EGR 系统、新能源电驱动铁芯板块、精密零件板块”三大业务板块，同时布局航空航天、人形机器人等潜力业务板块。EGR 系统作为公司起家业务发展稳定，2024 年实现业务收入 7.30 亿元，2018 年收购微研精工开展精密零部件业务，进而成功转型切入新能源赛道实现迅猛增长，2023 年公司前瞻性地布局航空航天精密制造板块、人形机器人板块等潜力业务板块，加速拓展第三成长曲线，依托其客户有望打开新的成长空间。
- **EGR 产品市场地位稳固，产品覆盖柴油商用车及混动乘用车等。**废气再循环系统是商用车、新能源混动发动机核心零部件，能降低氮氧化物排放、提升发动机热效率。公司专注发动机尾气再循环系统 20 余年，是轻型柴油机领域 EGR 头部企业，EGR 营收与市占率随渗透率稳步提升。商用车需求稳定，排放标准趋严带动 EGR 需求提升；而乘用车 PHEV 需标配 EGR，PHEV 趋势带动增量明确。公司覆盖比亚迪、吉利、奇瑞等多个国内主流头部客户，同时受益于行业 beta 及客户 alpha。
- **横向转型拓展新能源马达铁芯，高端工艺与头部客户创造加速新引擎。**马达铁芯作为新能源直接增量零部件，预计 2025 年市场规模近 100 亿元。公司 2018 年收购微研精密至今已经在制造工艺、产能投入、客户绑定等方面形成较强的竞争优势：①精密冲压工艺延伸，叠加黑田模具设备技术的多维赋能；②432 万套产能将在 2025 年全面落地；③切入多家头部客户（联电、特斯拉、赛力斯、比亚迪等）。此外，公司通过产业链纵向延伸拓展半总成业务，配套价值量有望从 500-800 元提升至 1500-2000 元，打开成长天花板。
- **前瞻性布局人形机器人、航空航天板块，深度发挥协同效应打开远期成长空间。**公司凭借原有汽车零部件、总成控制器的制造背景，系统搭建人形机器人自身应用场景（新能源汽车驱动电机零部件智能产线），发掘核心零部件未来机会（高价值量灵巧手产品、谐波减速器）。通过自研第二代灵巧手，外延并购整合蔚瀚智能，已构建“核心传动系统、驱动电机核心部件、场景化应用”链条生态技术体系。公司 2018 年收购微研中佳，航空航天资质齐全，精密零部件加工业务衍生出显著的协同效应。公司国家板块供应经验丰富，同时绑定商业航天领域第一家独角兽企业银河航天，有望随产业腾飞实现快速发展。
- **首次覆盖，给予“买入”评级。**预计公司 2025-2027 年归母净利润 2.96/3.67/4.37 亿元，同比增速 32.1%/24.0%/19.0%，对应当前（2025/7/31）PE 为 28x/22x/19x。公司三条成长曲线布局明确，进展顺利：EGR 老牌业务，轻柴基本盘稳定，PHEV 带来新增量；新能源马达铁芯经过前期布局，正式进入收获期，后续半总成的拓展将进一步打开天花板；内生外延前瞻布局人形机器人、航空航天板块，有望复用公司的客户资源、技术能力，打开估值空间。参考可比公司估值，给予其 2025 年 38 倍 PE，对应目标市值 111 亿元，相较于当前有 36% 的上涨空间，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**下游汽车销量不及预期、产能扩张节奏不及预期、新业务拓展节奏不及预期

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	2,397	606	3,015	3,749	4,300
同比增长率 (%)	31.2	7.1	25.8	24.3	14.7
归母净利润 (百万元)	224	59	296	367	437
同比增长率 (%)	52.8	11.4	32.1	24.0	19.0
每股收益 (元/股)	0.98	0.25	1.30	1.61	1.92
毛利率 (%)	18.0	18.1	18.3	18.4	18.5
ROE (%)	.	.	.	.	.
市盈率	37		28	22	19

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

预计公司 2025-2027 年归母净利润 2.96/3.67/4.37 亿元，同比增速 32.1%/24.0%/19.0%，对应当前（2025/7/31）PE 为 28x/22x/19x。公司三条成长曲线布局明确，进展顺利：EGR 老牌业务，轻柴基本盘稳定，PHEV 带来新增量；新能源马达铁芯经过前期布局，正式进入收获期，后续半总成的拓展将进一步打开天花板；内生外延前瞻布局人形机器人、航空航天板块，有望复用公司的客户资源、技术能力，打开估值空间。参考可比公司估值，给予其 2025 年 38 倍 PE，对应目标市值 111 亿元，相较于当前有 36% 的上涨空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设点

EGR 及天然气喷射系统：商用车及非道路基本盘稳固；乘用车方面，我们认为 phev 渗透率提升为行业趋势，公司将随下游比亚迪、奇瑞、吉利等头部客户销量提升而持续放量，预计 2025-2027 年收入为 9.9/11.9/13.1 亿元，毛利率维持在 21%。

新能源：马达铁芯顺应新能源叠加双电机趋势，市场持续扩容；同时半总成业务的拓展，配套价值量有望提升至 1500-2000 元，25 年将开始爬坡。预计 2025-2027 年收入为 12.9/17.2/20.7 亿元，毛利率为 14.0%/14.5%/15.0%。

有别于大众的认识

市场认为 EGR 作为燃油车零部件，担心新能源趋势下公司基本盘持续性。我们认为，当前新能源渗透率提升主要以 PHEV 贡献，而 PHEV 需标配 EGR，因此 EGR 渗透率仍有较大提升空间。而公司作为老牌 EGR 供应商，PHEV 卡位头部客户，有望充分受益于本轮 PHEV 带动的市场扩容。

市场认为马达铁芯行业壁垒低、格局差，担心公司后续成长空间。我们认为，一方面公司已经在制造工艺、产能投入、客户绑定等方面形成较强的竞争优势。同时，公司通过产业链纵向延伸拓展半总成业务，配套价值量有望从 500-800 元提升至 1500-2000 元，有望打开成长天花板。

市场认为公司拓展机器人业务跨度较大，担心其拓展节奏。我们认为，公司传统汽车零部件与机器人存在多维协同，有控制器软件能力、灵巧手有应用场景、谐波蔚瀚储备多年，与现有汽车板块的技术、客户有互通之处，因此看好其持续拓展。

股价表现的催化剂

机器人业务取得突破、PHEV 车型渗透率增长超预期、半总成爬坡速度超预期

核心假设风险

下游汽车销量不及预期、产能扩张节奏不及预期、新业务拓展节奏不及预期

目录

1. 隆盛科技：EGR 核心供应商，积极探索潜在业务.....	6
1.1 专注 EGR 二十年，多元拓展再腾飞.....	6
1.2 新能源转型成功，业绩稳步提升.....	8
1.3 股权激励目标明确	11
2. EGR：商用车需求稳定，新能源 PHEV 增量明确	11
2.1 EGR 是燃油、混动车核心零部件	11
2.2 市场空间稳步提升，混动 EGR 增量明确.....	14
2.3 公司作为老牌轻柴供应商，拓展混动乘用车效果已现.....	15
3. 新能源：横向拓展马达铁芯，第二曲线成长明确	18
3.1 马达铁芯是新能源直接增量零部件	18
3.2 新能源、双电机趋势下，铁芯市场空间超百亿	19
3.3 技术协同叠加客户卡位，公司前期布局进入收获期	20
4. 潜力业务：前瞻布局机器人+航天，协同打造第三曲线	24
4.1 内生外延多维布局人形机器人核心零部件	24
4.2 收购微研中佳布局航空航天精密制造板块	26
5. 盈利预测与估值.....	27
5.1 盈利预测	27
5.2 估值.....	28
6. 风险提示	29

图表目录

图 1：公司历史复盘.....	6
图 2：公司所在行业产业链	7
图 3：公司股权结构较为集中（截至 25Q1）	8
图 4：25Q1 公司实现营收同比+7.1%.....	9
图 5：25Q1 公司实现归母同比+11.4%	9
图 6：25Q1 公司盈利能力高位稳定.....	9
图 7：公司费用把控持续优化.....	9
图 8：新能源板块贡献显著提升（单位：亿元）	10
图 9：近年毛利率企稳回升（单位：%）	10
图 10：25Q1 公司固定资产处于较高水平.....	10
图 11：25Q1 公司经营性现金流入净额为 0 亿元.....	10
图 12：EGR 系统工作原理.....	11
图 13：2021-2025H1 天然气商用车销量情况	13
图 14：2021-2025H1 天然气商用车渗透率持续提升.....	13
图 15：EGR 可以有效提升 PHEV 发动机热效率	13
图 16：2020-2024PHEV 销量情况	14
图 17：2022 年以来 PHEV 渗透率快速提升	14
图 18： 2020 年国内柴油 EGR 格局	15
图 19：2020 年国内汽油 EGR 格局.....	15
图 20：EGR 板块营收情况.....	16
图 21：EGR 板块毛利情况.....	16
图 22：EGR 需求释放变化.....	16
图 23：公司混动 EGR 收入情况.....	17
图 24：电机铁芯结构俯视图、爆炸图	18
图 25：驱动电机成本构成.....	18
图 26：马达铁芯营收情况.....	21
图 27：马达铁芯毛利情况.....	21
图 28：“Glue FASTEC” 技术特点.....	21
图：FASTEC 系统的优势	

图 30：隆盛科技马达铁芯事记.....	22
图 31：马达铁芯产能及利用率.....	22
图 32：隆盛科技汽车零部件制造与机器人研发的协同布局	24
图 33：隆盛科技灵巧手产品	25
图 34：叠动科技视触觉传感器.....	25
图 35：应用领域对比及谐波减速器构成、减速原理	26
图 36：蔚瀚智能谐波减速器产品	26
图 37：蔚瀚智能双曲线齿优势.....	26
表 1：公司业务板块、收入及下游客户.....	7
表 2：公司上市以来融资情况.....	10
表 3：公司股权激励考核目标及达成情况	11
表 4：国六排放标准.....	12
表 5：主要废气处理装置简介	12
表 6：国内 EGR 市场空间测算	14
表 7：EGR 主要客户拓展情况.....	16
表 8：不同铁芯工艺对比.....	19
表 9：新能源马达铁芯市场空间测算	19
表 10：可比公司马达铁芯业务情况.....	20
表 11：2024 年电驱系统装机量前十厂商	22
表 12：隆盛科技配套客户.....	22
表 13：新能源汽车电机铁芯半总成价值量拆分	23
表 14：灵巧手关键性能及部分生产厂商.....	25
表 15：航空航天业务主要板块.....	27
表 16：公司分业务收入及毛利拆分预测（单位：百万元，%）	28
表 17：隆盛科技与可比公司估值对比	29

1. 隆盛科技：EGR 核心供应商，积极探索潜在业务

1.1 专注 EGR 二十年，多元拓展再腾飞

隆盛科技深耕 EGR 等汽车零部件业务，现已形成“EGR 系统、新能源电驱动铁芯板块、精密零件板块”三大业务板块，同时布局航空航天、人形机器人等潜力业务板块。公司成立于 2004 年，早期专注于发动机尾气再循环（EGR）系统的研发、生产与销售，于 2010 年、2014 年两次被中国内燃机工业协会认定为中国内燃机零部件行业排头兵企业；2017 年深交所上市以来内生外延持续拓展，2018 年通过收购微研精工从零部件方向切入新能源车市场，2020 年公司定增进一步加码；2023 年起公司前瞻性地布局航空航天精密制造板块、人形机器人板块等潜力业务板块，加速拓展第三成长曲线。

