

敏实集团 (00425.HK)

2025 年 09 月 26 日

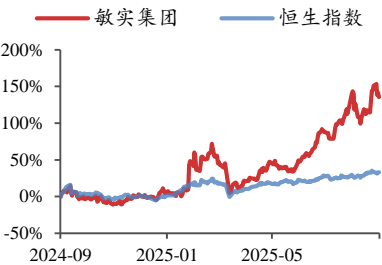
投资评级：买入（首次）

电池盒受益于欧洲电动车放量，低空与机器人有望构筑第三成长曲线

——公司首次覆盖报告

日期	2025/9/25
当前股价(港元)	34.160
一年最高最低(港元)	37.960/12.800
总市值(亿港元)	401.87
流通市值(亿港元)	398.06
总股本(亿股)	11.76
流通港股(亿股)	11.65
近 3 个月换手率(%)	48.08

股价走势图



数据来源：聚源

殷晟路（分析师）	邓健全（分析师）	王嘉懿（分析师）
yinshenglu@kysec.cn	dengjianquan@kysec.cn	wangjiayi@kysec.cn
证书编号：S0790522080001	证书编号：S0790525090003	证书编号：S0790525060004

● **敏实集团：传统业务增长稳健，电池盒有望带来利润弹性**

公司是全球领先的汽车外饰件和车身结构件供应商，已形成塑件、金属及饰件、铝件和电池盒四大产品线，客户涵盖全球知名整车厂。公司传统业务增长较为稳健，电池盒业务受益于欧洲电动车放量，有望贡献利润弹性，且公司已形成较为全面的全球产能布局，构筑产能壁垒。此外，公司积极开拓低空、机器人、AI 液冷等新赛道，有望形成第三成长曲线。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 27.40、33.18、39.86 亿元，EPS 分别为 2.36、2.85、3.43 元/股，当前股价对应 PE 分别为 13.4、11.1、9.2 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● **电池盒：充分受益于欧洲电动车放量**

2024 年、2025H1 公司电池盒业务营收同比增速均在 50%左右。公司订单覆盖大众、Stellantis、雷诺等欧系车企的畅销电车平台，有望持续受益于欧洲电动车放量；且在产能利用率提升与降本增效的作用下，毛利率持续提升，带来利润弹性。

● **全球化：已形成较为全面的全球产能布局和国际化管理能力**

公司早在 2006 年即开展全球化布局，目前已在中国、美国、墨西哥、德国、英国、塞尔维亚、捷克、泰国、日本、韩国、法国、波兰等地建立了研发、设计、生产及销售网络，并规划建设加拿大据点。

● **低空&机器人&AI 液冷：前瞻布局新兴赛道，构筑第三成长曲线**

在低空经济赛道，公司聚焦机体和旋翼两大产品系统，已与亿航智能签订战略合作协议；在机器人领域，公司聚焦一体化关节模组、机器人电子皮肤、智能面罩、机器人无线充电系统和肢体结构件，已与智元机器人签订战略合作协议；此外，公司重点布局和推动 AI 液冷系统相关产品的开发和落地。

● **风险提示：**宏观经济增速不及预期、下游客户销量不及预期、新业务拓展不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	20,524	23,147	26,328	30,517	34,757
YOY(%)	18.6	12.8	13.7	15.9	13.9
净利润(百万元)	1,903	2,319	2,740	3,318	3,986
YOY(%)	26.8	21.9	18.1	21.1	20.1
毛利率(%)	27.4	28.9	28.4	28.1	28.0
净利率(%)	9.3	10.0	10.4	10.9	11.5
ROE(%)	9.9	10.9	11.2	12.0	12.6
EPS(摊薄/元)	1.64	2.00	2.36	2.85	3.43
P/E(倍)	19.3	15.9	13.4	11.1	9.2
P/B(倍)	1.9	1.7	1.5	1.3	1.2

数据来源：聚源、开源证券研究所（以 1 港币=0.92 人民币对股价换算）

目 录

1、 敏实集团：持续拓展产品矩阵，全球化产能布局领先.....	4
1.1、 发展历程：从外饰件拓展至电池盒，汽车零部件全球百强.....	4
1.2、 产品：主要为外饰件、结构件，已整合形成四大产品线.....	5
1.3、 客户结构：较为分散，涵盖全球知名整车厂.....	6
1.4、 出海：全球化+现地化，“枢纽工厂+卫星工厂”区域化独立运营.....	7
1.5、 核心人员：实控人股权稳定，管理层经验丰富.....	8
2、 电池盒：充分受益于欧洲电动车放量.....	10
2.1、 传统业务增长稳健，电池盒贡献利润增量.....	10
2.2、 量：公司电池盒业务充分受益于欧洲电动车市场放量.....	11
2.3、 利：电池盒业务快速爬坡，产能利用率提升带来利润弹性.....	13
2.4、 资本开支高峰已过，2024 年重启分红.....	14
3、 新品类：低空&机器人&AI 液冷，积极开拓新赛道.....	15
3.1、 智能外饰件：传统业务智能化升级.....	15
3.2、 低空&机器人&AI 液冷：前瞻布局新兴赛道.....	16
4、 盈利预测与投资建议.....	17
4.1、 关键假设.....	17
4.2、 估值与评级.....	18
5、 风险提示.....	19
附：财务预测摘要.....	20

图表目录

图 1： 公司做汽车外饰件起家，产品从金属饰条拓展至塑件、铝件，新能源车时代拓展至电池盒.....	4
图 2： 公司不断拓展客户体系.....	7
图 3： 公司已形成较为全面的全球化产能布局.....	7
图 4： 2025H1 公司海外业务营收占比已提升至 65%.....	8
图 5： 公司股权结构稳定（截至 2025 年中报）.....	8
图 6： 2025H1 公司营收同比增长 10.8%.....	10
图 7： 2025H1 公司归母净利润增长 19.5%.....	10
图 8： 电池盒自 2022 年起迎来营收放量（单位：亿元）.....	10
图 9： 公司传统业务增长较为稳健.....	10
图 10： 2025H1 雷诺品牌 BEV 销量同比+57%.....	12
图 11： 2025H1 大众集团全球 BEV 交付量同比增长 47%.....	12
图 12： 公司电池盒业务毛利率持续提升.....	13
图 13： 近年来公司综合毛利率较稳定，净利率持续提升.....	13
图 14： 近年来公司销、管、研费用率总体呈下降趋势.....	13
图 15： 2021-2023 年为公司资本开支高峰.....	14
图 16： 2024 年公司重启分红.....	14
图 17： 公司自主研发智能前脸解决方案.....	15
图 18： 公司提供智能车门系统整体解决方案.....	15
图 19： 公司智能进入系统集成人脸识别、NFC 等功能.....	15
图 20： 公司提供智能开闭系统.....	15

图 21： 公司与亿航智能达成战略合作	16
图 22： 公司与智元机器人达成战略合作	16
表 1： 公司整合业务形成金属饰条、塑件、铝件、电池盒四大产品线	5
表 2： 公司客户结构较为分散，涵盖全球知名整车厂	6
表 3： 公司管理层经验丰富	9
表 4： 公司电池盒业务以欧洲市场客户为主，并逐步拓展北美及中系客户	11
表 5： 营收拆分及预测：预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 263.28、305.17、347.57 亿元	17

