

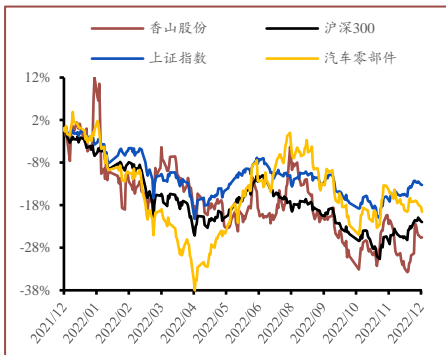
内饰产品升级，智能座舱+充配件比翼齐飞

■ 证券研究报告

★ 投资评级:增持(维持)

基本数据	2022-12-13
收盘价(元)	28.31
流通股本(亿股)	1.10
每股净资产(元)	11.53
总股本(亿股)	1.32

最近 12 月市场表现



分析师 张一弛

SAC 证书编号: S0160522110002

zhangyc02@ctsec.com

相关报告

1. 《Q3 营收利润双增长，新能源汽车业务有望加速放量》 2022-11-04

核心观点

- ❖ **受益国内+海外高行业增速，且公司深度布局充电桩。**全球新能源汽车渗透率持续提升，叠加充电桩能够解决里程焦虑，共同驱动充电桩需求快速上升。国内 2022 年 1-9 月份充电基础设施增加了 187.1 万台，其中公共充电桩增量同比上涨 106.3%，随车配建私人充电桩上涨 352.6%。海外，到 2030 年，全球车桩比为 10.88，总计共有 1432.7 万台公共充电桩建设需求，欧美两国产生 480.7 万台新增需求，相比 2021 年增长了 973%。
- ❖ **汽车零部件业务客户稳固，智能座舱业务对标高端市场。**公司子公司均胜群英是戴姆勒奔驰、宝马、大众、奥迪、通用、福特、日产、特斯拉、蔚来、理想等国内外知名整车制造商的全球一级配套商，且与多家主要整车厂商客户已形成稳固的合作关系。汽车零部件业务中，智能座舱业务主要是功能件及饰品开发销售，下游客户覆盖 BBA 等公司，同时公司也逐渐开始与特斯拉、蔚来、理想等整车厂商展开合作。
- ❖ **募投项目持续布局充电桩业务，不断扩充新能源充配电产品矩阵。**2022 年 2 月，公司募资 6 亿元布局充电桩业务，募集资金将用于新能源汽车充电设备及运营平台开发项目、目的地充电站建设等。我们认为本次定增将会充分完善公司的充配电产品矩阵，利于公司打造全方位的充配电产品体系。且公司为大众 MEB 车型首批独家供应商，我们预计或随着大众该车型放量而快速发展。
- ❖ **投资评级：**我们预计公司 2022-2024 年营收为 46.86/55.91/66.41 亿元，同比 -4.18%/19.31%/18.80%，扣非归母净利润 1.22/2.37/3.62 亿元，同比 143.27%/94.64%/52.43%，对应 EPS 为 0.92/1.80/2.74 元/股，对应 PE 分别为 30.93/15.89/10.42 倍，给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**海外充电桩拓展速度不及预期，无法快速放量、行业竞争加剧，格局恶化风险、均胜群英未完成业绩承诺，商誉减值的风险。

盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	977	4890	4686	5591	6641
收入增长率 (%)	16.03	400.66	-4.18	19.31	18.80
归母净利润(百万元)	75	50	122	237	362
净利润增长率 (%)	215.65	-33.28	143.27	94.64	52.43
EPS (元/股)	0.68	0.45	0.92	1.80	2.74
PE	36.51	84.36	30.93	15.89	10.42
ROE (%)	9.24	5.91	7.82	13.21	16.77
PB	3.38	4.96	2.42	2.10	1.75

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所

内容目录

1	老牌衡器龙头，外延并购提升盈利能力.....	4
1.1	衡器为基本盘业务，通过并购进入新能源领域.....	4
1.2	股权结构稳定，并购后签署业绩承诺协议.....	6
1.3	均胜群英并表，新业务毛利稳定.....	7
2	借力新能源，步入快速发展车道.....	10
2.1	智能座舱业务：高端制造，驱动产品量价齐升.....	10
2.1.1	智能座舱趋势明确，与头部厂商合作稳定.....	10
2.1.2	主要产品迎升级趋势，加码研发抢先布局.....	13
2.2	充电桩业务：海内外需求增长，打开向上成长空间.....	15
2.2.1	碳中和目标顶层设计，驱动海内外充电桩增长.....	15
2.2.2	公司提前布局，欧洲市场有望抢占先机.....	20
3	盈利预测与投资建议.....	22
4	风险提示.....	23

图表目录

图 1.	公司发展历程.....	4
图 2.	2022H1 各项业务占比.....	4
图 3.	公司股权架构图.....	7
图 4.	公司营业收入及增速.....	8
图 5.	公司归母净利润及增速.....	8
图 6.	公司整体毛利率和归母净利率 (%).....	9
图 7.	公司分业务毛利率 (%).....	9
图 8.	2017-2022Q1-3 期间费用率占营收比重 (%).....	10
图 9.	公司研发人员 (人) 和研发支出占比 (%).....	10
图 10.	均胜群英组织架构.....	11
图 11.	均胜群英合作品牌.....	12
图 12.	2018-2021Q3 前五大客户购买金额 (万元).....	12
图 13.	2018-2021Q3 前五大供应商供货金额 (万元).....	12
图 14.	宝马近几年全球和在华销量 (万辆).....	13

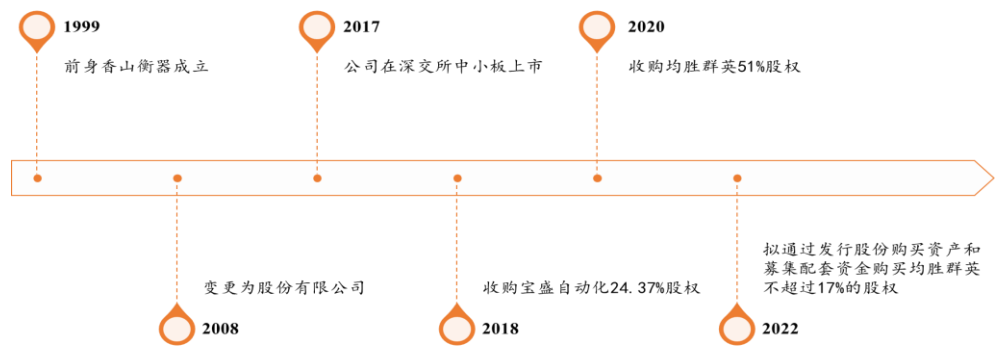
图 15. 奔驰近几年全球和在华销量（万辆）	13
图 16. 已定点和未定点项目业务收入预测（万元）	13
图 17. 功能件和饰件业务收入预测（万元）	14
图 18. 铝合金饰条结构示意图.....	14
图 19. 2019 年各行业碳排放量占比（%）	15
图 20. 国内新能源汽车销量（万辆）	16
图 21. 国内新能源汽车（万辆）与充电桩保有量（万个）	17
图 22. 新能源充配电产品系统.....	20
图 23. 大众 MEB 平台示意图.....	21
图 24. 公司预测新能源业务收入（万元）	22
表 1. 公司衡器产品分类.....	5
表 2. 业绩承诺与补偿.....	7
表 3. 2021 年公司净利润测算.....	8
表 4. 募集资金使用（2022 年）	10
表 5. 国内充电桩相关政策.....	16
表 6. 各国及地区车桩比预测.....	17
表 7. 欧美充电桩相关政策.....	18
表 8. 分业务测算.....	22
表 9. 可比公司估值表.....	23

