

保隆科技(603197)

报告日期: 2023年05月05日

发力空悬+智能化, 新业务推动业绩增长

——保隆科技深度报告

投资要点

- **汽车零部件行业老兵, “1+4”业务结构描绘战略蓝图。**公司的 TPMS、气门嘴及排气管件等业务处于行业领先地位。近些年公司大力布局新业务(智能化、轻量化方向), 在液压成型、空气悬架、传感器、ADAS 等业务方面发展迅速, 单车价值量不断提升。
- **传统业务领先**
传统业务支撑公司业务底盘。公司的传统业务主要包括 TPMS、气门嘴、平衡块、排气管件等方向。经过 20 多年的积累和发展, 公司传统业务已经达到世界领先水平, 四项传统业务市占率均稳定前三。
- **TPMS 业务强强联合**
公司与霍富集团整合 TPMS 业务, 迈向全球 TPMS 市场领导者。双方将各自 TPMS 全球业务进行整合, 按照 55%:45% 出资比例成立中德合资公司。通过研发、采购、生产与销售的优势互补, 向全球 TPMS 细分市场的领导者迈进。
- **新业务快速放量, 市场空间巨大**
1.空悬产品取得多项订单, 交付有望加速放量。公司空气悬架产品主要包括空气弹簧、储气罐、悬架控制器等核心零部件。客户覆盖造车新势力、自主品牌和外资品牌。截止 2023 年一季度公司的储气罐产品已有 15 家车企 30 个平台定点。
2.液压成型管件业务, 公司与德国沙士基达液压成型公司强强联合。通过优势聚合和本地设厂, 快速获取全球性客户在华市场份额。
3.收购 PEX 和上海龙感, 覆盖 6 种汽车传感器。
4.ADAS 业务: 布局多种感知零部件, 逐步开始放量。
- **盈利预测与估值**
预计公司 2023~2025 年归母净利润分别为 3.9/5.3/6.9 亿元, 同比增速分别为 82.16%/34.70%/31.59%。EPS 分别为 1.87/2.52/3.31 元/股。对应现价 PE 分别为 23/17/13 倍。考虑公司在手订单充裕及新兴业务发展态势良好, 我们给予公司 2023 年 35 倍 PE 估值, 目标市值 136.5 亿元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示**
新能源汽车销量不及预期、空气悬架渗透率不及预期、客户开拓不及预期

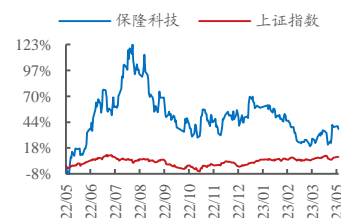
投资评级: 买入(首次)

分析师: 施毅
执业证书号: S1230522100002
shiyi@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 43.62
总市值(百万元)	9,113.26
总股本(百万股)	208.92

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4777.71	6016.16	8075.64	10242.79
(+/-) (%)	22.58%	25.92%	34.23%	26.84%
归母净利润	214.14	390.07	525.45	691.45
(+/-) (%)	-20.22%	82.16%	34.70%	31.59%
每股收益(元)	1.03	1.87	2.52	3.31
P/E	42.54	23.35	17.34	13.17

资料来源: 浙商证券研究所

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

1) 预计公司 2023~2025 年归母净利润分别为 3.9 /5.3/6.9 亿元，同比增速分别为 82.16%/34.70%/31.59%。EPS 分别为 1.87/2.52/3.31 元/股。

● 关键假设

1)新能源汽车竞争逐步激烈，整车厂对于配置要求不断提升，空气悬架系统是竞争的主要零部件。

2)空气悬架系统成本下降，并且在乘用车的渗透率逐步提升，搭载车型价格由 50 万以上下探至 25 万元。

● 我们与市场的观点的差异

市场认为：空气悬架仍为高端车型采用的配置，未来几年渗透率提升不明显。

我们认为：随着空气悬架系统国产化，成本下降至 8000 元左右，外加新能源汽车竞争激烈推动空气悬架系统渗透率快速提升，空气悬架渗透率将进入快速增长期。

● 股价上涨的催化因素

公司空气悬架系统获得大厂定点；搭载空悬的车型价格下探。

● 风险提示

新能源汽车销量不及预期、空气悬架渗透率不及预期、客户开拓不及预期

正文目录

1 深耕汽零二十余年，行业老兵向新业务拓展	5
2 “1+4”业务结构描绘战略蓝图	8
2.1 “1”为传统业务，经营稳健，保证现金流	8
2.2 空气悬架国产化加速，保隆率先布局	9
2.3 轻量化业务，积极推进	15
2.4 车用传感器业务，重点布局	16
2.5 ADAS 业务，空间广阔	21
3 盈利预测与估值讨论	23
3.1 盈利预测	23
3.2 估值分析	25
4 风险提示	25

图表目录

图 1: 公司主要产品.....	5
图 2: 公司股权结构.....	6
图 3: 公司主要客户.....	7
图 4: 2019-2022 年各业务营收收入 (亿元)	8
图 5: 2022 年各业务营收占比 (%)	8
图 6: TPMS 车辆应用位置	8
图 7: TPMS 产品示例	8
图 8: 2021 年前装 TPMS 供应商份额 (%)	9
图 9: 2018-2022 年公司 TPMS 业务营收及增速(亿元, %)... ..	9
图 10: 空气悬挂产系统结构图.....	10
图 11: 可选配空气悬架的自主品牌新能源车型对应价格区间 (万元)	11
图 12: 配置空气悬架系统的国内量产车型	11
图 13: 空气悬架系统成本拆分.....	12
图 14: 乘用车空气悬架产业链构成及竞争格局.....	13
图 15: 2022-2030 年中国空气悬挂行业市场规模预测 (亿元)	13
图 16: 公司空气悬架产品布局.....	14
图 17: 公司空气弹簧产品.....	15
图 18: 公司储气罐产品.....	15
图 19: 液压成型工艺流程图.....	15
图 20: 液压成型产品示意图.....	16
图 21: 车身传感器的应用场景.....	17
图 22: 公司布局的主要传感器种类.....	18
图 23: 磁通门电流传感器.....	19
图 24: 电机位置传感器.....	20
图 25: 五合一光学传感器.....	20
图 26: 中国 2021-2022 年 L2/L2+智能驾驶渗透率 (%)	21
图 27: 中国、欧盟、美国各级别辅助驾驶渗透率预测 (%)	21
图 28: 2022 年 1-11 月国内 ADAS 各种配置装配率(%).....	22
图 29: 公司智能化产品布局.....	22
表 1: 部分搭载空气悬架的代表车型起售价对比.....	10
表 2: 保隆科技盈利预测 (亿元)	23
表 3: 保隆科技估值.....	25
表附录: 三大报表预测值.....	26

1 深耕汽零二十余年，行业老兵向新业务拓展

汽车零部件行业老兵，新业务拓展顺利。公司成立于1997年，在汽车零部件行业拥有深厚积淀。公司的TPMS、气门嘴及排气管件等业务处于行业领先地位。近些年公司大力布局新业务（智能化、轻量化方向），在液压成型、空气悬架、传感器、ADAS等业务方面发展迅速，单车价值量不断提升。公司拥有高效的采购体系、生产交付方式和极强的研发能力。公司业务布局海内外各大汽车市场，充分受益于国产替代和国内汽车行业快速崛起。

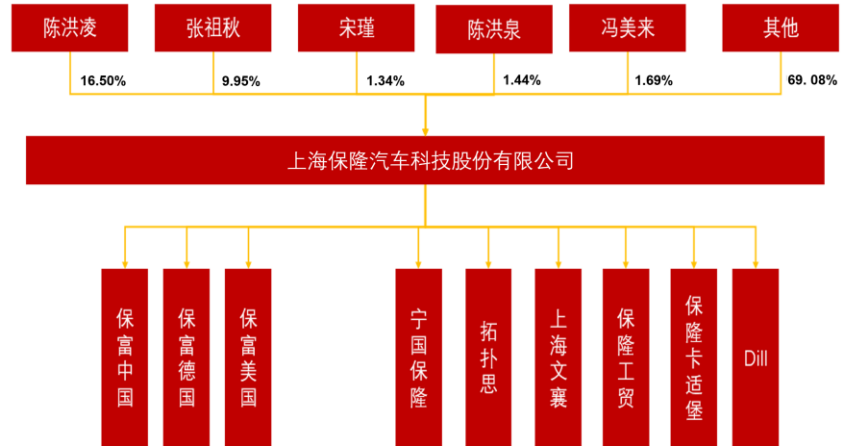
图1：公司主要产品



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

股权结构清晰，业务经营稳定。公司三位创始人陈洪凌、张祖秋、宋瑾是公司的实际控制人并且为一致行动人，截止2022年年报，合计持股27.79%。其中陈洪凌和张祖秋分别担任名誉主席、董事长兼总裁职务。宋瑾未在公司担任职务。公司多名管理层自创业初期任职至今，核心团队长期稳定。旗下子公司业务分工明确，管理精细，其工厂分布在世界多地，在中国、北美、欧洲设有多个生产基地和研发中心。2022年,保隆科技启动了匈牙利生产园区、合肥园区二期、宁国园区拓朴思三期、隆威新厂区、松江张泾路园区、临港传感器园区等6个新厂区的建设。公司持续全球布局并加速产能建设,为各业务线积蓄发展新动能。