1、敏实集团：持续拓展产品矩阵，全球化产能布局领先

1.1、发展历程：从外饰件拓展至电池盒，汽车零部件全球百强

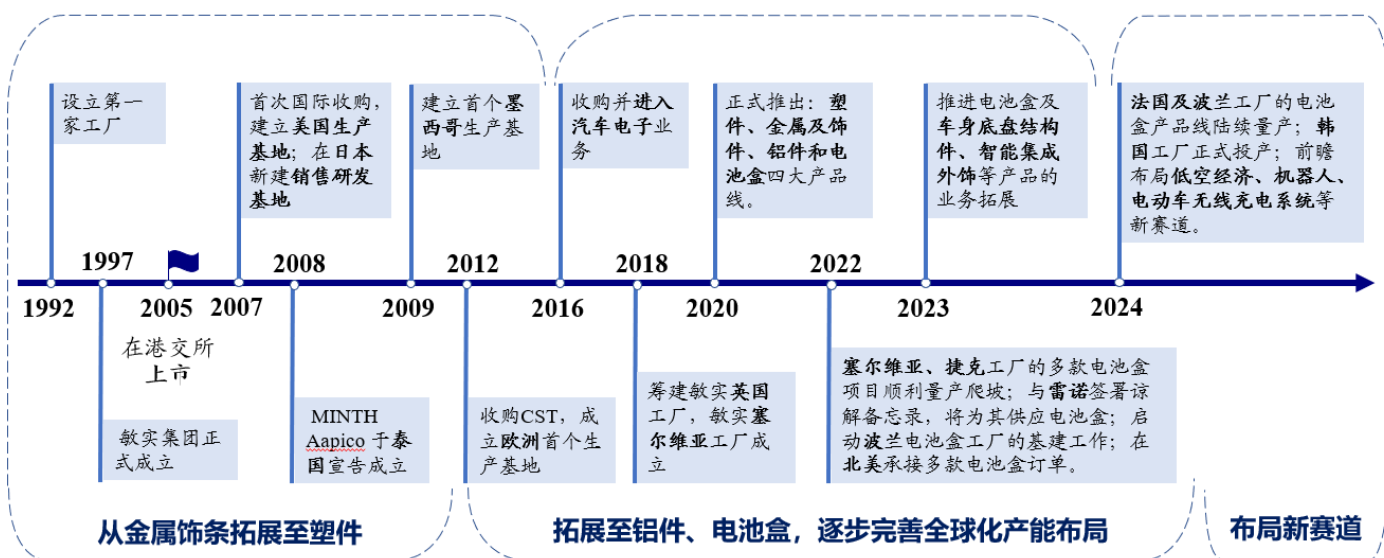
敏实集团是全球领先的汽车外饰件和车身结构件供应商。公司前身成立于1992年，2005年于港交所上市，成立至今已有30多年的发展历史。据《美国汽车新闻》公布的2025全球汽车零部件配套供应商百强榜，公司位列全球第70位，为中国第10大汽车零部件供应商。

公司成立早期主要生产金属饰条等汽车外饰件，2003至2009年公司在发展金属饰条产品的同时，将产品拓展至塑件、电镀件、格栅等。2010年至2015年，为顺应汽车轻量化趋势，将产品拓展至铝外饰件及结构件。2016年以后，随新能源汽车行业的发展，公司通过自主研发形成了包括铝动力电池盒、发光格栅、智能前脸等创新产品的全新产品体系，顺应电动化、智能化趋势。2020年，公司整合并正式推出了塑件、金属及饰件、铝件和电池盒四大产品线。

公司在保持传统产品份额的基础上，不断探索创新产品。近年来，公司持续专注创新研发布局，推出电池盒及车身底盘结构件、智能外饰件等产品。并前瞻布局低空经济、机器人、电动车无线充电系统等新兴赛道。

公司早在2006年即开展全球化布局，在欧洲、北美、亚洲均能够实现本地化生产。公司在2007年首次通过国际收购，建立美国生产基地。随后几年陆续在日本、泰国、墨西哥、德国建立基地。2019年，公司电池盒业务发展迅速，进入多家主机厂供应商体系，为支持业务发展，公司在原有基础上新设工厂，进一步拓展国际版图。2020至2023年，公司重点支持塞尔维亚、英国、捷克、法国、波兰等基地的建设，各工厂电池盒产线陆续量产爬坡。目前，公司已在中国、美国、墨西哥、德国、英国、塞尔维亚、捷克、泰国、日本、韩国、法国、波兰等地建立了研发、设计、生产及销售网络，并规划建设加拿大据点。

图1：公司做汽车外饰件起家，产品从金属饰条拓展至塑件、铝件，新能源车时代拓展至电池盒



资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

1.2、产品：主要为外饰件、结构件，已整合形成四大产品线

公司基于高性能铝材、高弹性 TPV 以及改性塑料三大新材料技术，形成金属饰条、塑件、铝件、电池盒四大产品线。

(1) 金属饰条：包括门框总成、外水切、门框饰条等。公司金属饰条产品系基于高弹性 TPV、亮面不锈钢等研发和生产，具有轻量化和环保性的特点；

(2) 塑料外饰件：公司主要基于改性塑料，通过自身表面处理工艺，形成了众多饰件、饰条以及智能外饰产品，包括格栅总成、扰流板总成、功能性格栅、毫米波雷达罩等；

(3) 铝件：公司具备高性能铝材较全的工艺链制备能力。通过铝材改性配方以及表面处理工艺，形成了高性能铝外饰件产品体系，具备重量轻、性能强的产品特性，产品包括结构铝件（副车架、防撞梁、纵梁等）和装饰铝件（行李架、后三角窗、水切亮条等）；

(4) 电池盒：包括铝动力电池盒总成及相关配件，置于汽车底盘位置，作为新能源汽车动力电池系统承载及保护单元。公司电池盒产品具备较全的工艺链，满足功能和强度的同时可实现较优的轻量化。

表1：公司整合业务形成金属饰条、塑件、铝件、电池盒四大产品线

大类	产品	简介	图示
金属饰条	门框总成	车门骨架的一部分，为车门提供刚性支撑，并起到引导玻璃升降和承载车窗密封件/装饰件的功能。	
	外水切	属于车门总成部件之一，安装于车门腰线位置，主要作用为装饰、密封以及切水。	
	门框饰条	满足多种式样的外观要求，外观从不锈钢亮色，不锈钢拉丝，黑色塑料色，到涂装多彩，贴膜、PVD 等。	
	顶盖装饰条总成	由饰条和卡扣组成，安装于车顶钣金槽内，可起到美化车顶和阻绝噪音的作用。	
	后侧围窗总成	由不锈钢饰条和玻璃一体注塑成型，安装于侧围钣金后侧上的三角窗，起到装饰美化、增加采光的作用。	
	防夹条总成	由感应芯条和外护套组成，安装于尾门两侧的，在电动尾门关闭时起起到安全防夹功能。	
	车窗导轨总成	作为玻璃升降系统的一部分，为泥槽提供安装空间，并引导玻璃升降。	
塑件	雷达格栅	毫米波可穿透格栅，ADAS 高级辅助驾驶硬件之一，可集成发光、发热功能，保证恶劣天气情况下毫米波雷达的正常运行。	
	主动进气格栅	位于车身正前方，通过自动控制百叶窗结构开合角度，为发动机提供进气与散热两大功能。	
	带充电口进气格栅	可开合格栅，将充电口盖整合至格栅表面，提升整车美观效果及识别度。	
	智能发光格栅	搭配 LED 灯的前格栅，主要用于新能源汽车，起到美化汽车外观，增强视觉效果的作用。	
	雷达标牌（罩）	毫米波可穿透标牌，ADAS 高级辅助驾驶硬件之一，可集成发光、发热功能，保证恶劣天气情况下毫米波雷达的正常运行。	

大类	产品	简介	图示
铝件	智能 B 柱盖板总成	安装于车门 B 柱区域的覆盖件，由盖板与功能模块组成，可实现人脸识别、NFC 刷卡等智能进入功能。	
	扰流板	装置于尾门上侧，主要起平衡车身空气流动，降低车身风噪和装饰尾门外观的作用。	
	后牌照上饰条总成	装置于尾门外钣金上，其主要作用是在开启尾门时提供着力点，同时具有装饰的作用。	
	铝外水切	属于车门总成部件之一，安装于车门腰线位置，主要作用为装饰、密封以及切水。	
	铝门框饰条	安装于车框上条位置的装饰条，从 A 柱到 C 柱，形成整体装饰效果，提升车辆外观，满足多种固定方式和大弧度的造型需求。	
	铝侧围装饰条	安装于侧围钣金位置的装饰条，相比门框饰条实现一体长线条的样式外观。	
	行李架总成	由铝管及端盖组成，安装于车顶，用于车顶重物承载的装置。	
	铝门框	采用铝合金的轻量化门框总成，相对于铁门框减重 30~40%。	
	皮卡后车厢盖总成	安装于后备箱上的车厢盖、起到保护货箱、防雨防盗的作用。	
	电池盒	置于汽车底盘位置，作为新能源汽车动力电池系统承载及保护单元。	

