

德力佳（603092.SH）

风电主齿轮箱领先企业，受益行业景气业绩高增

优于大市

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 电力设备 · 风电设备

◆ 投资评级：优于大市（首次）

证券分析师：王蔚祺 010-88005313
证券分析师：王晓声 010-88005231
联系人：王喆萱

wangweiqi2@guosen.com.cn
wangxiaosheng@guosen.com.cn
wangzhexuan@guosen.com.cn

执证编码：S0980520080003
执证编码：S0980523050002

事项：

11月7日，公司正式登陆上交所主板，公司主要从事高速重载精密齿轮传动产品的研发、生产与销售。招股书显示，公司此次公开发行股票4000.01万股，发行价为46.68元/股，募资总额为18.67亿元，将全部用于主营业务相关项目，包括“年产1000台8MW以上大型陆上风电齿轮箱项目”及“汕头市德力佳传动有限公司年产800台大型海上风电齿轮箱项目”，以进一步提升公司在风电齿轮箱领域的产能和市场竞争能力。

国信电新观点：

1) **公司深耕风电主齿轮箱领域，市场份额保持行业领先。**公司创始人原为南高齿总工程师，行业技术储备丰富。2017年德力佳传动正式成立，主营产品为风电主齿轮箱，依托于行业领先的技术水平与服务能力、严格的产品质量管控体系与稳定的产品质量，公司已与金风科技、远景能源、明阳智能、三一重能等风电整机头部客户达成合作。目前，公司风电主齿轮箱出货量达全球前三、中国前二。

2) **风电行业持续景气，有望拉动齿轮箱行业稳定增长。**主齿轮箱是双馈和半直驱风电机组关键部件，占风电机组成本比例约15%，目前双馈和半直驱分别主导我国陆风和海风市场。伴随全球主要国家积极推进“双碳”目标，风电行业持续景气，有望带动风电齿轮箱业务稳定增长，根据Global Infor Research数据，全球风电用主齿轮箱预计2030年市场规模将达到115.63亿美元，2024-2030期间年复合增长率为5.10%。

3) **公司客户、产能同步拓展，助力齿轮箱业务高速增长。**公司积极拓展风电主机客户，丰富客户矩阵，逐渐导入东方电气、运达股份等客户供应体系，拉动业务增长同时分散头部企业销售占比，保证公司经营稳定性。公司亦积极拓展主齿轮箱产能，并向海上风电深入发展，建设年产1000台8MW以上陆风齿轮箱项目以及年产800台海风齿轮箱汕头项目。依托公司领先的产品技术实力、丰富的客户矩阵、新增产能陆续投放，公司份额有望进一步提升，拉动公司业绩持续增长。

4) **投资建议：**首次覆盖，给予“优于大市”评级。预计公司2025-2027年归母净利润分别为8.27/10.66/13.28亿元，同比增长55.0%/28.9%/24.5%。通过多角度估值，预计股票合理价值在87.96-95.96元之间，相对于公司目前股价有21%-32%溢价空间。

风险提示：原材料大幅波动风险，新产能投建不及预期风险，风电行业装机不及预期风险。

评论：

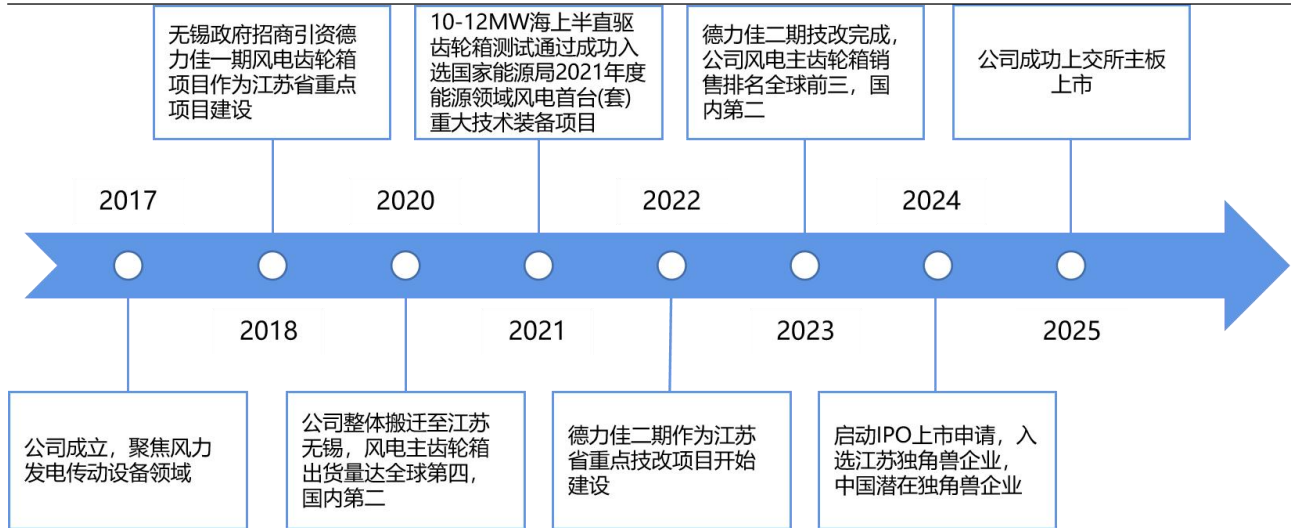
◆ 公司是风电主齿轮箱领先企业，深度绑定行业头部客户

公司深耕风力发电传动设备领域，市场份额保持行业领先。公司成立于2017年，主营产品为风电主齿轮箱；2018年公司收购三一重能旗下的三一增速机，并开始建设德力佳一期齿轮箱项目；2020年公司整体搬迁至江苏无锡，同年公司风电主齿轮箱出货量达全球前四、中国前二；2023年公司风电主齿轮箱出货量达全球前三，2024年公司启动IPO申请，2025年11月公司成功于上交所主板上市。

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

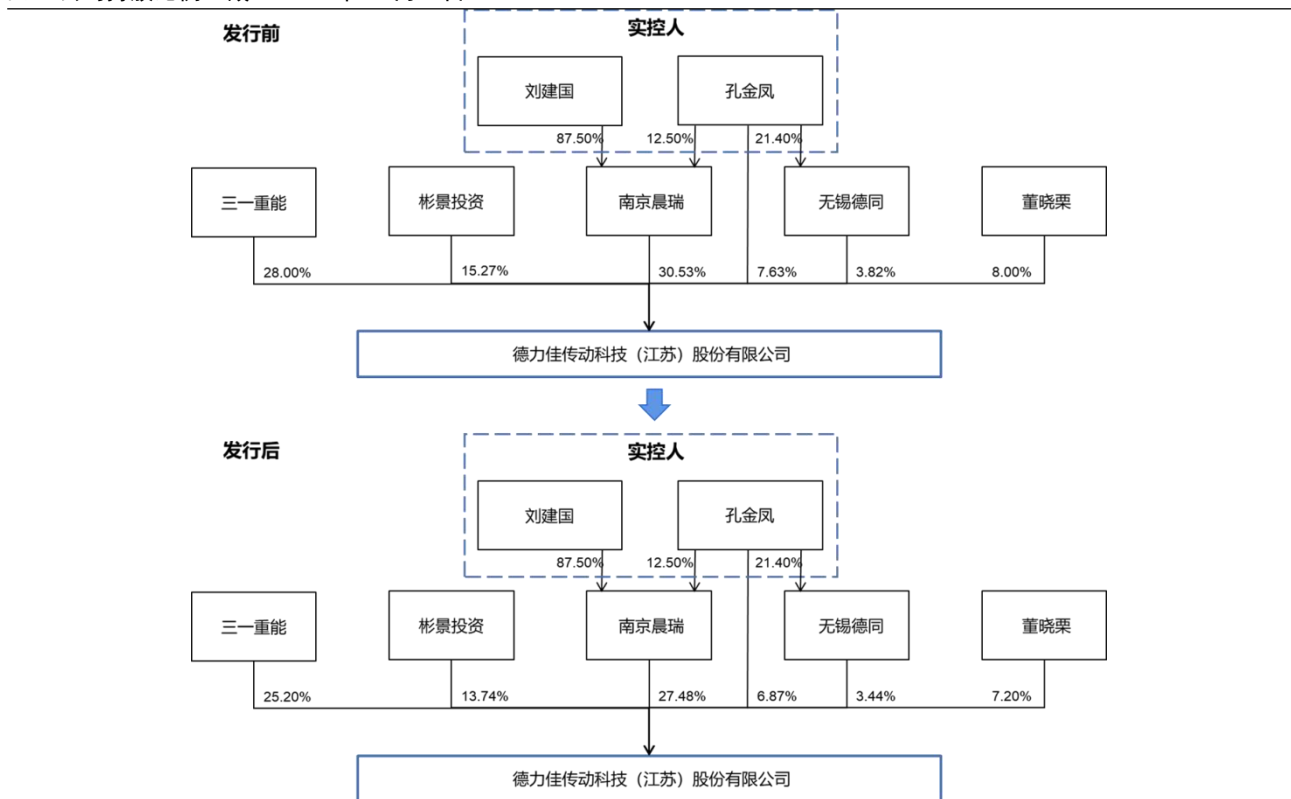
公司为民营企业，三一重能、远景能源持有较多股权。从公司股权结构来看，IPO 后刘建国与孔金凤夫妇直接持有公司 6.87%的股权，通过南京晨瑞、无锡德同间接持有 28.22%的股权，合计持股 35.09%，股权结构较为集中。三一重能为公司第二大股东，持有公司 25.20%股权，远景能源通过彬景投资间接持有公司 13.74%股份。

