

2026年04月30日

泛亚微透 (688386.SH)

投资评级：买入（首次）

——微孔材料国产领军企业 平台化发展奠定长期空间

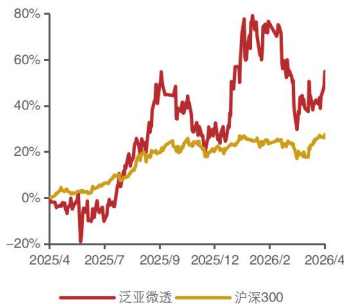
证券分析师

查浩
SAC: S1350524060004
zhahao@huayuanstock.com
刘晓宁
SAC: S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com

联系人

豆鹏超
doupengchao@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2026年04月29日

收盘价(元)	86.45
一年内最高/最低(元)	103.18/42.98
总市值(百万元)	8,611.19
流通市值(百万元)	7,866.95
总股本(百万股)	99.61
资产负债率(%)	49.18
每股净资产(元/股)	9.17

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **微观多孔材料领域的国家“专精特新”企业，以 ePTFE 膜为基础，持续打造新发展曲线。**公司是国内少数以膨体聚四氟乙烯膜（ePTFE）及下游组件为核心业务的新材料供应商和解决方案提供商。公司早期传统业务包括汽车挡水膜、密封件、吸隔声产品等，近年来在“市场利基、产品多元”的发展战略下，公司目前形成了 ePTFE、CMD 及气体管理产品、SiO₂ 气凝胶产品、高性能线束等四大核心业务产品（2025 年合计贡献约 79% 营收和约 92% 毛利）。2024 年及 2025 年，公司分别实现收入 5.15、7.23 亿元，同比分别+25.39%、40.40%；实现归母净利润 0.99、1.09 亿元，同比分别+14.58%、+9.49%。
- **平台价值凸显：我们认为，ePTFE 膜及相关技术具有较强的可迁移性，广阔的下游市场潜力下，公司基于 ePTFE 膜持续研发新品，不断向高成长性领域拓展+推进存量市场国产替代，长期发展潜力显著。**
- **ePTFE 膜具有设备、工艺等多重壁垒，公司打破国外垄断，有望持续推动 ePTFE 膜及组件市场的国产替代，并打开新的需求领域。**ePTFE 膜制备所需的拉伸工艺存在壁垒，且 ePTFE 膜生产设备无法通过外购获得，主要产线和工艺设备需自行设计开发。长期以来，ePTFE 膜市场被美国戈尔、日东电工、美国唐纳森等厂家垄断。公司于 2011 年成功开发出黑色 ePTFE 透气膜，后续不断研发新产品，打破国外巨头垄断。市场潜力方面，美国戈尔作为 ePTFE 膜行业的龙头企业，将 ePTFE 应用于服装面料、线缆、可植入医疗器械、工业滤膜等多个领域，2024 年在全球范围的年销售收入达到 53 亿美元（按照 6.82 元/美元汇率折合人民币约 361 亿元）。作为美国戈尔的追赶者，公司当前收入体量（2025 年 7.23 亿元）相对仍处于成长期，未来发展潜力显著。
- **存量业务有望继续放量：CMD 是公司基于 ePTFE 膜及干燥剂技术开发的产品；近年来汽车领域需求驱动销量高速增长，产能出现瓶颈后公司定增扩产，后续 CMD 业务有望快速放量。**公司露点控制器（CMD）产品主要针对微小封闭空间进行气体湿度和压力的调节，可有效提升电气电子设备在复杂环境下的可靠性、安全性，目前在汽车车灯、电池包、ECU 等领域被广泛应用。2022-2024 年公司 CMD 销量从 2022 年约 176 万只增长至 2024 年的约 1243 万只；根据公司定增公告，CMD 业务面临产能局限；为突破产能瓶颈，2026 年 2 月公司完成定增，募集资金总额为 6.71 亿元，其中约 1.2 亿元预计将用于 CMD 产品智能制造技改扩产项目，该募投项目达产后预计每年 CMD 合计产能达到约 5483 万只。此外，**户外储能、安防、消费电子、光伏等领域亦有凝露控制需求，亦有望成为中长期增量来源。**
- **布局线束业务：通过并购实现对凌天达控股，协同效应下，线束业务有望进入规模化发展阶段。**作为国产高端线缆供应商，常州凌天达新能源科技有限公司主要产品应用于涉及航空航天、高能物理、电子对抗、机要等高端领域。凌天达全资控股子公司江苏创仕澜传输科技有限公司此前是泛亚微透 TRT 电缆膜的客户。2023 年，公司首次增资入股凌天达（持股比例 26.58%），将业务拓展至高性能电缆、线束连接器等领域。2025 年 6 月公司进一步对凌天达增资，增资完成后持股比例由 27.07% 上升至 51%。协同效应下，公司线束业务有望进入规模化发展阶段。
- **布局 FCCL：开发低介电损耗 FCCL 挠性覆铜板，有望受益于 5G/6G 通信、航空航天及其他 GHz 级高频高速场景。**需求来看，FCCL 下游需求主要来自消费电子，其次来自新能源汽车、5G 通信、物联网、AI、医疗等领域，并且下游不同场景对 FCCL 材料在柔韧性、耐弯折性、信号传输稳定性等指标上提出更高要求。传统三层 FCCL 及二层 FCCL 分别存在介电性能受限和绝缘基膜导致的高频低损耗、耐湿热性能不足问题。而公司成功研发的基于聚酰亚胺/含氟聚合物复合绝缘材料的高性能二层 FCCL，具备高

频低介电常数/低介电损耗、优异的尺寸稳定性及耐环境性能等核心优势，成功突破传统 FCCL 技术瓶颈。2026 年 2 月公司完成定增，募集资金总额为 6.71 亿元，根据公司公告其中 2.16 亿元拟用于低介电损耗 FCCL 挠性覆铜板项目，项目投产后有望持续推进对当前主要供应商——美国杜邦和日本松下的国产替代。截至 2025 年 12 月，公司与航天航空领域的终端客户已完成商务条件谈判，待公司 FCCL 产品具备批量出货能力并完成验厂后，公司或将会与相关客户签署正式订单并开始逐步批量供货。

➤ **中期展望：以电子皮肤+线束产品，构建机器人领域增长点：**

1) 在电子皮肤材料领域，聚合物因具有良好的柔韧性、物化性能可设计性、生物相容性及加工成本优势，已成为构建压力触觉传感电子皮肤的核心材料。ePTFE 膜具有耐高低温、耐辐照特性，电气、化学、机械性能安全可靠等特性，我们认为 ePTFE 或者 ePTFE 膜与其他材料的复合材料有望成为电子皮肤关键原材料。2025 年 12 月，公司与苏州能斯达签署战略合作协议及委托开发协议，双方将聚焦机器人用 ePTFE 膜电子皮肤领域开展深度合作，解决电子皮肤使用寿命、耐磨、抗压、防水透气等性能技术瓶颈。

2) 机器人用线缆：从航空航天向机器人领域迁移。公司子公司凌天达线缆可用于航天航空领域，其性能有望满足机器人领域的要求，且正在推动布局：公司研发的机器人用连接电缆在客户端测试中，以超过 3500 万次循环弯折无故障的成绩顺利通过耐弯折性能认证，可为工业机器人、人形机器人、智慧手等设备的高频运动场景提供更稳定的连接解决方案。随着机器人出货量增加，公司作为供应商有望受益。