资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

1.3、客户结构：较为分散，涵盖全球知名整车厂

公司客户覆盖较为广泛，主要客户主要适配车型的收入金额、占比均不高，呈现出小金额、广泛分布的特点。2022-2024 年，公司第一大客户营收占比分别 4.4%、5.3%、4.9%，前五大客户营收占比分别 20.3%、21.7%、20.9%，客户结构较为分散。

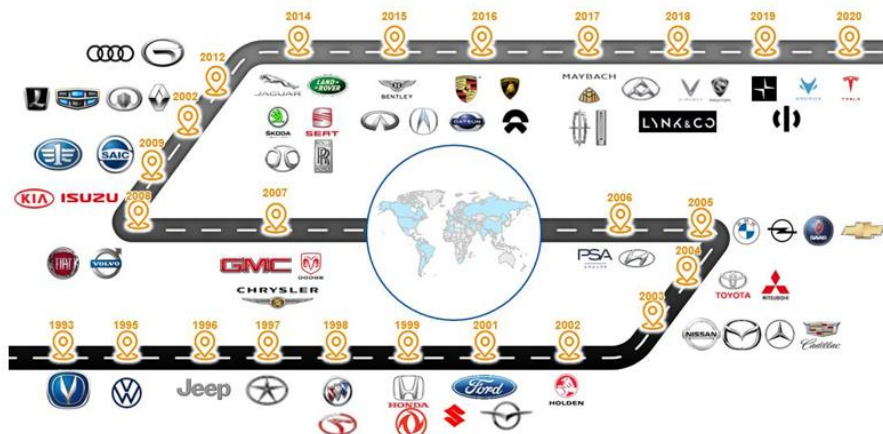
表2：公司客户结构较为分散，涵盖全球知名整车厂

分类	客户
美系	别克、凯迪拉克、雪佛兰、GMC、福特、林肯、野马、吉普、克莱斯勒、道奇、Lucid
欧系	大众、奥迪、斯柯达、西雅特、宾利、保时捷、菲亚特、奔驰、迈巴赫、宝马、劳斯莱斯、欧宝、标致、雪铁龙、沃尔沃、极星、雷诺、捷豹路虎
日系	本田、讴歌、日产、达特桑、英菲尼迪、丰田、雷克萨斯、五十铃、三菱、马自达、铃木
韩系	现代、捷尼赛思、起亚
中系	长安、东风、红旗、一汽、上汽、长城、WEY、哈弗、吉利、领克、传祺、东南、蔚来、上汽大通、零跑、小鹏、理想、小米、哪吒
其他	vinfast

资料来源：公司官网、开源证券研究所

公司已与宝马、奔驰、大众、奥迪、丰田、本田、日产、福特、通用、吉利、长安等乘用车品牌达成长期合作关系，同时进入了特斯拉、蔚来、理想、小鹏等新能源汽车品牌。

图2：公司不断拓展客户体系



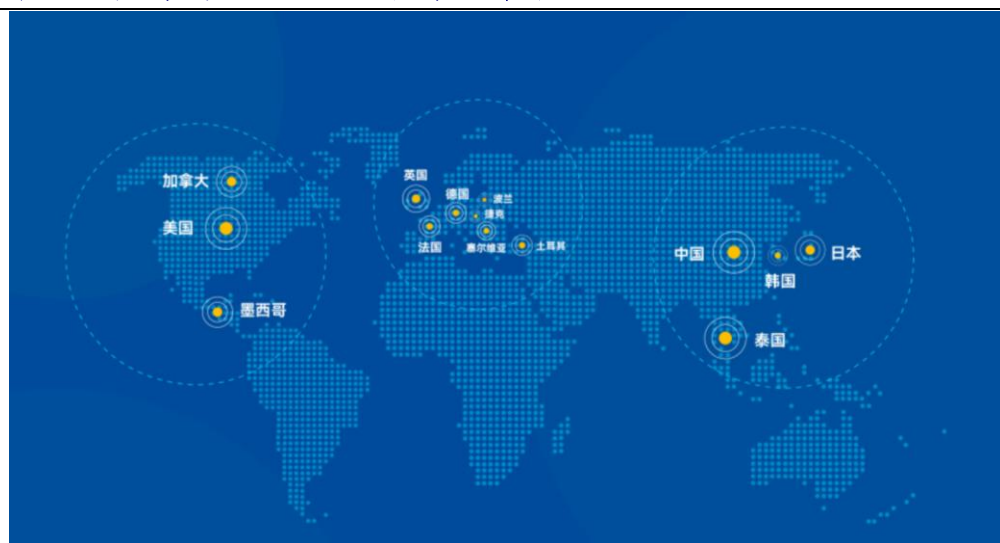
资料来源：公司公告

1.4、出海：全球化+现地化，“枢纽工厂+卫星工厂”区域化独立运营

公司已在欧洲、北美、亚洲形成较为全面的全球化产能布局。在欧洲，公司塞尔维亚生产基地，与英国、德国、法国、波兰、捷克等国的总成工厂形成良好布局，共同覆盖欧洲现地化生产。在北美，公司有墨西哥工厂、美国工厂、加拿大工厂。在亚洲，有中国、泰国、韩国工厂的布局。公司在北美以及欧洲地区的大部分订单已实现现地化生产，从而使关税及地缘政治影响保持在可控范围内。