1 老牌衡器龙头，外延并购提升盈利能力

1.1 衡器为基本盘业务，通过并购进入新能源领域

公司衡器业务全球领先，新能源业务贡献第二增长赛道。公司成立于1999年，在石岐衡器厂基础上改制设立，现如今业务范围覆盖全球五大洲的90多个国家和地区，是全球领先、规模最大的家用衡器制造商之一。根据中国衡器协会统计，2006-2020年，公司家用衡器产品的销售量、销售额和出口创汇总额均连续位居行业第一；2015-2020年，公司商用衡器产品销量位居行业前三。后公司在2020年以20.4亿元现金收购均胜群英51%股权，跨入新能源赛道，实现业绩跨越发展。

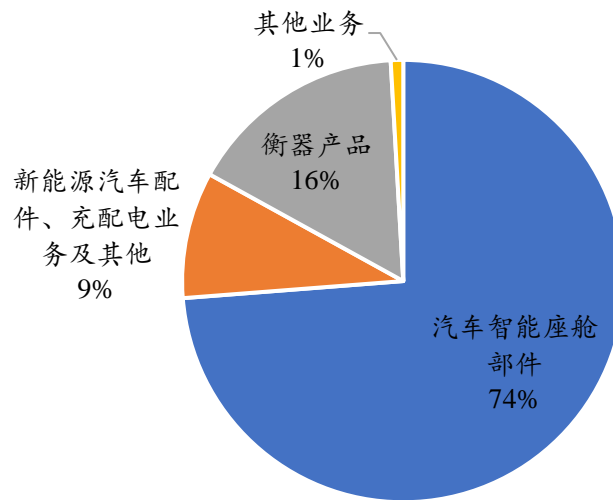
图1.公司发展历程



数据来源：公司公告，财通证券研究所

衡器业务稳定，智能座舱及新能源充配电系统业务打开成长天花板。公司在2020年及以前，主要收入来源为衡器业务，但该市场较为成熟且稳定，公司营收仅从2012年的7.52亿元增长至2022年的46.86亿元，CAGR为20.07%。但在2021年均胜群英并表后，2022半年报数据显示智能座舱及新能源充配电系统贡献收入18.13亿元，占当年总营收83%，成为公司主要收入来源。我们预计随着公司下游客户的持续拓展，智能座舱及新能源充配电系统贡献收入占比有望持续提升。

图2.2022H1 各项业务占比










数据来源：Wind，财通证券研究所

衡器业务市场分散，但盈利稳定持续贡献现金流。公司作为业内领军企业，拥有“香山”（SENSSUN）、“CAMRY”和“金叶”等多个知名行业品牌，其注册商标 80 多项，涵盖 90 多个境外国家和地区。公司衡器业务划分为家用健康衡器、商用衡器和健康运动信息测量产品三大类，包括智能体脂秤、智能食品营养秤、价格标签秤、智能手表等。根据中国衡器协会统计数据，2021 年业内 122 家企业实现销售收入 214.85 亿元，公司当年衡器业务营收 9.7 亿元，市占率为 4.51%，但是该业务毛利率保持稳定，持续给公司带来现金流，作为公司的基本盘为其外延并购提供可能性。

全自主研发，覆盖海内外渠道。公司主要采取 OBM（自主品牌生产）和 ODM（原始设计制造）相结合的经营模式。面对国内市场，公司主要通过 OBM 把控全产业链，掌握定价权，通过“香山”“金叶”等自主品牌形象面对消费者，与沃尔玛、家乐福、大润发、万佳等国内大型连锁卖场建立合作，已建立覆盖全国地级以上城市的销售网络，近些年也在加大电子商务渠道的拓展。对于国外市场，2020 年公司的海外销售占比已达到 71.69%，通过 ODM 与国外客户合作，将自主研发生产的产品按照要求贴牌包装，也与 Wal-mart、K-mart、Auchan 等国际大型零售连锁集团建立战略合作关系。

表1.公司衡器产品分类

产品分类	产品名称	产品图片	产品功能
家用健康衡器	电子人体健康秤		测量个人体重
	电子厨房秤		测量食品重量和营养成分
	电子口袋秤		测量贵重物品重量
商用衡器	价格标签秤		计量、计价、追溯商品安全信息
	台式弹簧度盘秤		称量较重商品
健康运动信息测量产品	智能食品营养秤 (APP 型)		测量食品重量和营养成分
	智能体脂秤 (APP 型)		测量体重和人体成分
	智能手环		运动计步、生活防水、睡眠监测

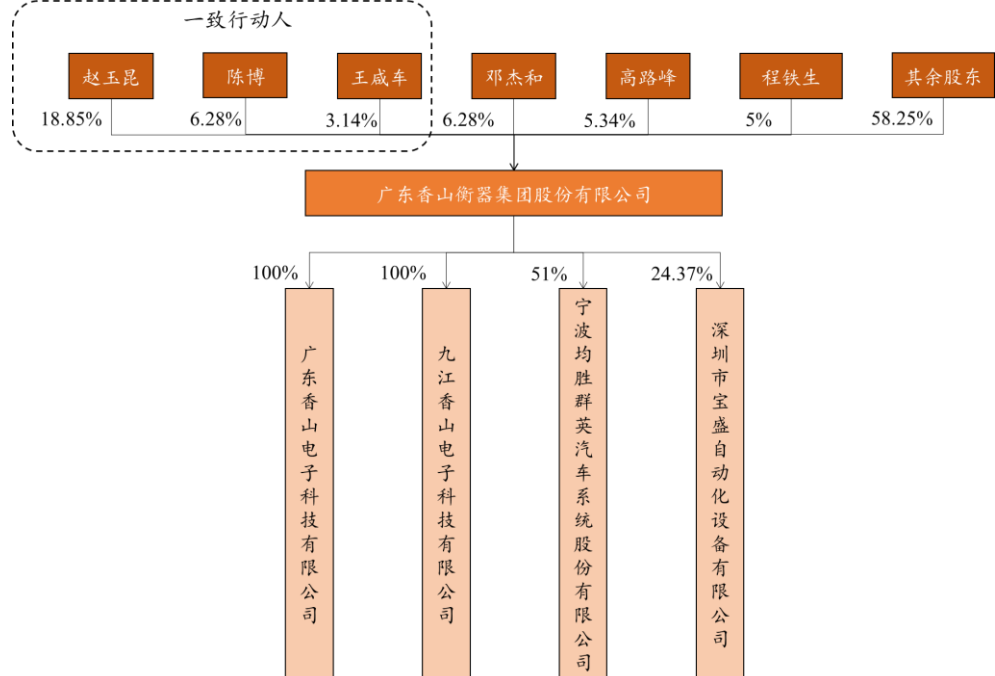
数据来源：公司公告，财通证券研究所

1.2 股权结构稳定，并购后签署业绩承诺协议

实控人赵玉昆从业经验丰富，持有 18.85% 公司股份。赵玉昆曾任中山市石岐衡器厂厂长，后在改制后成为香山衡器的董事长，在其带领下，香山衡器在 2004 年产量突破 1000 万台，销售额达到 2 亿。后续在商用衡器的基础上研发出家用和健康运动信息测量等新产品。截至目前，赵玉昆共计持有 18.85% 的公司股份，并在