图2: 公司股权结构



资料来源: 公司公告、wind、浙商证券研究所

面向主机厂和 Teir 1, 产品畅销 80 多个国家和地区。公司的产品不仅向主机厂供货, 同时也向一级供应商和售后客户提供产品。主机厂客户覆盖了全球主流车企, 其中合资品牌主要包括大众、奔驰、宝马、奥迪、丰田、通用、福特等; 传统自主品牌包括比亚迪、长安、一汽、吉利、长城、东风、奇瑞、上汽等; 国内新势力客户有: 蔚来、小鹏、理想、零跑、威马、哪吒等。一级供应商方面公司与佛吉亚、大陆、天纳克、采埃孚、博格华纳、麦格纳等建立了稳定的供应关系。售后客户包括: 领先汽车配件、ATEQ、BELLE 等全球大型汽车售后服务商。公司客户遍布全球, 在数十年的合作中公司与客户建立了紧密的合作关系, 为公司未来业务开拓奠定坚实基础。

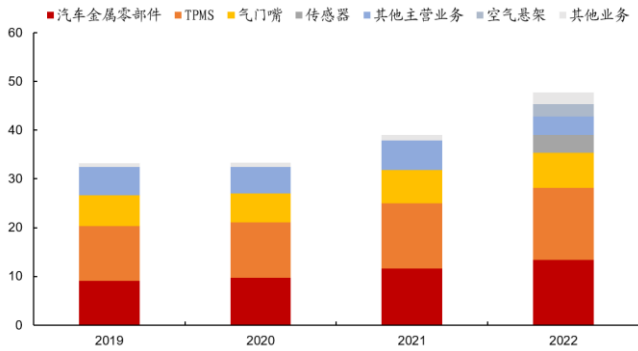
图3: 公司主要客户



资料来源: 公司官网、浙商证券研究所

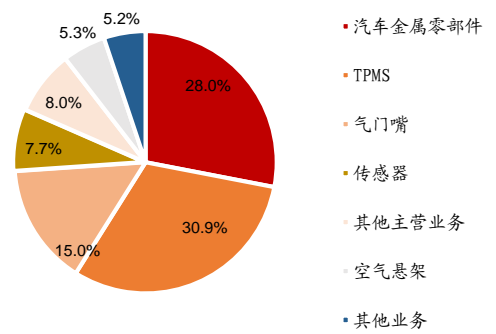
新业务逐步放量，营收再创新高。2022年公司营收47.78亿，创历史新高，同比+22.58%。23Q1实现营收11.87亿元，同比+22.95%，维持高速增长。随着新兴业务加速放量,公司业绩有望再进一步。在传统业务（TPMS、气门嘴、平衡块、排气管件等）方面公司保持全球市场领先（市占率前三）。另外，公司积极开拓新业务，主攻汽车智能化和轻量化方向，形成了以空气悬架、传感器、ADAS、液压成型管件等业务为主要业绩增长点的业务格局。2022年公司传感器业务实现营收3.66亿元，同比+101%；空气悬架业务实现营收2.55亿元，同比+368%，均保持高增长态势；空气弹簧和储气罐项目陆续投产，并有多家厂商已经定点，空悬业务放量在即。

图4: 2019-2022年各业务营业收入(亿元)



资料来源: wind、浙商证券研究所

图5: 2022年各业务营收占比(%)



资料来源: wind、浙商证券研究所

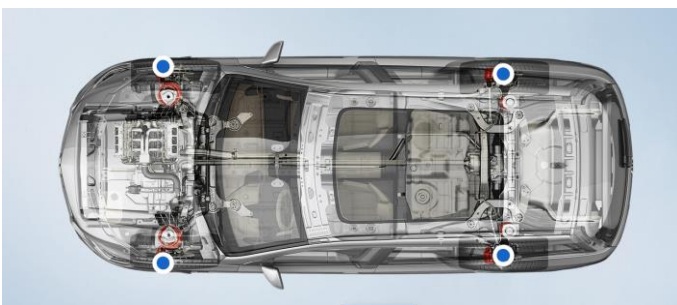
2 “1+4”业务结构描绘战略蓝图

2.1 “1”为传统业务，经营稳健，保证现金流

传统业务支撑公司业务底盘。公司的传统业务主要包括 TPMS、气门嘴、平衡块、排气管件等方向。经过 20 多年的积累和发展，公司传统业务已经达到世界领先水平，TPMS、气门嘴、平衡块、排气管业务市占率均稳定前三。1998 年公司研制轮胎气门嘴进入汽车零部件市场，随后几年陆续研制平衡块、排气管件、TPMS 几项主要业务。2022 年传统业务实现营收 35.31 亿元，占比 73.9%。传统业务目前仍为主要收入来源。

胎压检测系统：TPMS。TPMS 是指安装在汽车轮胎上用于实时监测轮胎气压的辅助系统，作用是在汽车行驶过程中实时自动监测轮胎气压和温度，并对轮胎漏气、低压、高压、高温报警，以确保行车安全。TPMS 主要由采样传感器和接收主机两部分构成。采样模块对气压和温度进行采样，由 MCU 将数据分析处理后发送给 RF 射频发射电路，信号经调制后发射给接收模块。采样发射模块位于轮胎内，接收主机模块位于车厢内。

图6: TPMS 车辆应用位置



资料来源: 公司官网、浙商证券研究所

图7: TPMS 产品示例



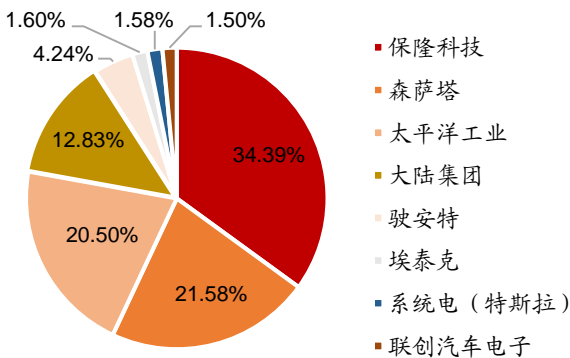
资料来源: 公司官网、浙商证券研究所

强标落地，TPMS 市场空间随乘用车销量稳步提升。根据法规《乘用车轮胎气压监测系统的性能要求和试验方法》，2019年新认证乘用车必须安装 TPMS，2020年起所有乘用车强制安装。2020年中国 TPMS 市场规模增速高达+32.49%，乘用车 TPMS 渗透率达 90%，2021年接近 100%。我们预计，2022年起 TPMS 市场规模随乘用车销量以 4%左右的增速提升。

TPMS 市场份额集中。根据高工智能汽车公布的数据，2021年中国乘用车前装 TPMS 供应商 CR3 为 76.47%，前三名供应商分别为：保隆科技 34.39%/森萨塔 21.58%/太平洋工业 20.50%。整体市场份额仍处于高度集中状态。