图1：公司发展历程



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：公司持股比例（截止 2025 年 11 月 7 日）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司董事长技术行业背景深厚，高管主要来自风电主机和齿轮箱企业。公司创始人、董事长刘建国原为南高齿董事、副总经理，对风电齿轮箱行业理解深刻，产业资源储备丰富。公司多位高管来自于三一重能、远景能源，从业经验丰富，且对风电业务具备深入了解，同时有助于与三一重能、远景能源等主机厂的长期良好合作。

公司与风电整机行业头部企业深度绑定。依托于行业领先的技术水平与服务能力、严格的产品质量管控体系与稳定的产品质量，公司已与金风科技、远景能源、明阳智能、三一重能等风电整机行业头部企业建立起良好的合作关系，多次被金风科技、远景能源、三一重能等企业授予“最佳供应商”、“优秀供应商”、“最佳交付伙伴”、“战略合作伙伴”等荣誉。同时，公司逐渐分散头部企业销售占比，保证公司经营稳定性。

表1：公司主要高管

姓名	职务	个人简介
刘建国	董事长，总经理	本科学历。曾任南高齿产业发展有限公司副所长、所长、总经理助理、代理首席工程师、首席工程师，南高齿董事、副总经理，中国高速传动设备集团执行董事；现任公司董事长、总经理、研发体系和市场体系总经理。
孔金凤	董事，副总经理，董事会秘书	本科学历，工程师职称。曾任南京高精齿轮股份有限公司外贸经营部翻译/销售员、销售经理，现任公司董事、副总经理、董事会秘书、综合管理体系总经理。
方脩	董事	本科学历。曾任美国江森控制器有限公司中国区销售总监；现任公司董事，远景能源高级副总裁、监事。
李奎	董事，副总经理	硕士研究生学历，工程师职称。曾任远景能源产品开发质量部主任工程师，戴尔采购厦门有限公司上海分公司全球质量管理部门供应商质量管理；现任公司董事，副总经理，采购体系总经理。
李强	董事	博士研究生学历，高级工程师职称。曾任通用电气（中国）全球研究开发中心有限公司全球研发中心研发工程师，国电联合动力技术有限公司技术中心总工程师，三一重能副总经理、研究院院长；现任公司董事，三一重能董事、总经理、研究院总工程师。
廖旭东	董事	硕士研究生学历。曾任 LG 曙光电子制造部质量工程师，三一重机质保部部长，三一重工泵送事业部质保部部长、质保总监、总裁助理，临邑东方重能新能源董事，温州湘能新能源董事，三一重能制造部总监、服务部总监、质保部总监；现任公司董事，三一重能副总经理，三一（韶山）风电设备总经理。
刘建华	副总经理	本科学历，经济师职称。曾任三一重机机械厂制造部生产科长、服务部副经理，湖南三一工学院股份有限公司总经理，三一重工泵送事业部制造商务副总监、制造部长，三一重能总经办常务副总经理、叶片公司总经理，三一集团常德分公司负责人；现任公司副总经理，人资、设备、技改体系总经理，兼任汕头德力佳执行董事、总经理。
齐立	副总经理	本科学历，PMP 项目管理专业人士。曾任北京施兰特发电设备技术部技术员、技术经理，江苏中洲工贸实业项目部项目经理，张北运达风电生产部经理，通用电气医疗投资（中国）供应链质量工程师、质量经理，江苏振江新能源装备股份质量总监；现任公司副总经理，首席质量官（质量控制及检验体系）。
张海龙	副总经理	本科学历，工程师职称。曾任南京高速齿轮制造有限公司二分厂副厂长、二分厂厂长、制控部副部长、工业齿轮分厂厂长；现任公司副总经理，产品交付及计划体系总经理。
李常平	财务总监	硕士研究生学历。曾任湖南德康制药有限公司分公司财务会计主管，三一重工财务部会计、部长、子公司财务负责人，三一重能财务总监（副）；现任公司财务总监。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表2：公司前五大客户占比情况

2022		2023		2024	
客户名称	营收占比	客户名称	营收占比	客户名称	营收占比
金风科技	54.54%	金风科技	37.77%	金风科技	39.38%
远景能源	24.94%	远景能源	25.95%	三一重能	35.02%
三一重能	12.44%	三一重能	19.48%	远景能源	8.54%
电气风电	5.53%	电气风电	6.83%	明阳智能	6.80%
国电联合	1.40%	明阳智能	5.89%	电气风电	4.99%
合计	98.86%	合计	95.92%	合计	94.73%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司与下游整机企业签订框架协议锁定合同，目前在手订单充沛。公司与金风科技、电气风电签订框架协议，到期期限为 2027 年，亦与三一重能、远景能源、明阳智能签订框架协议，保证公司产品稳定销售。截至 2024 年末，公司在手订单数量接近 2000 台，金额 30.37 亿元，同比+100%，2023 年末在手订单下滑主要系远景能源自产齿轮箱以及金风科技向竞争对手转移部分齿轮箱订单导致对公司订单减少引起。截至 2025 年 5 月底，公司在手订单超 2800 台，再创新高。

表3: 公司在手订单情况 (单位: 台, 亿元)

	2022 年末	2023 年末	2024 年末	2025 年 5 月末
金风科技	909	411	920	924
三一重能	77	387	447	595
远景能源	707	138	28	20
明阳智能	77	24	309	509
东方电气	-	-	113	357
电气风电	171	29	80	139
运达股份	-	-	61	276
国电联合	1	31	12	12
其他	-	-	-	2
数量合计 (台)	1942	1020	1970	2834
金额合计 (亿元)	33.01	15.01	30.37	-

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司产能不断扩张, 布局汕头基地、发力海上风电。公司于无锡建设完毕德力佳一期、二期项目, 截止 2024 年末产能为 3096 台, 产能利用率达 86%, 为满足不断扩张的下游需求, 公司通过 IPO 募集 18.81 亿元用于年产 1000 台 8MW 以上大型陆上风电齿轮箱项目以及年产 800 台大型海上风电齿轮箱汕头项目。汕头是全国五大海上风电基地——粤东基地的主阵地, 公司汕头项目布局有利于发挥产业集群优势, 加速海上风电布局。