2022年7月8日签署了《一致行动协议》，与陈博、王咸车建立一致行动关系，维持控制权的稳定。

图3.公司股权架构图



数据来源：企查查，财通证券研究所（截至2022.11.16）

签署业绩承诺协议，确保公司业绩。公司与均胜电子约定以20.4亿元现金购买其持有的51%的均胜群英股份，并在2020年11月24日签署了《业绩承诺与补偿协议》，根据协议内容，均胜群英需要在2021-2023年期间累计实现扣非净利润不少于90000万元，分别需要实现扣非净利润19000、32000、39000万元，公司才会按照协议规定分别支付2、3、3.4亿元，否则均胜电子需要按照约定进行赔付。

表2.业绩承诺与补偿

年份	业绩承诺(扣非净利润)	业绩承诺未实现的补偿义务
2021	≥19000 万元	应补偿金额 = (截至期末累计承诺净利润 - 截至期末累计实际净利润) ÷ 业绩承诺期内累计承诺净利润总和 × 本次标的资产转让价格
2022	≥32000 万元	
2023	≥39000 万元	

数据来源：公司公告，财通证券研究所

1.3 均胜群英并表，新业务毛利稳定

营收受并表影响快速增长，归母净利短期承压。公司在2020年前主要业务是衡器，但由于市场发展较为成熟，很难发生质变，营收保持在9亿元左右。但是在2020年12月收购均胜群英51%股份后，2021年的并表使得公司营收增长400.66%至48.90亿元，均胜群英在2018、2019、2020三年营收分别为35.82、37.69、36.15

亿元，整体保持稳健。公司 2021 年归母净利润却下跌 33.27% 至 0.50 亿元，主要系并购后的应收业绩补偿款与应付股权对价公允价值变动、并购贷款利息、收购价格分摊 (PPA) 等因素影响。

图4.公司营业收入及增速

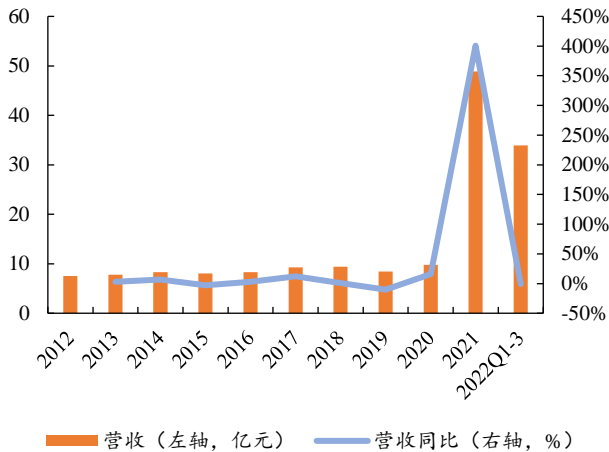
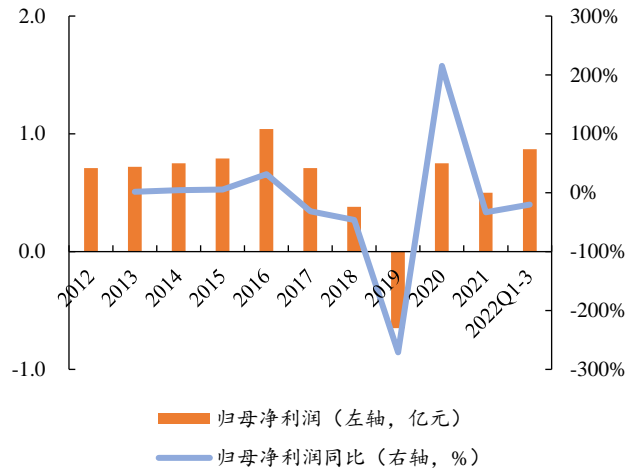


图5.公司归母净利润及增速



数据来源：Wind，财通证券研究所

数据来源：Wind，财通证券研究所

表3.2021年公司净利润测算

会计科目	金额 (亿元)
业务经营利润	3.18
- 收购价格分摊 (PPA)	0.36
- 并购贷利息支付	0.26
扣非净利润	2.57
- 员工利润分享计划终止	0.53
- 应收业绩补偿款和应付股权对价公允价值变动影响	0.80
- 少数股东损益	0.04
+ 其他非经常性收益	0.06
净利润	1.25
归属于上市公司股东的净利润	0.50

数据来源：公司公告，财通证券研究所测算

新业务毛利率 22% 左右，存在进一步上行空间。公司整体毛利率持续稳定在 30% 左右，在 2021 年并表后出现较大幅度下滑，主要因为原材料和运费价格上涨，导致衡器产品毛利率下滑 5.03pct 至 26.21%，同时新并表的均胜群英整体毛利率略低于衡器业务。2022H1 均胜群英毛利率为 21.11%，拆开来看智能座舱毛利率为 21.04%，充配电系统毛利率为 21.71%，我们预计未来随着规模增加核心产品放量，毛利率仍有进一步上行空间。

图6.公司整体毛利率和归母净利率 (%)

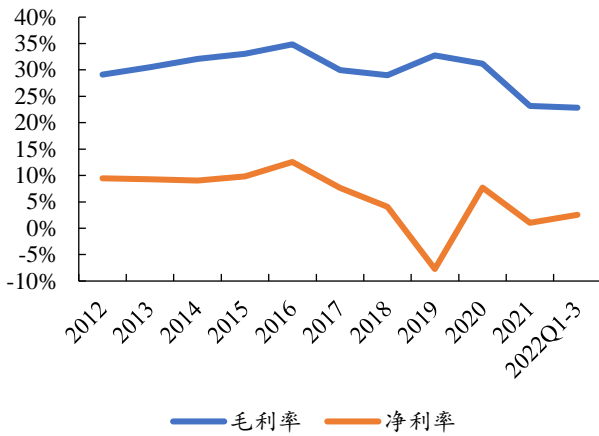
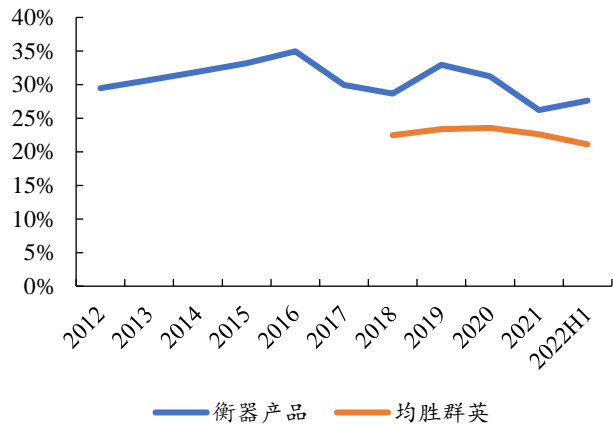


图7.公司分业务毛利率 (%)



数据来源: Wind, 财通证券研究所

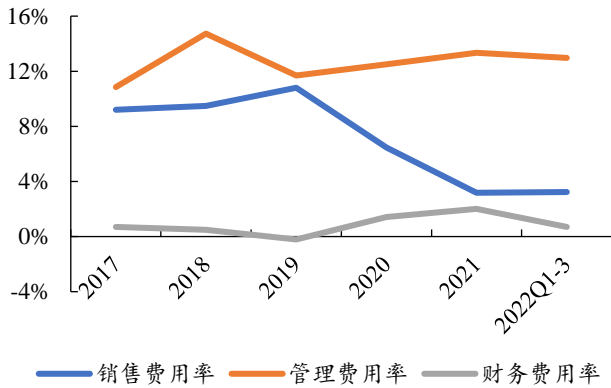
数据来源: Wind, 财通证券研究所

受益整体规模增大, 期间费用结构变动。公司在并购均胜群英前期间费用保持稳健, 整体管控有序, 2020年销售费用大幅下滑主要系运输费用按照新准则计入主营业务成本中。在2021并表后, 公司销售/管理/财务费用率分别为3.18/13.35/2.01%, 同比-3.27/+0.84/+0.59pct, 受益于整体规模的增加, 销售费用率被摊销出现下滑, 管理费用率因为提前终止利润分享计划而略有增加。