➤ **盈利预测与评级：**我们预计公司 2026–2028 年归母净利润分别为 1.77/2.97/4.22 亿元，同比增速分别为 63%/68%/42%，当前股价对应的 PE 分别为 49/29/20 倍。我们选取隆扬电子、再升科技为可比公司，鉴于公司是国内稀缺的 ePTFE 膜及解决方案供应商，广阔的下游市场潜力下，公司基于 ePTFE 膜持续研发新品，不断向高成长性领域拓展+推进存量市场国产替代，长期发展潜力显著。首次覆盖，给予“买入”评级。

➤ **风险提示：募投项目投产节奏低于预期、下游领域客户开拓低于预期、存量业务市场竞争加剧。**

盈利预测与估值（人民币）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	515	723	1,061	1,667	2,199
同比增长率（%）	25.39%	40.40%	46.84%	57.03%	31.93%
归母净利润（百万元）	99	109	177	297	422
同比增长率（%）	14.58%	9.49%	62.97%	67.66%	42.29%
每股收益（元/股）	1.00	1.19	1.78	2.98	4.24
ROE（%）	13.66%	13.01%	10.72%	15.60%	18.67%
市盈率（P/E）	86.84	72.46	48.67	29.03	20.40

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2026–2028 年归母净利润分别为 1.77/2.97/4.22 亿元，同比增速分别为 63%/68%/42%，当前股价对应的 PE 分别为 49/29/20 倍。我们选取隆扬电子、再升科技为可比公司，鉴于公司是国内稀缺的 ePTFE 膜及解决方案供应商，且持续开拓下游高增长领域，中长期发展潜力显著，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

结合公司发展态势及外部行业环境，我们对公司 2026–2028 年经营假设如下：**1) ePTFE 微透产品**：受益于新能源车渗透率持续提升及单车用量增长，未来 3 年预计收入维持 15%以上增速；**2) CMD 及气体管理产品**：随着产能募投项目投产，未来 3 年收入有望快速增长；**3) 线束**：受益于凌天达并表以及机器人领域潜在放量，预计收入维持 30%以上增速；**4) 传统业务及气凝胶等业务收入**预计维持相对稳定。

投资逻辑要点

我们认为：ePTFE 膜及相关技术具有较强的可迁移性，广阔的下游市场潜力下，公司基于 ePTFE 膜持续研发新品，不断向高成长性领域拓展+推进存量市场国产替代，长期发展潜力显著。

核心风险提示

募投项目投产节奏低于预期、下游领域客户开拓低于预期、存量业务市场竞争加剧

内容目录

1. 泛亚微透：ePTFE 国产领军企业 持续打造新发展曲线	6
1.1. ePTFE 膜：可迁移性强的新型高分子材料 市场空间广阔	6
1.2. 泛亚微透：ePTFE 国产领军企业 持续打造新发展曲线	7
2. 短期：存量汽车领域价值挖潜 布局通信/航空航天新领域	11
2.1. 新能源车渗透趋势下 CMD 产品有望继续放量	11
2.2. FCCL：布局新领域 募投产能奠定增长基础	13
2.3. 高性能线束：控股凌天达 培育新增长曲线	15
3. 中期：以电子皮肤+线束产品 构建机器人增长点	16
3.1. 电子皮肤：与能斯达战略合作	16
3.2. 线缆：从航空航天向机器人领域迁移	16
4. 盈利预测与评级	17
5. 风险提示	18

图表目录

图表 1: ePTFE 膜及下游应用产品	6
图表 2: 美国戈尔 2021-2024 年收入规模 (亿美元)	7
图表 3: 公司股权结构图 (截至 2026 年 2 月底)	8
图表 4: 公司主要产品及下游应用领域	9
图表 5: 公司收入结构 (2025 年)	10
图表 6: 公司毛利结构 (2025 年)	10
图表 7: 公司收入 (亿元) 及增速 (%)	10
图表 8: 公司归母净利润 (亿元) 及增速 (%)	10
图表 9: 公司各业务毛利率 (%)	10
图表 10: 公司整体销售毛利率 (%) 和净利率 (%)	10
图表 11: ePTFE 微透组件及 CMD 相关业务市场规模测算	11
图表 12: CMD 及在车灯上的应用示意图	12
图表 13: CMD 原理示意图	12
图表 14: 公司 CMD 及气体管理产品营收 (亿元) 及增速	13
图表 15: 公司 CMD 产品销量 (万只)	13
图表 16: FCCL 结构示意图	14
图表 17: 国内挠性覆铜板及相关制品销量 (万平方米)	14
图表 18: 公司近年来挠性覆铜板 (FCCL) 相关研发项目	14
图表 19: 公司及子公司部分高性能线束产品	16
图表 20: 凌天达 2021-2025 年收入 (亿元)	16
图表 21: 空间站舱内外用线缆性能要求	17
图表 22: 可比公司相对估值表	18

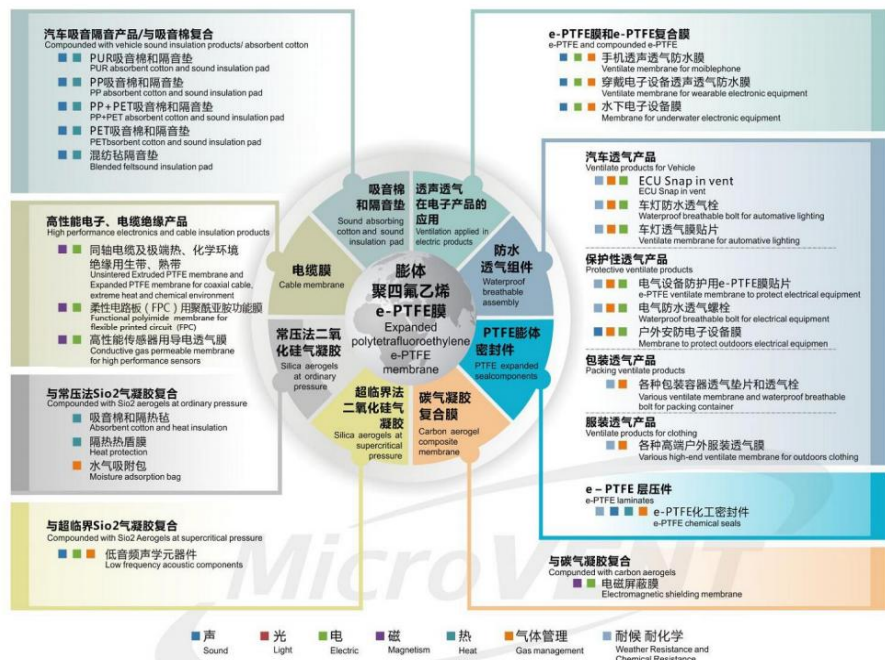
1. 泛亚微透：ePTFE 国产领军企业 持续打造新发展曲线

我们认为，作为一家以高端微孔材料及其下游组件/产品制造为核心业务的企业，泛亚微透的成长源于材料本身的可迁移性+公司持续的下游需求场景开发。在分析泛亚微透前，本章首先围绕核心产品——ePTFE 膜进行介绍。

1.1. ePTFE 膜：可迁移性强的新型高分子材料 市场空间广阔

ePTFE 膜（膨体聚四氟乙烯膜）是一种新型高分子材料，具有微米或亚微米级的多孔立体网状微观结构，由 PTFE 树脂经拉伸、车削等特殊加工方法制成。在保持 PTFE（聚四氟乙烯）优良化学性能的同时，ePTFE 使用温度范围更广、机械强度更高，并且具备多孔性、透气性、疏水性、柔韧性等一些 PTFE 不具备的新特性，是一种非常优秀的防水、防尘、透气材料。通过搭配不同特性的辅助材料，以 ePTFE 膜作为基材的复合材料/组件/产品可以实现不同的功能和用途。目前 ePTFE 膜及其组件可广泛用于汽车、消费电子、新能源、医疗、服装、工业过滤、航空航天、电缆、安防、包装、化工等领域。