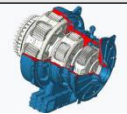
表4: 公司 IPO 资金使用规划

项目实施主体	项目名称	投资总额 (亿元)	拟使用募集资金投入额 (亿元)	产能 (台/年)
德力佳	年产 1000 台 8MW 以上大型陆上风电齿轮箱项目	13.52	10.88	1000
汕头德力佳	年产 800 台大型海上风电齿轮箱汕头项目	11.73	6.87	800

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

拥有全系列风电齿轮箱产品, 满足半直驱和双馈风机需求。公司主营产品风电主齿轮箱, 具备从 1.5MW-22MW 全系列产品的研发和生产能力, 产品覆盖双馈和半直驱两种技术路线。中速传动主齿轮箱则主要用于半直驱风力发电机组, 通过减少传动级数, 提高传动效率。高速传动主齿轮箱主要用于双馈风力发电机组, 通过多级传动结构将风轮的低速转动转换为发电机所需的高速转动, 以满足发电机的工作需求。

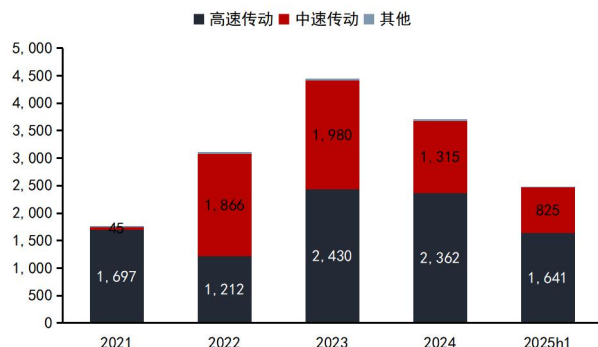
表5: 公司主要产品

产品类别	产品图示	功率范围	传动比	转速	扭矩	特点
中速传动		4.55MW-22MW	最大 90	400-680rpm	最大 38518kNm	2 至 3 级行星, 无高速平行级, 结构紧凑, 相应风电机组主要采用中速永磁电机
高速传动		1.5MW-15MW	最大 255	1100-1820rpm	最大 24300kNm	2 至 3 级行星, 有高速平行级, 输出转速高, 结构相对复杂, 相应风电机组的变流器和发电机成本相对较低

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

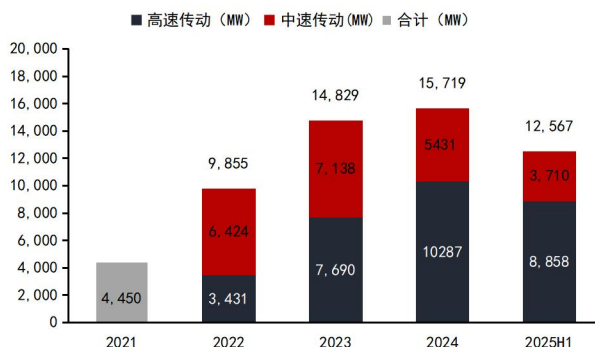
受主机技术路线变化影响, 2021-2024 年公司收入结构变化较大。公司营业收入主要来自中速、高速传动齿轮箱, 2024 年营收占比分别为 35%/64%, 中速传动产品主要供应金风科技, 高速传动产品主要供应三一重能、远景能源以及明阳智能。2021 年公司抓住金风科技转型半直驱技术路线契机, 与其建立合作关系, 2022 年开始对金风科技大规模供货, 公司中速传动占比开始提升, 2023-2024 上半年金风科技对公司排产下降致使中速传动占比下降。2024 年受远景能源自产齿轮箱比例提升影响订单较少, 公司高速传动收入同比微降, 但公司成功拓展明阳智能、东方电气、运达股份等客户。

图3：公司营业收入业务构成（单位：百万元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

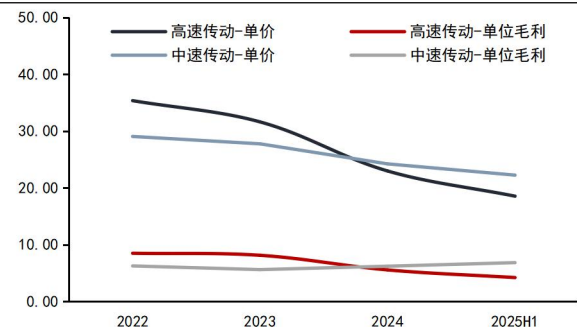
图4：公司齿轮箱产品销量（单位：MW）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

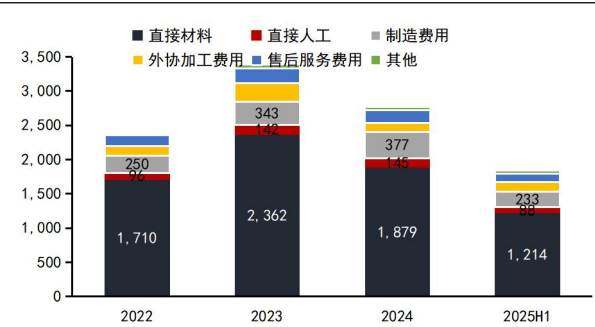
公司双馈齿轮箱销量快速增长，2022年以来单价有所降低。2024年公司齿轮箱销量为15.7GW，同比+6%，其中双馈齿轮箱销量10.3GW，同比+34%，主要系三一重能销量大幅提升；中速传动销量5.4GW，同比-24%，主要受金风科技对公司排产下滑影响。2022年以来，公司产品价格有所下滑，其中高速传动下滑幅度更大；主要原因包括风机大型化、原材料价格下降、行业竞争等。2024年行业竞争加剧，产品价格持续下跌，但同时原材料价格以及公司外协规模亦有所下降，其中，中速传动产品单位成本下降较多，高速产品下降较少，致使高速传动产品单位毛利降低至5.55万元/MW，同比-32%；中速传动产品单位毛利上升至6.20万元/MW，同比+11%。

图5：公司产品单价、单位毛利情况（单位：万元/MW）



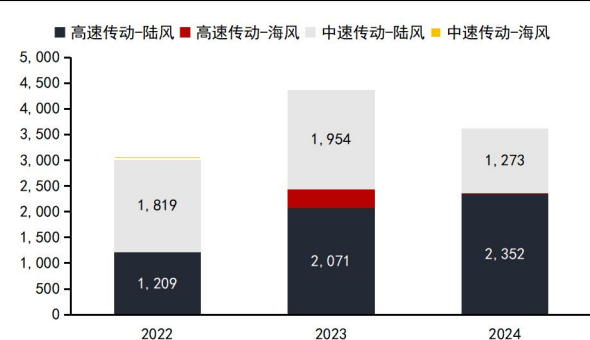
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6：公司营业成本构成（单位：百万元）



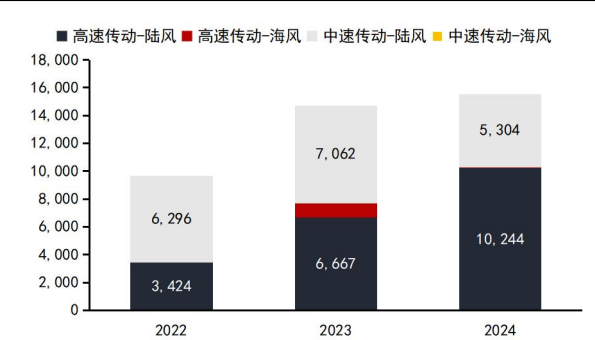
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图7：公司产品营收结构（单位：百万元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图9：公司产品销量结构（单位：MW）