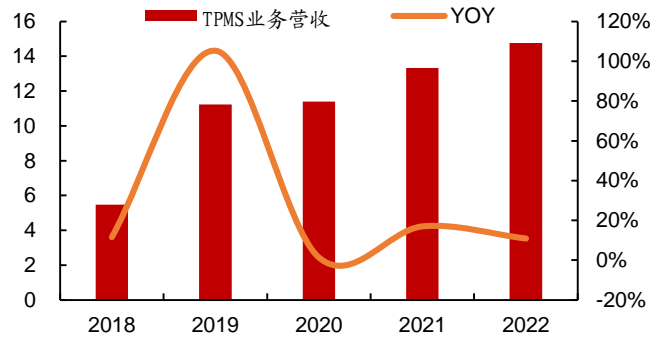
公司与霍富集团整合 TPMS 业务，迈向全球 TPMS 市场领导者。2018年公司与德国汽车零部件百年企业霍富集团签署合资意向书，双方将各自 TPMS 全球业务进行整合，按照 55%:45%出资比例成立中德合资公司。通过研发、采购、生产与销售的优势互补，向全球 TPMS 细分市场的领导者迈进。保富电子已成为全球 TPMS 细分市场的领导企业之一，直接式 TPMS 在全球 OEM 市场的渗透率已经达到较高水平，随着商用车使用 TPMS 逐步增多，消费者对直接式 TPMS 的认知加强，市场规模仍有成长；售后替换市场，越来越多的 TPMS 发射器因电池耗尽进入更换周期，售后市场规模平稳增长。公司 2020-2022 年的 TPMS 营业收入分别为 11.39/13.32/ 14.76 亿元，同比增速分别为 1.3%/17.0%/10.9%，营收规模不断增大。

图8： 2021年前装 TPMS 供应商份额（%）



资料来源：高工智能汽车、浙商证券研究所

图9： 2018-2022年公司 TPMS 业务营收及增速(亿元，%)

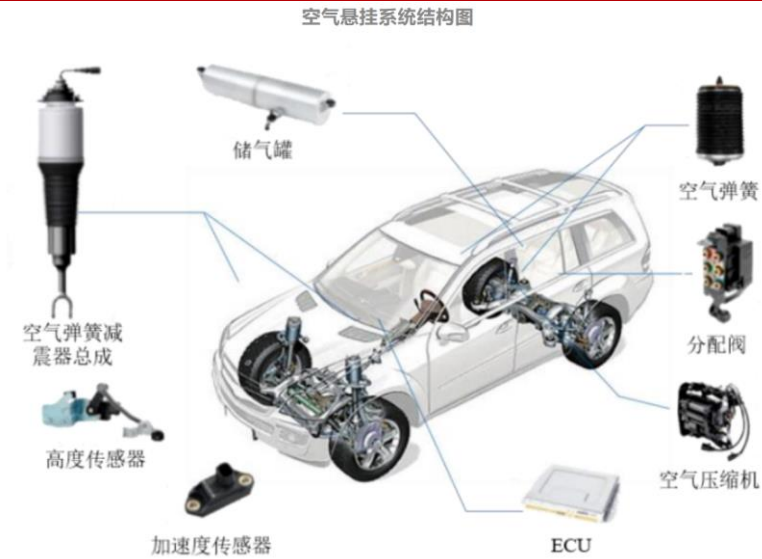


资料来源：wind、浙商证券研究所

2.2 空气悬架国产化加速，保隆率先布局

空气悬架国外渗透率高，国内潜力巨大。在欧洲、北美和亚洲发达国家，高速客车、豪华大巴上空气悬架已成为标准配置，重型载货车的空气悬架装载率已达 80%以上。由于空悬系统关键技术由外资垄断，因此早期仅主要在保时捷、BBA、沃尔沃等进口豪华车上进行配置，对应单车售价往往不低于 70 万元。

图10: 空气悬挂产系统结构图



资料来源: 观研天下, 浙商证券研究所整理

我国的空气悬架发展迟于欧美发达国家, 目前已掌握从零部件到系统的集成配套能力, 但部分核心零部件仍主要依靠外采。目前, 以造车新势力为代表的自主品牌车企为抢占高端市场份额, 在强调为消费者提供更优质驾乘体验的前提下, 主推高性价比优势。空气悬架则是各自主品牌在竞争蓝海中的主要抓手之一: 蔚来、理想、岚图、极氪、红旗等品牌的新一代车型都可选配或是标配空气悬架系统, 装配的价格底线已下探至 30 万以下。

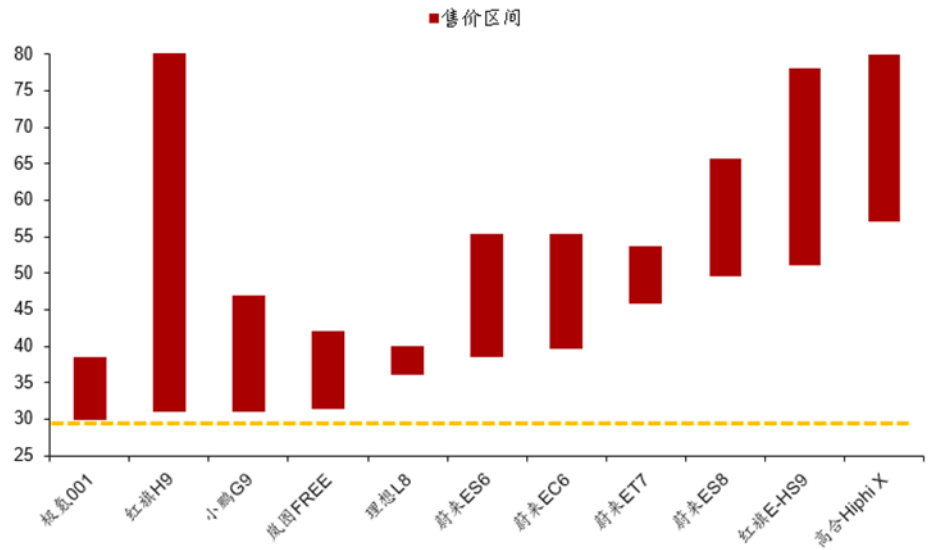
据盖世汽车, 随着国内自主车型的高端品牌不断推出, 叠加供应链国产化降本的优势, 搭配空悬系统车型的价格带将有望进一步下沉至 25 万元, 而 25 万以上车型的渗透率也将不断提升。

表1: 部分搭载空气悬架的代表车型起售价对比

品牌	车型	起售价/万元	品牌	车型	起售价/万元
保时捷	卡宴	92.3	东风	岚图 FREE*	33.36
奥迪	奥迪 Q7*	70.68	蔚来	蔚来 EC6*	43.6
	奥迪 A8	82.98		蔚来 ES6*	42.6
宝马	宝马 7 系	82.8		蔚来 ET7	45.8
	宝马 5 系新能源	49.99	蔚来 ES8	49.6	
奔驰	奔驰 S 级	94.68	极氪	极氪 001*	38.6
	奔驰 V 级	47.88	红旗	E-HS9*	63.98
	奔驰 EQS	107.46	红旗	H9*	45.98
路虎	路虎揽胜	142.8	高合	高合 Hphi X	57
上汽大众	辉昂*	41	理想	理想 L9	45.98
沃尔沃	XC90*	78.19	理想	理想 L8	35.98
特斯拉	Model S/X	89	小鹏	小鹏 G9*	39.99

资料来源: 汽车之家, 浙商证券研究所整理 (注: *表示可选配空气悬架, 对应起售价为装配空气悬架的最低价)

图11: 可选配空气悬架的自主品牌新能源车型对应价格区间(万元)