图表 1：ePTFE 膜及下游应用产品

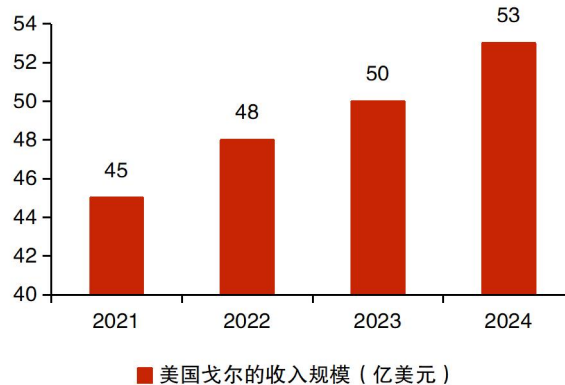


资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

美国戈尔是 ePTFE 行业龙头，持续拓展下游应用支撑其不断成长。 ePTFE 行业的发展历程可以追溯到 20 世纪 40 年代，当时美国杜邦公司成功研发出聚四氟乙烯(PTFE)。1958 年美国戈尔公司成立后，于 1969 年尝试将 PTFE 进行拉伸，增加其中的空气含量，最终得到一种更轻盈、更柔韧的材料 ePTFE。自此之后，美国戈尔将其用于线缆、工业过滤膜、服装面料、可植入医疗器械等多个领域，收入体量也持续走高，根据戈尔 2024 年可持续发展报

告,其在全球范围内年销售收入已经达到 **53 亿美元**(按照 6.82 元/美元汇率折合人民币约 **361 亿元**)。

图表 2: 美国戈尔 2021-2024 年收入规模 (亿美元)



资料来源:美国戈尔官网,华源证券研究所。注:2023 年收入数据为近似数据,原文表述为“almost \$5 billion”。

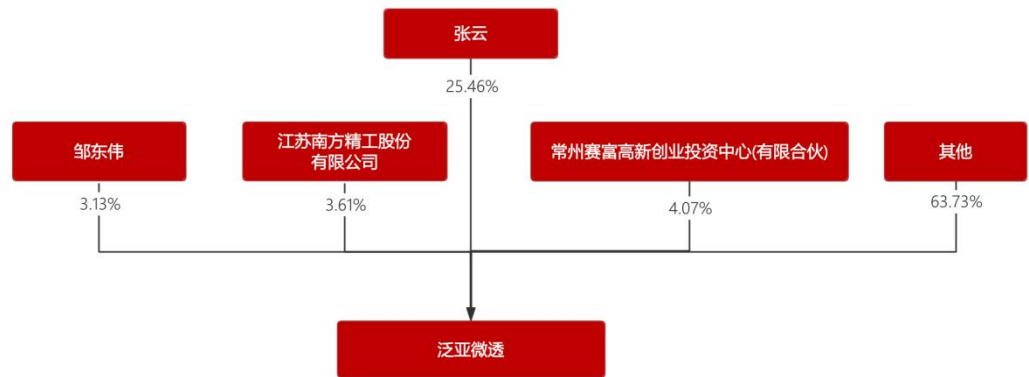
ePTFE 膜具有工艺、设备等多重壁垒,竞争格局较好。

壁垒方面, (1) **工艺**: ePTFE 膜制备时,在改性、复合等加工环节需要大量试错和经验积累,其制造加工主要涉及两大核心工艺——拉伸工艺及改性、复合加工,其中拉伸工艺是产业链中最难的部分。(2) **生产设备**: ePTFE 膜生产设备无法通过外购获得,主要产线和工艺设备需自行设计开发。(3) **定制化设计**: 以 ePTFE 膜为原材料,需根据客户需求定制化设计为零部件组件或全套解决方案。

竞争格局方面,由于制备工艺及设备主要被戈尔、日东电工、唐纳森等厂家所掌握,ePTFE 膜市场被前述几家跨国供应商长期垄断;国内代表企业则以泛亚微透为主,作为美国戈尔的追赶者,泛亚微透当前收入体量(2025 年收入 7.23 亿元)相对仍处于成长初期,我们认为在国产替代及下游需求领域增加的趋势下,泛亚微透未来发展潜力显著。

1.2. 泛亚微透: ePTFE 国产领军企业 持续打造新发展曲线

微观多孔材料领域的国家“专精特新”企业。泛亚微透始建于 1995 年,目前主要从事膨体聚四氟乙烯膜(ePTFE)、气凝胶等微观多孔材料及其改性衍生产品的研发、生产及销售,是一家拥有自主研发及创新能力的新材料供应商和解决方案提供商。公司在 ePTFE 膜、SiO₂ 气凝胶等微观多孔材料领域具有较强影响力,是国家“专精特新”中小企业、江苏省高新技术企业。2020 年 10 月,公司于科创板上市。公司实控人为张云;截至 2026 年 2 月底,张云持有公司股份比例为 25.46%。

图表 3：公司股权结构图（截至 2026 年 2 月底）


资料来源：wind，华源证券研究所

公司历经三大发展阶段，以汽车客户为基础，通过持续研发+外延并购打造新发展曲线。

第一阶段(1995–2002 年)：公司成立后主要从事简单的材料复合业务，主要产品为标签、贴纸等塑料制品，积累基础运营经验；

第二阶段(2002–2013 年)：公司开始承接星宇车灯的密封件订单以及其他主机厂的挡水膜订单，顺利切入汽车行业，开始了解到防水透气膜产品并对此开展深入研究，于 2011 年开发出黑色 ePTFE 透气膜，解决车灯雾气问题，奠定行业地位；

第三阶段(2013 年至今)：考虑到 ePTFE 膜下游细分市场众多、是典型的长尾利基市场，公司采取“市场利基、产品多元”的发展战略，以 ePTFE 膜和气凝胶技术等为核心，持续拓展新的利基市场。具体而言：

- **ePTFE 微透产品**：除了传统的汽车微透产品以外，公司基于 ePTFE 膜研发的耐水压透声膜于 2020 年左右顺利进入小米、华为、Google 等品牌的供应链体系，打开消费电子微透产品成长空间。
- **CMD(凝露控制器)及气体管理产品**：CMD 是公司基于 ePTFE 膜和干燥剂研发的产品，实现对汽车车灯雾气问题传统解决方案的替代，已广泛用于奔驰、宝马、星宇股份、华域视觉等头部客户；同时也用于动力电池包、汽车 ECU 控制单元等领域。
- **气凝胶业务**：2017 年，通过将 ePTFE 膜与 SiO₂ 气凝胶复合，公司成功研发出具有高隔热性能的新型复合材料，并于 2021 年收购上海大音希声 60% 的股权，将气凝胶业务顺利拓展至舰船领域；还成功将气凝胶应用于航空领域，完成某型号飞机的项目定点；以及完成某新能源头部客户的验证及项目定点工作。
- **线束业务**：2023 年通过实物资产增资入股凌天达（凌天达子公司创仕澜是公司 ePTFE 膜材料的下游客户），布局高性能电缆和线束连接器领域，2024 年成立汽车线束事业部，并于 2025 年实现对凌天达控股（控股比例 51%）。