公司采用 GLOCAL（全球化+现地化）运营管理战略，在全球各运营区域打造“枢纽式”中心工厂，并辐射周边的“卫星”工厂，实现全球产能联动与区域化独立运营的并行。

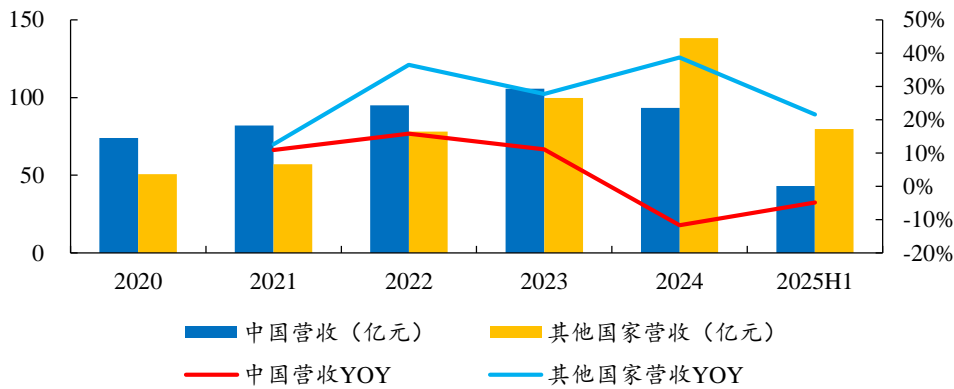
图3：公司已形成较为全面的全球化产能布局



资料来源：公司官网

公司海外营收占比较高，且占比持续提升。2020 年海外业务营收占比 41%，2025H1 已提升至 65%。

图4：2025H1 公司海外业务营收占比已提升至 65%

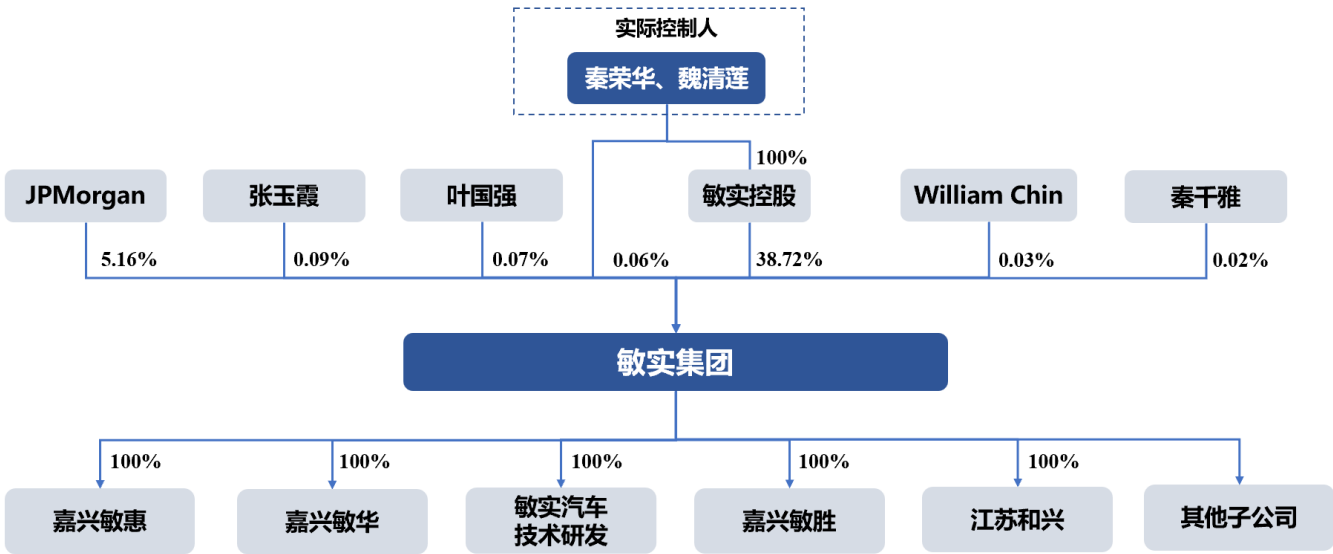


数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

1.5、核心人员：实控人股权稳定，管理层经验丰富

公司实际控制人为秦荣华、魏清莲，二者为夫妻关系。截至 2025 年中报，秦荣华通过其 100%持股的敏实控股持有公司已发行股份总数的 38.72%；魏清莲直接持有公司已发行股份总数的 0.06%，且担任公司行政总裁。其子 William Chin 担任集团首席战略官，负责集团整体战略定位，以及统筹管理与客户、政府、投资者及集团其他外部利益相关方之间的关系；其女秦千雅曾负责集团全球化战略工作，现为公司非执行董事。

图5：公司股权结构稳定（截至 2025 年中报）



资料来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

公司管理层在各自领域均拥有丰富经验。其中，公司执行董事兼全球研发资深副总裁叶总在公司任职多年，先后担任研发中心实验室主任、创新研究中心总经理、全球创新副总监等职务，于集团研发创新领域积累丰富经验。

表3：公司管理层经验丰富

姓名	职务	简介
魏清莲	执行董事兼主席、行政总裁	毕业于国立台湾大学、国立台湾师范大学。魏女士于心理咨询、人才潜能开发、团队文化建设及效能提升等方面拥有逾四十年丰富经验，曾就职于心理咨询专业机构、大学及汽车零部件公司等。自 2002 年起，魏女士担任集团顾问，负责培训活动的开展及优化、推动价值观文化建设及提升团队合作效能。自 2011 年 3 月至 2012 年 4 月曾担任集团 首席人才官 。魏女士于 2020 年 5 月 28 日获委任为公司 执行董事兼主席 ，并于 2022 年 6 月 13 日获委任为公司 行政总裁 。魏女士为公司单一最大股东秦荣华先生的配偶及公司非执行董事秦千雅女士及公司首席战略官 William Chin 先生的母亲。
叶国强	执行董事兼全球研发资深副总裁	毕业于杭州电子科技大学。于 2005 年 1 月加入集团前，曾任宁波蓝光实业股份有限公司技术工程师。自加入集团起，叶先生先后担任 研发中心实验室主任、创新研究中心总经理、全球创新副总监等职务，于集团研发创新领域积累丰富经验 。于 2022 年 5 月 31 日，叶先生获委任为公司执行董事。
张玉霞	执行董事兼首席财务官	毕业于北京科技大学、北京林业大学。张女士在 财务、税务与全球投资并购管理 方面有逾十九年的丰富经验，并拥有中国注册会计师资格。在加入集团前，张女士曾就职于北汽福田，曾在利安达会计师事务所担任过审计部副经理和项目经理职位，自 2008 年起至 2019 年 1 月在敏实控股及其旗下公司先后担任审计经理、财务经理、财务总监职务。张女士于 2019 年 2 月加入集团并于 2019 年 3 月获委任为首席财务官。
秦千雅	非执行董事	毕业（最高荣誉）于波士顿学院，主修商业管理、会计及理论数学，及后于哈佛取得硕士学位，研究成人及组织培训。彼于二零一五年八月加盟集团前，曾于中国台湾之创业公司负责运营及行销，其后从事公共关系工作，为国际化企业提供企业社会责任项目企划之咨询服务。于二零一六年五月二十六日，秦女士获委任为公司执行董事，任职期间，秦女士曾担任 敏实北美区域总经理 ，负责美国、墨西哥、加拿大整体运营管理及业务拓展，其后在总部负责 集团全球化的战略工作 。于二零二三年五月三十一日，秦女士获调任为公司 非执行董事 。秦女士为公司单一最大股东秦荣华先生及公司执行董事兼主席魏女士的女儿。此外，秦女士为公司首席战略官 William Chin 先生的妹妹。
易蕾莉	公司秘书	毕业于华中师范大学、香港公开大学。易女士为香港公司治理公会资深会士，并持有上海证券交易所颁发的《董事会秘书资格证书》。于 2001 年 2 月加入集团前，曾任宁波大学外国语学院教师。自加入集团起，先后担任人力资源部经理、海外事业部经理、总经理助理、投资者关系部总经理等职， 于公司业务、营运及企业管治方面拥有逾二十年经验 。易女士于 2018 年 2 月 8 日获委任为公司秘书。
刘艳春	行政总裁资深特助	毕业于哈尔滨工业大学，毕业后一直从事生产管理方面的工作。于 1999 年加入集团，先后担任质量体系经理、工厂高级经理、区域总经理、主席助理、研发中心总经理等职， 于质量体系、工厂、研发及运营等方面拥有丰富经验 。刘先生曾于 2018 年 9 月至 2023 年 9 月期间担任集团首席运营官，并于 2023 年 10 月 1 日起获调任为集团行政总裁资深特助。
William Chin	首席战略官	毕业于多伦多大学，在全职加入集团前，曾于 2010 年创设一间营销策划公司，并于 2012 年任职于一间家族办公室，专注全球多市场地产投资。William Chin 先生于 2017 年 7 月获委任为汽车电子企业淳安电子股份有限公司的董事长。William Chin 先生于 2022 年 7 月 1 日加入集团并获委任为 集团首席战略官，负责集团整体战略定位，以及统筹管理与客户、政府、投资者及集团其他外部利益相关方之间的关系 。William Chin 先生为公司行政总裁魏清莲女士的儿子、非执行董事秦千雅女士的哥哥。

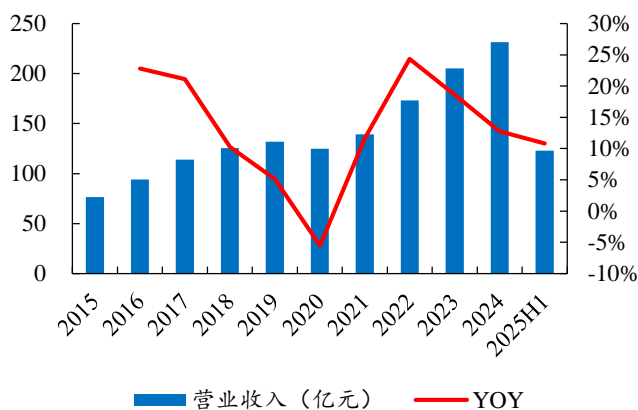
资料来源：公司公告、开源证券研究所

2、电池盒：充分受益于欧洲电动车放量

2.1、传统业务增长稳健，电池盒贡献利润增量

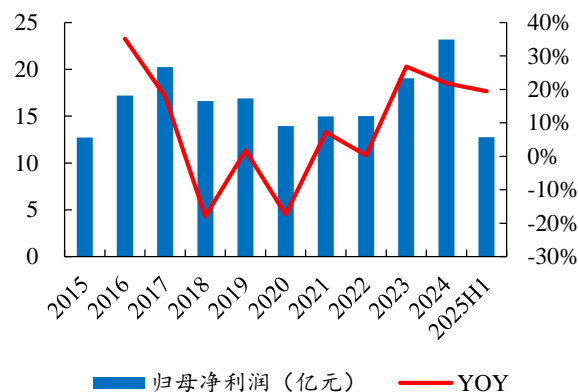
公司传统业务增长稳健，电池盒业务是营收、净利增长的主要来源。公司传统业务增长较为稳健。2022 年以前，公司营收增速主要跟随汽车行业的发展而变化，例如 2018 年受到国内汽车增速放缓、中美贸易摩擦的影响，营收增速开始放缓，此后几年又受到疫情的影响，2020 年公司营收同比略有下滑。但公司前期布局的电池盒业务从 2019 年开始迎来业务突破，并从 2022 年开始迎来收入端放量，成为公司营收、净利增长的主要来源。2022-2024 年，公司营收 CAGR 15.6%，归母净利润 CAGR 24.3%。2025 年上半年，公司实现营业收入 122.9 亿元，同比+10.8%，实现归母净利润 12.8 亿元，同比+19.5%。