资料来源: 汽车之家, 浙商证券研究所整理

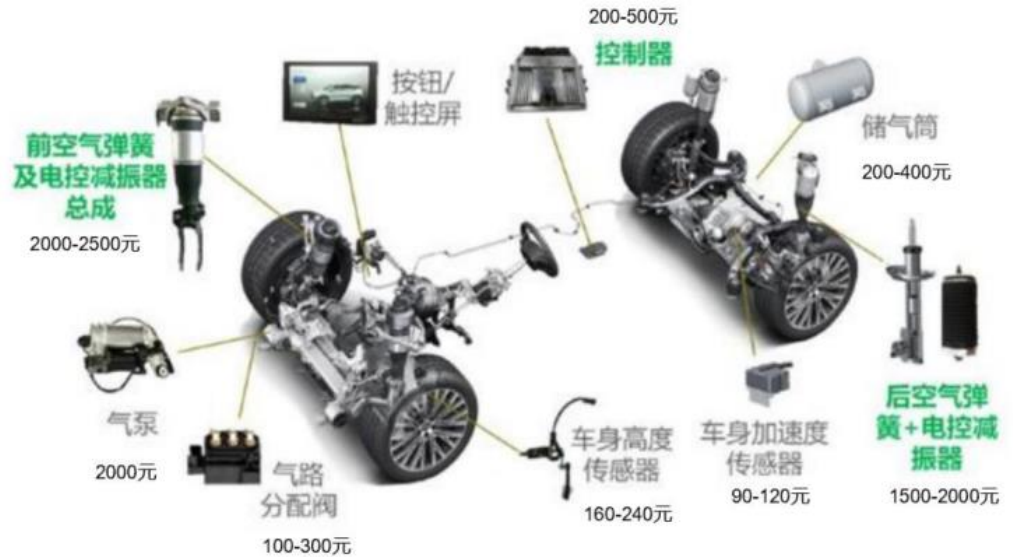
图12: 配置空气悬架系统的国内量产车型

品牌	年款	车型	智能悬架系统配置		
蔚来	2023款	ES8	全系: ●		
	2022款	ES7	全系: ●		
	2023款	EC7	全系: ●		
	2022款	ET7	全系: ●		
	2022款	ES6	75kWh运动版: - 75kWh性能版: ● 75kWh签名版: ●	100kWh运动版: - 100kWh性能版: ● 100kWh签名版: ●	
	2022款	EC6	75kWh运动版: - 75kWh性能版: ● 75kWh签名版: ●	100kWh运动版: - 100kWh性能版: ● 100kWh签名版: ●	
小鹏	2022款	G9	570: -	702: -	650: ●
理想	2022款	L9	MAX: ●		
	2023款	L8	Air: -	Pro: ●	MAX: ●
	2023款	L7	Air: -	Pro: ●	MAX: ●
红旗	2022款	H9	2.0T智联旗悦版: - 2.0T智联旗畅版: - 3.0T智能旗领四座版: ●	2.0T智联旗享版: - 3.0T智联旗畅版: ● 3.0T H9+卓越定制版: ●	
	2022款	HS7	2.0T DCT两驱智联旗悦版: - 2.0T DCT两驱智联旗畅版: - 3.0T自动四驱智联旗享版: - 3.0T自动四驱智联旗领版: ●	2.0T DCT两驱智联旗享版: - 3.0T自动四驱智联旗悦版: - 3.0T自动四驱智联旗畅版: ●	
	2022款	E-HS9	690KM旗悦版七座: - 660KM旗畅版六座: ●	690KM旗享版六座: - 660KM旗领版四座: ●	
北京汽车	2023款	BJ90	全系: ●		
岚图	2023款	FREE	全系: ●		
	2022款	梦想家	低碳版家: - 低碳版梦: ● 0碳版想: - 私人定制低碳版: ●	低碳版想: - 0碳版家: - 0碳版梦: ● 私人定制0碳版: ●	
高合	2022款	HiPhi X	全系: ●		
	2023款	HiPhi Z	全系: ●		
极氪	2023款	001	WE版: ○ YOU版: ●	ME版: ○	
	2022款	009	全系: ●		

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所整理 注: -: 未配 ○: 选配 ●: 标配

空气悬架产业链上游主要为零部件供应商，包括弹性减震元件、气源部件、导向部件、控制部件、传感部件等，整体由国际企业占据主要市场份额，尤其是存在高技术壁垒的零部件往往依赖进口，如大陆与威巴克具备从 ECU 到空气弹簧及减振器等多部件的供应能力，能够提供感知、控制、执行的完整产品方案。

图13: 空气悬架系统成本拆分



资料来源: 观研天下、浙商证券研究所

在零部件国产化替代方面，乘用车空气弹簧达到自研并量产的国内企业仅有保隆科技和孔辉科技；空气供给主要企业为大陆集团、威伯科和中鼎股份（已收购空压机龙头 AMK）；减振器主要被采埃孚、京西重工（收购德尔福底盘和悬架业务）等国际知名企业占据份额；ECU 则基本被博世等国际企业垄断，孔辉科技、保隆科技现已成功实现该部件自主研发，并在软件方案设计上有一定突破。除此之外，天润工业在商用车空悬领域有所涉足，而拓普集团的空悬业务也正处在产品开发和产能建设阶段，预计未来将会进一步推动空悬系统本土化。

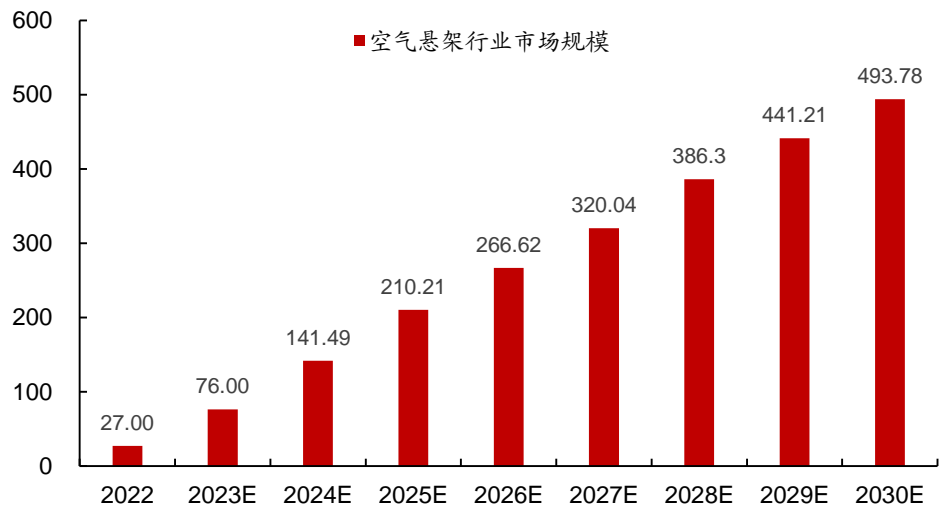
图14: 乘用车空气悬架产业链构成及竞争格局



资料来源：各公司官网，浙商证券研究所整理

市场空间增长潜力巨大。空悬的核心零部件国产化之后成本下降，由此促进渗透率加速提升。国外的空气悬架系统单价约 1.2-1.3 万元。国产空气悬架系统单价约 0.8-0.9 万元，降幅达 30%以上。根据观研天下测算，2022 年，国内市场搭载空悬的终端销量约为 29 万辆，对应国内空悬市场空间达 27 亿元；预计国内市场搭载空悬的终端销量在 2030 年将超过 600 万辆，对应市场空间近 500 亿元。

图15: 2022-2030 年中国空气悬挂行业市场规模预测 (亿元)



资料来源：观研天下、浙商证券研究所

十年磨一剑，待到放量时。保隆科技 2012 年空气悬架立项，起步初期在售后市场积累了技术和生产能力。2015 年开始陆续为国内商用车主机驾驶室开发空气弹簧。经过四年积

累，保隆切入世界知名德国企业商用车驾驶室弹簧囊皮供应体系，2018年销量迈上新台阶。由此公司形成了底盘、驾驶室、座椅商用车三大系列空簧，规格齐全，覆盖了商用车全系列产品。2017年保隆科技开始进军技术要求更高的乘用车空气弹簧领域，并且向ECU和空气悬架系统集成拓展。2020年首次得到了头部新势力车企的空悬项目定点。2022年，公司空气悬架产品快速发展，并达成空气悬架系统感知、决策、执行全层面全矩阵的产品开发和定点获取，包括空气弹簧减振器总成、空气供给单元、储气罐、悬架控制器、车身加速度传感器、悬架高度传感器等。公司在前向预瞄与空悬结合技术(魔毯技术)方面也获得突破并获得多个项目定点，该项目是国内首家基于双目立体视觉的主动悬架路面预瞄系统项目。未来公司空悬产品有望加速放量。

图16: 公司空气悬架产品布局



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

空悬产品取得多项订单，交付有望加速放量。公司空气悬架产品主要包括空气弹簧、储气罐、悬架控制器等核心零部件。客户覆盖造车新势力、自主品牌和外资品牌。截止目前（2023.4.06）公司的储气罐产品已有15家车企30个平台定点。核心客户销量逐步提升带动公司空悬产品出货放量。向头部车企供应产品佐证公司产品质量可靠，这也提高了新客户对保隆空悬产品的接受程度。

陆续攻克空气弹簧、储气罐工艺全程。空气弹簧方面，公司自主开发了氯丁+天然胶混合配方，实现了配方、混炼、压延、成型、硫化、装配全工艺的自主掌握。储气罐方面，公司攻克了气密性、磁偏吹等工艺壁垒，在产品质量和稳定性方面取得了显著成绩。空气弹簧和储气罐产品新增定点加速。