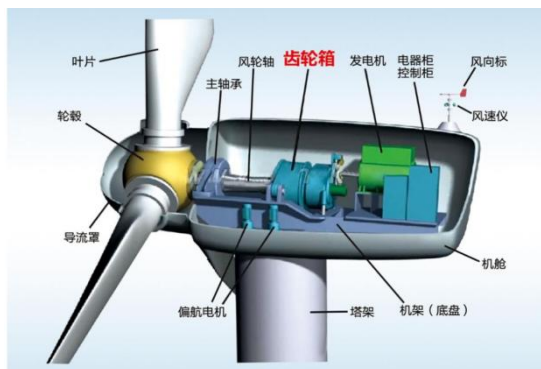
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司产品主要面向陆上风电，海上风电业务增长前景广阔。公司产品结构以陆上风电产品为主，2024 年公司高速传动陆上风电收入以及中速传动陆上风电收入占齿轮箱总营收 64%、35%，合计占比约为 99%，陆上风电销量占比亦约为 99%，公司海上风电发展潜力十足。毛利率方面，海风产品技术要求更高，一般高于陆风产品毛利率，2024 年中速传动海上风电产品毛利率为 26.41%，高速传动海上风电产品毛利率为 18.44%，高速传动产品受订单不足影响，开工率较低，毛利率水平较低。

◆ 风电齿轮箱行业：风电行业持续景气，齿轮箱行业受益稳定增长

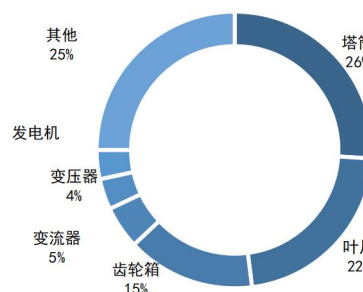
主齿轮箱是风电机组关键部件，占风电机组成本比例约 15%。风力发电主要包括风电机组、风电支撑基础以及输电控制系统三大部分，其中风电机组主要由主齿轮箱、发电机、叶片、轴承等部件组成。风电主齿轮箱是连接风轮（叶片）和发电机的关键部件，其主要作用是将风轮在风力作用下所产生的动力传递给发电机并匹配发电机需要的转速，占风电机组成本占比约为 15%。

图11：风电机组内部构成



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

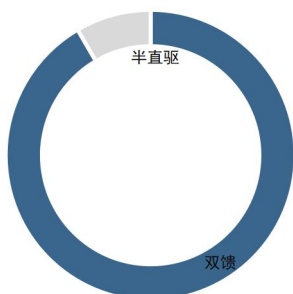
图12：风电机组成本占比拆分



资料来源：思瀚研究院，国信证券经济研究所整理

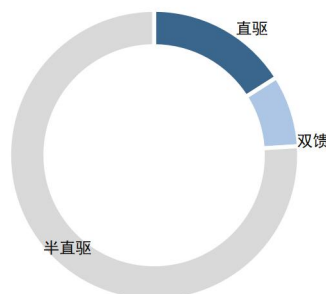
双馈和半直驱分别主导陆风和海风市场，齿轮箱均为重要部件。双馈和半直驱机型需要使用主齿轮箱实现升速，直驱机型使用永磁发电机，去掉齿轮箱，减少运维作业，但永磁发电机的重量和体积会随着功率变大而增加，导致系统成本比较高，同时运输吊装困难。2021 年以来，我国风电机组技术降本持续推进，包括金风科技、明阳智能在内的头部主机企业积极推动技术路线转型；展望未来，我们预计未来一段时间双馈和半直驱将分别主导我国陆风和海风市场。

图13：2023 年我国宣布下线的陆上风电机型技术路线占比



资料来源：《风电机组及主齿轮箱技术发展趋势》，国信证券经济研究所整理

图14：2023 年我国宣布下线的海上风电机型技术路线占比



资料来源：《风电机组及主齿轮箱技术发展趋势》，国信证券经济研究所整理

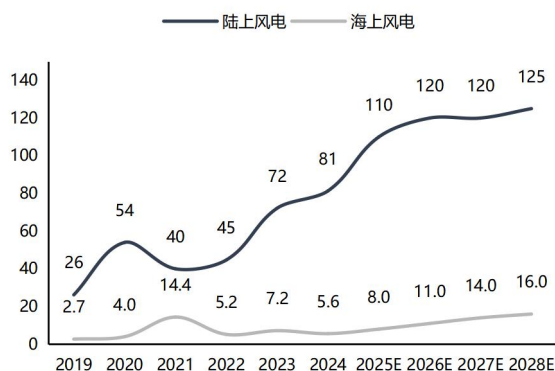
表6: 风电传动各技术路线对比

类型	细分类型	系统经济性	名义可靠性	运输吊装	定期运维	塔上维修更换
直驱	直驱永磁 直驱励磁	差	优	难	少	难
高速	双馈、 高速永磁	优	良	易	多	易
半直驱	中速永磁	良	良	易	多	易

资料来源：能联社，国信证券经济研究所整理

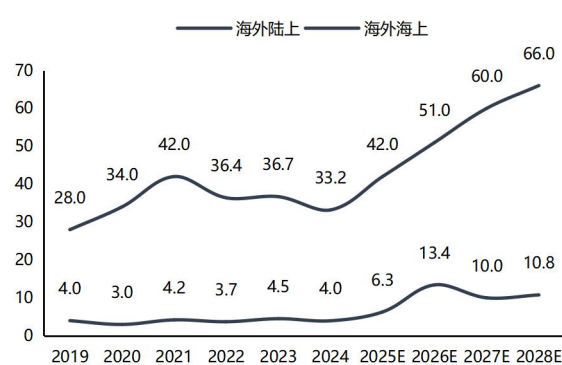
全球风电景气度持续上行，未来五年有望高速增长。2020 年以来，全球主要国家陆续提出“双碳”目标，新能源进入高速发展期；风电通过以大型化为主的技术进步度电成本大幅下降，且在电力交易背景下较光伏具有更好的负荷同步性，风电未来发展空间依然巨大。根据 GWEC 预测，2024-2030 年海外陆风新增装机 CAGR 高达 15%，海风新增装机 CAGR 高达 27%。国内方面，2025 年陆风装机有望再创新高，未来在“上大压小”、“风电下乡”等增量需求带动下，年新增装机有望维持 100GW 以上；海风此前受多重因素影响需求持续承压，2026 年有望换挡提速。

图 15: 我国风电新增装机预测 (GW)



资料来源：历史数据来自 CWEA，国信证券经济研究所预测与整理

图 16: 海外风电年均新增装机预测 (GW)



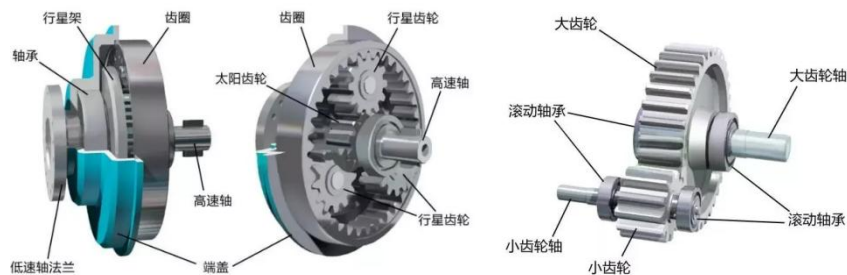
资料来源：GWEC，国信证券经济研究所整理

风电齿轮箱技术难度较高，直接关系风电持续可靠运行。风电齿轮箱技术难度和产品特性主要体现在几个方面：复杂的机械结构、高可靠性要求、高效能转化、低噪音与低振动及高成本和技术门槛。