图 1：公司历史复盘



资料来源：公司官网，申万宏源研究

EGR 系统、新能源零部件、精密零件为公司主要收入来源。EGR 系统作为公司起家业务发展稳定，2024 年实现业务收入 7.30 亿元，占主营收入比例 30%，已形成柴油商用、混动乘用车、天然气商用及氢燃料电池等系列，早期客户以商用车为主，包括博世、潍柴、康明斯等，近三年加速拓展比亚迪、吉利、奇瑞、广汽等乘用车混动领域重点客户；**新能源板块近年来跟随下游增长迅速**，2024 年实现收入 10.34 亿元，占比 43%，主要产品为新能源汽车驱动电机马达铁芯，客户包括联合汽车电子、赛力斯、吉利、比亚迪等厂家。**精密零部件开展主体为子公司微研精工**，2024 年微研精工实现收入 5.37 亿元，占比 22%，2018 年微研精工实现收购并表，目前围绕驱动电机、整车热管理等进行业务布局。潜力业务包括航空航天和人形机器人等，目前收入占比较小，但有望打开新的成长空间。

图 2：公司所在行业产业链



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 1：公司业务板块、收入及下游客户

公司主要板块	主营产品类别	产品图片	主营收入占比	下游客户	收入 (亿元)
EGR系统板块	EGR 阀、冷却器		30.45%	康明斯、全柴动力、昆明云内、东风汽车、北汽福田、玉柴、锡柴、潍柴、中国重汽、比亚迪、吉利、广汽、奇瑞、东安动力、柳机、东风等	7.3
	电子气阀门				
	天然气喷射气轨总成				
新能源板块	驱动电机、发电机马达铁芯		43.18%	联合汽车电子、蔚来汽车，上汽，奇瑞，理想，长城，长城宝马，长安，日系汽车品牌等	10.34
精密零部件板块	冲压件 注塑件 机加工件等		22.40%	博世，联合汽车电子，博泽，恺博，理昌，舍弗勒，法雷奥，Mubea,日立汽车，塔尔基，东机工、东海理化，麦格纳，横店东磁等	5.4
潜力业务板块	航空航天精密零部件		-	北京星通浩宇科技发展有限公司、中国工程物理研究院机械制造工艺研究所、北京卫星制造厂有限公司、银河航天（北京）网络技术有限公司等	-

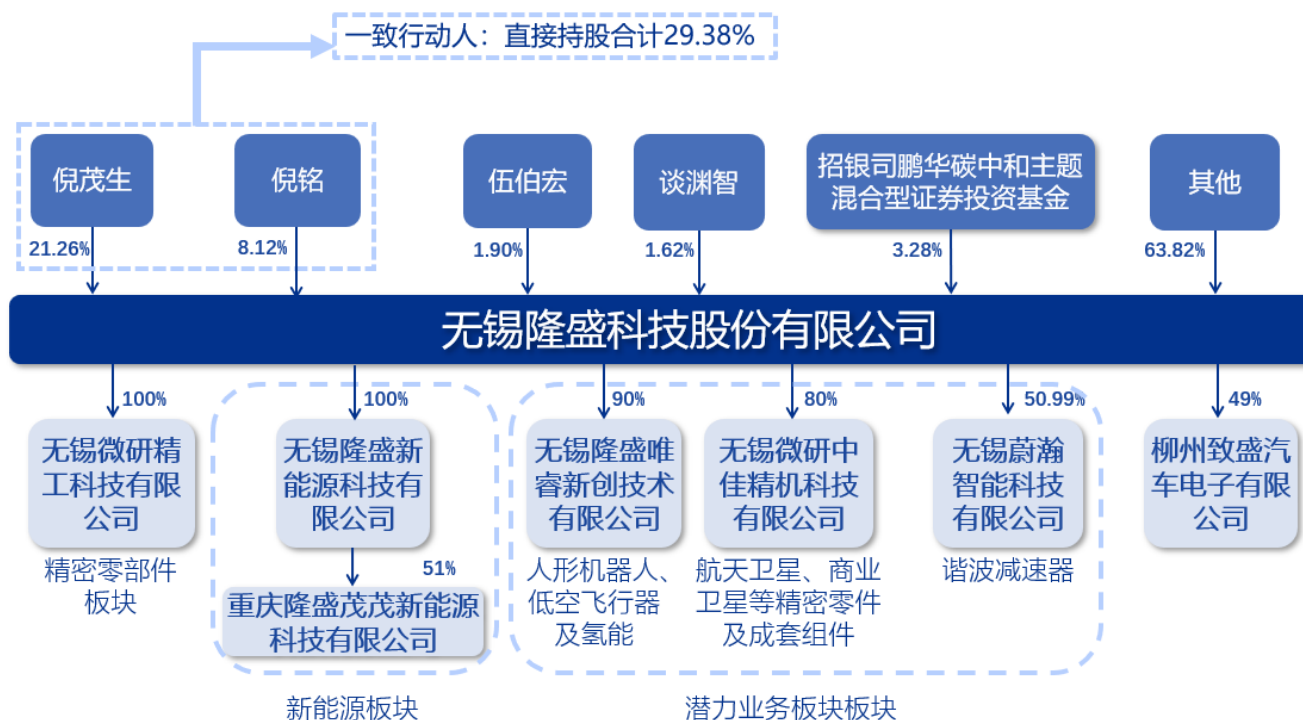
人形机器人		暂未披露
-------	---	------

资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：精密零部件板块采用子公司微研精工收入口径

家族式企业，股权结构清晰。公司实际控制人为倪茂生与倪铭父子，二者为一致行动人，截至 25Q1 合计直接持有 29.38% 股份。以子公司形式开展业务，分工明确：无锡隆盛科技股份有限公司（主公司）从事 EGR 板块业务；无锡隆盛新能源科技有限公司从事新能源汽车发动机驱动电机铁芯业务；无锡微研精工科技有限公司从事精密冲压件、精密注塑件、机加工件等业务；无锡微研中佳科技有限公司从事航天卫星、商业卫星、无人机等精密零件及成套组件业务；无锡隆盛唯睿新创技术有限公司开展人形机器人、低空飞行器及氢能业务；无锡蔚瀚智能科技有限公司开展人形机器人、低空飞行器及氢能业务；无锡蔚瀚智能科技有限公司从事谐波减速器的研发生产。

图 3：公司股权结构较为集中（截至 25Q1）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.2 新能源转型成功，业绩稳步提升

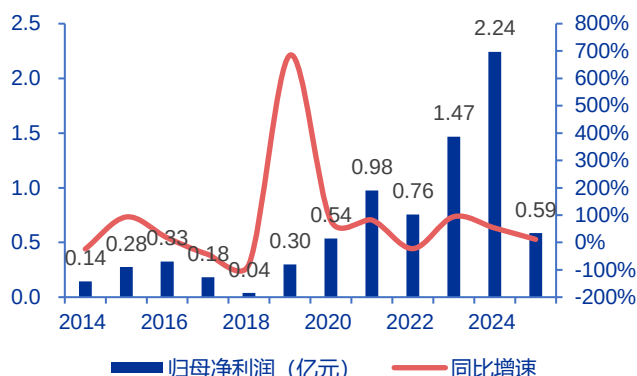
早期公司业绩波动较大，近年来业务拓展效果显现。2018 年之前，公司业务主要围绕 EGR，营收及净利润受排放标准及下游汽车市场影响波动较大。2018 年以来，随着公司收购微研精工，拓展精密零部件、新能源等业务板块，带动收入业绩持续提升。2024 年公司实现收入 23.97 亿元，同比+31.2%，2018-2024 年 CAGR 48.17%；2024 年实现归母净利润 2.24 亿元，同比+52.8%，2018-2024 年 CAGR 97.10%。展望后续，我们认为公司 EGR 板块和新能源板块有望受益于 PHEV、EV 渗透率的持续增长，同时精密零部件板块及潜力业务板块有望带来新增量。

图 4: 25Q1 公司实现营收同比+7.1%



资料来源: iFind, 申万宏源研究

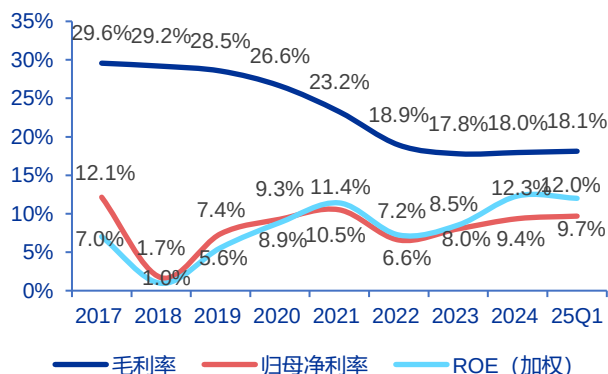
图 5: 25Q1 公司实现归母同比+11.4%



资料来源: iFind, 申万宏源研究

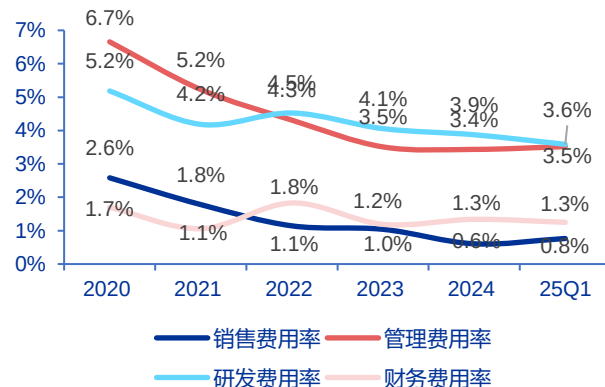
新能源拓展前期盈利能力有所承压, 当前已经拐点向上。公司上市后, 期间费用率控制效果显著, 随公司 EGR 和马达铁芯持续放量, 公司整体费用率由 2018 年的 26.4% 降至 2024 年的 9.3%。公司上市以来, 毛利率整体呈下降态势, 23 年达最低点 17.8%, 24 年后逐步起稳, 但由于 19 年以来公司销售、管理与研发费用率改善显著, 公司净利率保持相对稳定。25Q1 实现毛利率 18.1%, 净利率 9.7%, ROE 12.0%, 盈利能力接近上市后最高水平。未来两年随着 EGR 产品及马达铁芯产能的持续释放与单位折旧的降低, 盈利水平有望逐步提升。

图 6: 25Q1 公司盈利能力高位稳定



资料来源: iFind, 申万宏源研究

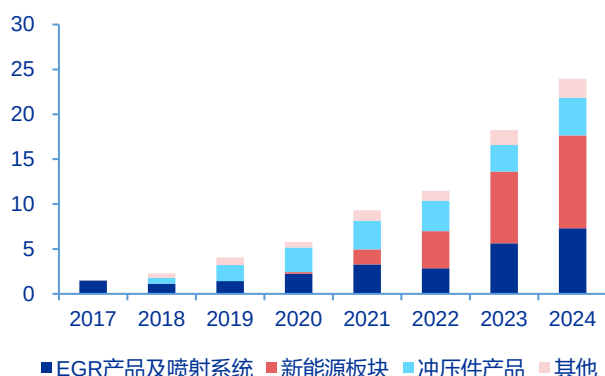
图 7: 公司费用把控持续优化



资料来源: iFind, 申万宏源研究

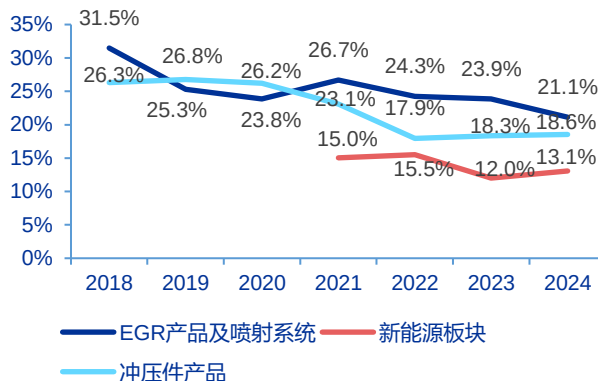
分业务看, EGR 增长稳定、新能源提升明显。EGR 作为公司核心优势产品, 2021 年起国六排放标准实施、2022 年起混动乘用车上量, 2024 年实现收入 7.30 亿元, 同比+29.9%。毛利率则由于相对盈利性较低的乘用车产品占比的提升、行业年降等略有下降, 2024 年为 21.1%。新能源板块则直接得益于下游渗透率提升, 2024 年实现收入 10.34 亿元, 同比+29.2%, 毛利率 13.1% 相对稳定。冲压件等业务主要为子公司微研精工开展, 受合并口径影响年度之间有一定波动。