新业务技术要求高, 加大研发投入。均胜群英的汽车零部件业务为了满足不同汽车厂商的需求, 与之建立稳定的合作关系, 以及开发新产品拓展新客户, 建立了包括项目中心、技术中心和工程中心的完善的研发团队。所以公司在2021年并表后, 研发人员数量增加570人至839人, 研发人员占总员工比例为13.69%, 研发费用同比增长489.87%至2.35亿元。

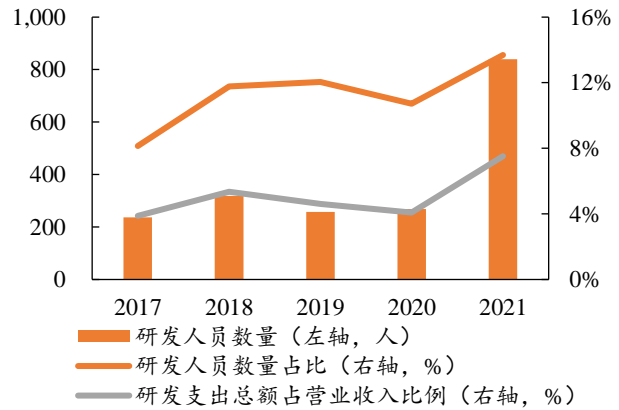
增发募资6亿, 加码新能源充电业务。公司在2022年2月14日获得证监会审核, 通过非公开发行募集6亿元, 用于加大新一代直流、交流充电业务、充电运营平台的开发, 以及目的地充电站建设, 配合上已有的充电桩产品和充配电保护、多模式通讯等技术, 加强与上汽大众、一汽大众、上海汽车和上汽通用等客户的合作关系。

图8.2017-2022Q1-3 期间费用率占营收比重 (%)



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图9.公司研发人员 (人) 和研发支出占比 (%)



数据来源: Wind, 财通证券研究所

表4.募集资金使用 (2022年)

项目名称	项目计划投资总额 (万元)	募集资金投资额 (万元)	已投入募集资金额 (万元, 截至 2022. 6. 30)
新能源汽车充电设备及运营平台开发项目	79,734	35,192.51	797.81
目的地充电站建设项目	6,170	5,713	0
补充流动资金及偿还贷款	18,000	18,000	18,000
合计	103,904	58,905.51	18,797.81

数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

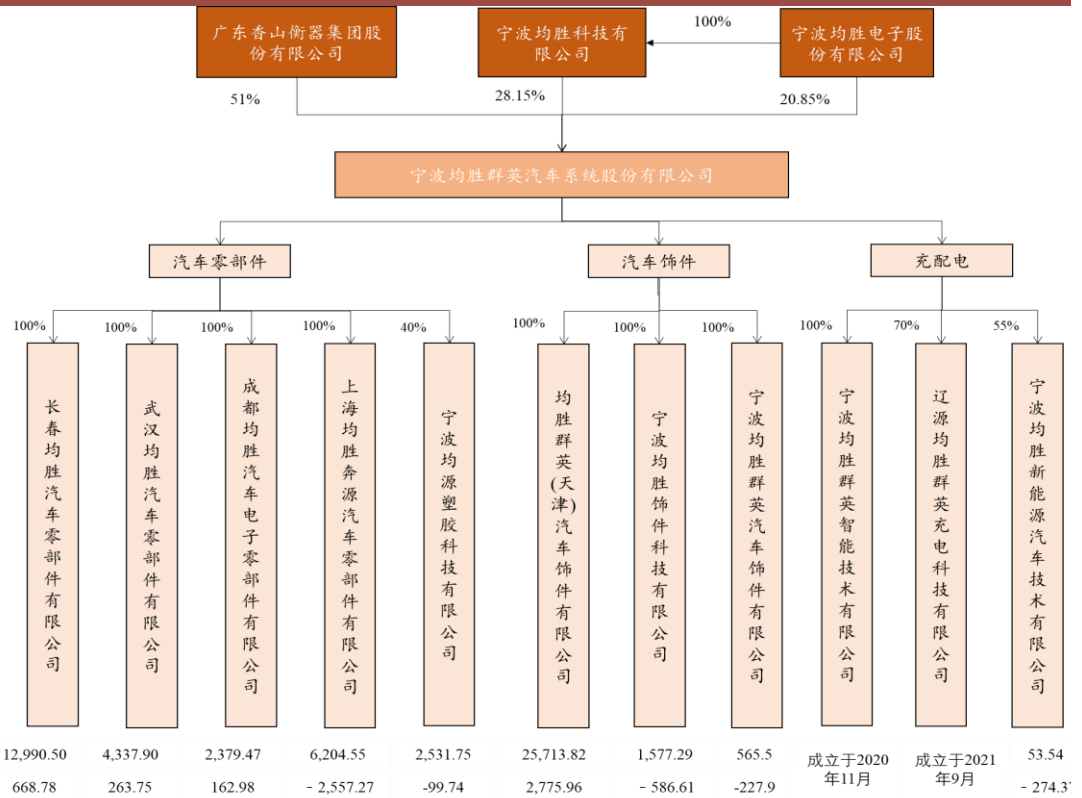
2 借力新能源, 步入快速发展车道

2.1 智能座舱业务: 高端制造, 驱动产品量价齐升

2.1.1 智能座舱趋势明确, 与头部厂商合作稳定

公司子公司均胜群英以金属制品、橡塑制品、电子元件起家, 后续在发展过程中, 母公司均胜电子于 2015 年完成对德国高端内外饰件公司 Quin 的收购, 一跃成为奔驰、宝马等客户的全球供应商, 2019 年均胜汽车电子与德国群英合并为均胜群英汽车系统公司。现公司下有 11 家子公司, 涵盖了零部件、汽车饰件和充配电系统, 其致力于成为汽车智能内饰的时尚设计师, 做新能源汽车充配电系统的领航者与创新者。

图10.均胜群英组织架构



数据来源：公司公告，企查查，财通证券研究所（备注：截至2022.12.05）

智能座舱为新兴趋势，内饰存在差异化机会。智能座舱是指配备了智能化和网联化的车载产品，从而可以与人、路、车本身进行智能交互的座舱，将单一的车内空间进化为生活中的“第三空间”。智能座舱主要由座舱电子和座舱内饰共同构成，座舱电子提供整体架构的基础，座舱内饰则在此基础上提供更舒适的车内空间。均胜群英则专注于智能豪华高端饰件产品—汽车空调出风口系统、真木真铝饰件等，以及功能件产品—涡轮增压管、洗涤器、加油及充电小门、后视镜等。

合作厂家高端为主，且合作关系稳定。公司在汽车内饰方面合作品牌众多，主要客户已涵盖宝马、大众、奥迪、特斯拉等全球整车厂商与国内一线自主品牌。高端整车厂商对供应商的产品要求较为严格，包括产品的技术水平、研发设计、品质、供货能力等，均胜群英能够参与到头部企业的供应链中是对其品牌的重要背书。2021Q3 前五家厂商销售收入占比 80.36%，其中与前三家奔驰、大众、宝马合作关系稳定，过去几年中前三家是公司的主要收入来源，且与部分厂商签订长期框架协议，有力保障了公司的盈利能力。