风电齿轮箱内部结构复杂，大型化推动技术快速迭代。由于齿轮箱工作环境恶劣、价值高和更换维修成本大，对材料质量、耐候性及零部件的强度、韧性、抗疲劳性有极高要求。此外，随着风电设备大型化和环境的复杂多变，对齿轮箱及其零部件的高功率密度、轻量化以及快速迭代能力提出了更高要求。截至 2024 年底，双馈齿轮箱容量已达 15MW 级，半直驱齿轮箱容量已达 25MW 级。

齿轮箱零部件品类丰富，生产工艺流程复杂。齿轮箱内部零部件包括行星销轴、行星齿轮、太阳轮、内齿圈、扭力臂、端盖、箱体、行星架、轴承、法兰等，产品品类众多，且不同零部件生产工艺流程存在较大差异，且需要经过熔炼、成型、热处理、磨齿/滚齿等复杂工序，对企业综合实力提出较高要求。

图17: 风电齿轮箱内部结构与主要零部件



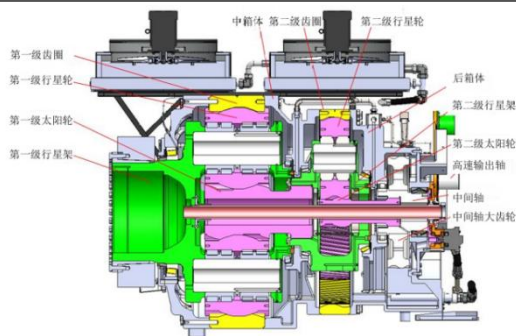
资料来源：电力微安全，国信证券经济研究所整理

图18: 风电齿轮箱技术难度和产品特性



资料来源：普华有策，国信证券经济研究所整理

图19: 5.2MW 风电齿轮箱剖面结构图



资料来源：曾雨田. 5.2MW 风电齿轮箱结构优化设计及性能研究[D]. 湘潭大学，2023，国信证券经济研究所整理

图20: 风电齿轮箱透视图



资料来源：舍弗勒，国信证券经济研究所整理

2024-2030 年全球风电齿轮箱市场空间 CAGR 达 5.1%。根据 Global Infor Research 数据，2023 年全球风电用主齿轮箱市场规模大约为 70.41 亿美元，预计 2030 年将达到 115.63 亿美元，2024-2030 期间年复合增长率（CAGR）为 5.10%。

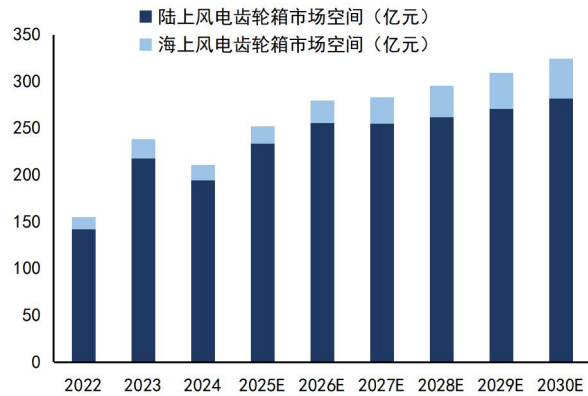
2024-2030 年我国风电齿轮箱市场空间 CAGR 达 7.5%。在国家政策支持、技术进步与市场需求的三重驱动下，国内风电持续景气，风电需求的增长拉动上游齿轮箱需求不断提升。2024 年我国风电用主齿轮箱市场规模大约为 210 亿元，其中陆风、海风齿轮箱市场空间分别为 194 亿元、16 亿元，预计 2030 年我国风电用齿轮箱市场空间将达到 324 亿元，2024-2030 期间年复合增长率（CAGR）为 7.46%。

图21: 全球风电用主齿轮箱以及零部件市场空间测算



资料来源: Global Infor Research, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图22: 我国风电用齿轮箱市场空间测算



资料来源: 国信证券经济研究所整理与预测

◆ 公司行业地位: 产品技术领先, 全球市占前三

公司产品技术领先, 多项参数高于行业标准。齿轮箱安全系数的高低直接影响到整个风电机组的运行安全和使用寿命, 高速轴承外圈的运行温度关乎齿轮箱的整体性能和使用寿命, 控制和优化高速轴承外圈的运行温度, 可以有效提高齿轮箱的可靠性和运行效率, 减少故障率和维护成本, 公司生产的风电主齿轮箱的零部件设计安全系数以及高速轴承外圈运行温度高于行业设计标准。

图24: 公司风电主齿轮箱的零部件设计安全系数

产品规格	名称	疲劳安全系数		极限载荷安全系数	
		S _F	S _H	S _F	S _H
4.5MW	公司	1.63	1.34	2.65	1.65
	行业标准	≥1.56	≥1.25	≥1.4	≥1.0
5.6MW	公司	1.67	1.32	2.74	1.63
	行业标准	≥1.56	≥1.25	≥1.4	≥1.0
6.25MW	公司	1.67	1.31	2.82	1.63
	行业标准	≥1.56	≥1.25	≥1.4	≥1.0
6.7MW	公司	1.65	1.33	2.73	1.65
	行业标准	≥1.56	≥1.25	≥1.4	≥1.0
8.5MW	公司	1.63	1.32	2.67	1.63
	行业标准	≥1.56	≥1.25	≥1.4	≥1.0

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理; 注: S_F表示齿根弯曲强度安全系数, S_H表示齿面接触强度安全系数, 安全系数越大表示设计越安全。

图25: 公司产品高速轴承外圈运行温度

产品规格	名称	高速轴承外圈运行温度均值 (°C)
4.5MW	公司	≤80
	行业标准	≤95
5.6MW	公司	≤80
	行业标准	≤95
6.25MW	公司	≤80
	行业标准	≤95
6.7MW	公司	≤80
	行业标准	≤95
8.5MW	公司	≤80
	行业标准	≤95

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

风电齿轮箱整体行业集中度较高, 公司市场份额领先。风电齿轮箱涉及多学科, 技术难度较高, 同时客户认证周期较长, 为保证产品安全性, 主机厂不会轻易更换供应商, 行业整体集中度较高, 根据 QY Research 统计数据, 2022-2024 年全球风电齿轮箱厂商市场 CR4 超 70%, 其中 2024 年公司全球市场占有率为 10.36%, 位列全球第三, 中国市场占有率 16.22%, 位列中国第二。

表7: 全球风电齿轮箱市场份额情况 (单位: %)

	2022	2023	2024
南高齿	38.30%	34.96%	33.98%
威能极	14.55%	14.40%	17.28%
德力佳	11.24%	12.77%	10.36%
采埃孚	11.29%	10.32%	9.95%
其他	24.62%	27.55%	28.43%

资料来源: QY Research, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 公司财务情况分析: 经营整体向好, 业绩显著修复

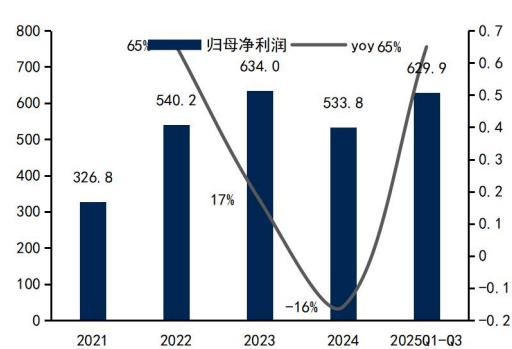
下游需求向好, 公司业绩显著修复。2021-2023 年公司规模不断扩张, 且 2021 年切入金风科技大客户, 公司业绩保持高增速。2023 年远景能源自产齿轮箱, 金风科技部分项目指定竞争对手供应齿轮箱致使两者对公司排产订单下降, 进而导致公司 2024 年业绩有所下滑。2024 年, 公司加大对明阳智能、运达股份及东方电气等下游客户的开拓, 期末订单饱满, 为 2025 年公司业绩增长打下基础。2025 年前三季度公司实现营收 40.59 亿元, 同比+66.36%; 归母净利润 6.30 亿元, 同比+64.96%; 扣非净利润 6.10 亿元, 同比+61.13%。