由此可见，我们认为公司的**发展脉络**是以 ePTFE 膜材料为基础：一方面进行**纵向价值挖潜**，在**汽车领域**持续开发新产品，例如车灯的 ePTFE 透气栓和透气膜、CMD 等；另一方面则是**横向延伸**，例如将 CMD 用于新能源电池包的泄压阀、开发透声膜打开消费电子市场、通过外延并购凌天达拓展线束业务、通过并购大音希声扩大气凝胶隔热材料的下游客户等。

图表 4：公司主要产品及下游应用领域

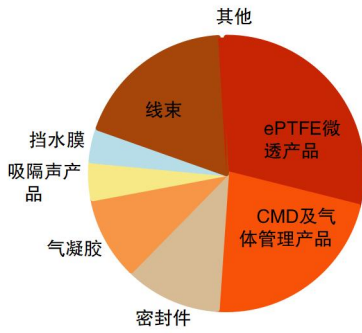
主要下游行业	主要产品	产品细分	核心用途
汽车	传统产品	挡水膜	应用于车门内部，实现防水与隔音
		密封件	包含密封圈、海绵条、减震垫等，以 EPDM、PE、PUR 等为原料，用于汽车、家电领域，实现密封、防尘、减震
		吸隔声产品	主要供应主机厂和汽车内饰厂，用于汽车中控台、车门、手套箱、地板等部位，降低噪音，包含基础吸音棉与 ePTFE 膜复合吸音棉等
	CMD 和气体管理产品	凝露控制器 CMD	基于 ePTFE 膜开发，解决微小密闭空间凝露问题，以车灯为核心应用场景，通过硅胶阀自动平衡内外气压，实现防潮干燥
		气体管理产品	分为干燥剂和吸雾剂，用于密闭小微空间（核心为汽车车灯）的湿度管理
	ePTFE 微透产品	汽车透气产品	包含透气栓、透气膜、泄压阀等，用于汽车车灯、电机、ECU 等部位，平衡内外压差、防水防尘，保护敏感电子元件；泄压阀应用于新能源动力电池包，平衡电芯热失控带来的压力风险
包装	ePTFE 微透产品	包装透气产品	用于化学品、液态有机肥的包装运输，平衡容器内压力，防止破裂渗漏，实现防水、防尘、防油、透气、抗腐蚀
消费电子	ePTFE 微透产品	保护性透气产品	耐水压透声膜等，用于智能手机、手表、手环、摄像头等消费电子，实现 IP67/IP68 防水防尘，同时保障声音传输信噪比
隔热材料，多领域	气凝胶		以 SiO ₂ 气凝胶为核心，用于新能源车、船舶、核电、LNG 等领域，具备超轻、超低导热系数的优异保温性能
航空航天、高能物理等领域	线束	特种膜	基于 ePTFE 开发，例如用于电磁屏蔽的 ePTFE 屏蔽膜、用于航空航天的耐原子氧薄膜、用于航空线缆的 TRT 电缆膜等。公司 TRT 电缆膜具有卓越的电气性能、耐高低温、抗酸碱、耐油、耐磨、防潮、防霉和良好的粘结特性，适用于航空航天电线电缆和高性能电子绝缘领域。
		线束	布局高性能电缆、线束连接器领域，产品广泛应用于航空航天、汽车等领域

资料来源：公司公告，华源证券研究所。注：每个色块为一个业务板块。

从上表可以看出，公司目前形成了 ePTFE、CMD 及气体管理产品、SiO₂ 气凝胶产品、高性能线束等四大核心业务产品，同时拥有挡水膜、密封件、吸隔声等传统业务。而汽车领域是公司“传统业务+ePTFE 微透产品+CMD 及气体管理产品”的主要下游客户来源，**受益于汽车销量持续增长及新能源汽车渗透率提升，公司近年来业绩持续向好。**

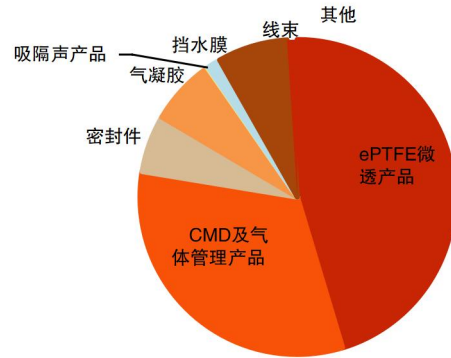
2024 年及 2025 年，公司分别实现收入 5.15、7.23 亿元，同比分别+25.39%、40.40%；实现归母净利润 0.99、1.09 亿元，同比分别+14.58%、+9.49%。2025 年，公司 ePTFE 微透产品、CMD 及气体管理产品、气凝胶业务、线束业务四大核心业务板块**贡献约 79%营收和约 92%毛利**。盈利能力方面，上述四大业务 2025 年毛利率分别为 71.3%、66.0%、32.1%、17.5%。

图表 5：公司收入结构（2025 年）



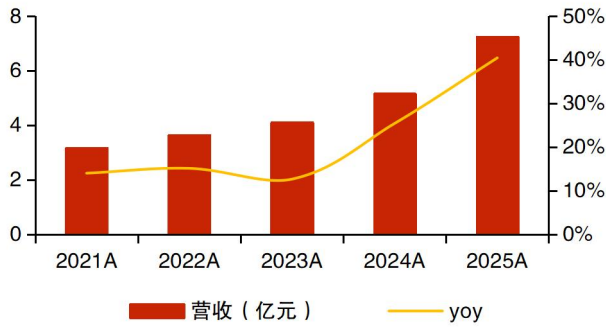
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 6：公司毛利结构（2025 年）



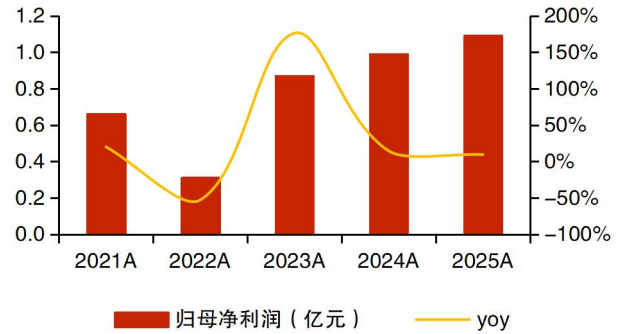
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 7：公司收入（亿元）及增速 (%)



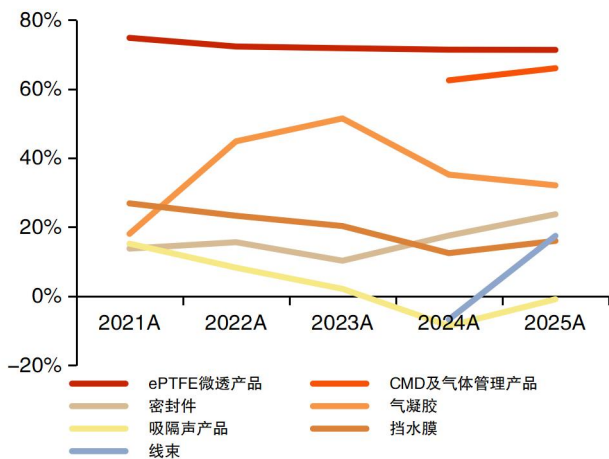
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 8：公司归母净利润（亿元）及增速 (%)