图17: 公司空气弹簧产品



资料来源: 公司公众号、浙商证券研究所

图18: 公司储气罐产品



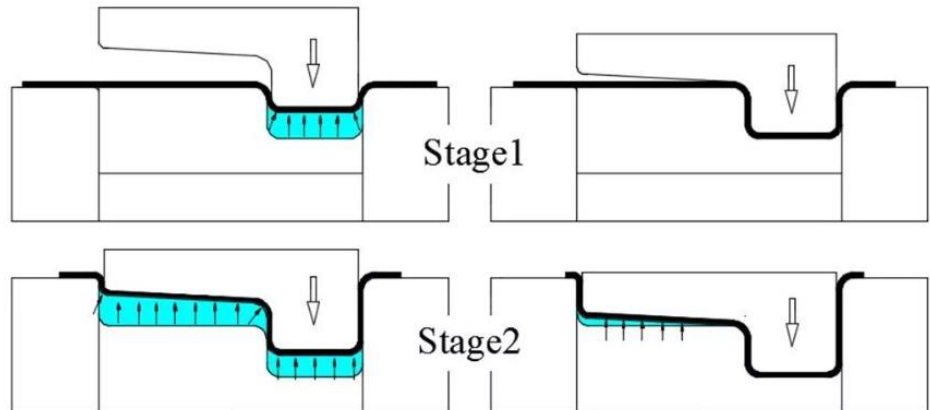
资料来源: 公司官网、浙商证券研究所

2.3 轻量化业务，积极推进

液压成型技术较冲压件优势明显,是汽车轻量化重要解决方案之一。液压成型是一种可实现结构轻量化的先进制造技术,也被称为“内高压成形”,它的基本原理是以管材作为坯料,在管材内部施加超高压液体同时,对管坯的两端施加轴向推力,进行补料。在两种外力的共同作用下,管坯材料发生塑性变形,并最终与模具型腔内壁贴合,得到形状与精度均符合技术要求的中空零件。与传统的冲压工艺相比,液压成形工艺在开发效率、减轻重量、减少零件数量和模具数量、提高刚度与强度、降低生产成本等方面具有明显的技术和经济优势。1) 适用性广、成形能力强。2) 成形精度高,而且表面质量好。3) 节省模具成本。减少了模具费用 30%以上,降低零件的生产成本。4) 提高产品质量和产品利用率。5) 减少成形工序,可以单道次成形一些形状非常复杂的零件。

随着环保法规加严,节能要求的提高,轻量化的需求日益强劲,液压成形产品呈现由普通钢材向高强钢,冷成形钢向热成形钢,钢材向铝合金,底盘零件向车身、座椅、电池包骨架的方向发展。

图19: 液压成型工艺流程图

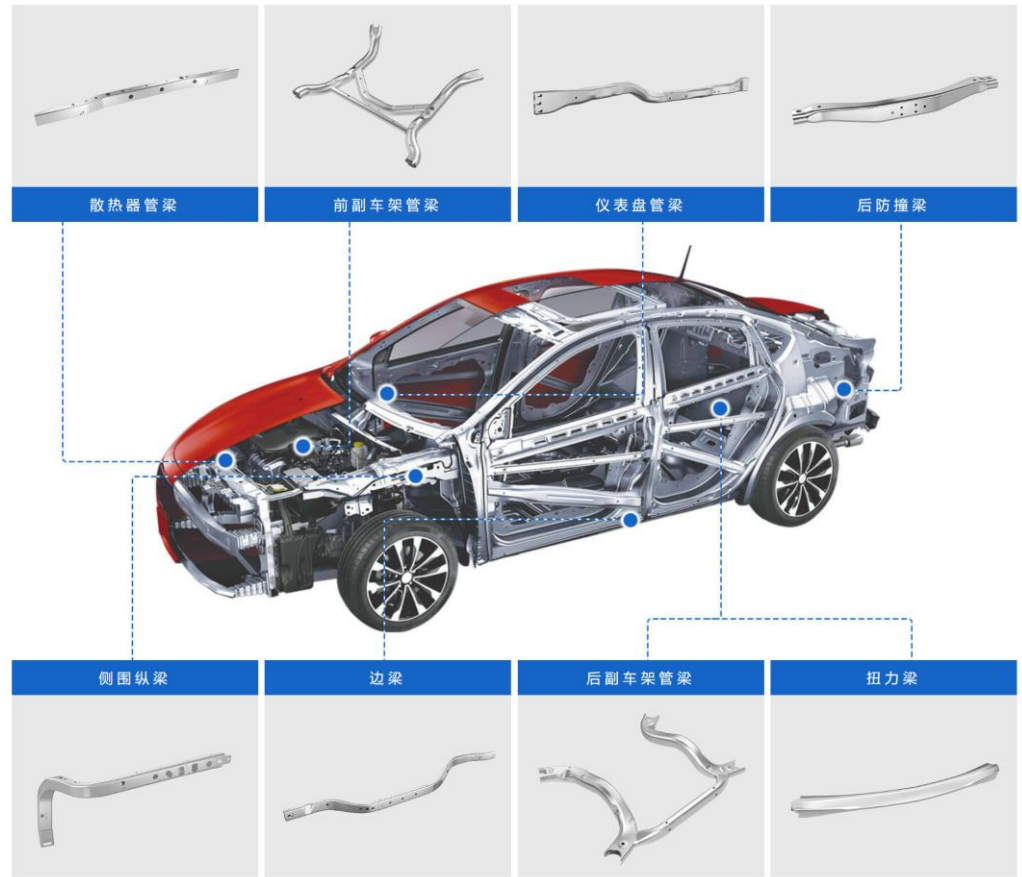


资料来源: 兴迪源机械、浙商证券研究所

与德国企业强强联合，深耕液压成型十余年。保隆科技从2003年开始研究液压成型技术，产品覆盖汽车排气系统热端管件及底盘副车架管件、仪表盘支架等结构件。产品先后获得多家海内外客户认可。2010年开始研制液压成形车身管件。2018年与德国沙士基达液压成形公司强强联合，成立合资公司保隆沙士基达，股权比例为51（保隆）:49。合资公司整合了全球性销售、研发和制造资源，便于开发宝马、奔驰和奥迪等国内知名合资车企业务，为公司的液压成型汽车结构件的全球化业务布局奠定基础。保隆科技在轻量化液压成形产品设计、设备、模具、工艺、验证等核心技术领域实现了全面自主化，并在新材料异性结构方面积累了充分的经验，具备柔性化制造能力，助力整车轻量化发展。

液压成型产品主要应用于前副车架管梁、散热器支架、仪表盘支架、车顶横梁、侧围纵梁、后副车架管梁、边梁、AB柱、排气系统管件、吸能盒、EGR管、凸轮轴等

图20： 液压成型产品示意图



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

2.4 车用传感器业务，重点布局

传感器是汽车的“神经末梢”。汽车传感器负责采集车身状态和环境信息，并将采集到的信息转换为电信号传输至汽车的中央控制单元。车身感知传感器遍布汽车全身，被广泛应用于动力系统（新能源车是三电系统）、底盘系统、车身系统，实现对汽车自身信息的感知并作出决策、执行，是汽车的“神经末梢”。单车使用汽车传感器的数量和水平是衡量现代高级轿车控制系统能力的关键。国内普通家用轿车平均安装大约上百个传感器，豪华

轿车上配置的传感器数量多达 200 余只。新能源汽车的电子电气架构主要使用电池、电机、电控有关的以电流为主的电磁类传感器，燃油车动力系统则主要以测量压力、温度、气体的传感器为主；电磁类传感器需求有望随新能源汽车渗透率提高逐步放量。根据传感器的作用,可以分为测量温度、压力、流量、位置、气体浓度、速度、光亮度、干湿度等。

图21: 车身传感器的应用场景

应用领域	实现功能控制	传感器类型
底盘系统	车辆转向、悬挂减震、牵引控制、制动和稳定性等	压力传感器、加速度传感器、轮速传感器、转矩传感器等
车身系统	乘车安全、信息导航等	陀螺仪、温度传感器等
动力系统	发动机、动力系统、在线诊断、燃油经济性等	氧气传感器、温度传感器、空气流量传感器、曲轴位置传感器等

资料来源: 行行查研究中心、浙商证券研究所

并购整合加速传感器业务拓展。2018年,公司全资收购了德国 PEX 公司。PEX 主营业务是汽车刹车磨损传感器、排气温度传感器等,其客户包括奔驰、大众、奥迪、保时捷、宾利和布加迪等一众主流外资品牌。随后保隆科技在匈牙利投资 1500 万欧元计划 2023 年末建成投产一座汽车传感器生产园区,该园区具备年产 500 万只刹车磨损传感器和 700 万只其他类型传感器的产能,同时作为保隆在欧洲的总部。2022 年收购上海龙感汽车科技有限公司 55.74% 的股权,成功并表。进一步提升了公司在速度(轮速、变速箱转速等)、位置(角度、档位、位移等)、温度、压力、电流等应用领域的传感器的研发、生产实力。公司能够自主完成软件设计、仿真设计、芯片封装等工艺步骤。