图26: 公司营业收入及增速 (单位: 百万元、%)



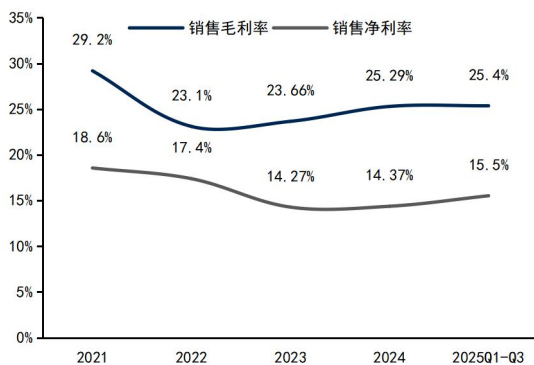
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图27: 公司归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)



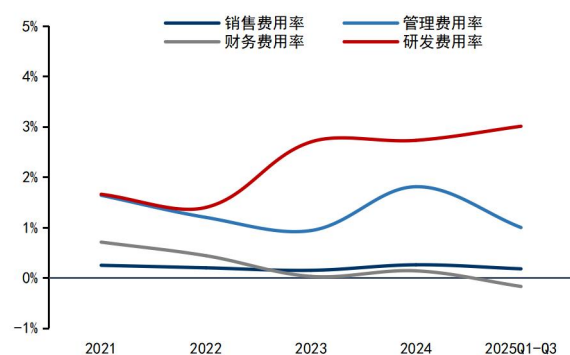
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图28: 公司年度毛利率、净利率变化情况 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图29: 公司期间费用率变化 (单位: %)



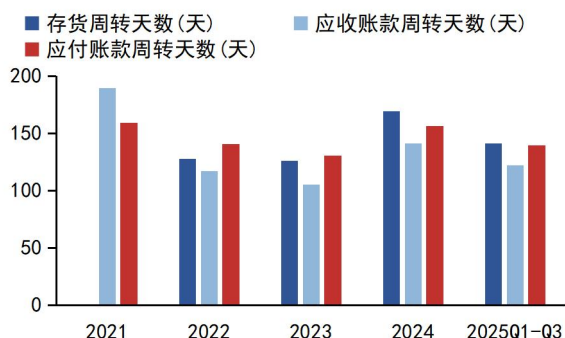
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

盈利能力整体维持较高水平。2022 年风电“抢装潮”褪去后市场竞争加剧, 叠加风机大型化趋势加速使得

公司产品单价降幅高于单位成本降幅，公司盈利能力有所下滑。2024 年，大宗商品价格整体下跌使得铸件、锻件价格下降，同时轴承国产化效果显著，轴承价格下降较多，公司产品毛利率有所恢复。2025 年前三季度公司毛利率 25.36%，同比+0.03pct.；净利率 15.52%，同比-0.13pct.。

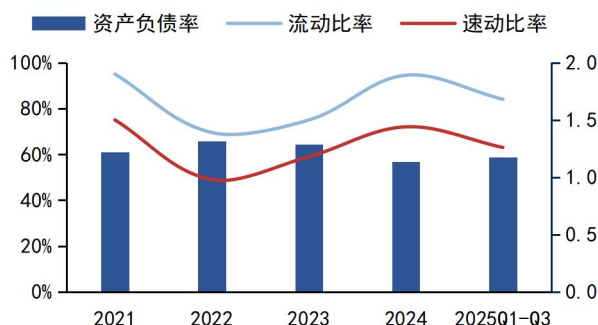
研发费用维持高位，期间费用率略有增长。公司重视研发创新，保持较高研发投入，目前研发费用率保持 2%-3% 水平。2024 年公司实施新一轮股权激励计划，实控人向部分员工转让股权，相应转出股权做加速行权处理，使得股权支付金额增长较多，因而公司管理费用率有所增加。2025 年前三季度公司收入增长摊薄费用，期间费用率 4.02%，同比-0.97pct.

图30：公司周转情况（单位：天）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图31：公司资本结构与偿债能力（单位：%）



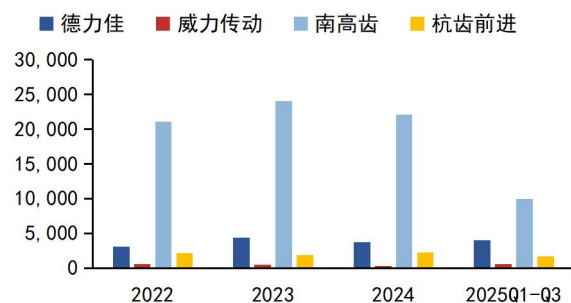
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司存货周转情况有待改善，资产结构持续优化、偿债能力强。公司 2022-2024 年存货周转天数持续增加，应付、应收账款周转天数整体呈上升趋势。公司资产负债率持续优化，由 2022 年 65.89% 高点下降至 2024 年 56.85%，同时 2022 年以来流动比率、速动比率持续上升，偿债能力逐渐加强。

◆ 同行业公司对比

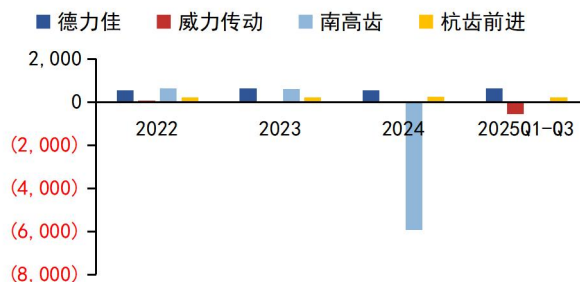
公司收入规模呈增长态势。公司主要聚焦于风电齿轮箱业务，行业龙头南高齿涉及业务领域广泛，致使营收规模相差较大。2024 年德力佳受远景能源自产齿轮箱，金风科技转移公司部分项目订单影响业绩有所下滑，但公司在行业需求增长带动下 2025 年前三季度收入重拾增长。净利润方面，公司稳定经营，保持行业较高水平；威力传动受业务拓展影响，仍有所承压；2024 年南高齿计提大额坏账损失，盈利大幅下滑。

图32：同行业公司营业收入对比（单位：百万元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

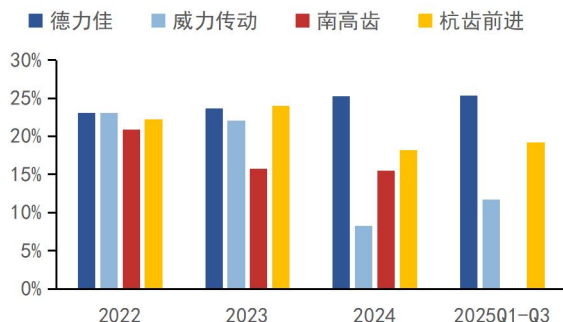
图33：同行业公司净利润对比（单位：百万元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

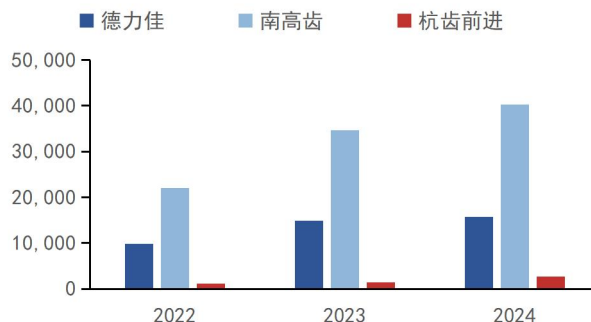
公司盈利能力表现稳定，国内销量保持位居前列。公司依托稳定的经营管理能力、领先的产品技术实力，毛利率保持较高水平，近两年维持在 24% 左右。国内齿轮箱销量方面，公司销售主要聚焦于国内市场，与行业头部风机厂稳定合作，并不断拓展客户，公司订单不断增长，亦带动国内销量稳定增长，2024 年国内风电齿轮箱销量达 15719MW，同比+6%，位居国内第二。