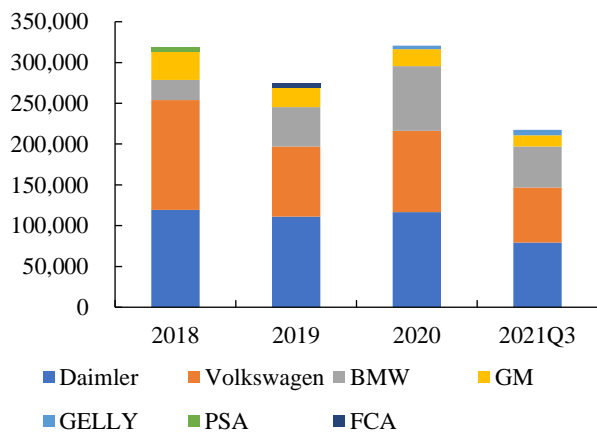
供应商分散，且部分产品能够自供。公司占比最大的供应商为 Gerhardt KunststofftechnikGm，主要提供塑料零件，历年占比在 10%左右。公司与各大供应商之间合作关系稳定，但是合作公司数量众多，不存在对于单个供应商过度依赖的现象，前五大供应商历年比例仅为 20%左右。

图11.均胜群英合作品牌



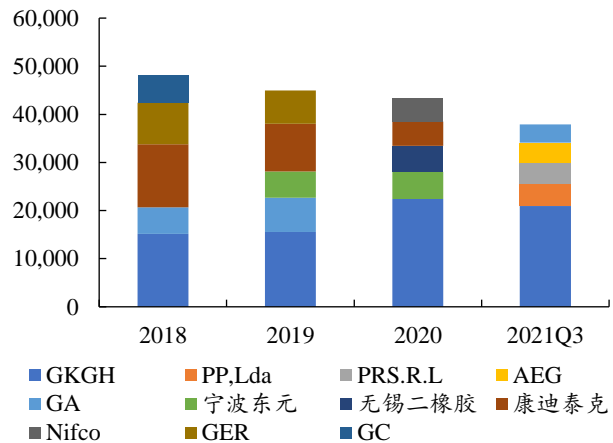
数据来源：公司官网，财通证券研究所

图12.2018-2021Q3 前五大客户购买金额（万元）



数据来源：公司公告，财通证券研究所

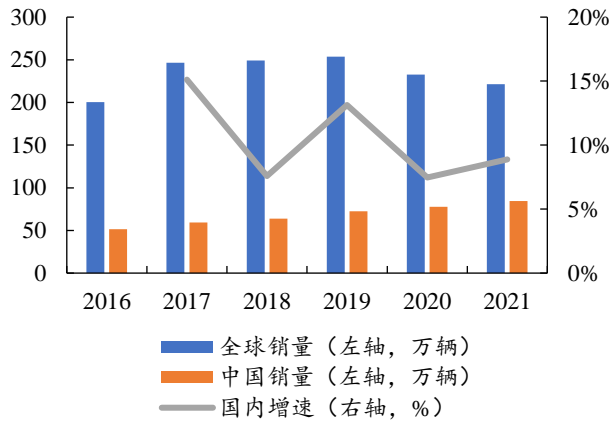
图13.2018-2021Q3 前五大供应商供货金额（万元）



数据来源：公司公告，财通证券研究所

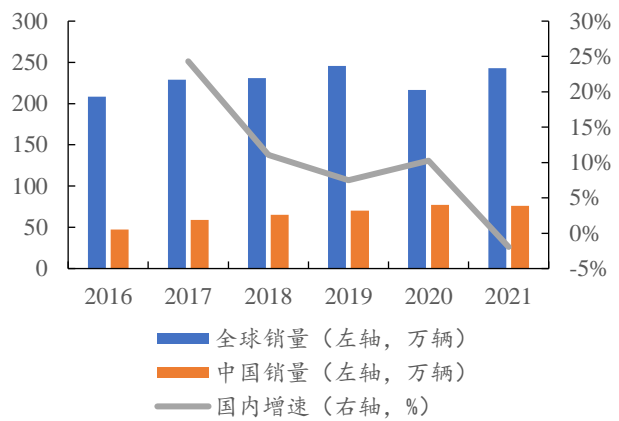
客户表现亮眼，带动公司业绩增长。由于全球市场遭受疫情影响，加上芯片短缺和电气化推进，全球汽车销量整体出现波动，但公司主要客户在华销量保持着增长态势。宝马集团近几年在华销量从2016年的51.6万辆增长至2021年的84.6万辆，CAGR为10.39%，奔驰集团在华销量从2016年的47.3万辆增长至2021年的75.9万辆，CAGR为9.92%。

图14.宝马近几年全球和在华销量（万辆）



数据来源：公司公告，财通证券研究所

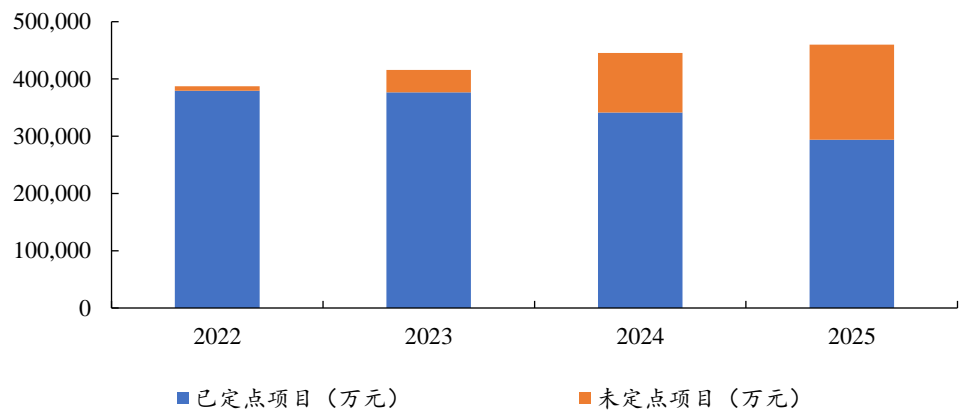
图15.奔驰近几年全球和在华销量（万辆）



数据来源：公司公告，财通证券研究所

公司已定点项目提供确定收入，新项目提供潜在空间。公司签订的长期供货框架合同为已签订或在执行中的合同，该部分作为已定点项目预计在2022-2025年能够带来收入37.9、37.7、34.1、29.4亿元，而未定点项目作为预期可获得的项目预计在2022-2025年能够带来收入0.8、3.9、10.4、16.6亿元。

图16.已定点和未定点项目业务收入预测（万元）

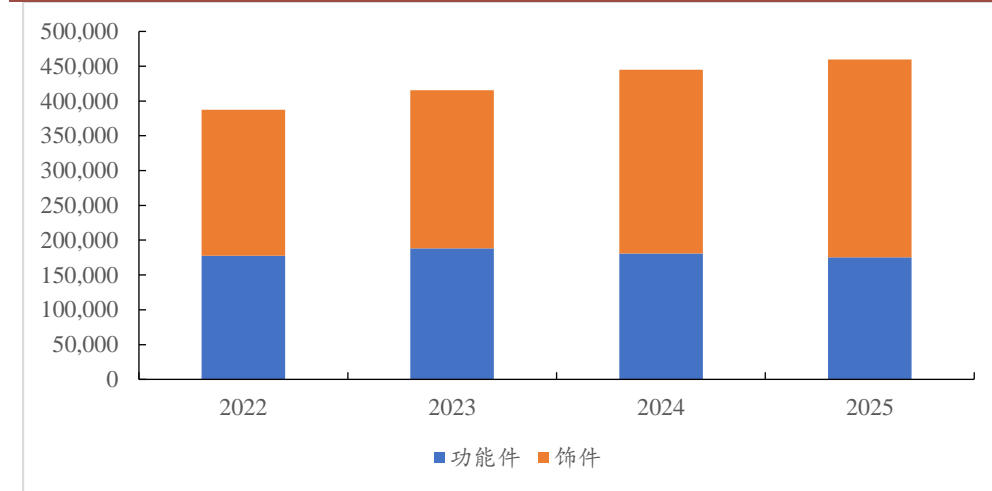


数据来源：公司公告，财通证券研究所

2.1.2 主要产品迎升级趋势，加码研发抢先布局

饰件升级，驱动业绩增长。根据香山股份公告，饰件营收占据主要地位，且未来几年随着产品的升级趋势，有望迎来量价齐升，带动公司业绩增长。公司预测2022-2025年饰件将实现营收21.0、22.8、26.4、28.4亿元，CAGR为10.68%，功能件则维持稳定，预计每年带来营收18亿元左右。