公司传感器种类齐全。保隆科技掌握了压力感应(MEMS、陶瓷电容)、光学、磁学、芯片封装、传感器标定等核心技术,并持续向模块化、集成化的产品研制技术迈进。目前已覆盖 40 余种传感器产品。为汽车电池系统、电力驱动系统、悬架系统、空调系统、热管理系统、底盘系统、主动安全系统提供先进的产品技术方案。

传感器业务营收快速增长。公司持续布局汽车传感器,收购龙感科技后进一步丰富产品矩阵,覆盖 6 大类别包括压力、光学、位置、速度、加速度和电流传感器。其中,优势产品如轮速传感器、光线雨量传感器和电流传感器已经处于国内细分市场领先地位。2022 年,保隆科技传感器收入 3.66 亿元,同比+101%,毛利率 23.7%。公司计划五年内实现年产 1 亿只汽车传感器的产销规模。

图22: 公司布局的主要传感器种类



资料来源: 公司官网、浙商证券研究所

公司近期发布多款传感器, 进一步丰富了产品矩阵。公司最近发布一款电流传感器、电机位置传感器、五合一光学传感器。传感器未来趋势一方面向汽车电动化和智能发方向发展, 另一方面向集成化发展。

1) 高精度 1000A 和 1500A 磁通门电流传感器

采用磁通门技术路线, 通过检测感应电压差来检测电流信号, 可进行多种失效模式判别, 测量精度非常高, 线性误差可小于 0.1%, 全温区误差能达到 0.5%以下; 同时拥有 +8V~+16V 供电电源保护以及 CAN2.0B 接口。

具有以下优势:

a) 高精度。采用更先进的差分电流测量法与频率校正法、多量程修正技术以及屏蔽等措施, 同时采用多通道同步测量技术与标定传感器同步测量, 提高了测试效率, 保证测量精度

b) 高灵敏性。采用了高可靠性 H 桥磁通门激励技术, 所用磁性材料具有极高的灵敏度。

c) 低零漂。高可靠性 H 桥磁通门激励技术, 可以消除电路零点失调带来的影响, 也能在内部对不同电流的磁场感应电压进行补偿, 使得传感器零点失调 offset 极小, 1500A 量程的产品零点偏移电流可以达到 30mA 以下。

d) 保隆 1000A/1500A 磁通门电流传感器的专有技术。

e) 高制造水平。汽车级产品生产制造是公司的核心优势，依托保隆科技质量管理体系及先进制造能力，已经实现大批量传感器生产制造，质量状态稳定，得到客户的认可。

图23: 磁通门电流传感器



资料来源：保隆科技公众号、浙商证券研究所

2) 电机位置传感器

电机位置传感器是新能源汽车中高速电机精确控制系统中必不可少的零件。为实现高效率、高精度、更平顺的扭矩与位置控制，控制系统需要实时检测转子位置与速度，从而对电机进行扭矩、位置、转速的闭环控制。电机位置传感器将转子位置信息，通过差分正弦弦等方式输出至控制器。电机位置传感器除了用于高速电机控制系统，还广泛应用于线控制动、电动转向与电子离合等电控系统。

公司推出的电机位置传感器：一种基于电感原理，通过发射与接收线圈间电压差，检测转子位置；另一种基于 TMR 原理，通过磁阻芯片感应磁铁位移，检测转子位置。这两种方案均满足汽车电子功能安全 ASIL D 要求。

具有以下优势：

a) 精度高，抗干扰能力强。通信延迟低，检测最高转速可达 60 万 rpm；最高电角度精度达 0.2°，线性误差低于 1%。

b) 安全可靠。电机位置传感器可在 -40°C 至 +160°C 环境温度下工作，并提供过压与反极性保护。

c) 集成度高，缩短系统开发时间。用户无需开发额外电路即可获得高精度的转子位置信息，降低了系统开发的复杂度，从而节省系统开发时间。

d) 安装灵活，适配各种电机类型。电机位置传感器可应用于各尺寸和极对数电机，安装方式灵活方便，可置于轴端或贯穿轴，对安装精度要求低，可在线标定保证系统精度。

e) 成本降低，轻量化。电机位置传感器集成度高、结构简单、PCB 集成线圈、无需磁铁，机械结构简单的同时降低了总成重量，有助于系统成本的降低和轻量化。

图24: 电机位置传感器



资料来源: 保隆科技公众号、浙商证券研究所

3) 五合一光学传感器

公司自主研发的五合一传感器全称“雨量光线阳光温湿度 HUD 传感器”，是一种能够检测降雨量、环境光照度、红外辐射强度、温度、相对湿度，从而在整车上实现自动雨刮、自动大灯、自动空调、自动除雾、HUD 亮度调节等功能的传感器。五合一传感器可以减少驾驶人员操作，提高驾驶的安全性和舒适性，是汽车智能化发展及进一步提高安全性的必要传感器之一。

图25: 五合一光学传感器



资料来源: 保隆科技公众号、浙商证券研究所

五合一传感器对于汽车雨刮系统、照明系统、空调系统、HUD 系统、自动除雾功能等至关重要，能够提高车辆的舒适性与安全性。

a) 配合雨刮系统: 当挡风玻璃有雨时，自动启动雨刮系统，并根据雨量大小、泼溅等不同工况自动调整雨刮刮速，并且可以进行熄火后的雨天自动关窗并输出雨量等级以供自动驾驶系统使用;

b) 配合照明系统: 可以根据上方光、前向光做逻辑判断，识别黑夜、白天、黄昏、黎明、隧道、天桥等工况，根据工况发送灯光控制信号来控制车辆大灯的开关;

c) 配合空调系统: 可以检测驾驶侧和副驾驶侧阳光强度并发送红外辐射强度信号，空调系统使用该信号调整驾驶侧和副驾驶侧的空调温度;

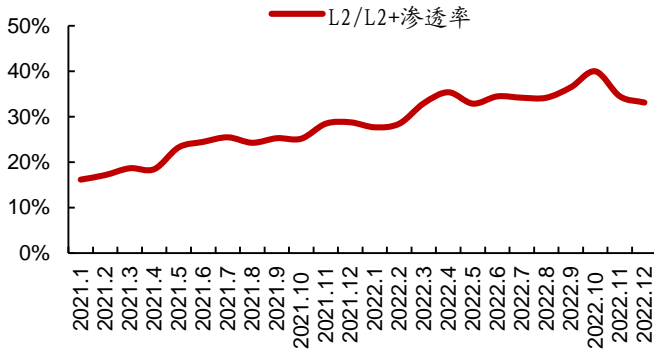
d)配合 HUD 系统: 可以检测 HUD 投射区域的背景照度值, HUD 系统根据此照度值调节 HUD 的显示亮度;

e)配合自动除雾功能: 可以检测前挡风玻璃内侧表面的温度和相对湿度, 并可以计算出露点温度, 空调系统根据温湿度及露点温度信号调整车内空调的温度、出风等, 进行除雾。

2.5 ADAS 业务, 空间广阔

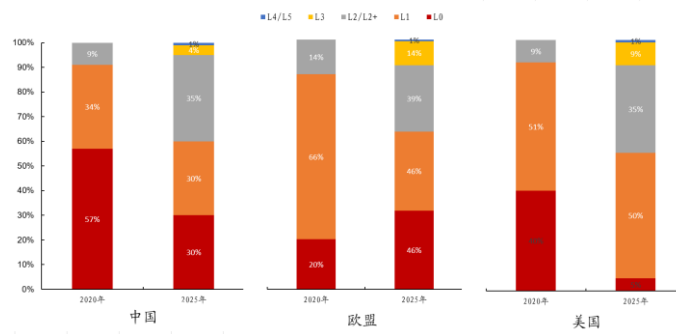
新能源汽车下半场智能化发力, ADAS 渗透率快速提升。随着汽车行业变革, 智能驾驶已进入 ADAS (即高级驾驶辅助系统) 渗透率提升的阶段。根据高工智能数据, 2022 年中国乘用车前装 L2 级辅助驾驶 (含 L2+) 前装标配交付 585.99 万辆, 同比增长 61.66%, 前装搭载率升至 29.40%; 其中, 2022 年 12 月份前装标配交付 81.95 万辆, 前装搭载率达到 33.14%。根据 Roland Berger 预测, 2025 年欧盟在更严格的法规加持下渗透率达 85%; 美国有望达 85%; 中国新车 ADAS 渗透率也快速增长, 2025 年有望达 65%。**搭载 ADAS 的车型价位逐步下探**, 这给感知硬件带来巨大的增量市场, 感知硬件主要包括: 360 环视系统、双目前视系统、驾驶者监测系统 etc 等车载视觉产品、以及车载毫米波雷达等。伴随渗透率的提升, ADAS 市场规模将保持高速增长。