图6：2025H1 公司营收同比增长 10.8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

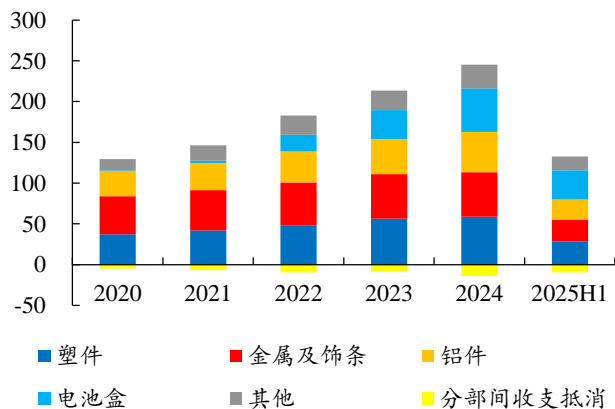
图7：2025H1 公司归母净利润增长 19.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

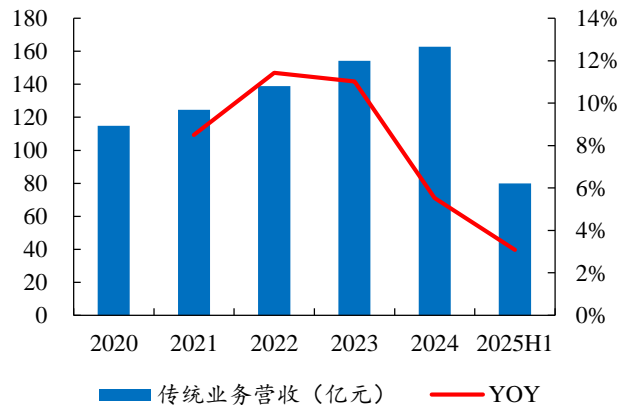
公司电池盒业务自 2022 年起迎来营收放量，并在此后几年维持较高增速，2024 年公司电池盒业务营收 53.4 亿元，同比+50.9%；2025H1 公司电池盒业务营收 35.8 亿元，同比+49.8%，并且营收占比提升到了 29.2%，成为第一大业务板块。除电池盒以外的其他几块传统业务总体增长较为稳健，2020-2024 年营收 CAGR 9.1%。

图8：电池盒自 2022 年起迎来营收放量（单位：亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：公司传统业务增长较为稳健



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、量：公司电池盒业务充分受益于欧洲电动车市场放量

公司电池盒业务以欧洲市场客户为主，并逐步拓展北美及中系客户。公司于2019-2022年陆续承接了雷诺、宝马、奔驰、沃尔沃、捷豹路虎、日产、本田、福特、大众、Stellantis、宁德时代、亿纬锂能、小鹏、理想等客户的电池盒订单，业务覆盖中国和欧洲市场。2023年公司首次突破了北美市场日产、Stellantis、现代起亚等客户的电池盒业务，并将大众的电池盒业务从欧洲延伸至中国。2024-2025年上半年，在进一步巩固与原有客户合作的基础上，拓展了长安、安徽大众、欧洲现代起亚、北美福特、日本丰田、奇瑞、比亚迪、通用等客户。

表4：公司电池盒业务以欧洲市场客户为主，并逐步拓展北美及中系客户

时间	业务	代表性客户	具体进展
2019年	电池盒	雷诺、宝马、戴姆勒、沃尔沃、捷豹路虎、日产、本田、福特等	客户涵盖 雷诺、宝马、戴姆勒、沃尔沃、捷豹路虎、日产、本田、福特 等，订单覆盖中国和欧洲市场。
2020年	电池盒	大众MEB、宁德时代等	成为 大众MEB平台欧洲区域 的战略供应商；同时新承接 宁德时代 等新客户的订单。
2021年	电池盒	Stellantis EMP2平台；美系高端电动车品牌；雷诺、日产；小鹏、亿纬锂能等	获取 Stellantis 最大也是欧洲市场销量最好之一的 EMP2电动车平台 的电池盒；通过宁德时代获取 美系高端电动车品牌 的电池盒业务；承接了 雷诺及日产 目前所有已发包电动车型的电池盒订单；获取新客户 小鹏汽车、亿纬锂能 的电池盒业务。
2022年	电池盒	奔驰；Stellantis；宝马；Lucid、小鹏、理想等	承接 梅赛德斯奔驰 一款主要的全球平台车型的电池盒订单，成为其最大的电池盒业务合作伙伴；再获 Stellantis 两款平台车型的电池盒订单；持续扩大在 宝马 电池盒业务的份额；获取 Lucid、小鹏汽车以及理想汽车 的电池盒订单。
2023年	电池盒	大众（欧洲→中国）、沃尔沃（中国→欧洲）、北美日产、北美Stellantis、北美现代起亚；雷诺等	与 大众 的电池盒业务已从欧洲延伸至中国，而与 沃尔沃 的电池盒业务已从中国扩展至欧洲。首次突破了 北美市场日产、Stellantis、现代起亚 等客户的电池盒业务。与 雷诺 的合资公司正式成立，为其供应电池盒。在电池盒生产工艺上不断取得拓展，获得首个混动车型一体压铸电池盒订单。
	车身底盘结构件	沃尔沃、大众、奔驰；宝马、本田、日产等	车身底盘结构件业务获得重大进展，在继续扩大于 沃尔沃、大众及奔驰 等客户市场份额的同时，首次突破了 宝马、丰田、日产 等客户的结构件业务订单。
2024年	电池盒	长安、安徽大众；欧洲现代起亚、Stellantis、北美福特、日本丰田等	获得 长安及安徽大众 的电池盒总成业务订单；成功突破 欧洲现代起亚 电池盒业务，进一步巩固了与 Stellantis 等客户的合作关系，首次突破 北美福特 的电池盒业务，首次突破 日本丰田 的电池盒业务。
	车身底盘结构件	欧洲沃尔沃、欧洲现代起亚；日本丰田、北美本田、Stellantis等	首次突破副车架、电控壳与电机壳业务，并分别获取 欧洲沃尔沃及欧洲现代起亚 的订单。首次突破 日本丰田 的结构件产品订单，继续拓展在 北美本田和Stellantis 的结构件市场份额。
2025H1	电池盒	奇瑞、通用、Stellantis、大众等	首次进入 奇瑞 电池盒业务领域并再次获取 比亚迪 电池盒订单；首次突破 通用汽车 电池盒结构件业务，承接电池盒模组产品订单；继续扩大在 Stellantis、大众 电池盒产品上的业务份额。
	车身底盘结构件	欧洲丰田；长城、吉利等	突破 欧洲丰田 结构件业务。获取 长城、吉利 等多家中系客户底盘结构件订单。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司订单覆盖大众、Stellantis、雷诺等欧系车企的畅销电车平台。

(1) 大众：公司在 2020 年成为大众 MEB 平台欧洲区域的战略供应商；

(2) Stellantis：2021 年公司获得 Stellantis 集团畅销电车平台 EMP2 的电池盒订单，并于 2022 年再获 Stellantis 两款平台车型的电池盒订单；