图17.功能件和饰件业务收入预测（万元）



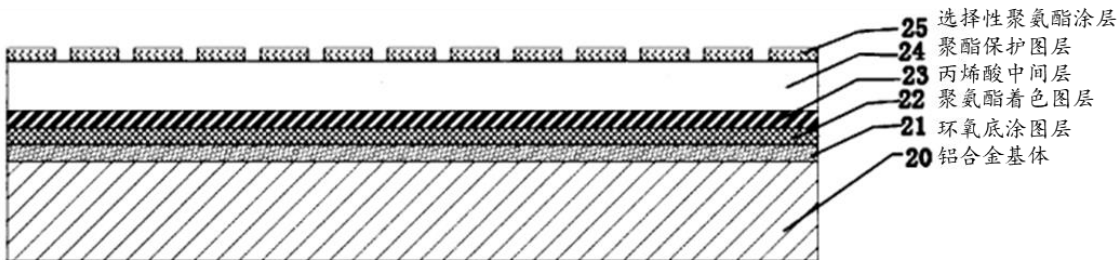
数据来源：公司公告，财通证券研究所

1) 真木真铝饰件：

消费者追求内饰精致，真木真铝饰件需求旺盛。真木真铝饰件因为外观性能出色，富有独特的质感和纹理，与现在常见的塑胶质感有较大的区别，且工艺负责，成本高昂，所以常被用于高端豪华车型中，镶嵌于仪表板、中控台、门护板、方向盘等区域。但随着消费者们越来越追求车内空间的舒适度和美观，真木真铝饰件使用场景增加，开始应用至越来越多的车型中。

公司技术行业领先，掌握多项特殊工艺。对于真木材料，由于材料具有不可易塑性，加工技术上存在较强壁垒，公司掌握相关的PUR、OPO、PMMA 处理工艺。而对于真铝材料，在铝合金基底上需要进行多涂层覆盖，公司在该方面掌握了真铝表面处理和生产工艺；而在碳纤维方面，公司也拥有生产工艺、INS、3D吹塑、电镀喷漆、LSR 固态硅胶成型等特殊工艺。公司最近的专利《一种汽车智能内饰件》中也仍在开发增强装饰层与支承件之间的粘接效果，保持着技术工艺的领先。

图18.铝合金饰条结构示意图



数据来源：公司公告，财通证券研究所

2) 空调出风口：

空调出风口智能化发展，公司提前布局。空调出风口作为汽车内部空气管理系统的终端，开始逐步向电动化和智能化转化，能够自动调节出风风向和大小，最新

的研究开发推出了隐藏式空调出风口的设计，使得整体更加美观时尚。公司已布局研究电动出风口、隐藏式出风口、BlackPanel 控制出风口、多功能灯光出风口、手势控制出风口等，相关技术已经取得上海通用、东风日产、德国戴姆勒认可。

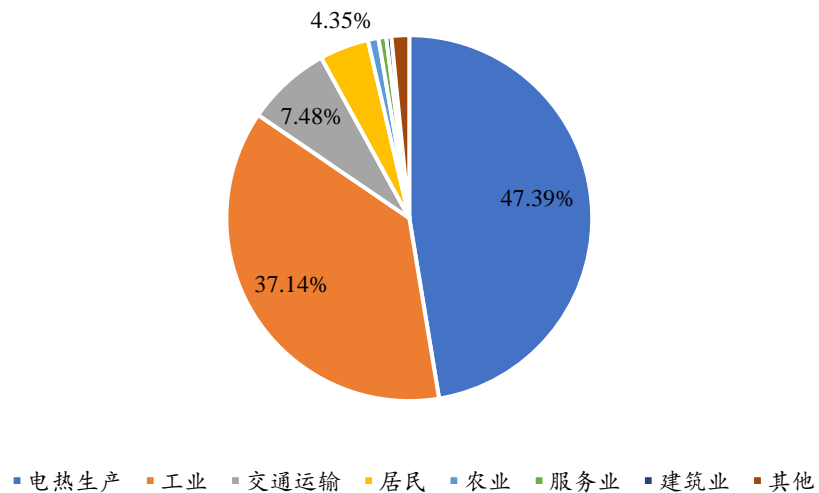
作为内饰一部分，实用与美感并行。空调出风口不仅仅承担着气流分配功能，同时也是内饰环节的关键一环，为了配合整体的设计感，装饰框、面板、壳体、叶片等组成部分都需要充分考虑摆放位置、形状设计、颜色、质感等多个内容。公司凭借综合实力将汽车空调出风口系统做到了全国第一、全球第二的水平。

2.2 充电桩业务：海内外需求增长，打开向上成长空间

2.2.1 碳中和目标顶层设计，驱动海内外充电桩增长

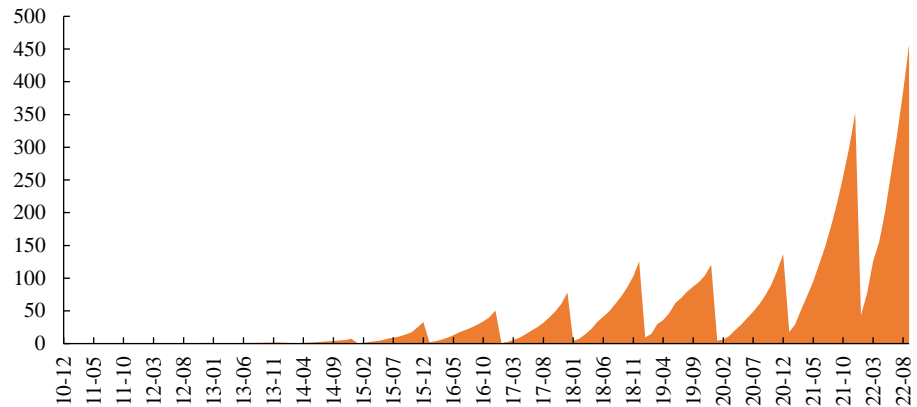
双碳目标任务重大，能源转型迫在眉睫。根据 CEADs 统计的碳排放数据，按照产业结构划分，中国在电、热生产方面排放最多的二氧化碳，占比达到 47.39%，工业、交通运输位列其后，排放量分别占比 37.14%和 7.48%。为此，中国提出 2030 年前实现碳达峰、2060 年前实现碳中和的目标，重点从能源结构重塑、产业结构重构、优化生态环境等路径展开，致力于实现高质量可持续发展。

图 19.2019 年各行业碳排放量占比 (%)