图26: 中国 2021-2022 年 L2/L2+智能驾驶渗透率 (%)



资料来源: 佐思汽研、高工智能、浙商证券研究所

图27: 中国、欧盟、美国各级别辅助驾驶渗透率预测 (%)



资料来源: Roland Berger、前瞻产业研究院、浙商证券研究所

2022 年 ADAS 产品装配率加速提升。ADAS 包含感应、分析和执行三个方面, 在感应器方面主要依靠摄像头、雷达和超声波来收集有关周围环境的数据, 如行人的辨识、侦查与跟踪、距离的测量、标志的识别等, 将信息传输到中央处理芯片, 再结合导航仪的地图数据, 运用算法进行计算, 最后通过汽车部件做出执行, 如车辆的驱动、转向与制动等。其中, 核心是环境感知。2022 年 1-11 月多项 ADAS 功能装配率大幅增加, 各项功能中装配率增加最多的是 STOP&GO、LKA、LCC、ICA, 装备率增加超过 10 pcts。

图28: 2022年1-11月国内 ADAS 各种配置装配率(%)

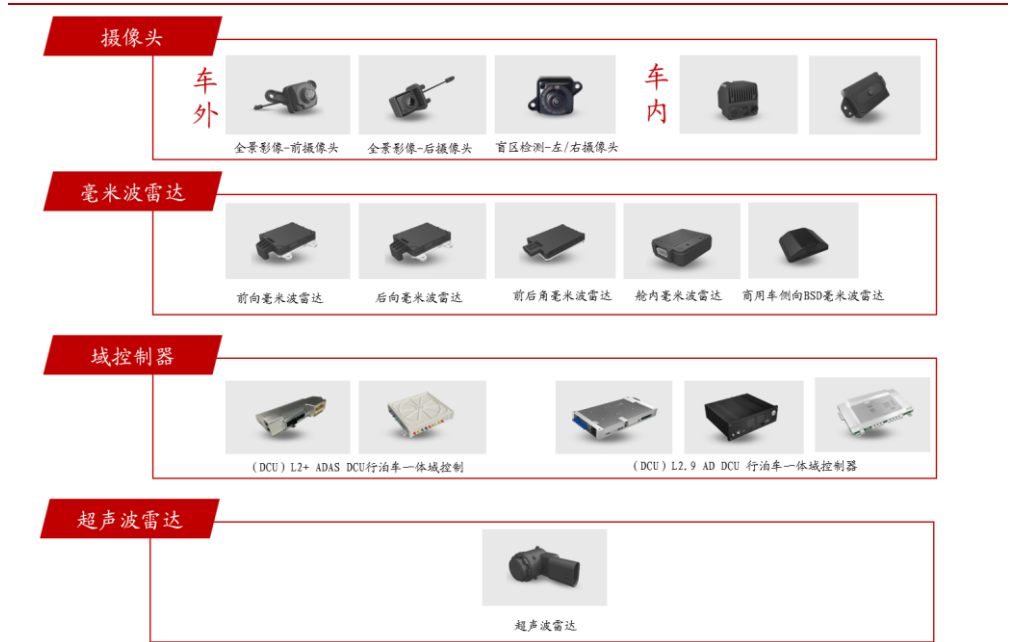
ADAS功能	2021年 (1-11月)	2022年 (1-11月)	装配率增加	ADAS功能	2021年 (1-11月)	2022年 (1-11月)	装配率增加
LCA	15.0%	21.6%	6.6%	HAP	-	1.0%	-
AEB	38.0%	47.4%	9.4%	APA	12.1%	14.2%	2.1%
ACC	25.1%	34.8%	9.7%	RPA	2.1%	4.8%	2.7%
STOP&GO	15.5%	28.2%	12.7%	HVP&VAP	0.1%	0.4%	0.3%
LKA	22.5%	34.3%	11.8%	DMS	2.0%	5.5%	3.5%
LCC	13.3%	24.9%	11.6%	OMS	2.6%	4.8%	2.2%
TJA	8.6%	18.3%	9.7%	AVS	23.7%	32.0%	8.3%
ICA	9.8%	20.4%	10.6%	HD MAP	0.4%	1.7%	1.3%
ALC	1.1%	2.7%	1.6%	V2X	0.1%	0.7%	0.6%

资料来源: 佐思汽研、浙商证券研究所

ADAS 产品可以分为低速驾驶产品线、视觉产品线和雷达产品线。ADAS 三条产品线可以互相配合和融合, 实现多元化集成, 提供更多的功能和更精准的控制。融合后, 可以实现高速上 L2 级别的辅助驾驶和低速下最高到 L4 级别的自动驾驶。低速驾驶产品线主要包括 360 环视(全景)系统、RPA、APA 等产品。视觉产品线包括: LDWS、PAEB 等产品。雷达产线品通过前向雷达、角雷达、AIP 雷达、级联雷达、图像雷达等, 实现车辆行驶过程中的报警和控制, 包括 FCW、AEB、ACC, HWA 等功能。

保隆科技布局智能化多年, 具有极强研发能力。2013 年公司开启智能化方向自主研发布局, 在上海、武汉设立了技术研发中心。公司的低速驾驶产品线和视觉产品线已获得了 KB、青汽、东风、宝能、一汽、东风本田、江铃、陕汽等汽车厂的定点, 实现了数千万元的年销售收入, 在雷达产品线上也获得了重要进展。公司借助平台化开发, 确保资源共享, 同时提高开发效率。2022 年公司有 80 多个已量产项目和在研项目, 预计今后三年, 项目数量将大幅增长至 170 多个。

图29: 公司智能化产品布局



资料来源: 公司官网、浙商证券研究所

3 盈利预测与估值讨论

3.1 盈利预测

假设条件:

汽车金属零部件业务: 主要包括排气管件、轻量化、平衡块业务。排气管受传统汽车和插混汽车销量影响较大, 预计 25 年之前仍保持小幅增长。轻量化业务有望保持高速增长。平衡块业务与汽车总体销量相关。总体预计该业务 2023-2025 年营收维持 3% 的增长。业务相对成熟, 预计毛利率稳定在 30%。

TPMS 业务: TPMS 国产替代仍在持续, 并且随着时间推移售后市场销量将会逐步增加(电池衰减原因), 该业务总体预计 2023-2025 年营收增速分别为 8.4%/6.0%/6.0%。产品价格及成本相对稳定, 预计毛利率维持在 25%。

气门嘴: 公司市占率全球前列, 市场竞争格局稳定, 总销量随世界汽车销量波动。预计 2023-2025 年营收增速维持 3% 左右。产品需求和成本相对稳定, 预计毛利率维持 40%。

空气悬架: 受益空气悬架成本下降, 新势力车企配置提升, 公司多个项目定点, 该业务有望快速增长。预计公司 2023-2025 年空气悬架出货量分别为 20/40/60 万套, 单车价值会随着客户拓展和技术研发而逐步提升。预计该业务 2023-2025 年营收分别为 9/18/27 亿元, 受益规模效应和成本下降, 预计毛利率维持 30% 左右, 相对 2022 年略微提升。

ADAS: 汽车智能化加速渗透, ADAS 市场空间广阔。且公司在 ADAS 方面具有较强的研发能力。预计该业务 2023-2025 年营收分别为 2/4/10 亿元, 参考 ADAS 业务可比公司经纬恒润毛利率, 预计公司毛利率维持在 25% 左右。

传感器: 传感器是公司重点布局的智能化项目, 公司产品种类齐全, 研发能力出众, 未来两年传感器有望快速放量。预计该业务 2023-2025 年营收分别为 7/10/15 亿元, 参考可比公司苏澳传感往年毛利率, 预计公司毛利率维持 23% 左右。

表2: 保隆科技盈利预测(亿元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
汽车金属零部件						
营业收入	9.70	11.65	13.39	13.79	14.21	14.63
YOY	7.2%	20.1%	14.9%	3.0%	3.0%	3.0%
营业成本	5.97	9.37	10.11	9.65	9.94	10.24
毛利	3.73	2.28	3.28	4.14	4.26	4.39
毛利率	38.5%	19.6%	24.3%	30.0%	30.0%	30.0%
TPMS						
营业收入	11.39	13.32	14.76	16.00	16.96	17.98
YOY	1.3%	17.0%	10.9%	8.4%	6.0%	6.0%
营业成本	8.79	9.93	11.01	12.00	12.72	13.48
毛利	2.59	3.39	3.76	4.00	4.24	4.49
毛利率	22.8%	25.5%	25.4%	25.0%	25.0%	25.0%
气门嘴						