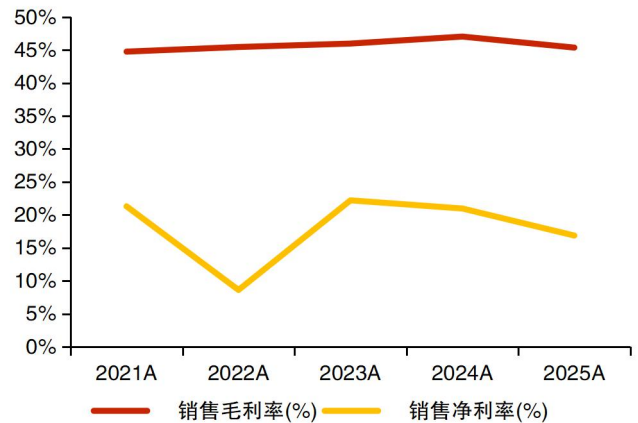
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 9：公司各业务毛利率 (%)



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 10：公司整体销售毛利率 (%) 和净利率 (%)



资料来源：wind，华源证券研究所

平台价值凸显，长期发展潜力显著。从技术视角来看，公司 CMD 业务、线束业务、FCCL 业务均为 ePTFE 膜材料的衍生产品，技术同源。我们认为：ePTFE 膜材料性能较优，广阔

的下游市场潜力下，公司基于 ePTFE 膜持续研发新品，不断向高成长性领域拓展+推进存量市场国产替代，其长期发展潜力显著。

立足 2026 年，公司正在消费电子、通信、航空航天、机器人等领域布局新增长点：基于 ePTFE 膜的制备技术，1) 在消费电子/通信/航空航天领域，2026 年 1 月公司完成定增，募集资金部分用于挠性覆铜板 FCCL（基于 ePTFE）；2) 以高性能线束、电子皮肤为突破点，在人形机器人领域进行布局，有望打开中长期成长空间。

2. 短期：存量汽车领域价值挖潜 布局通信/航空航天新领域

2.1. 新能源车渗透趋势下 CMD 产品有望继续放量

公司下游存量利基市场或仍有价值挖掘潜力。如图表 11，我们根据下游行业数据，对公司产品合理用量及价格做假设，可以粗算出 2025 年下游市场容量：1) ePTFE 微透产品：若仅考虑全球汽车车灯和消费电子合计市场，则市场规模容量下限或超过 30 亿元；2) CMD 产品：考虑汽车车灯 CMD 和用于新能源动力电池包泄压阀的 CMD，则全球市场容量下限或超过 70 亿元。公司 2025 年 ePTFE 微透产品、CMD 业务收入分别为 2.09 亿元、1.04 亿元，对比可知，上述产品存量下游或仍有挖掘潜力。

图表 11：ePTFE 微透组件及 CMD 相关业务市场规模测算

下游市场	细分应用市场	产品类别	用量假设	价格假设	2025 年行业数据	2025 年潜在市场容量粗算 (亿元)
汽车	汽车车灯	ePTFE 微透组件	平均 12 个/辆 (前大灯 4 个/只, 尾灯和雾灯各 1 个/只)	单价约 0.6 元	全球汽车产量, 约 9640 万辆	6.94
				单价约 0.6 元	中国汽车产量, 3453.1 万辆	2.49
		气体管理产品	10 个/辆 (前灯 3 个/只, 后灯 2 个/只)	单价 2 元/个	全球汽车产量, 约 9640 万辆	19.28
					中国汽车产量, 3453.1 万辆	6.91
	CMD(凝露控制器)	平均 6 个/辆(每辆车 3 对灯, 每灯 1 个)	10 元/个	全球汽车产量, 约 9640 万辆	57.84	
			10 元/个	中国汽车产量, 3453.1 万辆	20.72	
新能源动力电池包	SiO ₂ 气凝胶复合材料	2-5 平方米/辆	单价 100 元/平方米	中国 NEV 产量, 1662.6 万辆; 中国 NEV 渗透率, 47.9%	33.25-83.13	
	泄压阀	2-4 个/辆	单价 40 元		13.30-26.60	
消费电子	智能手机	保护性透气膜	3 片/部	单价 0.5-1.3 元	全球智能手机出货量 12.6 亿部	18.90-49.14
	智能可穿戴设备		2 片/个	单价 0.5-1.3 元	全球可穿戴设备出货量 6.115 亿台	6.12-15.90
	平板电脑		2 片/台	单价 0.5-1.3 元	全球平板电脑出货量 1.519 亿台	1.52-3.95

资料来源：公司公告，中汽协，OCIA 等，华源证券研究所测算

新能源车渗透率持续提升及智能化背景下，市场对 CMD 需求有望持续提升。

在新能源车渗透率提升趋势下，车灯正从过去的“光源功能件”向“智能交互终端”转变，2025 年中国乘用车 LED 前大灯、贯穿式 LED 尾灯渗透率超过 80%，同时 ADB 自适应远光、矩阵式 LED 等智能化功能渗透率持续提升，这使得车灯从单一部件向整车电子电气架构融入，从独立 ECU 控制转向中央计算平台协同。

这将导致车灯中电气电子设备的数量和种类持续增加，若设备内部存在的湿度在温度变化时，易在光滑的电子电器元件表面结雾凝露，从而产生锈蚀和短路，导致设备的绝缘性能急剧降低；或是气体压力无法快速释放，最终可能导致严重的安全事故。

公司 CMD 产品基于 ePTFE 膜及干燥剂技术开发的产品，主要针对微小封闭空间进行气体湿度和压力的调节，可有效提升电气电子设备在复杂环境下的可靠性、安全性，具备无源、可复用、低成本、模块化等竞争产品不具备的特性，并在车灯、电池包、ECU 等领域被广泛应用。例如：

1) 车灯：业内解决车灯雾气的传统方法主要是透气栓、通气管、干燥剂、防雾涂层多部件结合使用，整套方案成本较高。公司 CMD 产品通过高性能红外吸湿剂和阀的结构设计组合解决车灯雾气和压力平衡问题，使用 CMD 方案后将不需要再采用传统的雾气解决方案，减少了车灯的制造工序，大幅度降低了雾气解决的成本。

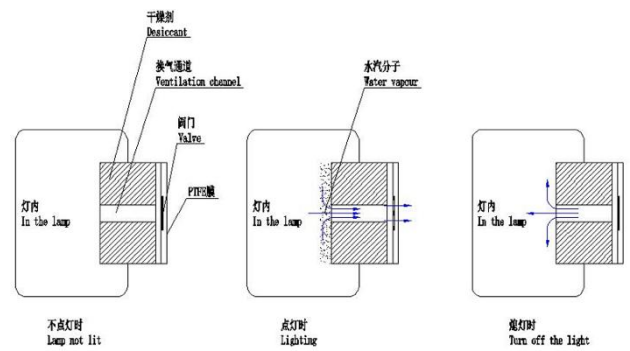
2) 电池包：公司开发的集压力平衡、快速泄压、凝露控制三个功能于一体的 CMD 平衡泄压阀组件，能够有效地改善电池包内部产生冷凝水所带来零部件腐蚀老化、绝缘性能下降、温度读取失真等问题，该技术已被国内部分新能源电池厂采用。

图表 12: CMD 及在车灯上的应用示意图



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 13: CMD 原理示意图



资料来源：公司官网，华源证券研究所

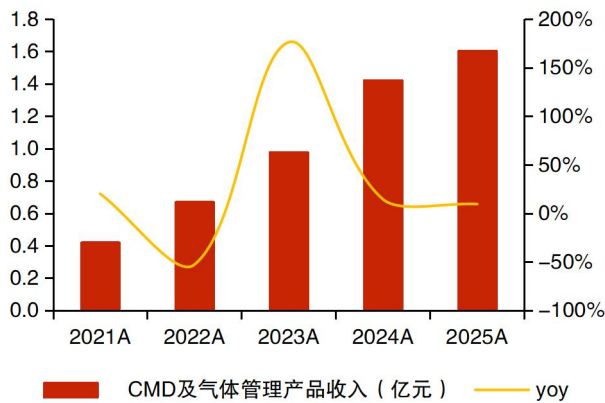
市场渗透率有望持续提升，客户资源优质奠定订单潜力。公司多年来在汽车领域积累大量优质客户和渠道资源，目前 CMD 及气体管理产品已在奔驰、宝马、大众、沃尔沃、红旗、五菱、理想、蔚来、吉利、广汽、长安、小米等知名汽车厂商的部分车型中应用，已经提供配套的车灯厂则包括法雷奥、海拉、马瑞利、华域视觉、星宇车灯等知名车灯厂商。