图 8：新能源板块贡献显著提升（单位：亿元）



资料来源：iFind，申万宏源研究

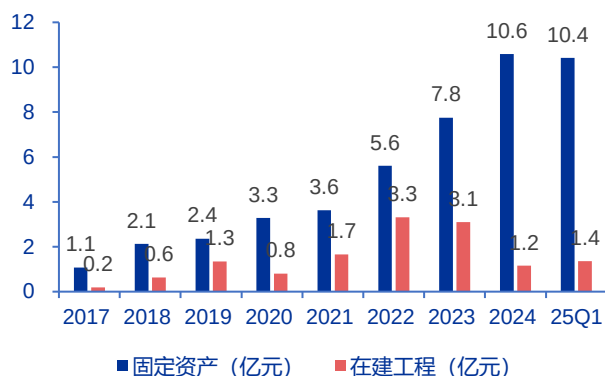
图 9：近年毛利率企稳回升（单位：%）



资料来源：iFind，申万宏源研究

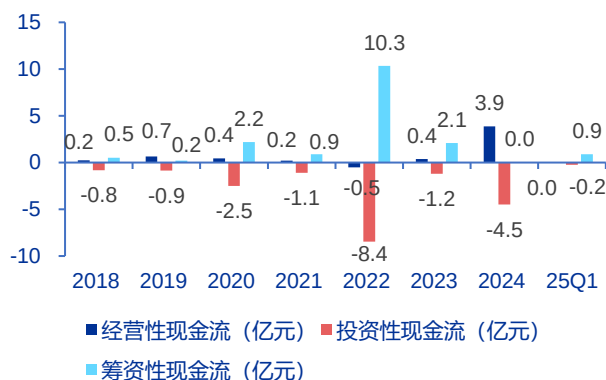
Capex 投入高峰期已过，后续有望进入成熟阶段。截至 2025Q1，公司在建工程已由 2023 年的 3.1 亿元降至 25Q1 的 1.4 亿元，已过投入高峰期。考虑到近年来新增订单较多，公司积极进行新产能布局，先后融资用于“新能源汽车驱动电机马达铁芯生产设施项目”、“EGR 生产线技改项目”等，到 24 年底前期募投项目基本完成转固。从现金流角度看，公司近年来经营性现金流基本保持为正，而投资性现金流随着前期投入完成，已经出现收窄趋势。

图 10：25Q1 公司固定资产处于较高水平



资料来源：iFind，申万宏源研究

图 11：25Q1 公司经营性现金流入净额为 0 亿元



资料来源：iFind，申万宏源研究

表 2：公司上市以来融资情况

日期	融资方式	募资总额 (亿元)	用途及预计产能与营收
2022/11/3	定向增发	7.2	5.36 亿元用于新能源高效高密度驱动电机系统核心零部件研发及制造项目（一期），1.79 亿元补充流动资金
2020/10/20	定向增发	2.3	1.70 亿元用于新能源汽车驱动电机马达铁芯年产 120 万套项目，0.35 亿元用于天然气喷射气轨总成年产 9 万套项目，0.25 亿元补充流动资金
2018/8/18	定向增发	2.0	购买微研精工 100%股权
2017/7/12	首发	1.5	0.75 亿元用于 EGR 系统技改扩产项目，0.45 亿元用于公司研发中心建设项目，节余募集资金永久补充流动资金

资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.3 股权激励目标明确

股权激励目标明确，新能源板块带动显著。2023年9月公司推出股权激励计划，向109名激励对象授予249.90万股限制性股票，授予价格为人民币11.48元/股，考核目标：2023-2025年营业收入17.22亿元、25.26亿元、32.15亿元，归母净利润（扣除激励费用）1.44亿元、2.27亿元、3.02亿元。公司23、24年实现营收18.27亿元、23.97亿元，实现归母净利润1.47亿元、2.24亿元。整体看，公司股权激励目标合理，2025年考虑到下游新能源（PHEV、EV）需求持续，有望带动EGR、新能源等持续增长，考核目标有望继续达成。

表 3：公司股权激励考核目标及达成情况

归属期	业绩考核指标（亿元）			
	营业收入（目标）	营业收入（实际）	归母净利润（目标）	归母净利润（实际）
2022（基准）	11.48	11.48	0.76	0.76
2023	17.22	18.27	1.44	1.47
2024	25.26	23.97	2.27	2.24
2025	32.15	-	3.02	-

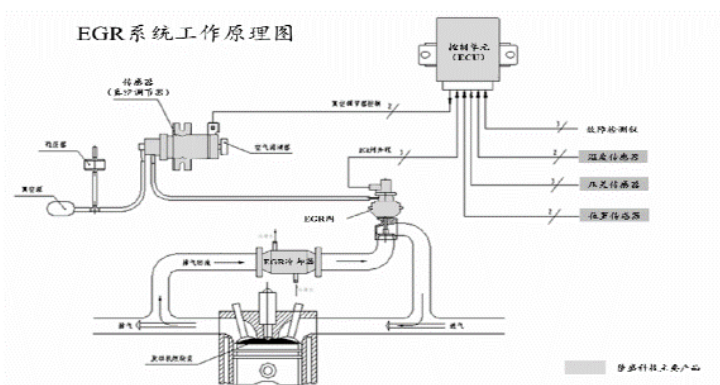
资料来源：公司公告，申万宏源研究

2. EGR：商用车需求稳定，新能源 PHEV 增量明确

2.1 EGR 是燃油、混动车核心零部件

EGR 系统，即废气再循环系统，是商用车、新能源混动车发动机核心零部件，在降低氮氧化物排放及提升发动机热效率方面发挥重要作用。EGR 系统由 EGR 阀、传感器、EGR 冷却器和控制单元组成。对商用车，EGR 系统主要原理是将发动机排出废气通过冷却器重新引入进气歧管，与新鲜混合气体降温后一起进入气缸进行二次燃烧，以此降低气缸中氧气浓度及燃烧温度，从而抑制氮氧化物排放；对乘用车，EGR 除可降低氮氧化物排放外，还可以抑制高效率发动机中因提高压缩比所导致的爆震问题，确保稳定提升发动机热效率，实现降低油耗的目标。

图 12：EGR 系统工作原理



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

商用车：排放标准趋严，带动 EGR 需求提升。2021 年 7 月重型柴油车进入国六 A 阶段，由于部分柴油机企业主要采用 DOC+SCR 路线，没有加装 EGR 阀，国六法规对排放限值要求更高，更多的柴油机项目均采用 EGR+DOC+DPF+SCR 路线，EGR 使用比率提升，带来增量；2023 年 7 月 1 日，我国道路机车全面进入国六 B 阶段，尤其对氮氧化合物和 PM 颗粒的排放要求提升明显，进一步带动了 EGR 的需求。

表 4：国六排放标准

排放物	国五	国六 A	国六 B
一氧化碳 (g/km)	1000	700	500
非甲烷烃 (g/km)	68	68	35
氮氧化物 (g/km)	60	60	35
PM 细颗粒物 (g/km)	4.5	4.5	3
PN 细颗粒物 (颗/km)	/	6×10^{11}	6×10^{11}

资料来源：环境部，申万宏源研究

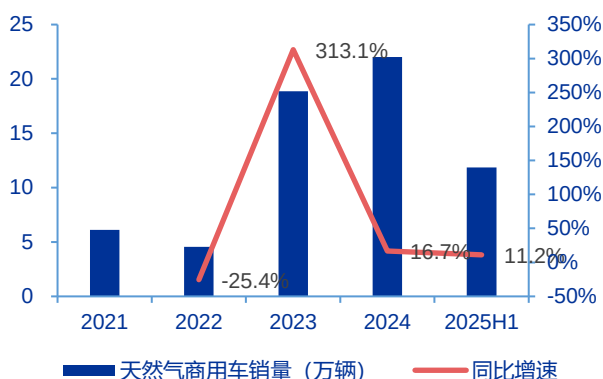
表 5：主要废气处理装置简介

车型	技术装置名称	处理对象	简介
汽油车	TWC (三元催化器)	CO、HC、Nox	通过氧化还原反应同时将尾气中的 HC、NOx 转化为 H ₂ O、CO ₂ 和 N ₂ ，催化剂中大都含有铂、钯、铑等贵金属或 Co、稀有元素
	GPF (汽油机颗粒捕集器)	PM、PN	通过交替封堵蜂窝状多孔陶瓷过滤体，排气流被迫从孔道壁面通过，颗粒物分别经过扩散、拦截、重力和惯性四种方式被捕集过滤
汽油、柴油车	EGR (废气循环系统)	Nox	将一小部分发动机废气通过 EGR 阀进入气缸内与新鲜的混合气混合参与燃烧，这样在燃料燃烧放热总量不变的情况下，最高燃烧温度降低，而且废弃的参与稀释了混合气体的氧含量。
柴油车	SCR (选择性催化还原器)	NOx	在催化剂的作用下尿素有选择性地与尾气中的 NOx 反应生成无污染的 N ₂ 和 H ₂ O
	DOC (柴油氧化催化器)	CO、HC	将柴油燃烧后的排放物制 CO 和 HC 的排放，常与 COSCR 和 HC 联用。进行氧化反应，生成 CO ₂ 和 H ₂ O
	DPF (柴油机颗粒捕捉器)	PM、PN	通过交替封堵蜂窝状多孔陶瓷过滤体，排气流被迫从孔道壁面通过，颗粒物分别经过扩散、拦截、重力和惯性四种方式被捕集过滤
	ASC (氨泄露催化器)	NH ₃	安装在 SCR 系统的后端，通过催化氧化作用减少 SCR 后端排气中泄漏出的 NH ₃
	POC (流通式颗粒物捕集器)	CO、HC、Nox	在前级 DOC 催化器的氧化作用下，尾气中 NO+O ₂ →N ₂ O ₂ ，以及柴油机本身缸内的燃烧，也会产生一定量的 N ₂ O ₂ ，N ₂ O ₂ 进入 POC，在含有贵金属的特殊化学涂层的催化作用下，N ₂ O ₂ 分子键在较低温时(250°C 左右)就可断裂，NO ₂ →NO+O，产生的 O 与被捕捉到的 C 颗粒燃烧，生成 CO ₂

资料来源：华经产业研究院，申万宏源研究

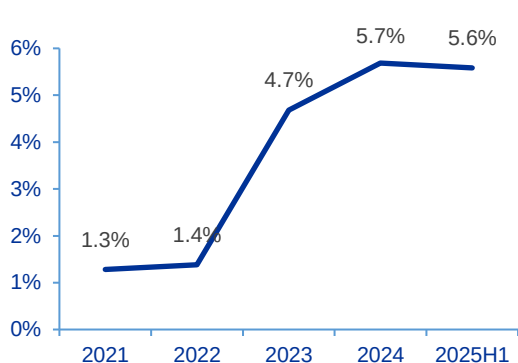
天然气商用车近年来销量持续提升,其需标配 EGR。相对于柴油车复杂的后处理系统,天然气主流发动机仅采用天然气当量燃烧技术、EGR 以及三元催化器就可满足排放要求,因此天然气商用车基本都需要标配 EGR。而近年来,随着排放政策的收紧、天然气价格的回落,天然气商用车较传统燃油车有更强的用车成本优势,带动天然气商用车销量从 2022 年 4.6 万辆快速提升至 2024 年 22 万辆,渗透率从 1.4% 上升至 5.7%。同时对隆盛而言,公司天然气商用车产品除了 EGR 外,还包括喷射气轨总成等,相较于传统燃油车配套价值量更高,因此天然气商用车渗透率的提升对公司收入增量有较强贡献。