数据来源：CEADs，财通证券研究所

交运设备电气化带来充电桩需求。当前中国新能源汽车正处于快速放量阶段，主要是产业政策引导支持下叠加技术更新换代带来的体验提升，推动交运设备从单纯的交通工具转变为移动智能终端。《新能源汽车产业发展规划(2021—2035 年)》中指出到 2035 年要实现纯电动车成为主流，公共领域用车全面电动化，我国交运设备的电气化将保持着稳步上升的态势。但是目前电车仍面临着“里程焦虑”的问题，短期来看仍需要加大充电桩的铺设面积以及功率的提升。

图20.国内新能源汽车销量（万辆）


数据来源：Wind，财通证券研究所

政策驱动充电桩快速发展。自2015年9月国务院办公厅出台《关于加快电动汽车充电基础设施建设的指导意见》以来，充电桩及相关产业得到了国家政策的大力支持。近几年随着新能源车渗透率的增加，配套的充电桩数量也随之得到发展。根据中国充电联盟数据，我国在2022年1-9月充电基础设施增加了187.1万台，其中公共充电桩增量同比上涨106.3%，随车配建私人充电桩上涨352.6%，建设速度在全球领先。

新能源车发展迅速，充电桩仍存在较大缺口。充电桩建设随着新能源车渗透率的进一步提升，正成为当下解决里程焦虑的方法之一，也是新基建中的重点建设对象。随着收入水平提升及道路交通环境改善，千人汽车保有量预计在2030年可以达到300辆左右，此时新能源车保有量渗透率若达到20%，则新能源车有8600万辆左右，而根据《电动汽车充电基础设施发展指南（2015-2020年）》要求车桩比达到1:1来看，充电桩设施仍存在巨大的缺口。

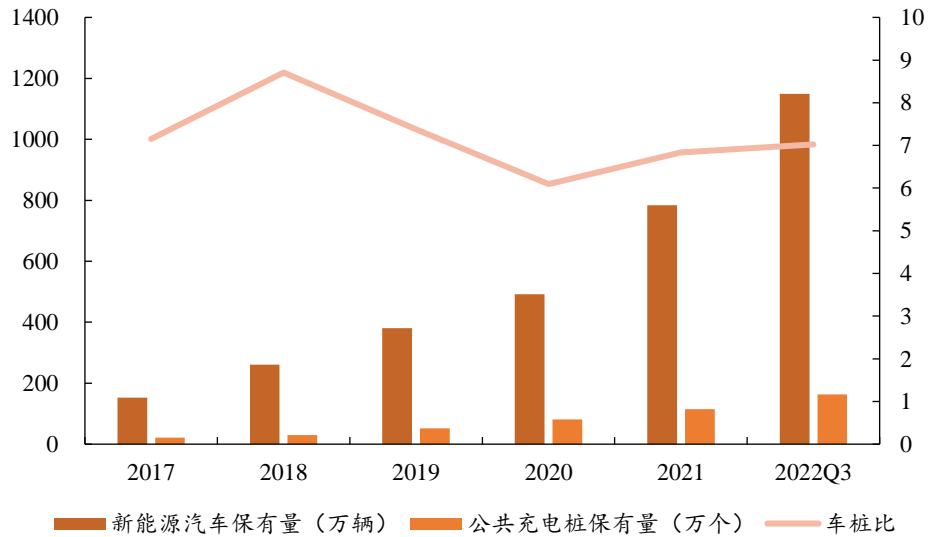
表5.国内充电桩相关政策

发布时间	政策名称	政策内容
2015/10	《关于加快电动汽车充电基础设施建设的指导意见》	坚持以纯电驱动为新能源汽车发展的主要战略取向，将充电基础设施建设放在更加重要的位置，加强统筹规划，统一标准规范，完善扶持政策，创新发展模式，培育良好的市场服务和应用环境，形成布局合理、科学高效的充电基础设施体系。
2016/1	《关于“十三五”新能源汽车充电基础设施奖励政策及加强推广应用的通知》	奖补资金应当专门用于支持充电设施建设运营、改造升级、充换电服务网络运营监控系统建设等相关领域。
2018/11	关于《提升新能源汽车充电保障能力行动计划》的通知	力争用3年时间大幅提升充电技术水平，提高充电设施产品质量，加快完善充电标准体系，全面优化充电设施布局，显著增强充电网络互联互通能力，快速升级充电运营服务品质，进一步优化充电基础设施发展环境和产业格局。
2019/3	《关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》	地方应完善政策，过渡期后不再对新能源汽车（新能源公交车和燃料电池汽车除外）给予购置补贴，转为用于支持充电（加氢）基础设施“短板”建设和配套运营服务等方面。

2020/10	《新能源汽车产业发展规划(2021-2035年)》	引导企业联合建立充电设施运营服务平台,实现互联互通、信息共享与统一结算。加强充电设备与配电系统安全监测预警等技术研发,规范无线充电设施电磁频谱使用,提高充电设施安全性、一致性、可靠性,提升服务保障水平。
2021/2	《商务部办公厅关于印发商务领域促进汽车消费工作指引和部分地方经验做法的通知》	便利新能源汽车充(换)电,鼓励有条件的地方出台充(换)电基础设施建设运营补贴政策,支持依托加油站、高速公路服务区、路灯等建设充(换)电基础设施,引导企事业单位按不低于现有停车位数量10%的比例建设充电设施。
2021/3	十四五规划与2035年远景目标纲要	积极扩建新建停车场、充电桩。
2021/12	《关于振作工业经济运行、推动工业高质量发展的实施方案的通知》	加快新能源汽车推广应用,加快充电桩、换电站等配套设施建设。健全家电回收处理体系,实施家电生产者回收目标责任制。
2022/1	《关于进一步提升电动汽车充电基础设施服务保障能力的实施意见》	到“十四五”末,我国电动汽车充电保障能力进一步提升,形成适度超前、布局均衡、智能高效的充电基础设施体系,能够满足超过2000万辆电动汽车充电需求。
2022/7	《关于搞活汽车流通扩大汽车消费若干措施的通知》	加快推进充电设施建设,提高充电使用便利性。引导充电桩运营企业适当下调充电服务费,降低车辆使用成本。

数据来源:各政府部门官网,财通证券研究所

图21.国内新能源汽车(万辆)与充电桩保有量(万个)



数据来源:Wind,财通证券研究所

欧美公共车桩比高于我国,预计2030年有480.7万台需求,相比2021年增长了973%。2021年,我国公共车桩比为6.78,欧洲、美国的比例为23.35和15.26,未来随着各国充电桩政策的推行实施,我们预测公共车桩将迎来快速建设期。根据IEA预测,到2030年,全球车桩比有望达到10.88,总计有望达到1432.7万台公共充电桩建设需求,欧美两国有望达到480.7万台新增需求,相比2021年增长有望达到973%。

表6.各国及地区车桩比预测

		中国	欧洲	美国	全球
2021	快充(万台)	47	4.4	2.2	56
	慢充(万台)	68	29	9.2	120

	公共充电桩总计 (万台)	115	33.4	11.4	176	
	新能源车保有量 (万辆)	780	780	174	1620	
	车桩比	6.78	23.35	15.26	9.20	
2025E	快充(万台)	116.5	11.2	2.7	141.5	
	慢充(万台)	214.3	147.2	26.6	465.6	
	公共充电桩总计 (万台)	330.8	158.4	29.3	607.1	
	新能源车保有量 (万辆)	3030	2092	790	6300	
	车桩比	9.16	13.21	26.96	10.38	
	快充(万台)	177.8	18.1	5.5	225.2	
2030E	慢充(万台)	609.8	427.4	74.5	1383.5	
	公共充电桩总计 (万台)	787.6	445.5	80	1608.7	
	新能源车保有量 (万辆)	8300	4800	1830	17500	
	车桩比	10.54	10.77	22.88	10.88	
	2021-2030 新增公共充电桩(万台)		672.6	412.1	68.6	1432.7