图34: 同行业公司毛利率对比（单位：%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图35: 同行业公司国内风电齿轮箱销量对比（单位：MW）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 盈利预测：

1. 主齿轮箱业务

公司产品涉及高速传动以及中速传动增速器，分别应用于双馈以及半直驱风力发电机组，双馈机组以及半直驱机组目前分别主导我国陆上风电以及海上风电市场。伴随全球主要国家“双碳”目标的持续推进，风电未来发展空间依然巨大，将拉动风机核心零部件齿轮箱需求持续增长。而齿轮箱行业存在资金壁垒、技术壁垒，行业新进入者少，头部企业有望充分受益上游需求增长。公司是风电主齿轮箱领军企业之一，市场份额全国第二，在风电行业持续景气、公司风机客户不断拓展、新增产能陆续投放带动下，公司齿轮箱份额有望持续提升，相关业务具备良好成长性。

高速传动：双馈机组成本优势明显，在我国风电机组技术降本持续推进的过程中，双馈机组未来一段时间有望继续主导陆上风电市场。伴随公司新增客户订单逐渐放量以及新建产能陆续投放，公司高速传动业务有望实现持续增长。

中速传动：展望“十五五”，我国海上风电开发将逐步步入成熟期。我们预计，“十五五”期间我国新增海风装机较“十四五”有望实现大幅增长，亦将带动海上风电齿轮箱行业增长，公司目前布局汕头海上风电齿轮箱基地，依托公司陆上风电与客户良好的合作基础，公司海上风电齿轮箱产品中速传动齿轮箱有望陆续导入风电主机厂供应体系，并拉动业务持续增长。

2025-2027 年，我们预计该板块营业收入分别达到 54.44/70.69/83.39 亿元，同比增长分别为 48.0%/29.9%/18.0%。

2. 其他业务

公司业务主要涉及风电主齿轮业务的售后、运维工作，在我国存量风电机组装机容量不断增长带动下，公司业务有望随之实现稳定增长。

2025-2027 年，我们预计该板块营业收入分别达到 0.45/0.57/0.71 亿元，同比增长分别为 20.0%/25.0%/25.0%。

表8: 主营业务收入及毛利预测 (单位: 百万元)

		2024A	2025E	2026E	2027E
主齿轮箱业务	营业收入	3677.65	5443.62	7068.69	8338.69
	yoy	-16.6%	48.0%	29.9%	18.0%
其中: 高速传动	营业收入	2362.49	3637.20	4922.19	5312.59
	yoy	-2.8%	54.0%	35.3%	7.9%
其中: 中速传动	营业收入	1315.16	1806.42	2146.50	3026.10
	yoy	-33.6%	37.4%	18.8%	41.0%
其他	营业收入	37.69	45.22	56.53	70.66
	yoy	20.0%	20.0%	25.0%	25.0%
合计	营业收入	3715.34	5488.84	7125.22	8409.35
	yoy	-16.4%	47.7%	29.8%	18.0%
	毛利润	939.51	1434.99	1667.56	1985.36
	毛利率	25.29%	26.14%	23.40%	23.61%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

未来 3 年业绩预测

表9: 未来 3 年盈利预测表 (单位: 百万元)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4442	3715	5489	7125	8409
营业成本	3391	2776	4054	5458	6424
销售费用	7	10	14	18	21
管理费用	42	67	66	57	67
研发费用	120	101	154	185	185
财务费用	1	5	41	63	83
营业利润	843	624	978	1259	1567
利润总额	843	623	973	1254	1562
归属于母公司净利润	634	534	827	1066	1328
EPS			2.07	2.67	3.32
ROE	32.1%	20.6%	24.1%	24.0%	24.3%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件, 我们得到公司 2025-2027 年实现营业收入分别为 54.89/71.25/84.09 亿元, 增速分别为 47.7%/29.8%/18.0%; 实现归母净利润分别为 8.27/10.66/13.28 亿元, 增速分别为 55.0%/28.9%/24.5%, 每股收益分别为 2.07/2.67/3.32 元。

◆ 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。最终我们认为公司合理估值区间为 87.96-95.96 元。

绝对估值: 87.26-101.24 元。

公司是国内风电用主齿轮箱头部企业, 出货量达全球前三、国内前二。2024 年受大客户金风科技对公司排产下降以及远景能源自制齿轮箱影响, 公司业绩有所承压。2025 年行业需求高增以及金风科技对公司排产修复, 公司营收与盈利均实现大幅增长。

齿轮箱行业竞争格局良好, 公司充分受益行业需求稳步增长。全球风电景气度持续上行, 拉动齿轮箱需求稳定增长, 而齿轮箱行业对新进入者技术、熟练劳动力以及资金要求较高, 未来三年行业产能增量较少, 公司凭借自身产能、技术以及资源优势, 有望抢占更多份额, 充分受益此轮需求增长。

公司积极丰富客户矩阵、扩张齿轮箱产能, 为业务持续成长提供重要支撑。公司为保证经营稳定性以及提振公司业绩, 持续拓展下游风机客户, 目前东方电气、运达股份等新客户对公司订单增量可观。公司亦积极拓展产能布局, 建设汕头海上风电齿轮箱基地, 依托汕头海上风电产业集群优势, 为公司未来海上风电业务发展打下基础。

表10: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	76.42%	42.92%	-16.36%	47.73%	29.81%	18.02%
营业成本/营业收入	76.90%	76.34%	74.7%	73.86%	76.60%	76.39%
销售费用/销售收入	0.20%	0.15%	0.26%	0.25%	0.25%	0.25%
管理费用/营业收入	1.20%	0.94%	1.81%	1.20%	0.80%	0.80%
研发费用/销售收入	1.40%	2.70%	2.73%	2.80%	2.60%	2.20%
营业税及附加/营业收入	0.32%	0.31%	0.53%	0.50%	0.50%	0.50%
所得税税率	10.93%	24.81%	14.28%	15.00%	15.00%	15.00%
股利分配比率	0.00%	0.00%	19.00%	20.00%	20.00%	20.00%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

表11: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.1	T	15.00%
无风险利率	1.70%	Ka	7.75%
股票风险溢价	5.50%	有杠杆 Beta	1.15
公司股价 (元)	66.22	Ke	8.01%
发行在外股数 (百万)	400	E/(D+E)	97.00%
股票市值 (E, 百万元)	26488	D/(D+E)	3.00%
债务总额 (D, 百万元)	1324	WACC	7.89%
Kd	5.00%	永续增长率 (10年后)	2.5%

资料来源: 国信证券经济研究所假设

我们假设永续增长率为 2.5%。根据以上假设采用 FCFF 估值方法, 得到公司的绝对估值区间为 87.26-101.24 元。

表12: 公司 FCFF 估值表 (百万元, 元/股, %)

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	TV
EBIT	1174	1372	1670	1856	2041	2245	2425	3061	3306	3571	
所得税税率	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
EBIT*(1-所得税税率)	998	1166	1420	1577	1735	1908	2061	2602	2810	3035	
折旧与摊销	112	189	289	365	392	394	395	395	395	395	
营运资金的净变动	-296	-514	-483	-317	-320	275	414	-418	-248	-263	
资本性投资	-1020	-1020	-1020	-50	-50	-20	-20	-20	-20	-20	
FCFF	-206	-179	205	1574	1756	2558	2850	2559	2937	3147	59796
PV(FCFF)	-191	-154	163	1162	1201	1621	1675	1393	1482	1472	27970
核心企业价值	37794										
减: 净债务	299										
股票价值	37496										
每股价值	93.74										

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

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, 下表是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析, 得出公司绝对估值的股价区间在 87.26-101.24 元。