图 13: 2021-2025H1 天然气商用车销量情况



资料来源: 中汽协, 申万宏源研究

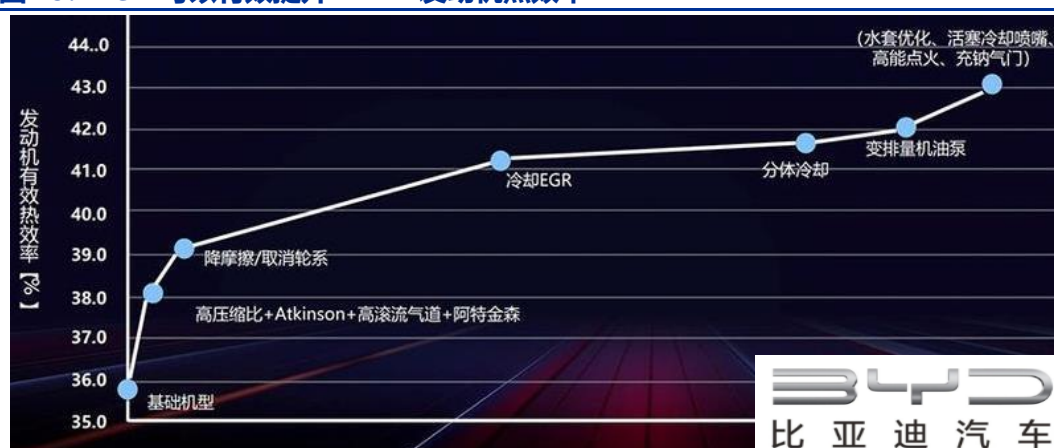
图 14: 2021-2025H1 天然气商用车渗透率持续提升



资料来源: 中汽协, 申万宏源研究

乘用车: EGR 可提高发动机热效率、抑制爆震, 已成为 PHEV 标配配置。传统发动机热效率相对较低, 而 PHEV 乘用车对发动机热效率有更高要求, 目前主流的混动系统发动机都采用高压压缩比的技术路径来达到这一目的, 但这会带来爆震敲缸等问题。EGR 技术可以降低燃烧温度, 保持燃烧环境稳定, 有效抑制爆震; 同时, EGR 技术也通过增加混合气比热容优化燃料消耗, 以降低油耗。

图 15: EGR 可以有效提升 PHEV 发动机热效率

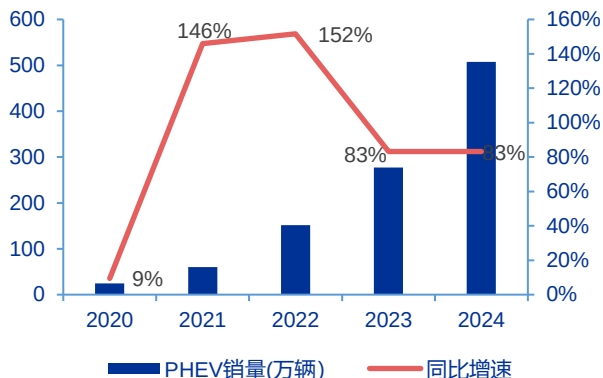


资料来源: 比亚迪官方发布会, 申万宏源研究

随着 PHEV 渗透率快速提升, 混动 EGR 需求增幅明显。2020-2024 年新能源渗透率从 6% 上升至 44%, 市场担心在新能源趋势下, 内燃机整体需求可能快速受到挤压, 从而导致 EGR 销量大幅下滑。但我们认为, 当前内燃机整体需求较为稳定, 主要系 BEV 已经度过快速增长阶段, 渗透率提升速度放缓, 当前新能源渗透率提升主要以 PHEV 贡献, 其对 EGR 有更强的需求: 参考 2022-2024 年 BEV 渗透率从 21% 上升至 26% (+4pct), 而

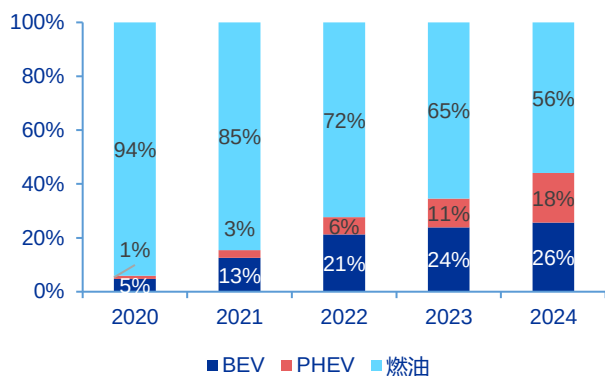
PHEV 渗透率从 6% 上升至 18% (+12pct)，对应 PHEV 销量从 151.24 万辆上升至 507.46 万辆。

图 16：2020-2024PHEV 销量情况



资料来源：中汽协，申万宏源研究

图 17：2022 年以来 PHEV 渗透率快速提升



资料来源：中汽协，申万宏源研究

2.2 市场空间稳步提升，混动 EGR 增量明确

我们预计 2027 年 EGR 市场规模为 46.6 亿元，2024-2027 年 CAGR 为 9.04%。基于以下假设：

1、渗透率：根据国六排放标准实施时间和不同车型发动机特性，以及国七排放标准实施预期。2024 柴油商用车 EGR 渗透率为 90%，2027 年渗透率达 98%，基本所有柴油商用车加装 EGR；由于天然气商用车加装 EGR 可以较好满足排放标准，EGR 渗透率为 100%；汽油商用车和燃油乘用车技术较为成熟，对 EGR 技术依赖度不高，EGR 渗透率保持在 10% 左右；EGR 已成为 PHEV 乘用车为抑制爆震、提高热效率的行业共识标配，EGR 渗透率为 100%。

2、单车价值量：根据行业平均价格及公司公告估计，汽油商用车、柴油商用车及天然气商用车（包含天然气喷射系统部件）的单车价值量分别为 300 元、650 元及 1500 元，天然气商用车毛利率较高；乘用车单车价值量为 300 元，毛利率较低。

3、下游销量：假设自 25 年起汽油商用车及柴油商用车销量每年下降 5%，天然气商用车维持稳定；假设燃油车乘用车下滑幅度逐步收窄，2025-2027 年同比分别-9%、-8%、-6%；PHEV 乘用车随着基数的提升，2025-2027 年同比分别+40%、+15%、+10%。

表 6：国内 EGR 市场空间测算

年份	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
汽油商用车（万辆）	294.9	341.8	307.5	292.1	277.5	263.7
EGR 渗透率（%）	5%	8%	10%	10%	10%	12%
EGR 单车价值量（元）	300	300	300	300	300	300
柴油商用车（万辆）	192.8	212.1	202.7	192.6	182.9	173.8
EGR 渗透率（%）	80%	85%	90%	95%	88%	98%
EGR 单车价值量（元）	650	650	650	650	650	650
天然气商用车（万辆）	4.6	18.9	22.0	22.0	22.0	22.0
EGR 渗透率（%）	100%	100%	100%	100%	100%	100%
EGR 单车价值量（元）	1500	1500	1500	1500	1500	1500
商用车市场规模（亿元）	11.2	15.4	16.1	16.1	14.6	15.3

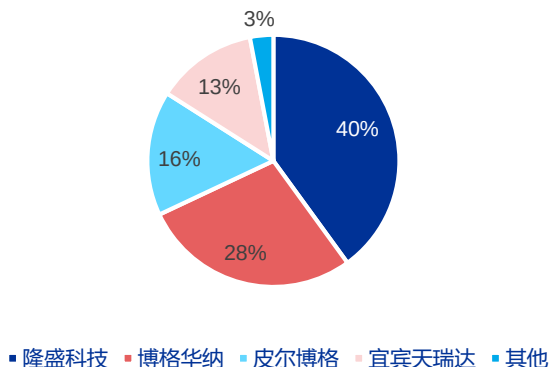
燃油 乘用车（万辆）

EGR 渗透率 (%)	5%	8%	10%	10%	10%	12%
PHEV 乘用车 (万辆)	151.2	277.0	508.0	709.2	815.6	897.2
EGR 渗透率 (%)	100%	100%	100%	100%	100%	100%
EGR 单车价值量 (元)	300	300	300	300	300	300
乘用车市场规模 (亿元)	7.1	12.4	19.9	25.5	28.3	31.3
EGR 市场规模 (亿元)	18.2	27.8	35.9	41.5	42.9	46.6

资料来源：公司公告，中汽协，申万宏源研究

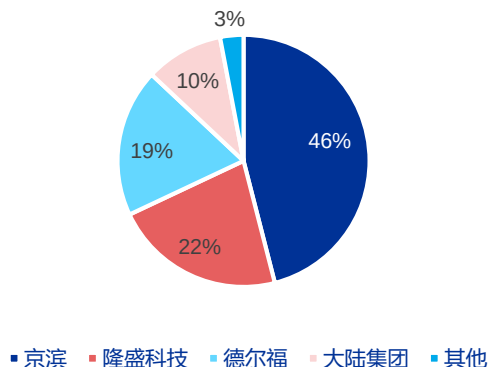
国内 EGR 市场集中度较高，公司行业地位领先。柴油 EGR 领域，博格华纳、皮尔博格和隆盛科技三足鼎立，CR3 连续多年超过 80%，2020 年公司国内份额达 40%，是轻型柴油机领域 EGR 头部企业且优势显著；汽油 EGR 领域，日企京滨以 46% 的市占率稳居第一，隆盛科技与德尔福分别以 22% 和 19% 的市占率居于第二、三位，随着国产替代化的进程加速，以及公司主要客户比亚迪、奇瑞、吉利三家自主品牌市占率的持续攀升，公司乘用车产品的市占率预计将进一步提高。

图 18：2020 年国内柴油 EGR 格局



资料来源：华经产业研究院，申万宏源研究

图 19：2020 年国内汽油 EGR 格局

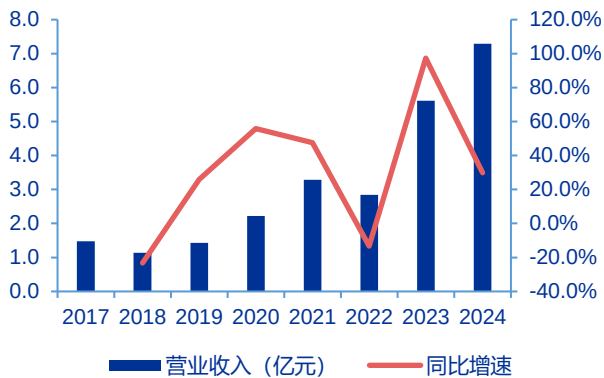


资料来源：华经产业研究院，申万宏源研究

2.3 公司作为老牌轻柴供应商，拓展混动乘用车效果已现

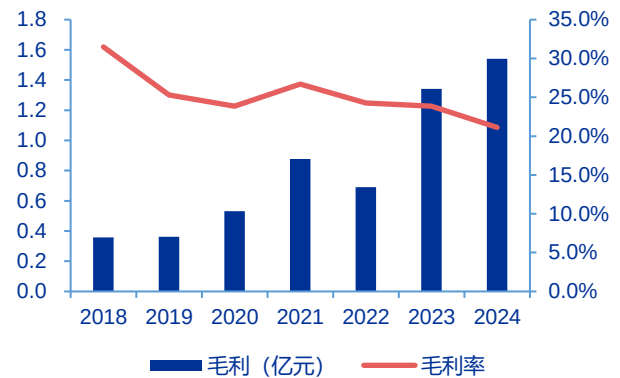
营收稳定增长，毛利率有望企稳。公司上市以来，EGR 板块得益于国六实施及混动乘用车市场的快速发展，2018-2024 实现 CAGR36.4%，其中 2024 年板块营收 7.3 亿元，同比+29.9%，维持在较高增速。公司 EGR 板块毛利率整体呈下降趋势，主要系市场激烈竞争和年降的压力，以及自 2022 年起占比逐渐增大但毛利率较低的混动 EGR 所致。其中，2024 年毛利率 21.1%，同比-2.8pct，我们预计 2025 随着较高毛利率的天然气商用车放量、产能利用率的提升，毛利率有望企稳。