高速增长导致 CMD 产能遇到瓶颈，募资扩产有望促进 CMD 业务继续放量。2022-2024 年，公司 CMD 销量从约 176 万只增长至 2024 年的约 1243 万只。根据公司定增公告，CMD

业务面临产能局限；为突破产能瓶颈，2026年2月公司完成定增，募集资金总额为6.71亿元，其中约1.2亿元预计将用于CMD产品智能制造技改扩产项目，该募投项目达产后预计每年CMD合计产能达到约5483万只。

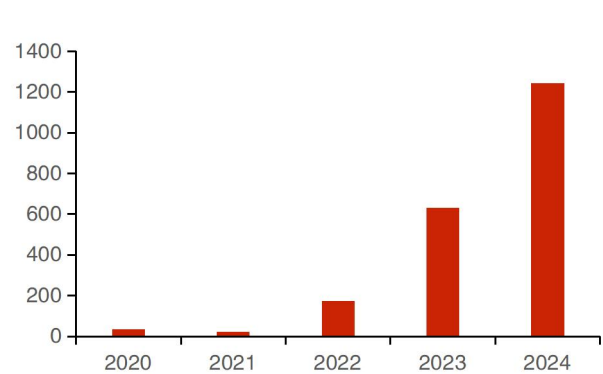
我们认为，随着募投产能投产释放，公司CMD业务有望继续放量。此外，户外储能、安防、消费电子、光伏等领域亦有凝露控制需求，亦有望成为中长期增量来源。

图表 14：公司 CMD 及气体管理产品营收（亿元）及增速



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 15：公司 CMD 产品销量（万只）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

2.2. FCCL：布局新领域 募投产能奠定增长基础

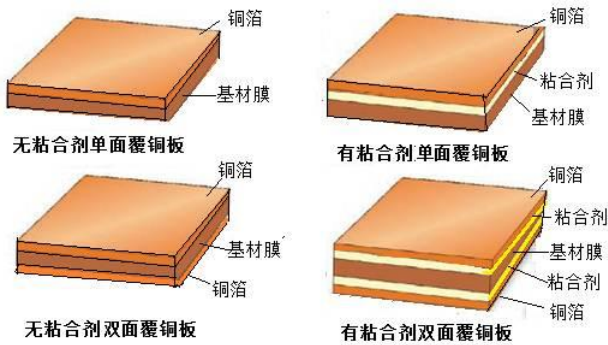
FCCL（挠性覆铜板）是一种以聚酰亚胺(PI)、液晶聚合物(LCP)或改性聚酯(PET)等高分子柔性薄膜为基材，单面或双面覆以电解铜箔(ED)或压延铜箔(RA)并通过胶黏剂层压或无胶工艺复合而成的电子功能材料。用其制作的挠性印制电路(FPC)具有配线密度高、轻薄、可弯折和可立体组装等特点。根据结构组成，FCCL可分为有胶型(3L-FCCL)与无胶型(2L-FCCL)两大类。从基材类型划分，PI基FCCL占据市场主导地位，因其具备优异的耐高温性(长期使用温度可达250℃以上)、机械强度和化学稳定性；LCP基FCCL虽成本高昂，但在毫米波频段下具有极低的介电常数和介电损耗因子。

FCCL下游需求主要来自消费电子，其次来自新能源汽车、5G通信、物联网、AI、医疗等领域，并且下游不同场景对FCCL材料在柔韧性、耐弯折性、信号传输稳定性等指标上提出更高要求。例如：1)消费电子轻薄化升级、可穿戴设备的柔性集成趋势下，要求FCCL具备极佳的耐动态弯折性、低弯折半径和长期的机械可靠性；毫米波天线模组要求极低的介电损耗和稳定的介电常数；2)新能源汽车的智能化转型下，汽车动力电池管理系统要求在高温高湿环境下保持优异的绝缘性和尺寸稳定性，并耐受长时间的振动；3)5G通信高频高速需求下，对信号传输稳定性要求不断提升。

需求规模来看：根据中电材协覆铜板材料分会(CCLA)调查数据，2024年国内挠性覆铜板及相关制品销量为7719万平方米，同比增长16.2%。**供给格局方面：**根据中研网，中国、日本、韩国三国FCCL合计产量占全球总量的80%以上；全球FCCL行业竞争格局高度集中，日韩企业长期掌握高端技术话语权。日本住友电工、东丽、钟渊化学、美国杜邦、

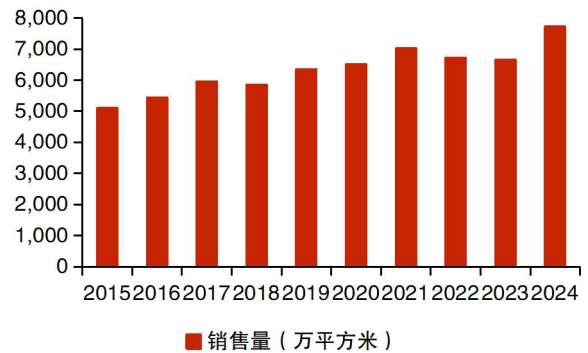
韩国 SKC Kolon PI 等企业合计占据全球高端 FCCL 市场的大部分份额。国内企业在中低端市场实现规模化替代，但在 LCP 基、超薄铜箔、低粗糙度铜箔等关键材料及工艺上仍存在差距，代表企业例如生益科技、丹邦科技、中英科技、华正新材等加速技术攻关，在高端市场逐步突破技术封锁，产业链自主可控能力逐步增强。

图表 16: FCCL 结构示意图



资料来源: PCB 电路板之家公众号, 华源证券研究所

图表 17: 国内挠性覆铜板及相关制品销量(万平方米)



资料来源: 中电材协覆铜板材料分会 (CCLA), 华源证券研究所

传统 FCCL 在高频低损耗、耐湿热方面存在性能不足等问题。传统的三层 FCCL (3L-FCCL) 因粘结剂层导致介电性能受限, 难以满足高频需求; 而二层 FCCL (2L-FCCL) 虽然结构更优, 但传统基于绝缘基膜 (如纯聚酰亚胺薄膜) 的二层 FCCL 在高频低损耗、耐湿热等方面仍存在不足。

公司自研 FCCL 可以有效解决上述问题, 其中公司生产的复合基材有望解决高端 FCCL 制备核心材料“卡脖子”问题。公司研发的基于聚酰亚胺/含氟聚合物复合绝缘材料的高性能二层 FCCL, 具备高频低介电常数/低介电损耗、优异的尺寸稳定性及耐环境性能等核心优势。该技术与公司所掌握的 ePTFE/PTFE 膜材料核心技术一脉相承, 在 FCCL 铜箔已经实现国产化的情况下, 公司生产的聚酰亚胺/含氟聚合物复合基材有望解决高端 FCCL 制备核心材料“卡脖子”问题。