(3) 雷诺：截至 2021 年报，公司承接了雷诺及日产所有已发包电动车型的电池盒订单。2022 年公司与雷诺签署谅解备忘录，计划在法国设立合资公司，为雷诺多款电动车型供应电池盒，2023 年合资公司正式成立。

公司有望持续受益于欧洲电动车市场放量。

2025 年欧洲电动车市场复苏，各欧洲车企 2025H1 在欧洲的 BEV 销量同比大幅增长。其中，2025H1 大众集团欧洲区 BEV 交付量同比+89%；雷诺品牌欧洲区 BEV 销量同比+57%；宝马集团欧洲区新能源车销量同比+35%。Stellantis 集团层面销量环比改善，部分品牌纯电销量同比大幅增长，如推出了多款新平台电车的雪铁龙品牌，欧洲市场的纯电销量同比+185%。奔驰集团新能源车销量同比持平。

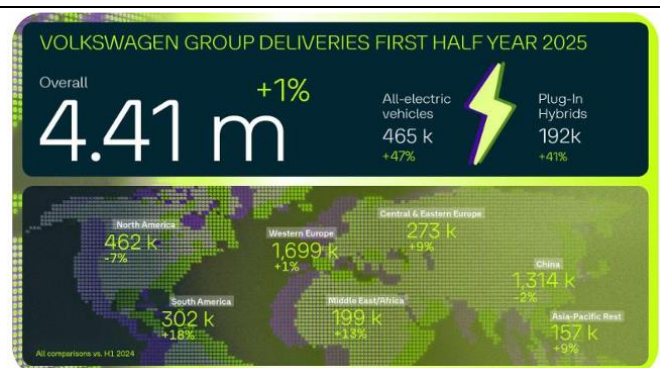
且各车企均有明确的新车发布计划。电动化节奏较快的雷诺和 Stellantis 在 2025 年继续推出多款电动车型。大众、奔驰、宝马在 2025 年将展出或开始生产其新一代电车产品，2026-2027 年系列车型或将放量。欧洲车企新款电动车型陆续推出，有望巩固并延续电动化趋势。

图10：2025H1 雷诺品牌 BEV 销量同比+57%



资料来源：雷诺集团官网

图11：2025H1 大众集团全球 BEV 交付量同比增长 47%



资料来源：大众集团官网

2.3、利：电池盒业务快速爬坡，产能利用率提升带来利润弹性

产能利用率提升+降本增效，电池盒毛利率持续提升。在电池盒取得业务突破之后，2020-2023 年公司开启了第二轮全球产能扩张，并采用枢纽工厂与卫星工厂相结合的形式，前瞻做好产能布局。电池盒业务发展前期，产能利用率较低，2020 年公司电池盒产能 43 万件，产能利用率仅 16.7%。随电池盒业务放量，电池盒产品线产能利用率持续提升，电池盒毛利率从 2020 年的 6.6% 提升至 2025H1 的 23.0%。

图12：公司电池盒业务毛利率持续提升

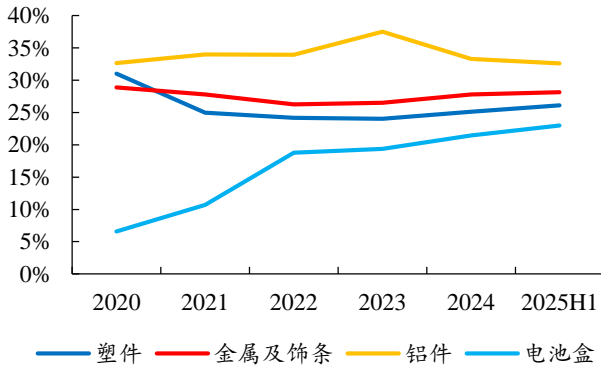
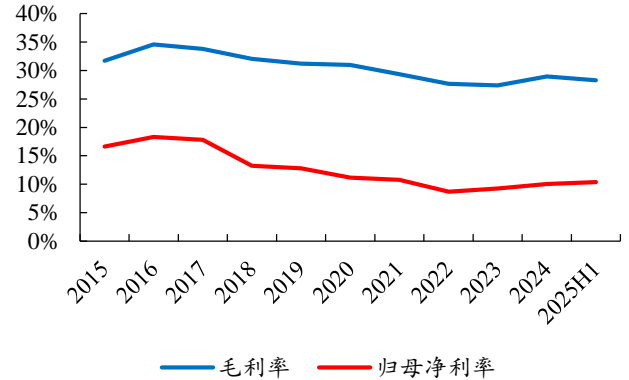


图13：近年来公司综合毛利率较稳定，净利率持续提升

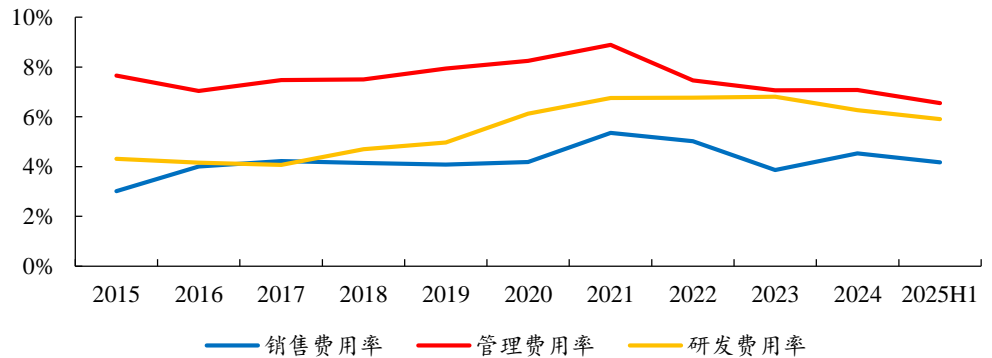


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

近年来公司销、管、研费用率总体呈下降趋势。红海事件缓解，单位运输成本回落，且公司持续推进现地化生产策略、推行成本管控措施，导致运输费明显下降。公司重视研发投入，随电池盒及车身底盘结构件进入收获期，公司对在研项目进行系统性复盘与前瞻性评估，聚焦新材料技术、智能集成外饰件、低空飞行器、智能机器人等高潜力创新领域。

图14：近年来公司销、管、研费用率总体呈下降趋势

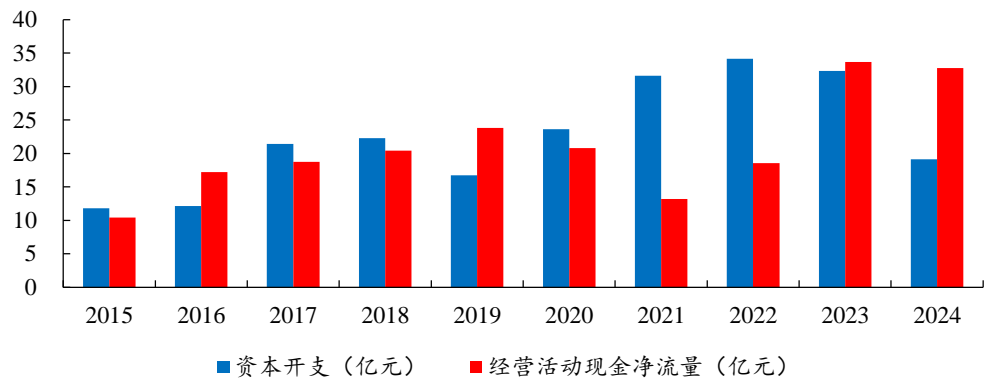


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.4、资本开支高峰已过，2024 年重启分红

电池盒业务进入收获期，公司资本开支高峰已过。2021-2023 年为公司资本开支高峰，每年均在 30 亿以上，主要投入电池盒、车身底盘结构件、智能外饰件等创新产品研发及海外市场产能布局。且 2021-2022 年，公司经营活动现金净流量较低，形成自由现金流缺口。2024 年，公司资本开支 19.1 亿元，同比减少 40.9%。据公司 2025 年中报，公司推行轻资产战略，严控资本开支，严格把关新投产能的合理性与必要性，通过减少专线生产、提升产线柔性化、调拨全球产能等方式，提高产能利用率，进而降低整体投入。同时通过技术改造减少投资需求，针对部分必要性投资研讨购入二手设备的可行性，进一步压缩投资。基于公司对投资效率提升及长期精益运营的追求，我们认为公司资本开支高峰已过。