图 20: EGR 板块营收情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

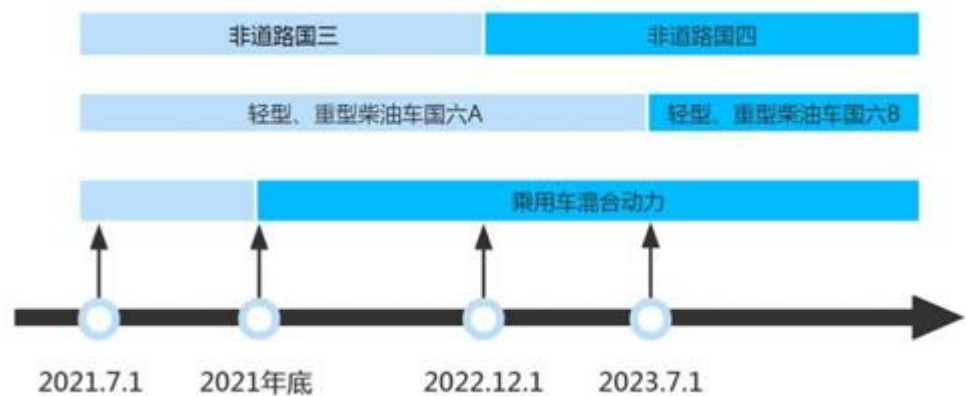
图 21: EGR 板块毛利情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

轻柴 EGR 老牌供应商拓展混动 PHEV 市场，重点卡位头部客户。公司深耕发动机节能减排关键零部件领域长达 20 年，已全面赋能柴油商用车、乘用车汽油车、乘用车混动车、非道路机械、天然气商用车等下游市场。其中，公司在轻型柴油车领域地位稳固，在 2022 年市场承压情形下仍保持稳定市占率；非道路方面，公司在 2020 年完成对康明斯、云内动力、全柴动力等重点客户开拓，承接了非道路第四阶段排放标准实施所带来的新需求；天然气商用车市场，公司近两年完成了与一汽解放、潍柴动力等头部客户的产品验证，并打破了国外品牌的垄断；混动 EGR 市场，公司自 2021 年起获得多个头部车企项目定点，2024 年已成功覆盖比亚迪、吉利、奇瑞等多个国内主流头部客户，市场份额进一步扩大。

图 22: EGR 需求释放变化



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 7: EGR 主要客户拓展情况

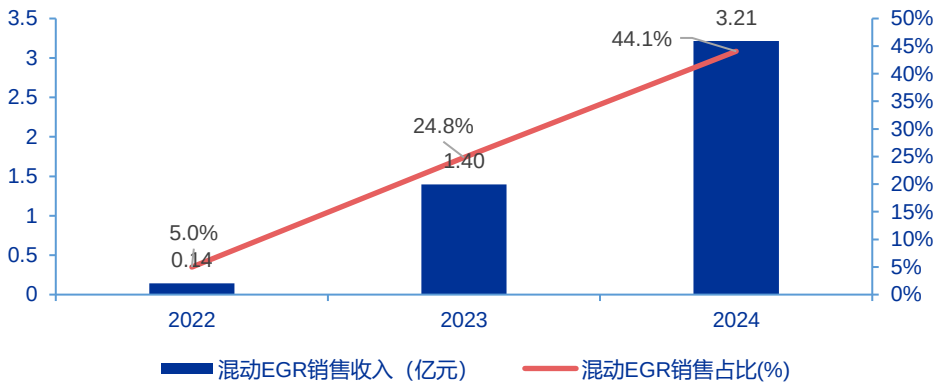
年份	2016	2020	2022	2024
阶段	主要客户为柴油、汽车整车及发动机制造商	非道路拓展完成， 混动乘用车、天然气商用获得定点项目	混动领域获多个头部项目；天然气重卡配套潍柴	混动业务 进军比亚迪等头部企业 ，市占率同步提升
营收变化	商用 EGR 产品为主	EGR 阀、冷却器、节气门受益国六增量显著；东安动力带动营收明显	混动 EGR 开始放量，营收结构逐渐变化	混动 EGR 增量明显，成主要增长点；非道路受益 T4 快速增量
柴油商用车	上汽五菱、昆明云内、江铃汽车、庆铃汽车、福田汽车等	康明斯、全柴动力、昆明云内、东风汽车、北汽福田等	康明斯、全柴动力、昆明云内、东风商用、北汽福田等	康明斯、东风商用、北汽福田、玉柴等
PHEV 乘用车		东安动力	吉利、广汽、东安动力等	比亚迪、奇瑞、吉利等

非道路	云内动力、全柴动力、安徽天利等	康明斯、云内动力、全柴动力、新柴股份、中国一拖等	全柴动力、云内动力、康明斯、新柴股份、中国一拖等	康明斯、全柴动力、江铃汽车、新柴股份、中国一拖等
天然气商用车	博世	直接配套博世，间接配套潍柴、康明斯等主机厂	潍柴、博世等	

资料来源：公司公告，申万宏源研究

混动 EGR 长期布局，未来仍将持续拓展。公司最早于 2019 年启动针对增程混动发动机的 EGR 产品项目，2021 年起获得多个国内混动车头部企业定点项目，2024 年成功拓展到比亚迪、奇瑞、吉利等头部客户，未来混动 EGR 业务也将随着自身客户拓展以及下游客户销量的提升而持续扩张。公司混动 EGR 产品 2024 年实现营收 3.21 亿元，2022-2024 营收 CAGR 375.8%，带动板块营收由 2022 年的 2.85 亿元增长至 2024 年的 7.30 亿元，实现 CAGR 60.1%。

图 23：公司混动 EGR 收入情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

3. 新能源：横向拓展马达铁芯，第二曲线成长明确

3.1 马达铁芯是新能源直接增量零部件

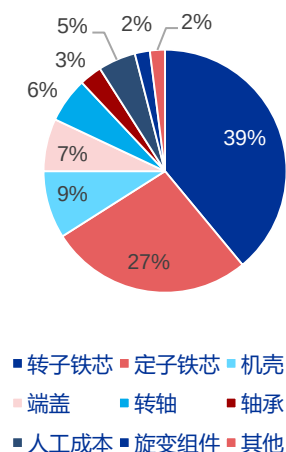
马达铁芯是新能源驱动电机部件，占驱动电机成本超 60%。驱动电机是新能源汽车核心部件之一，主要由定子、转子、机座、轴承、风扇等组成，可以通过定子和转子的运动将电能转化机械能。而马达铁芯即为定子、转子铁芯，其质量与性能直接决定了电机的性能、能效以及稳定性等关键指标。定子铁芯是电机磁路的主要组成部分，用导磁性较好的硅钢片冲成，硅钢片的两面涂以绝缘漆，使片与片之间互相绝缘，以减少旋转磁场在定子铁芯中引起的铁芯损耗，定子铁芯内圆冲有若干个相同的槽，用以嵌置定子绕组，定子绕组线圈在定子槽内分布有单层和双层两种。转子铁芯通过轴承或轴套安装固定在机座上，转子上有硅钢片、绕组，转子绕组的作用是感应电势、流过电流和产生电磁转矩，其结构形式有鼠笼型和绕线型两种。

图 24：电机铁芯结构俯视图、爆炸图



资料来源：电机通，申万宏源研究

图 25：驱动电机成本构成

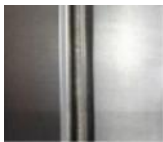


资料来源：新能源知家，申万宏源研究

马达铁芯采用叠层结构减少“涡流”现象。涡流是一种在铁芯中不必要的电流，它会造成能量损失并使铁芯发热。为了避免涡流，电机铁芯通常由多层电磁钢板组成，这些钢板表面有绝缘涂层从而抑制涡流，电机运行更加高效。叠片的数量越多，铁芯的能量损失越少，电机的效率就越高。

制造马达铁芯叠片工艺路径包括焊接、铆接、粘结三种。其中，焊接工艺成熟，但缺点为热反应大，激光焊接能在一定程度上兼顾成本和质量的平衡；铆接（联锁）工艺适合大批量生产或长期项目，单件成本更低，但铆钉压合模具设备成本高，同时易产生叠片变形问题；粘结工艺利用粘合剂将电磁钢板层层粘合在一起，可以避免层压带来的叠片变形，非常适合超薄叠片，虽然成本略高但性能提升明显。随着市场对于高效、高功率电机的需求增加，马达铁芯的薄片化（0.4mm 向 0.1mm 发展）趋势明显，粘结工艺有望成为主流。

表 8：不同铁芯工艺对比

分类	工艺	优点	缺点	适用	连接示意	对磁路影响
焊接铁芯	氩弧焊、气保焊、电阻焊等	成本较低；工艺成熟；叠片要求低；设备要求低	热反应区大电机性能降低；焊缝粗糙外观瑕疵明显；不环保且对工人操作要求高	-		
	激光焊接	焊接痕迹清晰；变形较小；一定程度上兼顾成本和质量平衡	设备成本较高；需结合外圆磨削等后续流程提高精度；	小型和高精度的设备		
联锁铁芯	销钉铆接	成本较低；工艺成熟；生产效率高	铁消耗量大；叠片变形；电机的磁性能有损失	需要中高批量生产的场景（如机器人、汽车和一些医疗设备）		
	铆钉压合	成本较低；工艺成熟；生产效率高	模具需求较高；灵活性低；叠片变形；电机的磁性能有损失	大批量生产或长期项目		
粘结铁芯	点胶粘接	对性能的提升显著；磁性能、抗震性能、防水性能、NVH 性能、刚性	成本较高；技术难度高	高性能电机和部分医疗设备，特别是原型制造		

资料来源：华磁技术，申万宏源研究

3.2 新能源、双电机趋势下，铁芯市场空间超百亿

我们预计 2027 年国内马达铁芯市场规模为 127.3 亿元，2022-2027 年 CAGR 为 29%。

基于以下假设：1、下游新能源销量：预计 2025-2027 年新能源车销量 1645、1891、2080 万辆，同比+29%/+15%/+10%；2、单车价值量：根据公司公告，2024 年马达铁芯单套价值量约 460 元，综合考虑新能源电机技术提升、年降等因素，假设价值量维持平稳；3、双电机渗透率：考虑到双电机车型逐步由高端向低端化渗透，预计 2025-2027 年双电机渗透率为 23%/27%/33%。

表 9：新能源马达铁芯市场空间测算

指标	单位	2022 年	2023 年	2024 年	2025E	2026E	2027E
新能源销量	万辆	684	941	1273	1645	1891	2080
销量同比增速	%	-	38	35	29	15	10
单电机价值量	元/套	460	460	460	460	460	460
双电机渗透率	%	13	17	19	23	27	33
马达铁芯市场空间	亿元	35.6	50.4	69.6	92.9	110.9	127.3
市场空间同比增速	%	-	42	38	33	19	15

资料来源：上险数据，公司公告，申万宏源研究

马达铁芯国内供应商较多竞争激烈，主要的供应商均已绑定下游核心客户。隆盛科技、震裕科技等均为领先的马达铁芯供应商，与第三方供应商联合汽车电子有密切合作关系，

为比亚迪（弗迪动力）、特斯拉等驱动电机提供铁芯。从收入维度来看，行业头部几家上市公司收入规模接近，均在 10~15 亿元左右（不考虑信质集团）。从毛利率维度来看，隆盛科技的毛利率高于神力股份、通达动力，低于震裕科技、华新精密。隆盛的马达铁芯业务 2021 年才正式上量，起步时间相对较晚，但在规模、盈利能力角度，目前已经处于行业第一梯队。