营业收入	5.99	6.88	7.16	7.37	7.59	7.82
YOY	-5.2%	14.8%	6.0%	3.0%	3.0%	3.0%
营业成本	3.01	3.98	4.42	4.42	4.55	4.69
毛利	2.97	2.89	2.73	2.95	3.04	3.13
毛利率	49.7%	42.1%	38.2%	40.0%	40.0%	40.0%
空气悬架						
营业收入	0.41	0.54	2.55	9.00	18.00	27.00
YOY		34.1%	368.4%	252.9%	100.0%	50.0%
营业成本	0.32	0.44	1.88	6.30	12.60	18.90
毛利	0.08	0.11	0.67	2.70	5.40	8.10
毛利率	20.0%	20.0%	26.3%	30.0%	30.0%	30.0%
ADAS						
营业收入		0.30	0.60	2.00	4.00	10.00
YOY			100.0%	233.3%	100.0%	150.0%
营业成本		0.24	0.48	1.50	3.00	7.50
毛利		0.06	0.12	0.50	1.00	2.50
毛利率		20.0%	20.0%	25.0%	25.0%	25.0%
传感器						
营业收入		1.82	3.66	7.00	10.00	15.00
YOY			101.4%	91.5%	42.9%	50.0%
营业成本		1.44	2.79	5.39	7.70	11.55
毛利		0.38	0.86	1.61	2.30	3.45
毛利率		20.7%	23.7%	23.0%	23.0%	23.0%
其他业务						
营业收入	5.83	4.47	5.66	5.00	10.00	10.00
YOY	-62.8%	-23.3%	26.7%	-11.7%	100.0%	0.0%
营业成本	4.59	2.90	4.53	4.00	8.00	8.00
毛利	1.24	1.58	1.13	1.00	2.00	2.00
毛利率	21.2%	35.2%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
总收入						
营业收入	33.31	38.98	47.78	60.16	80.76	102.43
YOY	0.3%	17.0%	22.6%	25.9%	34.2%	26.8%
营业成本	22.69	28.29	34.40	43.27	58.52	74.37
毛利	10.62	10.68	13.38	16.90	22.24	28.06
毛利率	31.9%	27.4%	28.0%	28.1%	27.5%	27.4%

资料来源：浙商证券研究所

3.2 估值分析

预计公司 2023-2025 年实现营业收入 60.2、80.8、102.4 亿元，同比增长 25.92%、34.23%、26.84%，实现归母净利润 3.9、5.3、6.9 亿元，同比增长 82.16%、34.70%、31.59%，对应 EPS 为 1.87、2.52、3.31 元。现价对应 PE 为 23、17、13 倍，考虑到公司空悬和智能化业务逐步放量，给予 2023 年 35 倍 PE 估值，对应市值 136.5 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表3: 保隆科技估值

代码	名称	市值(亿元)	归母净利润(百万元)				PE(倍)			
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
002920.SZ	德赛西威	554.3	1,183.85	1,605.98	2,196.17	2,837.67	49.4	34.5	25.2	19.5
601689.SH	拓普集团	549.6	1,700.13	2,347.69	3,271.40	4,381.13	38.0	23.4	16.8	12.5
688326.SH	经纬恒润	155.0	234.60	321.73	463.13	639.83	76.4	48.2	33.5	24.2
603786.SH	科博达	211.6	450.25	638.32	831.01	1,045.95	59.1	33.2	25.5	20.2
000887.SZ	中鼎股份	158.9	964.25	1,331.56	1,623.90	1,969.80	19.8	11.9	9.8	8.1
均值							48.5	30.2	22.2	16.9
603197.SH	保隆科技	91.1	214.14	390.07	525.45	691.45	42.5	23.4	17.3	13.2

资料来源: wind、浙商证券研究所 注: 可比公司采用 wind 一致预测数据, 时间截止至 2023.5.5

4 风险提示

新能源汽车销量不及预期: 新能源汽车相比传统汽车智能化程度更高, 相对应的传感器数量和 ADAS 产品和轻量化产品需求都相对较高。公司智能化和轻量化业务营收与新能源汽车销量高度相关。

空气悬架渗透率不及预期: 空气悬架是公司未来几年业绩增长的主要驱动力之一, 公司空悬业务营收与空悬渗透率高度相关。

客户开拓不及预期: 公司在传统业务方面拥有广泛的客户群体, 新业务起步初期需要公司逐步开拓新客户, 新客户开拓速度影响公司新布局业务营收业绩。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	3820	4350	5458	6718
现金	858	1016	929	870
交易性金融资产	0	7	4	4
应收账款	1213	1462	1913	2513
其它应收款	30	46	57	72
预付账款	32	43	54	70
存货	1530	1653	2350	3045
其他	157	122	151	144
非流动资产	2795	2737	2998	3289
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	74	38	44	52
固定资产	1385	1557	1741	1918
无形资产	201	219	248	283
在建工程	387	377	363	404
其他	748	545	602	631
资产总计	6615	7087	8455	10006
流动负债	2716	2613	3434	4191
短期借款	813	545	769	800
应付款项	1256	1366	1885	2487
预收账款	4	3	4	6
其他	643	699	776	898
非流动负债	1112	1254	1243	1303
长期借款	1045	1095	1145	1195
其他	67	159	98	108
负债合计	3829	3867	4678	5495
少数股东权益	288	312	344	387
归属母公司股东权益	2498	2908	3434	4125
负债和股东权益	6615	7087	8455	10006

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	175	635	144	422
净利润	227	414	558	734
折旧摊销	178	110	128	146
财务费用	101	128	132	143
投资损失	2	2	2	2
营运资金变动	150	(2)	69	105
其它	(483)	(16)	(744)	(708)
投资活动现金流	(803)	(177)	(342)	(430)
资本支出	(507)	(257)	(281)	(348)
长期投资	(37)	25	(5)	(5)
其他	(259)	55	(56)	(77)
筹资活动现金流	334	(301)	110	(49)
短期借款	356	(269)	224	31
长期借款	195	50	50	50
其他	(217)	(82)	(164)	(130)
现金净增加额	(293)	158	(88)	(58)

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	4778	6016	8076	10243
营业成本	3440	4327	5852	7437
营业税金及附加	41	39	56	75
营业费用	240	331	444	512
管理费用	329	301	404	512
研发费用	327	361	485	615
财务费用	101	128	132	143
资产减值损失	35	0	0	0
公允价值变动损益	5	5	5	5
投资净收益	(2)	(2)	(2)	(2)
其他经营收益	37	37	39	38
营业利润	305	570	745	989
营业外收支	(2)	(3)	(2)	(2)
利润总额	303	566	743	987
所得税	76	152	186	253
净利润	227	414	558	734
少数股东损益	13	24	32	42
归属母公司净利润	214	390	525	691
EBITDA	572	776	972	1245
EPS (最新摊薄)	1.03	1.87	2.52	3.31

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	22.58%	25.92%	34.23%	26.84%
营业利润	-19.58%	86.70%	30.83%	32.76%
归属母公司净利润	-20.22%	82.16%	34.70%	31.59%
获利能力				
毛利率	28.00%	28.08%	27.54%	27.40%
净利率	4.76%	6.88%	6.91%	7.16%
ROE	8.18%	12.99%	15.02%	16.68%
ROIC	6.38%	9.88%	11.24%	12.70%
偿债能力				
资产负债率	57.88%	54.56%	55.32%	54.91%
净负债比率	55.28%	49.75%	46.31%	41.13%
流动比率	1.41	1.67	1.59	1.60
速动比率	0.84	1.03	0.90	0.88
营运能力				
总资产周转率	0.81	0.88	1.04	1.11
应收账款周转率	4.69	4.64	4.97	4.75
应付账款周转率	4.02	3.95	4.28	4.08
每股指标(元)				
每股收益	1.03	1.87	2.52	3.31
每股经营现金	0.84	3.04	0.69	2.02
每股净资产	11.96	13.93	16.44	19.75
估值比率				
P/E	42.54	23.35	17.34	13.17
P/B	3.65	3.13	2.65	2.21
EV/EBITDA	19.97	13.42	11.04	8.78

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当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、财务状况和特定需求。对依据或者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。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>