图表 18: 公司近年来挠性覆铜板 (FCCL) 相关研发项目

时间	项目名称	拟达到目标
2023	高性能 CCL 用聚酰亚胺、氟聚合物和铜箔复合材料技术研究	自主研发高性能 CCL 用聚酰亚胺、氟聚合物和铜箔复合材料技术研究, 形成拥有自主知识产权的高性能 CCL 用聚酰亚胺、氟聚合物和铜箔复合材料技术产品
2024-2025	高频高速低介电损耗挠性覆铜板技术研究	开发高频高速低介电损耗挠性覆铜板产品适用于高频数字传输通信等高性能电子绝缘领域, 实现在 $\geq 10\text{GHz}$ 的高频条件下, 挠性覆铜板拥有低介电常数和介电损耗, 适用于高频数字传输通信等高性能电子绝缘领域

资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

打破国外垄断, 募资建设 FCCL 产能。根据公司公告, 目前我国高性能挠性覆铜板基板材料主要依赖进口, 如美国杜邦 (DuPont) 的 Pylux TK、Pylux AP、Pylux AC 产品和日本松下 (Panasonic) R-F777 产品, 价格较为昂贵, 且原材料和关键性制备技术被国外所控制。2026 年 2 月公司完成定增, 募集资金总额为 6.71 亿元, 根据公司公告其中 2.16 亿

元拟用于低介电损耗 FCCL 挠性覆铜板项目，项目投产后**有望持续推进对当前主要供应商——美国杜邦和日本松下的国产替代。**

进展方面：截至 2025 年 12 月，公司与航天航空领域的终端客户已完成商务条件谈判，根据客户下达批量订单的前置要求，公司已经购置了一条量产生产线并完成了产线的安装调试，待公司 FCCL 产品具备批量出货能力并完成验厂后，公司或将会与相关客户签署正式订单并开始逐步批量供货。

2.3. 高性能线束：控股凌天达 培育新增长曲线

线缆的应用领域广、细分产品多，根据功能可以分类为**传输电能**的电力电气线缆、实现**电能/磁能转换**的绕组线缆、**传输高频/低频信号**的通信线缆等。其一般由线芯（导体）、绝缘层、屏蔽层和保护层四部分组成。

线缆使用环境的差异，导致了对其性能要求的差异。在部分环境中，例如航空、航天、高能物理装备等领域，线缆面对的工况较极端，要求线缆具备很高的可靠性。例如除了需要耐火阻燃外，航空航天线缆还需要耐酸碱、耐油污、耐辐照，并长期处于高频振动、摩擦的状态，工作的环境温差可达 -65°C 至 260°C ，因此其在设计、材料选型、制造工艺、检验检测等方面与普通线缆有着很大的差异，这些领域长期以来主要被泰科电子(TE Connectivity)、美国戈尔(Gore)、卡莱互联(Carlisle Interconnect)等外国大型线缆企业垄断。

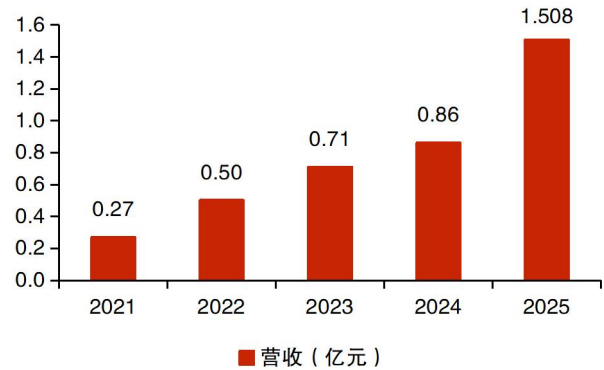
ePTFE 具有优越的绝缘性能、低介电常数，且具有耐高温性能，可用作导体包覆材料。在高端应用领域，外包覆材料的价格可以达到内部导体电芯价格的几十倍以上，是高端线缆轻量化、高可靠、抗辐照等特种性能的重要来源。而美国戈尔的发展路径表明，线缆是 ePTFE 膜及其衍生膜材的重要应用领域(导体包覆)，且线缆产品已成为美国戈尔工业品业务群中最大、最重要的产品门类。

通过并购凌天达完成对高性能线束业务布局，新增长曲线雏形初现。公司本身具有 TRT 电缆膜业务，并积累了一批稳定的客户资源（南京全信、上海神州、广州凯恒等）。2023 年，公司通过使用闲置的实物资产首次增资入股常州凌天达新能源科技有限公司（持股比例 26.58%），将业务拓展至高性能电缆、线束连接器等领域。2024 年公司成立了汽车线束事业部，基于公司的客户资源优势推出了高性能汽车线束产品。2025 年 6 月公司进一步对凌天达增资，增资完成后持股比例由 27.07%上升至 51%，并纳入合并报表范围。

凌天达是国产高端线缆供应商，公司有望从线缆膜供应商向线缆及线缆组件及整体方案供应商转变，线束业务有望进入规模化发展阶段。作为国产高端线缆供应商，凌天达主要产品应用于涉及航空航天、高能物理、电子对抗、机要等高端领域，与美国戈尔的高端线缆应用领域相同。凌天达主要客户包括中国航空工业集团、中国电子科技集团、中国航天科技集团、中国航天科工集团、中国船舶重工集团、中国船舶工业集团，具有较高的品牌认知度和稳固的市场基础。凌天达全资控股子公司江苏创仕澜传输科技有限公司此前即为泛亚微透 TRT 电缆膜的客户。协同效应下，公司线束业务有望进入规模化发展阶段。

图表 19：公司及子公司部分高性能线束产品


资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 20：凌天达 2021-2025 年收入（亿元）


资料来源：公司公告，华源证券研究所

3. 中期：以电子皮肤+线束产品 构建机器人增长点

根据 IDC 发布数据，2025 全年全球人形机器人出货量接近 1.8 万台，同比增长约 508%。机器人作为一门复杂工程，其所需的材料、器件等众多，目前公司的 ePTFE 膜产品、线缆已经与机器人供应链企业开拓合作。我们认为，公司在**高端 ePTFE 膜材、高端线束等领域具备较优的市场地位和影响力，未来有望受益于机器人行业发展。**

3.1. 电子皮肤：与能斯达战略合作

电子皮肤作为一种可以模拟人类皮肤功能的新型可穿戴柔性仿生传感器，可以感知外界压力、温度、湿度、疼痛等多种刺激，并将其传输给处理器做出相应反应，可应用于可穿戴设备、生物医学、机器人等多个领域。

电子皮肤一般由**电极、介电材料、活性功能层和柔性基材**等构成。基本工作原理是：当电子皮肤感受到外部条件刺激时，活性功能层将应变、温度等信号转换为电信号，然后电极层接受并将这些电信号传输至数据处理模块等进行处理。

ePTFE 膜具有耐高低温、耐辐照，电气、化学、机械性能安全可靠等特性，我们认为 ePTFE 或者 ePTFE 膜与其他材料的复合材料有望成为电子皮肤关键原材料。

公司联合苏州能斯达，提升机器人用电子皮肤性能。2025 年 12 月，公司与苏州能斯达电子科技有限公司签署战略合作协议及委托开发协议，双方将聚焦机器人用 **ePTFE 膜电子皮肤**领域开展深度合作，提升机器人用电子皮肤和关节等零部件性能，解决电子皮肤使用寿命、耐磨、抗压、防水透气等性能的技术瓶颈。