表 10：可比公司马达铁芯业务情况

公司	主营产品	客户	业务营收 (亿元)	业务 毛利率	对应销量	ASP (元)	公司披露口径
隆盛科技	EGR 产品及喷射系统、新能源产品、冲压件、注塑件产品、机加工产品	博世、联合汽车电子、特斯拉、吉利、比亚迪、博泽、恺博、理昌、舍弗勒、法雷奥、赛力斯等	10.34	13.05%	225.61 万套	458	新能源产品
震裕科技	电机铁芯、动力锂电池	比亚迪、法雷奥、联合汽车电子、大洋电机	15.09	18.85%	-	-	电机铁芯
华新精科 (未上市)	精密冲压铁芯、精密冲压模具	比亚迪、法雷奥、台达电子、汇川技术、宝马集团、采埃孚、日本电产、巨一科技等	8.28	21.59%	理论产能 6.02 万吨（单套产品约 30 kg）	413	新能源汽车驱动电机铁芯
信质集团	汽车零部件、电动车零部件、冰压机零部件、其他电机及配件、其他	HW、JL、比亚迪、大众、日立	39.05	3.76%	27,153 万只	-	汽车零部件（还包括总成、VVT 等）
通达动力	电动机、发电机、新能源汽车电机定转子冲片和铁芯	维斯塔斯、比亚迪、雷勃电气、Regal、Siemens、ABB、GE、VESTAS、SEW	13.42	11.74%	-	-	定转子冲片和铁芯
神力股份	电机定子、转子冲片和铁芯	维斯塔斯、拉法特、中车集团、康明斯、上海三菱、科勒、维斯塔斯、ABB、西门子、通用电气、歌美飒、利莱森玛、美奥迪、上电电机、	11.27	9.68%	7.64 万吨	-	定转子冲片及铁芯

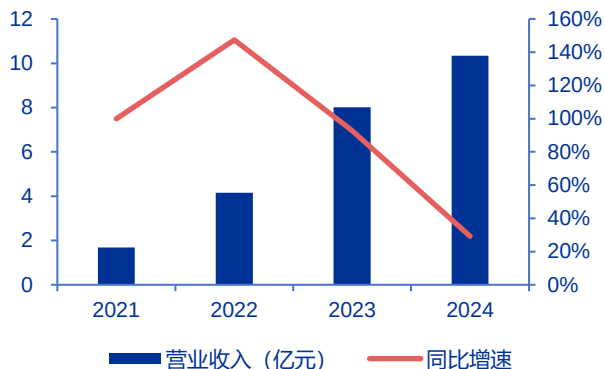
资料来源：各公司公告，申万宏源研究

3.3 技术协同叠加客户卡位，公司前期布局进入收获期

我们认为，公司在制造工艺、产能投入、客户绑定等方面已经形成较强的竞争优势，行业地位有望进一步巩固。同时，公司通过产业链纵向延伸拓展半总成业务，电驱配套价值量有望从 500-800 元提升至 1500-2000 元，进一步打开成长天花板。因此我们看好后续公司新能源业务的持续增长潜力。

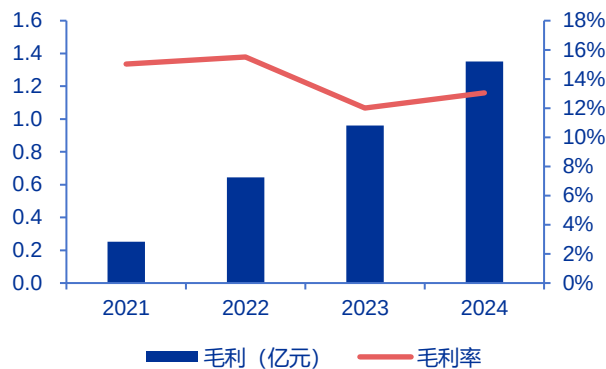
马达铁芯 3 年营收翻 6 倍，收入贡献稳步提升。受益于新能源混动与电动化发展，公司马达铁芯收入 2021 年的 1.68 亿元，增长至 2024 年 10.34 亿元，3 年营收翻 6 倍。马达铁芯在公司业务中的占比也上升至 40% 以上。毛利率端，公司早年业务毛利率在 15% 左右，近两年随着新产能的爬坡产能利用率下滑，以及行业竞争加剧，导致毛利率有所回落，2024 年实现毛利率 13.05%。展望后续，我们认为随着新能源需求持续、以及产能爬坡的完成，公司产能利用率有望回升，进而带动毛利率回升。

图 26：马达铁芯营收情况



资料来源：同花顺 iFinD，申万宏源研究

图 27：马达铁芯毛利情况

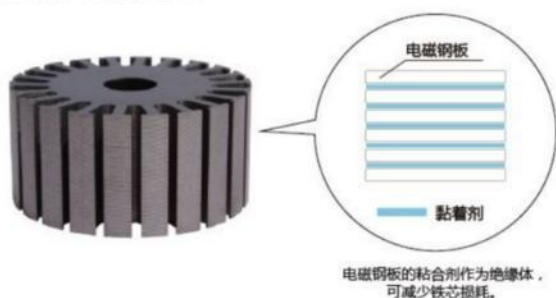


资料来源：同花顺 iFinD，申万宏源研究

工艺端：微研精密冲压工艺延伸，黑田模具设备技术多维赋能。一方面，微研精工的精密冲压和马达铁芯是同工艺延伸，工艺内容只有设备和模具存在差别。另一方面，公司与黑田深度绑定，铆接叠加路线中公司采用的高精度模具和高端冲床均来自国际企业，其中包括黑田精工；而 2022 年公司获得黑田“Glue FASTEC”知识产权和驱动电机铁芯粘胶技术授权，目前该技术是新能源汽车驱动电机铁芯粘胶领域最为成熟，同时也是为数不多的经过市场大规模量产、充分验证的专有技术。公司有望凭借其已经过大规模验证的粘胶技术，抢占国内行业技术高点与发展先机。

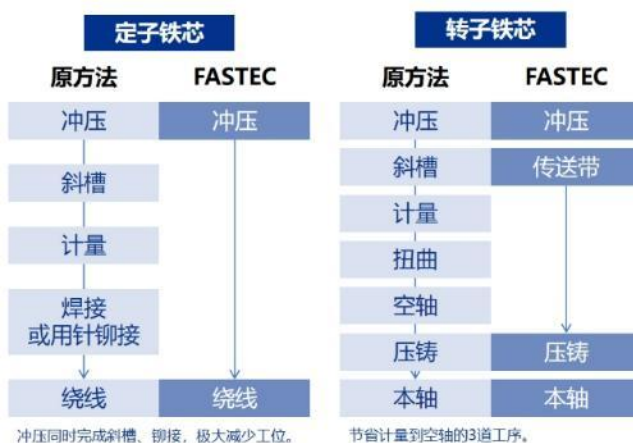
图 28：“Glue FASTEC” 技术特点

- 将铁芯损耗和发热控制在最低。
- 适合薄/硬材料的叠层。
- 减少旋转时的振动。
- 平滑叠层，减少风噪。
- 散热性优异，可延长马达寿命。



资料来源：黑田精工官网，申万宏源研究

图 29：FASTEC 系统的优势



资料来源：黑田精工官网，申万宏源研究

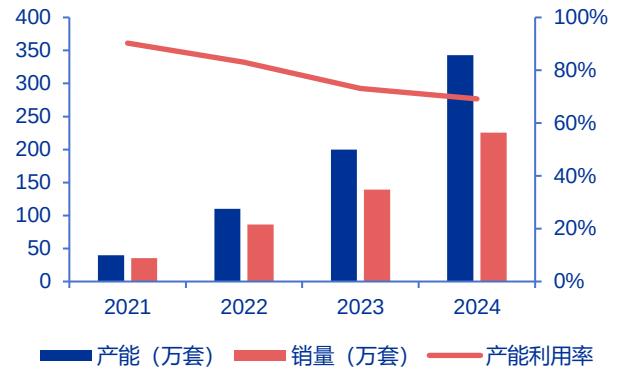
产能端：需求带动产能加速落地，产能利用率逐渐稳定。近年来，随着新能源渗透率的提升，叠加双电机车型占比提升，驱动电机和铁芯需求量持续增加，因此公司 2020、2022 年分别募资 2.3、7.2 亿元用于投入马铁芯业务，建成后分别新增产能 120 万套、312 万套。预计全面达产后产能将达 432 万套。短期公司产能利用率下滑主要系产能投入提前于市场需求，我们预计随着公司后续产能投入将放缓，利用率有望回升带动毛利率提升。

图 30：隆盛科技马达铁芯事记



资料来源：公司公告，公司公告，申万宏源研究

图 31：马达铁芯产能及利用率



资料来源：公司公告，申万宏源研究

客户端：深度绑定下游头部客户，公司的大客户战略颇有成效。公司凭借自身优势，已成功切入头部电机供应商，同时也进入新能源主流车企供应链。其中，公司与第三方供应商联合汽车电子深度协同合作，以 tier2 的身份进入长安、理想、小米、蔚来、上汽、奇瑞等车企供应链。同时，公司也直接对接部分主机厂，包括特斯拉、比亚迪（弗迪动力）、吉利（星驱动力）、赛力斯（金康动力）等。据统计，2024 年马达铁芯的下游电驱动市场中头部十大电驱系统厂商市占率超过 75%，其中四家均为公司核心客户。

表 11：2024 年电驱系统装机量前十厂商

前十大电驱系统厂商	2024 年装机量 (万辆)	市占率	是否为隆盛科技客户
弗迪动力	601.50	36.10%	是
汇川联合动力	175.19	10.50%	否
联合电子	86.29	5.20%	是
信质集团	84.85	5.10%	否
特斯拉	75.98	4.60%	是
博格华纳	68.68	4.10%	否
中车电驱	50.22	3.00%	否
双林汽车	43.47	2.60%	否
方正电机	36.88	2.20%	否
金康动力	35.25	2.10%	是

资料来源：NE 时代新能源，公司年报，申万宏源研究

表 12：隆盛科技配套客户

供应链伙伴	相关车企	相关车型
联合电子	长安	深蓝、阿维塔
	理想	理想 MEGA 等
	小米	小米 SU7、YU7
	蔚来	蔚来 ET5
	上汽	上汽智己、荣威
	奇瑞	奇瑞：智界等
	其他	尼桑、长城、宝马、光束汽车等
比亚迪	比亚迪	方程豹
星驱动力	吉利	吉利银河、帝豪、领克 06、07、08
特斯拉	特斯拉	Model、Modely

金康动力	问界	问界 M5、M7、M118、M9
合肥钧联、上海电驱动、轻驱	创维、江淮、长安、深蓝、五菱	-

资料来源：公司公告，申万宏源研究

拓展半总成，打开价值量天花板。新能源汽车电机铁芯半总成主要部件包括定子总成、转子总成，是实现电机能量转换和动力传动的主要部件，组成定子的主要有定子铁芯、定子绕组、绝缘材料，组成转子的主要有转子铁芯、磁钢、转轴等。2023 年公司提出升级产品的配套深度，向驱动电机半总成领域进行投入和扩展，**带动产品价值量将从单个 500-800 元提升至 1500-2000 元**。目前半总成业务已获得赛力斯、博世等多个项目定点，已经开始小批量供货。

表 13：新能源汽车电机铁芯半总成价值量拆分

一级系统	二级总成	三级半总成/组件	组成部件	规格	电机半总成价值量 (元)
 电驱系统	 电机	定子、转子总成	定转子铁芯	组	400
			转子磁钢组	组	900
			铜线	公斤	350
			电机轴	个	100
			其他	-	200
		结构件	轴承、壳体		
		传感器	温度传感器、旋转变压器		
		电机控制器	-	-	
		减速器	-	-	
				上述合计	1950

资料来源：公司公告，盖世汽车，汽车电子库，申万宏源研究

注：价值量为参考值

4. 潜力业务：前瞻布局机器人+航天，协同打造第三曲线

4.1 内生外延多维布局人形机器人核心零部件

搭建人形机器人自身应用场景，发掘核心零部件未来机会。公司凭借原有汽车零部件、总成控制器的制造背景，一方面，自创应用场景搭载配套，从整机到零部件反向方式开展工作，便于迅速调整实现机器人的软硬件磨合，另一方面，可将控制单元的控制策略及设定限制经验、精密制造经验平移应用到机器人行业，从而解决机器人核心零部件的制造难点并了解其未来的价值。目前，公司在人形机器人领域构建“核心传动系统、驱动电机核心部件、场景化应用”链条生态技术体系，主要产品包括本体、灵巧手、谐波减速器、驱动电机部件等。**我们认为，公司前瞻性布局机器人业务，与现有汽车板块的技术、客户有互通之处，且有自身应用场景，看好相关业务持续有进展落地。**