表13: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

93.74		WACC 变化				
		7.5%	7.7%	7.9%	8.1%	8.3%
永续增长率变化	3.1%	114.09	108.27	102.95	98.06	93.55
	2.9%	110.03	104.61	99.63	95.05	90.81
	2.7%	106.30	101.24	96.57	92.26	88.27
	2.5%	102.87	98.12	93.74	89.67	85.90
	2.3%	99.70	95.24	91.11	87.26	83.69
	2.1%	96.77	92.57	88.66	85.02	81.62
	1.9%	94.05	90.08	86.37	82.91	79.68

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：87.96–95.96 元

可比公司的选择：

公司是国内风电齿轮箱头部企业，主要产品为高速传动、中速传动齿轮箱，与从事风电齿轮箱业务的威力传动类似。风电齿轮箱是风机技术难度最高的零部件之一，进入门槛高，市场格局集中，与风电轴承类似，且公司市场份额有望提升，与风电轴承龙头企业新强联具有类似的发展逻辑。因此，选择威力传动和新强联作为可比公司。

公司是风电主齿轮箱高纯度稀缺标的，市场份额提升潜力较大，海上风电有望贡献显著增量，新建产能释放在即，未来具有较好的增长持续性和确定性，公司估值高于可比公司相对估值具有合理性，因此给予公司 2026 年的 33–36 倍 PE 区间，得出公司合理相对估值股价区间 87.96–95.96 元。

表14: 同类公司估值比较（2025 年 11 月 18 日收盘价）

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价（元）	总市值（亿元）	EPS		PE		ROE 2024A
					2025E	2026E	2025E	2026E	
300850.SZ	新强联	–	47.44	196	1.95	2.53	24.3	18.8	1.3
300904.SZ	威力传动	–	70.63	51	0.64	3.78	110.4	18.7	–3.9
均值					1.30	3.16	67.3	18.7	
603092.SH	德力佳	优于大市	66.22	265	2.07	2.67	32.0	24.8	18.6

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理与预测 注：可比公司均采用 Wind 一致预测数据

◆ 投资建议

综合上述几个方面的估值和股价复盘，我们认为公司股票合理价值在 87.96–95.96 元之间，对应 2026 年动态 PE 为 33–36 倍，相对于公司目前股价有 21%–32% 溢价空间。我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 8.27/10.66/13.28 亿元，同比增长 55.0%/28.9%/24.5%，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

◆ 风险提示

估值的风险

我们采用了绝对估值和相对估值方法，多角度综合分析得出公司的合理估值在 87.96–95.96 元之间，但是该估值是建立在较多假设前提的基础上计算得来，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）、永续增长率的假定和可比公司的估值参数的选择，其中都加入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险。

绝对估值方面：

- 1、可能对公司未来长期保持较好的收入和利润增长估计偏乐观，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；
- 2、股权资金成本 K_e 对公司的估值影响较大，我们在计算 K_e 时采用的无风险利率 1.7%、股票风险溢价 5.5% 的取值都有可能偏低，导致 K_e 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定 10 年后公司 TV 增长率为 2.5%，公司所处的主要行业为风电，目前成长性良好，下游需求景气度较高，但是远期面临行业增长减慢甚至下滑的可能性，那么公司持续成长实际偏低或者负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：

我们主要关注公司 2026 年估值，选取可比公司 2026 年平均 PE 作为参考，最终判断公司 2026 年合理 PE 为 33-36 倍。上述估值方法存在以下风险：选取的可比公司，各公司对应下游应用存在差异，市场竞争要素和格局存在区别，行业整体估值水平偏高。

盈利预测的风险

国内风电建设投资增速不及预期：公司目前收入主要来自国内风电行业，若下游投资增速不及预期，则相关收入存在高估的风险。

风电客户开拓不及预期：公司未来成长性高度依赖风电行业行业，若客户开拓不及预期，则存在相关收入高估的风险。

上游原材料大幅涨价：公司主要原材料为钢铁等金属，若原材料价格大幅上涨，则公司毛利率存在高估的风险。

公司海上风电业务开拓不及预期：近年来公司推动海上风电业务发展，若后续市场开拓不及预期，则海上风电业务收入存在高估的风险。

政策风险

国内风电建设以及规划依赖国家政策支持，若政策支持力度不及预期，则存在需求低于预期的风险。

技术风险

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。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。

相关研究报告：

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	375	424	1195	1929	2807	营业收入	4442	3715	5489	7125	8409
应收款项	2660	2014	1654	2147	2534	营业成本	3391	2776	4054	5458	6424
存货净额	1003	1143	2105	2733	3226	营业税金及附加	14	20	27	36	42
其他流动资产	383	667	203	273	321	销售费用	7	10	14	18	21
流动资产合计	4655	4776	5634	7626	9475	管理费用	42	67	66	57	67
固定资产	1326	1410	2307	3127	3847	研发费用	120	101	154	185	185
无形资产及其他	130	130	141	153	164	财务费用	1	5	41	63	83
投资性房地产	375	346	439	356	420	投资收益	(5)	(2)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(111)	(131)	(180)	(80)	(60)
资产总计	6486	6662	8522	11261	13906	其他收入	91	20	25	30	40
短期借款及交易性金融负债	478	97	0	0	0	营业利润	843	624	978	1259	1567
应付款项	1956	1787	1620	2165	2521	营业外净收支	(0)	(2)	(5)	(5)	(5)
其他流动负债	663	645	603	802	934	利润总额	843	623	973	1254	1562
流动负债合计	3097	2530	2223	2967	3455	所得税费用	209	89	146	188	234
长期借款及应付债券	476	524	1324	2124	2924	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	612	733	974	1269	1512	归属于母公司净利润	634	534	827	1066	1328
长期负债合计	1088	1257	2298	3393	4436	现金流量表（百万元）					
负债合计	4185	3787	4521	6360	7891	净利润	634	534	827	1066	1328
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	53	144	120	20	0
股东权益	2300	2875	4001	4901	6016	折旧摊销	111	165	112	189	289
负债和股东权益总计	6486	6662	8522	11261	13906	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	1	5	41	63	83
2023	2024	2025E	2026E	2027E		营运资本变动	(521)	21	(296)	(514)	(483)
每股收益		2.07	2.67	3.32		其它	112	(58)	162	338	326
每股红利		0.41	0.53	0.66		经营活动现金流	390	806	924	1099	1459
每股净资产		10.00	12.25	15.04		资本开支	(543)	(263)	(1020)	(1020)	(1020)
ROIC	22%	18%	23%	21%	21%	其它投资现金流	3	(279)	(93)	83	(64)
ROE	32%	21%	24%	24%	24%	投资活动现金流	(540)	(542)	(1113)	(937)	(1084)
毛利率	24%	25%	26%	23%	24%	权益性融资	1016	41	400	0	0
EBIT Margin	20%	20%	21%	19%	20%	负债净变化	(610)	(229)	703	800	800
EBITDA Margin	22%	24%	23%	22%	23%	支付股利、利息	0	0	(101)	(165)	(213)
收入增长	43%	-16%	48%	30%	18%	其它融资现金流	(1)	(5)	(41)	(63)	(83)
净利润增长率	17%	-16%	55%	29%	25%	融资活动现金流	405	(194)	960	572	504
资产负债率	65%	57%	53%	56%	57%	现金净变动	255	70	771	734	878
股息率				0.6%	0.8%	货币资金的期初余额	116	375	424	1195	1929
P/E			32.02	24.84	19.95	货币资金的期末余额	375	424	1195	1929	2807
P/B	0.00	0.00	6.62	5.40	4.40	企业自由现金流	(299)	559	(206)	(179)	205
EV/EBITDA	4.27	4.18	24.11	21.05	17.55	权益自由现金流	(910)	325	461	568	934

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

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