3.2. 线缆：从航空航天向机器人领域迁移

从功能而言，人形机器人线缆可分为动力线束和信号线束，承担着动力传输、信号交互、数据反馈三大核心功能，直接决定机器人的运动精度、响应速度、使用寿命与运行安全。在

传统工业机器人领域，线缆仅适配单向拖链运动，难以满足人形机器人全身扭转、高频弯折、多维度动态运动需求。在人形机器人更为复杂的使用环境下，我们认为线缆应具备优秀的抗震抗弯曲、适应宽温度区间、耐磨耐刮擦、抗腐蚀、绝缘、电磁屏蔽等性能。

公司子公司凌天达线缆可用于航天航空领域，其性能或可满足机器人领域的要求。凌天达产品包括航空航天用低频线缆、航空航天用高速传输电缆、毫米波稳相电缆、高压脉冲电缆、柔性扁平电缆等高性能传输线缆，此外还提供便携式密码箱、搬移柜等定制化物联网产品，产品广泛应用于航天、航空、高能物理、军工电子和机要五大军工领域。其中在航空航天领域，线缆失效或将导致任务失败等严重后果，因此对线缆的电气性能、机械性能、耐环境性能等提出严苛要求（图表 22 以空间站舱内外线缆性能要求为例）。我们认为，凌天达线缆产品有望用作机器人的动力线束和信号线束。

图表 21：空间站舱内外用线缆性能要求

性能指标	近地轨道（舱外/LEO）	压力舱（舱内）
电压与频率	28 ~ 160V；直流(DC)	28 ~ 120V；直流(DC)
耐温	极端温度 -65 ~ 120℃；热循环 6000 次/年	15 ~ 25℃
阻燃	不考虑	30%氧气浓度、69kPa、微重力环境下的阻燃性能
机械环境	发射时 g~10g 振动；需耐流星体/碎片冲击	发射时 g~10g 振动；无碎片冲击风险
空间环境	面临高太阳辐射、低重力和压力、带电等离子体的影响	低重力
设计寿命	30 年	30 年

资料来源：《空间站舱内外用线缆的选型》王征等，华源证券研究

公司机器人用电缆成功通过超 3500 万次耐弯折测试，线束业务有望受益于机器人行业发展。公司研发的机器人用连接电缆在客户端严苛测试中，以超过 3500 万次循环弯折无故障的成绩顺利通过耐弯折性能认证，可为工业机器人、人形机器人、智慧手等设备的高频运动场景提供更稳定的连接解决方案。

4. 盈利预测与评级

结合公司发展态势及外部行业环境，我们对公司 2026–2028 年经营假设如下：**1) ePTFE 微透产品**：受益于新能源车渗透率持续提升及单车用量增长，未来 3 年预计收入维持 15%以上增速；**2) CMD 及气体管理产品**：随着产能募投项目投产，未来 3 年收入有望快速增长；**3) 线束**：受益于凌天达并表以及机器人领域潜在放量，预计收入维持 30%以上增速；**4) 传统业务及气凝胶等业务收入**预计维持相对稳定。

基于上述假设，我们预计公司 2026–2028 年归母净利润分别为 1.77/2.97/4.22 亿元，同比增速分别为 63%/68%/42%，当前股价对应的 PE 分别为 49/29/20 倍。

我们选取隆扬电子、再升科技为可比公司，鉴于公司是国内稀缺的 ePTFE 膜及解决方案供应商，且持续开拓下游高增长领域，中长期发展潜力显著，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 22：可比公司相对估值表

证券代码	证券简称	收盘价(元/股)	每股收益(元/股)			PE			PB (lf)
		2026/4/29	26E	27E	28E	26E	27E	28E	
301389.SZ	隆扬电子	65.11	0.56	0.72	-	116	91	-	8.2
603601.SH	再升科技	15.20	0.11	0.14	0.09	142	111	171	6.4
平均值						129	101	171	7.7
688386.SH	泛亚微透	86.45	1.78	2.98	4.24	49	29	20	5.7

资料来源：wind，华源证券研究。注：泛亚微透盈利预测来自华源证券研究所，可比公司每股收益取 Wind 一致预期，pb 来自 wind

5. 风险提示

- 1) **募投项目投产节奏低于预期**：若定增项目建设的 CMD 及 FCCL 生产项目投产节奏不及预期，将对短期业绩造成负面影响；
- 2) **下游领域客户开拓低于预期**：公司通过研发新品及开拓下游市场不断成长，若在 5G/6G 通信、航天、机器人以及其他业务领域开拓客户不及预期，则需要调整对其未来的前景展望；
- 3) **存量业务市场竞争加剧**：公司存量业务下游主要是汽车，其中传统产品（挡水膜、透气膜、密封件）竞争较为激烈，若市场竞争加剧，该部分业务盈利能力或受到冲击。

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	149	493	436	550
应收票据及账款	419	496	733	907
预付账款	9	11	17	23
其他应收款	1	1	2	2
存货	203	298	507	689
其他流动资产	28	17	26	35
流动资产总计	810	1,316	1,721	2,206
长期股权投资	74	74	74	74
固定资产	539	731	838	940
在建工程	155	75	75	75
无形资产	193	199	203	206
长期待摊费用	12	6	0	0
其他非流动资产	141	141	141	141
非流动资产合计	1,114	1,227	1,332	1,437
资产总计	1,924	2,543	3,053	3,642
短期借款	269	0	0	0
应付票据及账款	157	175	297	403
其他流动负债	140	180	293	390
流动负债合计	566	354	590	794
长期借款	355	355	355	355
其他非流动负债	25	25	25	25
非流动负债合计	380	380	380	380
负债合计	946	734	970	1,174
股本	91	100	100	100
资本公积	330	986	986	986
留存收益	413	564	816	1,175
归属母公司权益	835	1,650	1,902	2,261
少数股东权益	143	158	181	208
股东权益合计	978	1,808	2,083	2,468
负债和股东权益合计	1,924	2,543	3,053	3,642

现金流量表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	122	188	314	444
折旧与摊销	48	58	65	65
财务费用	8	22	16	16
投资损失	8	0	0	0
营运资金变动	-78	-105	-226	-167
其他经营现金流	9	6	6	6
经营性现金净流量	117	168	174	364
投资性现金净流量	-172	-171	-171	-171
筹资性现金净流量	184	347	-60	-79
现金流量净额	129	344	-57	114

利润表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	723	1,061	1,667	2,199
营业成本	395	579	984	1,337
税金及附加	7	11	17	23
销售费用	30	42	58	66
管理费用	83	106	125	132
研发费用	39	69	83	88
财务费用	8	22	16	16
资产减值损失	-7	-5	-5	-5
信用减值损失	-7	-4	-4	-4
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	-8	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	5	6	6	6
营业利润	145	229	380	535
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	145	229	380	535
所得税	23	37	61	86
净利润	122	192	319	449
少数股东损益	13	15	22	27
归属母公司股东净利润	109	177	297	422
EPS(元)	1.19	1.78	2.98	4.24

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	40.40%	46.84%	57.03%	31.93%
营业利润增长率	15.81%	58.11%	65.81%	40.76%
归母净利润增长率	9.49%	62.97%	67.66%	42.29%
经营现金流增长率	-9.10%	43.48%	3.48%	109.76%
盈利能力				
毛利率	45.36%	45.47%	40.95%	39.20%
净利率	16.86%	18.12%	19.14%	20.42%
ROE	13.01%	10.72%	15.60%	18.67%
ROA	5.64%	6.96%	9.72%	11.59%
估值倍数				
P/E	72.46	48.67	29.03	20.40
P/S	11.91	8.11	5.17	3.92
P/B	10.32	5.22	4.53	3.81
股息率	0.00%	0.31%	0.52%	0.74%
EV/EBITDA	43	28	19	14

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。