人形机器人本体迭代，实现电机零部件场景落地。2024年6月隆盛科技与无锡市产业创新研究院共建唯睿—隆盛企业联创中心，12月设立子公司隆盛唯睿。团队同年与江南大学工业设计团队合作研发一代兰森人形机器人，实现视觉传感器定位抓取铁芯、手与手传递工件以及笔记本摄像头驱动机械手等，并与日本早稻田大学合作，实现大语言模型交互。一方面，控制器为公司核心技术产品，控制单元的控制策略及设定限制经验直接哺育机器人的控制研发；另一方面，自创应用场景加速了数据反馈与调整，利于机器人的软硬件磨合，目前，第二代兰森机器人正应用于搬运、检测任务，落地无锡隆盛新能源汽车驱动电机零部件智能产线，其搬运承载力大于20公斤，同时具有末端精确的触觉与视觉反馈。

图 32：隆盛科技汽车零部件制造与机器人研发的协同布局



资料来源：无锡市产业研究院，蔚瀚智能官网，申万宏源研究

灵巧手：是人形机器人发挥实际功能的关键部件，触觉是仅次于视觉的机器人感知系统。灵巧手对人形机器人的功能实现和商业落地至关重要，要满足负载、运动、控制、感知等维度的能力，在设计、制造、量产方面都有极高难度。其技术壁垒极高，自由度数量多且体积空间小，技术难度并不亚于人形机器人整机。多数人形机器人公司选择自研灵巧手（特斯拉、优必选、智元、星动纪元、Figure、1X 等）；部分公司专注于人形机器人灵巧手的开发，将产品的性能和成本做到领先，供人形机器人采购或代工合作（因时机器人、帕西尼、兆威机电、禾川科技、Shadow Hand、SCHUNK 等）。

表 14：灵巧手关键性能及部分生产厂商

性能要求	具体指标	灵巧手厂商
负载能力	最大抓取重量及抗干扰能力	主机厂  特斯拉  优必选  智元  星动纪元
运动能力	1) 高自由度：增强灵活性和操作性； 2) 广活动范围：适应不同形状和位置物体；3) 快运动速度：提高工作效率	
控制能力	1) 高精度：精确控制位置、姿态和力度； 2) 稳定性：保持抓取物体稳定； 3) 快响应：快速应对环境变化	
感知能力	1) 触觉分辨率：感知表面特征和力度分布； 2) 力觉精度：精确控制施力； 3) 测量精度：保证操作准确性和重复性； 4) 泛化性：适应各种物体	
		第三方  雄克  帕西尼  因时  Shadow Hand

资料来源：各公司官网，申万宏源研究

公司内生自主研发，抓住人形机器人高价值量的灵巧手环节。灵巧手是人形机器人高技术难度、高价值量核心环节。公司自研灵巧手应用于抓取新能源汽车驱动电机铁芯，计划通过优化部件结构和大小脑（神经网络+深度学习）控制策略，实现产线抓取精度优于0.1mm、承载力超20kg的工业级性能，目前公司已有两代灵巧手产品。

同时，公司战略投资叠动科技，进一步拓展视触觉传感器，完善灵巧手感知能力。叠动科技已经成功研发出全球首个毫米级高性能视触觉传感器，能够让机器人精准感知接触力、物体形状、表面纹理等关键信息，为灵巧手（如精密零件组装、医疗辅助操作）、电子皮肤（如家庭服务交互、工业产品质检）等场景提供“类人类触觉”的技术支撑，有效填补了行业在小型化、高性能感知领域的空白。战略投资叠动，将赋能隆盛科技及其生态公司在机器人末端执行器、灵巧手等领域的应用，填补在“感知层”的技术空白。

图 33：隆盛科技灵巧手产品



资料来源：隆盛科技公众号，申万宏源研究

图 34：叠动科技视触觉传感器

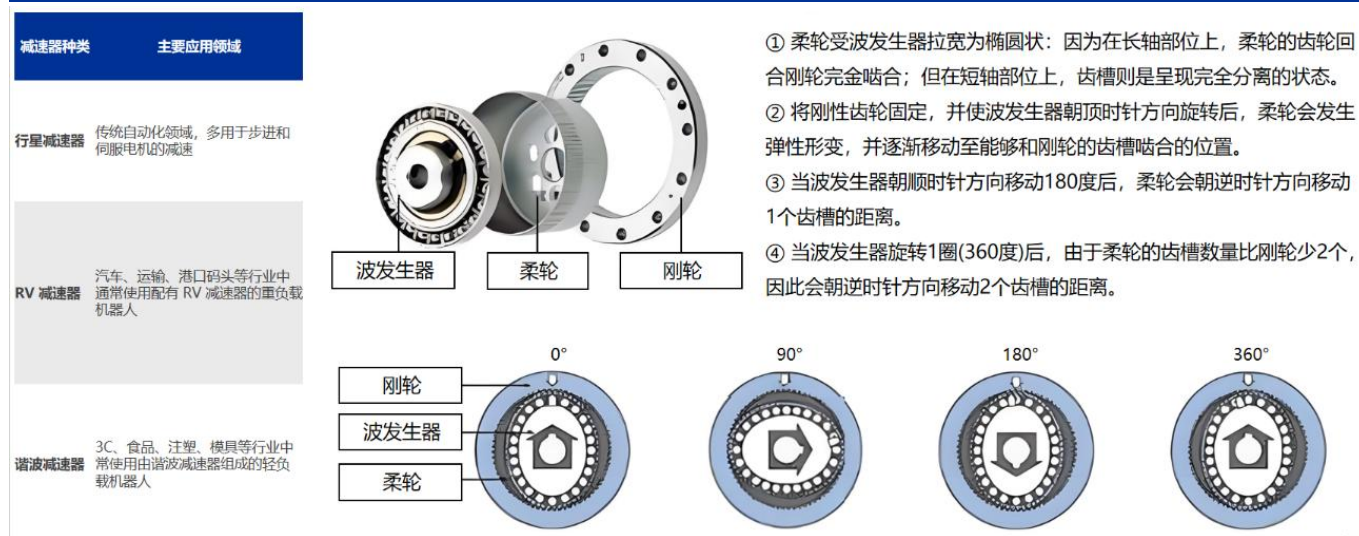


资料来源：叠动科技公众号，申万宏源研究

减速器：谐波减速器具备传动精度高、结构简单、重量和体积小特点，适用于人形机器人领域。精密减速器产品主要有3类，行星减速器、RV减速器、谐波减速器。其中，谐波减速器由刚轮、柔轮、波发生器三个基本构件组成，传动精度高、结构简单、重量和体积小，但不耐冲击、输出扭矩相对较小。其减速原理为：波发生器转动时，迫使柔轮变形，柔轮的齿不断由啮合转向啮出，由啮出转向脱开，由脱开转向啮入，由啮入转向

啮和，从而使柔轮发生相反方向旋转，当波发生器转过一周，柔轮相对于刚轮在相反方向上转过两者的齿数差。

图 35：应用领域对比及谐波减速器构成、减速原理



资料来源：哈默纳科公告，申万宏源研究

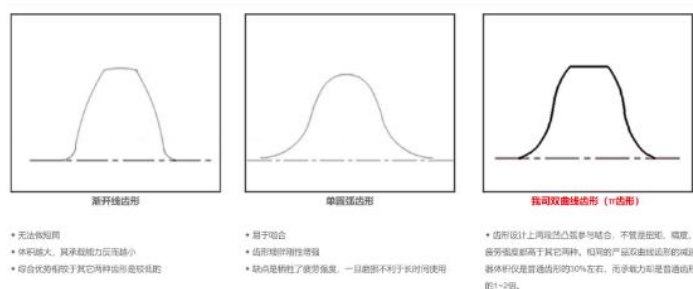
公司外延并购整合蔚瀚智能，拓展谐波减速器能力。2025年3月公司并购蔚瀚智能，其主要产品为谐波减速器，进一步完善公司在人形机器人领域的产业链布局。技术积累上，蔚瀚智能技术积累深厚，从2012年承接央视春晚升降单元项目开始技术沉淀，专注于精密谐波减速器及一体化关节执行器的技术研发与产业化应用。公司以数年谐波减速器研发及生产经验结合团队海量数据测试，研发出齿形方面具突破性的谐波减速器，体积减少70%的同时承载力得到1-2倍提升。客户协同上，借助隆盛原有客户资源，可同步满足主流车企在智能制造与机器人开发的双重需求，形成双向赋能模式。此外，隆盛和蔚瀚作为省工信厅的白名单企业，有望参与政府的机器人相关项目。

图 36：蔚瀚智能谐波减速器产品



资料来源：隆盛科技公众号，申万宏源研究

图 37：蔚瀚智能双曲线齿优势



资料来源：蔚瀚智能官网，申万宏源研究

4.2 收购微研中佳布局航空航天精密制造板块

航空航天资质齐全，国家版块供应经验丰富。公司2018年收购微研中佳，负责航空航天以及低空经济业务的运营工作。业务端，专注航空航天产品的制作研发、精密模具工装的设计加工制造、销售；资质端，公司已通过国军标质量体系证书、二级保密资质；客户

端，公司与北京卫星制造厂、北京机械设备研究所、中国商业卫星、银河航天、星通浩宇科技、吾天科技等有长期稳定的合作关系。随着集团多维度的业务拓展，精密零部件加工业务的导入衍生出显著的协同效应。**我们认为，微研中佳长期合作国家航天板块重点客户，同时绑定商业航天领域第一家独角兽企业银河航天，有望随产业腾飞实现产值快速增长。**

表 15：航空航天业务主要板块

业务板块	重点客户	主要项目/产品	重点描述
国家航天板块	航天一院、航天三院、航天五院的下属单位	神舟天舟、载人登月、嫦娥登月等国家重点项目	承担项目中核心精密零件的研发、生产、加工
商业航天板块	银河航天	卫星太阳翼铰链、卫星太阳翼压紧释放机构、卫星太阳翼驱动组件、卫星姿态控制机构、卫星天线机构等	围绕卫星运行中机械运动中的精密机构零部件及部件布局（决定卫星在轨运行成功与否的核心部件）
无人机业务	(军用)	大型无人机零部件	积累了完整的无人机零件生产经验，具备较强的市场竞争优势
其他业务	-	配套精密导弹零件（如导弹导引结构件、舵机结构件、弹射装置、频率源、光学影像等）；高端精密仪器零件（如空气分子泵、极杆等）；汽车上的精密轴盘类精密零部件	涉及导弹、高端精密仪器和汽车领域的多种精密零部件

资料来源：公司公告，申万宏源研究

5. 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

EGR 及天然气喷射系统：公司作为轻柴 EGR 领域老牌供应商，商用车及非道路基本盘稳固。乘用车方面，2021 年起公司获得多个国内混动车头部企业定点项目，包括比亚迪、奇瑞、吉利等头部客户。我们认为 phev 渗透率提升为行业趋势，而公司将随着自身客户拓展以及下游客户销量的提升而持续扩张。预计 2025-2027 年收入为 9.9/11.9/13.1 亿元，同比增长 35.1%/20.5%/10.0%。盈利能力方面，考虑到公司收入结构的变化，乘用车产品盈利能力较商用车弱，但同时产能利用率也在提升，因此预计 2025-2027 年毛利率维持在 21%。

新能源：需求端，新能源叠加双电机趋势，马达铁芯作为新能源直接增量零部件，市场持续扩容，而公司已经切入绑定多家头部客户（联电、特斯拉、赛力斯、比亚迪等）。产能端，432 万套产能将在 2025 年全面落地，提供产能支撑。同时，公司拓展半总成业务，配套价值量有望提升至 1500-2000 元，已获得金康动力、博世等多个项目定点，预计于 2025 年下半年陆续开始供货爬坡。预计 2025-2027 年收入为 12.9/17.2/20.7 亿元，同比增长 24.8%/33.5%/20.0%。盈利能力方面，预计产能利用率的提升，以及高价值量半总成业务的上量，均有望带动业务盈利能力的提升，预计 2024-2026 年毛利率为 14.0%/14.5%/.