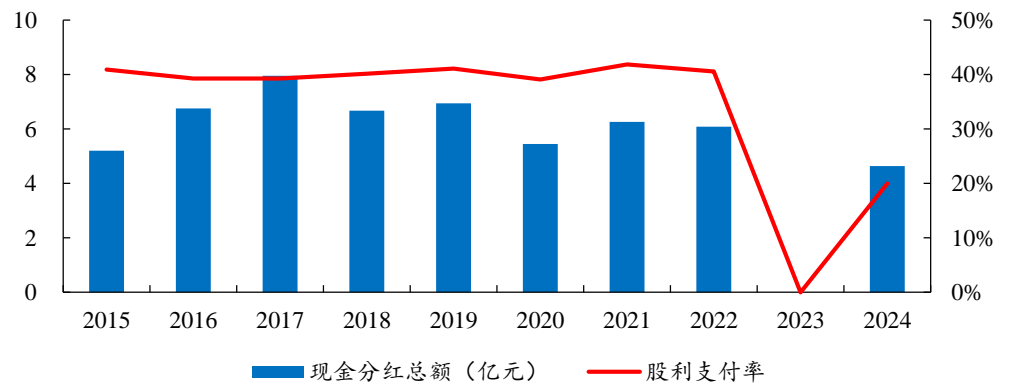
图15：2021-2023 年为公司资本开支高峰



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

2015-2022 年公司持续分红，股利支付率在 40%左右。2023 年取消分红。2024 年公司重启分红，股利支付率 20%。

图16：2024 年公司重启分红



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、新品类：低空&机器人&AI 液冷，积极开拓新赛道

3.1、智能外饰件：传统业务智能化升级

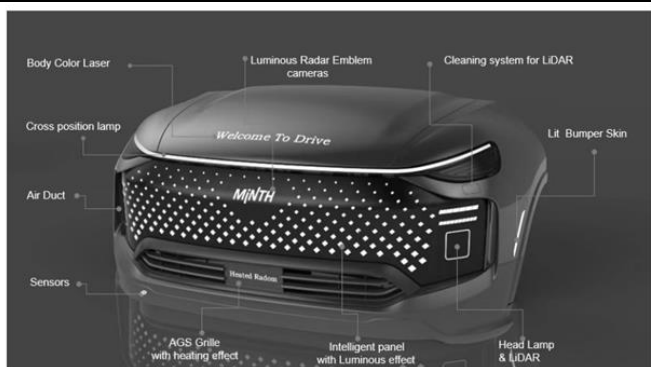
在智能外饰件领域，公司专注于智能前后脸系统和智能车门系统，全面实现外饰智能化升级。

公司自主研发的**智能前脸**总成方案，包括发光标牌、雷达标牌、智能一体化格栅、智能保险杠等系列产品，可集成毫米波雷达、激光雷达、摄像头、红外夜视等传感器，能够实现智能互联、交互、发光及加热等功能，助力车辆达成 L4 级自动驾驶。公司智能前脸系统已获得奔驰、宝马、沃尔沃、通用、福特、丰田、大众、日产、吉利等众多 OEM 定点。公司已成功获得欧系品牌和美系品牌的多款保险杠总成，亦成功在某知名中系品牌的贯穿灯项目上取得突破。

公司**智能车门**系统整体解决方案，涵盖智能进入系统、智能迎宾系统、智能开闭系统、超轻复材车门等产品。其中，公司智能进入系统集成人脸识别、NFC、静脉识别、触控屏幕显示、微动开关等多种功能，实现无钥匙智能解锁进入。公司自主研发的人脸识别智能柱板、电动侧开门系统和超轻车门总成已进入订单收获期。公司已与某欧系和韩系品牌签订合作协议，联合研发面向未来的智能车门解决方案。

公司也积极拓展**智能内饰**系统，聚焦高附加值内饰总成产品研发，深耕智能表面技术，已突破包含某欧系品牌智能仪表板在内的多款内饰项目。

图17：公司自主研发智能前脸解决方案



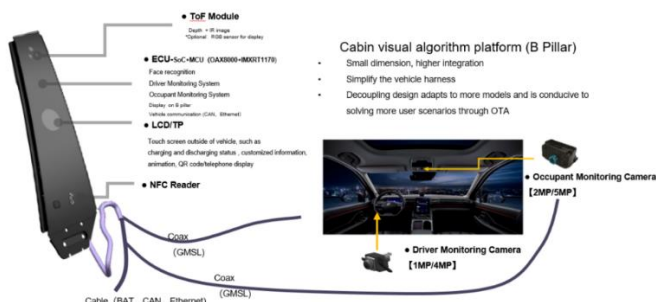
资料来源：公司公众号

图18：公司提供智能车门系统整体解决方案



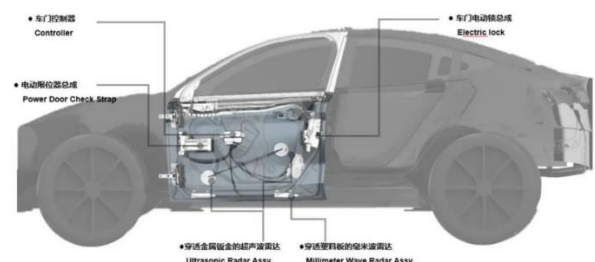
资料来源：公司公众号

图19：公司智能进入系统集成人脸识别、NFC 等功能



资料来源：公司公众号

图20：公司提供智能开闭系统



资料来源：公司公众号

3.2、低空&机器人&AI 液冷：前瞻布局新兴赛道

在低空经济赛道，公司聚焦低空飞行器机体和旋翼两大产品系统。公司与国内多个 eVTOL 头部主机厂深度推进合作关系，并于 2025 年 7 月与全球头部 eVTOL 厂家亿航智能签订战略合作协议，并深度参与其适航机型的同步设计和适航认证工作，已获得量产订单。

图21：公司与亿航智能达成战略合作



资料来源：公司公众号

在机器人领域，公司聚焦一体化关节模组、机器人电子皮肤、智能面罩、机器人无线充电系统和肢体结构件的自主研发，已与中国主要机器人整机客户建立良好合作关系，并完成多个客户的小批量交样。2025 年 3 月，公司与智元机器人签订战略合作协议，将围绕人形机器人智能外饰、无线充电、关节总成、柔性智造解决方案展开深度合作。

公司高度重视人形机器人的商业化落地，联合整机客户积极开展工业场景的二次开发和数据采集项目，已逐步在内部工厂建立人形机器人上岗作业示范产线，持续推动行业发展。

图22：公司与智元机器人达成战略合作



资料来源：公司公众号

此外，基于人工智能的快速发展，公司重点布局和推动 AI 液冷系统相关产品的开发和落地。公司在电池盒产品上即有液冷系统的技术布局。电池盒箱体集成水冷板后整体重量更轻，能量密度更高，并可实现水冷系统的干湿分离，提升电池包的安全性。在已有技术储备的基础上，公司将重点拓展 AI 液冷方向。

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设

(1) 电池盒：公司电池盒业务充分受益于欧洲电动车放量，且产能利用率提升有望带来利润弹性。我们预计公司电池盒业务 2025-2027 年营业收入分别为 80.06、112.09、145.71 亿元，毛利率分别为 23.5%、24.0%、24.5%。

(2) 塑件、金属及饰条、铝件：公司传统业务增长较为稳健，智能外饰件等新产品、传统产品的新业务承接有望带来增量。我们预计公司塑件业务 2025-2027 年营业收入分别为 59.82、62.82、65.96 亿元，毛利率分别为 26.0%、26.2%、26.4%；预计公司金属及饰条业务 2025-2027 年营业收入分别为 57.63、59.35、60.54 亿元，毛利率分别为 28.5%、28.7%、28.9%；预计公司铝件业务 2025-2027 年营业收入分别为 51.63、54.21、56.92 亿元，毛利率分别为 33.0%、33.0%、33.0%。

表5：营收拆分及预测：预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 263.28、305.17、347.57 亿元