冲压件：公司开展精密冲压零部件业务主体为子公司微研精工，具体产品包括汽车新能源相关的铜排、热管理系统等；安全相关的门锁、座椅等；智能化相关的网联、智驾模块等，有望与公司传统业务协同，实现稳定增长。预计 2025-2027 年收入为 4.8/5.3/5.6 亿元，同比增长 15%/10%/5%，毛利率维持在 18.6%。

其他：包括注塑件、机加工等微研精工所从事的其他精密零部件业务，也包括机器人、航空航天（微研中佳）等潜力业务，因此预计后续有望维持较高增速。预计 2025-2027 年收入为 2.6/3.1/3.7 亿元，同比增长 20%/20%/20%，毛利率维持在 29.7%。

我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 30.2/37.5/43.0 亿元，同比增速 25.8%/24.3%/14.7%；预计可实现归母净利润 2.96/3.67/4.37 亿元，同比增速 32.1%/24.0%/19.0%，对应当前（2025/7/31）PE 为 28x/22x/19x。

表 16：公司分业务收入及毛利拆分预测（单位：百万元，%）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EGR 及天然气喷射系统					
收入	561.7	729.5	985.5	1187.5	1306.2
同比	97.3%	29.9%	35.1%	20.5%	10.0%
毛利	134.0	154.1	207.0	249.4	274.3
毛利率	23.9%	21.1%	21.0%	21.0%	21.0%
新能源					
收入	800.6	1034.5	1290.6	1723.3	2067.9
同比	92.7%	29.2%	24.8%	33.5%	20.0%
毛利	96.1	135.0	180.7	249.9	310.2
毛利率	12.0%	13.1%	14.0%	14.5%	15.0%
冲压件					
收入	293.9	420.9	484.0	532.4	559.0
同比	-13.0%	43.2%	15.0%	10.0%	5.0%
毛利	53.9	78.1	89.8	98.8	103.8
毛利率	18.3%	18.6%	18.6%	18.6%	18.6%
其他					
收入	170.8	212.5	255.0	306.0	367.2
同比	54.5%	24.4%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利	41.0	63.1	75.8	90.9	109.1
毛利率	24.0%	29.7%	29.7%	29.7%	29.7%
合计					
收入	1827.0	2397.3	3015.1	3749.2	4300.4
同比	59.1%	31.2%	25.8%	24.3%	14.7%
毛利	325.0	430.4	553.2	689.0	797.3
毛利率	17.8%	18.0%	18.3%	18.4%	18.5%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

5.2 估值

公司作为 EGR 老牌供应商，PHEV 趋势下再获成长，且新能源马达铁芯、机器人业务有望打开更高成长空间，因此我们选取可比公司：主业为发动机曲轴，受益于 PHEV 带动

行业格局集中，且同样拓展新能源、机器人业务的**福达股份**；有精密制造核心能力，传统业务涡轮增压器同样受 PHEV 带动渗透率提升，并拓展新能源、机器人零部件的**贝斯特**；基于精密模具能力拓展，业务包括电机铁芯及锂电结构件，且在机器人中布局丝杠、执行器的**震裕科技**。

表 17：隆盛科技与可比公司估值对比

证券代码	证券简称	2025/7/31		归母净利润（百万元）				PE			
		收盘价 (元)	总市值 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
603166	福达股份	16.55	106.95	185	331	413	513	58	32	26	21
300580	贝斯特	24.79	124.08	289	354	430	508	43	35	29	24
300953	震裕科技	103.69	179.88	254	397	543	688	71	45	33	26
	平均							57	38	29	24
300680	隆盛科技	36.03	82.05	224	296	367	437	37	28	22	19

资料来源：iFind，申万宏源研究

（注：福达股份盈利为申万宏源研究预测，其他为 iFind 一致预期）

三家可比公司 2025-2027 年平均 PE 为 38x/29x/24x，而隆盛科技为 28x/22x/19x。公司三条成长曲线布局明确，进展顺利：EGR 老牌业务，轻柴基本盘稳定，PHEV 带来新增量；新能源马达铁芯经过前期布局，正式进入收获期，后续半总成的拓展将进一步打开天花板；内生外延前瞻布局人形机器人、航空航天板块，有望复用公司的客户资源、技术能力，打开估值空间。参考可比公司估值，给予其 2025 年 38 倍 PE，对应目标市值 111 亿元，相较于当前有 36% 的上涨空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

6. 风险提示

下游汽车销量不及预期：若下游汽车销量不及预期，将对公司收入产生较大影响；同时也将造成公司产能利用率下滑，进而对盈利能力造成影响。

产能扩张节奏不及预期：若下游新能源汽车销量持续高增，产能拓展速度不及预期，可能造成订单流失影响收入。

新业务拓展节奏不及预期：机器人等业务对公司而言是新业务，其发展节奏具有不确定性，若不及预期将对公司长期成长空间造成影响。

财务摘要

合并损益表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,827	2,397	3,015	3,749	4,300
营业收入	1,827	2,397	3,015	3,749	4,300
营业总成本	1,688	2,199	2,730	3,368	3,836
营业成本	1,502	1,967	2,462	3,060	3,503
税金及附加	7	10	13	16	18
销售费用	19	15	18	22	26
管理费用	64	82	96	112	120
研发费用	74	93	109	127	142
财务费用	22	32	32	30	27
其他收益	21	35	50	40	30
投资收益	13	5	10	10	10
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	14	41	0	0	0
信用减值损失	-17	-13	-12	-18	-13
资产减值损失	-8	-11	-6	-7	-5
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	160	256	328	407	486
营业外收支	5	2	4	4	4
利润总额	165	258	332	411	490
所得税	17	29	35	44	53
净利润	149	230	296	367	437
少数股东损益	2	5	0	0	0
归母净利润	147	224	296	367	437

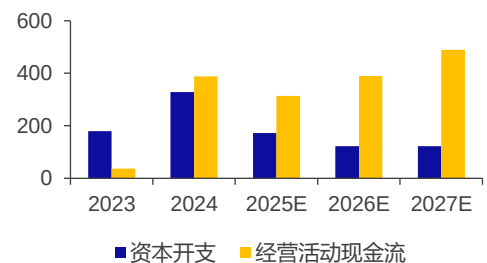
资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	149	230	296	367	437
加：折旧摊销减值	119	160	142	158	158
财务费用	25	33	32	30	27
非经营损失	-27	-44	-10	-10	-10
营运资本变动	-228	3	-146	-156	-121
其它	0	7	0	0	0
经营活动现金流	37	388	314	389	490
资本开支	180	328	172	122	122
其它投资现金流	59	-120	10	10	10
投资活动现金流	-121	-448	-162	-112	-112
吸收投资	0	30	0	0	0
负债净变化	313	48	-108	-28	-77
支付股利、利息	47	81	77	118	137
其它融资现金流	-58	7	0	0	0
融资活动现金流	209	5	-186	-147	-214
净现金流	126	-55	-34	130	165

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

资本开支与经营活动现金流



合并资产负债表报告期

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,980	2,186	2,487	3,015	3,476
现金及等价物	734	674	641	771	936
应收款项	827	961	1,180	1,436	1,629
存货净额	382	463	580	720	825
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	37	87	87	87	87
长期投资	47	195	195	195	195
固定资产	1,085	1,175	1,238	1,240	1,235
无形资产及其他资产	398	444	429	415	402
资产总计	3,511	4,000	4,349	4,866	5,310
流动负债	1,478	1,782	1,880	2,118	2,235
短期借款	811	906	798	770	693
应付款项	658	863	1,070	1,336	1,530
其它流动负债	8	12	12	12	12
非流动负债	259	217	217	217	217
负债合计	1,737	1,999	2,097	2,335	2,452
股本	231	231	228	228	228
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	1,082	1,099	1,102	1,102	1,102
其他综合收益	0	-1	-1	-1	-1
盈余公积	32	43	59	78	100
未分配利润	388	556	791	1,051	1,355
少数股东权益	41	73	73	73	73
股东权益	1,774	2,001	2,252	2,530	2,857
负债和股东权益合计	3,511	4,000	4,349	4,866	5,310

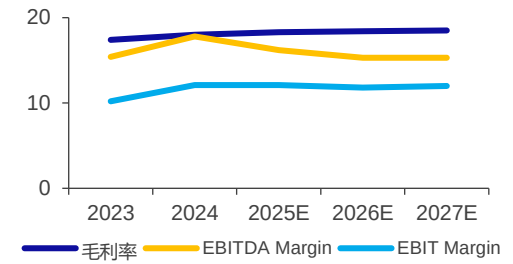
资料来源：聚源数据，申万宏源研究

重要财务指标

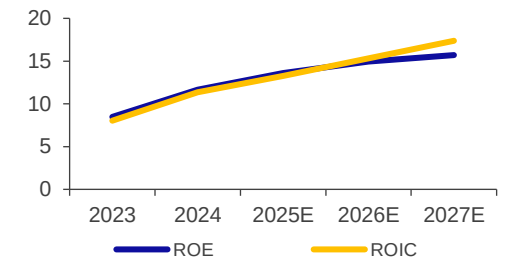
报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(元)					
每股收益	0.64	0.99	1.30	1.61	1.92
每股经营现金流	0.16	1.70	1.38	1.71	2.15
每股红利	0.00	0.00	0.20	0.39	0.48
每股净资产	7.61	8.47	9.57	10.79	12.23
关键运营指标(%)					
ROIC	8.0	11.4	13.2	15.3	17.4
ROE	8.5	11.6	13.6	14.9	15.7
毛利率	17.4	18.0	18.3	18.4	18.5
EBITDA Margin	15.4	17.8	16.2	15.3	15.3
EBIT Margin	10.2	12.1	12.1	11.8	12.0
营业总收入同比增长	59.1	31.2	25.8	24.3	14.7
归母净利润同比增长	94.3	52.8	32.1	24.0	19.0
资产负债率	49.5	50.0	48.2	48.0	46.2
净资产周转率	1.05	1.24	1.38	1.53	1.54
总资产周转率	0.52	0.60	0.69	0.77	0.81
有效税率	10.9	11.3	11.0	11.0	11.0
股息率	0.0	0.0	0.6	1.1	1.3
估值指标(倍)					
P/E	55.9	36.6	27.7	22.3	18.8
P/B	4.7	4.3	3.8	3.3	3.0
EV/Sale	5.1	3.9	3.1	2.5	2.1
EV/EBITDA	33.2	22.0	19.1	16.1	14.0
股本	231	231	228	228	228

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

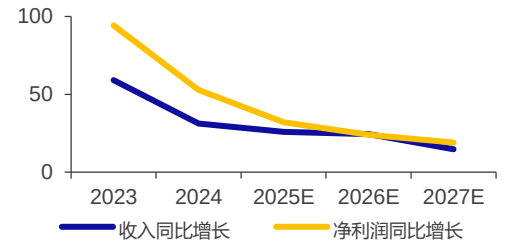
经营利润率(%)



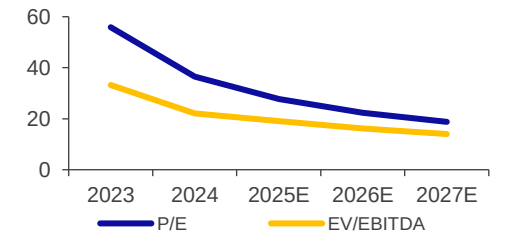
投资回报率趋势(%)



收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swwhysc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swwhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swwhysc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swwhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swwhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swwhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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投资标的的邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。