业务	项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
1、塑件	营业收入（亿元）	56.26	58.65	59.82	62.82	65.96
	YOY	18%	4%	2%	5%	5%
	毛利（亿元）	13.51	14.72	15.55	16.46	17.41
	毛利率（%）	24.0%	25.1%	26.0%	26.2%	26.4%
2、金属及饰条	营业收入（亿元）	54.64	54.88	57.63	59.35	60.54
	YOY	3%	0%	5%	3%	2%
	毛利（亿元）	14.47	15.26	16.42	17.03	17.50
	毛利率（%）	26.5%	27.8%	28.5%	28.7%	28.9%
3、电池盒	营业收入（亿元）	35.36	53.38	80.06	112.09	145.71
	YOY	73%	51%	50%	40%	30%
	毛利（亿元）	6.85	11.44	18.81	26.90	35.70
	毛利率（%）	19.4%	21.4%	23.5%	24.0%	24.5%
4、铝件	营业收入（亿元）	43.28	49.17	51.63	54.21	56.92
	YOY	14%	14%	5%	5%	5%
	毛利（亿元）	16.25	16.39	17.04	17.89	18.78
	毛利率（%）	37.5%	33.3%	33.0%	33.0%	33.0%
5、其他	营业收入（亿元）	23.90	29.21	32.13	34.70	36.44
	YOY	2%	22%	10%	8%	5%
	毛利（亿元）	5.19	9.23	7.07	7.63	8.02
	毛利率（%）	21.7%	31.6%	22.0%	22.0%	22.0%
分部间收支抵消	营业收入（亿元）	-8.20	-13.82	-18.00	-18.00	-18.00
	YOY	-15%	69%	30%	0%	0%
	毛利（亿元）	-0.06	-0.05	-0.10	-0.10	-0.10
合计	营业收入（亿元）	205.24	231.47	263.28	305.17	347.57
	YOY	19%	13%	14%	16%	14%
	毛利（亿元）	56.22	66.98	74.80	85.82	97.31
	毛利率（%）	27.4%	28.9%	28.4%	28.1%	28.0%

数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、估值与评级

综上,我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 263.28、305.17、347.57 亿元,归母净利润分别为 27.40、33.18、39.86 亿元, EPS 分别为 2.36、2.85、3.43 元/股,当前股价对应 PE 分别为 13.4、11.1、9.2 倍。我们选取港股汽车零部件公司福耀玻璃,以及同样拥有电池盒业务的新铝时代、凌云股份为可比公司,公司 PE 低于可比公司平均。公司传统业务增长较为稳健,电池盒业务受益于欧洲电动车放量,有望贡献利润弹性,且公司已形成较为全面的全球产能布局,构筑产能壁垒。此外,公司积极开拓低空、机器人、AI 液冷等新赛道,有望形成第三成长曲线。首次覆盖,给予“买入”评级。

表6: 公司 PE 低于可比公司平均

证券代码	可比公司	收盘价(元)	EPS			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
3606.HK	福耀玻璃	71.04	3.65	4.18	4.83	19.8	17.3	15.0
301613.SZ	新铝时代	53.01	2.03	3.06	4.46	26.1	17.3	11.9
600480.SH	凌云股份	14.30	0.69	0.79	0.90	20.6	18.1	16.0
						22.1	17.6	14.3
0425.HK	敏实集团	31.27	2.36	2.85	3.43	13.4	11.1	9.2

数据来源: Wind、开源证券研究所; 注: 可比公司盈利预测来自 Wind 一致预期, 收盘价选取日期为 2025 年 9 月 25 日, 福耀玻璃、敏实集团收盘价汇率为 1 港元=0.91547 人民币

5、风险提示

(1) 宏观经济增速不及预期：汽车行业销量受宏观经济及消费者购买力的影响，若宏观经济增速不及预期，将影响汽车及汽车零部件行业的增速；

(2) 下游客户销量不及预期：若下游客户销量不及预期，尤其是欧系车企新能源车销量不及预期，将影响电池盒业务的增速；

(3) 新业务拓展不及预期：若新业务拓展不及预期，将影响公司的长期增长空间。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	17493	17169	22358	29183	37098
现金	4165	2441	5297	8994	13752
应收账款	6610	7476	8150	9114	10090
存货	3982	4641	5318	6189	7061
其他流动资产	2103	2060	3041	4334	5643
非流动资产	20054	21590	20826	19663	18099
固定资产及在建工程	15254	15550	14786	13623	12060
无形资产及其他长期资产	3603	4834	4834	4834	4834
资产总计	37547	38759	43184	48845	55197
流动负债	14117	14577	15817	18160	20526
短期借款	5851	5894	5894	5894	5894
应付账款	4348	4854	5525	6430	7336
其他流动负债	3917	3808	4398	5836	7296
非流动负债	4290	2923	2923	2923	2923
长期借款	3837	2525	2525	2525	2525
其他非流动负债	453	398	398	398	398
负债合计	18407	17500	18740	21083	23449
股本	116	116	116	116	116
储备	18524	20891	23631	26948	30934
归母所有者权益	18319	20445	23631	26948	30934
少数股东权益	821	814	814	814	814
负债和股东权益总计	37547	38759	43184	48845	55197

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2898	3066	6159	7311	8388
税前利润	1903	2319	2740	3318	3986
折旧和摊销	1394	1544	2763	3163	3563
营运资本变动	-399	-798	656	830	839
其他	0	0	0	0	0
投资活动现金流	-3566	-304	-2982	-3293	-3308
资本开支	-3262	-1932	-2000	-2000	-2000
其他	-304	1628	-982	-1293	-1308
融资活动现金流	651	-321	-321	-321	-321
股权融资	0	0	0	0	0
银行借款	1182	-321	-321	-321	-321
其他	-531	0	0	0	0
汇率变动对现金的影响	27	-9	0	0	0
现金净增加额	10	2431	2857	3696	4759
期末现金总额	5363	7794	10651	14347	19106

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	20,524	23,147	26,328	30,517	34,757
营业成本	-14,902	-16,449	-18,848	-21,936	-25,026
营业费用	-792	-1,048	-1,106	-1,251	-1,390
管理费用	-1,449	-1,638	-1,711	-1,831	-1,912
其他收入/费用	-1,081	-1,209	-1,316	-1,465	-1,599
营业利润	2,300	2,803	3,347	4,035	4,830
净财务收入/费用	0	0	0	0	0
其他利润	16	4	22	22	22
除税前利润	2,315	2,807	3,369	4,057	4,852
所得税	-351	-431	-539	-649	-776
少数股东损益	61	56	90	90	90
归母净利润	1,903	2,319	2,740	3,318	3,986
EBITDA	3,694	4,347	6,110	7,198	8,394
扣非后净利润	1,903	2,319	2,740	3,318	3,986
EPS(元)	2	2	2	3	3

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	18.6	12.8	13.7	15.9	13.9
营业利润(%)	30.0	21.9	19.4	20.6	19.7
归属于母公司净利润(%)	26.8	21.9	18.1	21.1	20.1
获利能力					
毛利率(%)	27.4	28.9	28.4	28.1	28.0
净利率(%)	9.3	10.0	10.4	10.9	11.5
ROE(%)	9.9	10.9	11.2	12.0	12.6
ROIC(%)	5.8	7.0	7.4	7.9	8.4
偿债能力					
资产负债率(%)	49.0	45.2	43.4	43.2	42.5
净负债比率(%)	28.9	28.1	12.8	-2.1	-16.8
流动比率	0.8	0.8	0.7	0.6	0.6
速动比率	1.0	0.9	1.1	1.3	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	4.4	4.6	4.6	4.7	4.6
应付账款周转率	5.2	5.0	5.1	5.1	5.0
存货周转率	3.9	3.8	3.8	3.8	3.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.64	2.00	2.36	2.85	3.43
每股经营现金流(最新摊薄)	2.49	2.64	5.30	6.29	7.22
每股净资产(最新摊薄)	16.47	18.29	21.03	23.88	27.31
估值比率					
P/E	19.3	15.9	13.4	11.1	9.2
P/B	1.9	1.7	1.5	1.3	1.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

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境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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