数据来源：公司公告，ica，财通证券研究所

表7.欧美充电桩相关政策

国家	时间	政策	内容
美国	2021. 11. 21	《基础设施投资和就业法案》	《基础设施投资和就业法案》旨在支持创新、创造高薪就业机会，提供社区必需商品及服务以重振美国。法案包括在 2030 年前投资 75 亿美元建设 50 万个公共充电桩。包括 50 亿美元的拨款（《国家电动汽车基础设施(NEVI)计划》），用于各州建立全国充电网络，其中 10%用于国务卿每年向各州提供补充帮助以填补充电基础设施网络空白。还包括 25 亿美元竞争性赠款项目用于资助社区和道路建设充电基础设施。
	2021. 12. 13	《电动汽车充电行动计划》	拨款 25 亿美元，用于在电动汽车充电基础设施方面历来投资最少的地区，如农村和弱势社区。该投资计划是为了支持 50 万个电动汽车充电站的目标，是美国迄今为止对其充电基础设施的最大投资。
欧盟	2021	连接欧洲基金(CEF)计划	根据 CEF 计划，欧盟 2021-2027 年预算拨款 316.5 亿欧元，联合公共资金与私企投资共同资助跨欧洲运输网络（TEN-T），拨款资助在交通、能源、数字方面支持高性能基础设施的建设，以连接联盟及其所有岛屿和地区。目标是到 2030 年完成围绕九个多模式核心网络道路构建的核心网络。到 2050 年完成整体网络，以促进所有欧洲地区的可及性。
	2021. 7	替代燃料基础设施法规条例	替代原《替代燃料基础设施指令》。为成员国设立充电设施部署目标，其中针对轻型车辆（LDV）：需确保2021年起每年底，国内公共充电站能为BEV、PHEV提供的功率输出分别达到至少1kW、0.66kW。TEN-T核心道路上的公共充电站最低覆盖范围为每60km至少1个，截止2025年底每个充电站最低功率300kW，至少1个充电桩功率达150kW。到2030年底，每个充电站最低功率600kW，至少2个充电桩功率达150kW。TEN-T整体网络上，每60km至少1个公共充电站，截止2030年底每个充

			<p>电站最低功率300kW，至少1个充电桩功率达150kW。到2035年底，每个充电站最低功率600kW，至少2个充电桩功率达150kW。</p> <p>要求公共充电桩均为数字连接充电桩且具备智能充电能力。</p>
	2021.12	关于修订建筑能效指令 (EPBD) 的提案	<p>欧盟委员会通过了一项对 EPBD 进行重大修订（重铸）的提案。</p> <p>EPBD 包括许多与电动汽车相关的规定，要求在住宅和非住宅建筑附近的某些停车位安装充电点，以及便于后续安装充电点的管道要求。重铸 EPBD 的提议旨在通过增加部署目标或预布线目标来加强使建筑物中的停车位“充电就绪”的雄心。它不仅为新建和主要翻新的建筑提出（增加）目标，而且还为现有建筑存量提出（增加）目标。它还设定了智能充电要求并引入了“插电权”。</p>
	2018.7	建筑能效指令 (EPBD)	<p>该指令要求成员国制定更强有力的长期改造战略，以支持到 2050 年将现有的国家建筑存量改造为高能效和脱碳建筑。除了智能电网、绝缘、加热和冷却的规定外，2018 年修正案首次引入了对电动汽车的要求：对于新非住宅建筑与车位超过 10 个的翻新非住宅建筑，至少安装一个充电站以及电缆导管等管道基础设施，以便在后期至少每 5 个停车位能安装 1 个充电桩。对于车位超过 10 个的新住宅与翻新非住宅建筑，成员国应确保为每个停车位安装后续安装充电桩所需的电缆导管等管道基础设施。</p>
	2019.11	《充电基础设施总体规划》	<p>2030 年前建成 100 万个公共充电桩，2025 年前提供相关资助。促进私人住宅区、商业区充电基础设施建设。到 2023 年，投资超过 30 亿欧元用于无二氧化碳驱动的汽车和卡车的加氢和充电基础设施。在 2020 年首次为私人充电设施提供 5000 万欧元。</p>
	2020.6	《经济刺激计划》	<p>再投资 25 亿欧元，用于扩建现代充电站基础设施、电动汽车和电池生产领域的研发。</p>
德国	2021.7	《快速充电法案》	<p>根据 2019 年 11 月的充电基础设施总体规划，为中长途交通招标 1,000 个快速充电地点。建设计划于 2023 年开始。计划为德国网络提供 19 亿欧元的融资。</p>
	2022.10.19	《总体规划充电基础设施 II》	<p>加强各部门合作，推动建设基于需求和用户友好的充电基础设施，新规划侧重于（1）推动电动汽车和电网紧密结合，旨在更有效地使用可再生能源（2）在高速公路和公司场所开发重型商用车辆（即卡车和公共汽车）的充电基础设施。（3）开发高速公路沿线等必要区域。（4）推动充电基础设施的开发和运营的产业投资。</p>
	2022.3.25	《电动汽车基础设施战略》	<ol style="list-style-type: none"> 1. 宣布将投资16亿英镑扩大电动汽车充电基础设施，到2030年达到30万个公共电动汽车充电点投入使用，这几乎是目前该国燃油泵数量的五倍。 2. 其中包括一项4.5亿欧元的当地电动汽车基础设施(LEVI)基金，用于在社区和街道建立充电站，保证没有车道的人也能使用电动汽车。 3. 现有的9.5亿欧元快速充电基金将用于支持到2035年，高速公路上至少6000个高功率快速充电站。
	2022.6.14	-	<p>停止混动的补贴，聚焦于提升电动车充电设施建设。</p>
瑞典	2022	-	<p>在 2022 年初宣布为为主要交通道路沿线的 HDV 充电基础设施提供 5.5 亿瑞典克朗 (6390 万美元) 资金。</p>
法国	2016	电动汽车基础设施充电计划 (ADVENIR)	<p>法国电动汽车基础设施充电计划 (ADVENIR) 于 2016 年启动，旨在为公司车队和公寓楼的私人充电基础设施提供资金。预算为 3.2 亿欧元，目标是到 2025 年提供 12.5 万个充电点。作为 2020 - 2023 年更新计划的一部分，项目的预算为 1 亿欧元，目标是到 2023 年底资助超过 4.5 万个新充电点。</p>

数据来源：各国政府网站，财通证券研究所

私人充电桩有较大建设空间，预计 2030 年欧美将保有 4641 万台私人充电桩。根据 EVCIPA 的数据显示，截至 2020 年 5 月，通过该联盟成员，整车企业采样约 109.5 万辆车的车桩相随信息，其中建设安装私人充电桩 74.9 万台，未配建私人桩数量 34.6 万台，我国私人充电桩比例为 68.4%，而欧美的居住习惯更有利于私人充电桩的建设，我们保守估计其比例为 70%，预计到 2030 年欧美将保有 4641 万台私人充电桩，仍有非常大的建设空间。

2.2.2 公司提前布局，欧洲市场有望抢占先机

公司新能源充配电系统较为成熟，具备开发车规级充电桩能力。公司在 2019 年已经开始申请充电枪专利，现在产品涵盖智能充电桩、充电插座及线束、随车充电枪、PDU 配电箱及 BDU 电池包断路单元等，整体的充配电系统已较为成熟。其充电桩具备车规级制造和开发水平，满足可靠性和一致性，同时在提供基本的充电功能的基础上，还具备了 4G 通信、即插即充、预约充电、在线升级等附加功能。

图22.新能源充配电产品系统



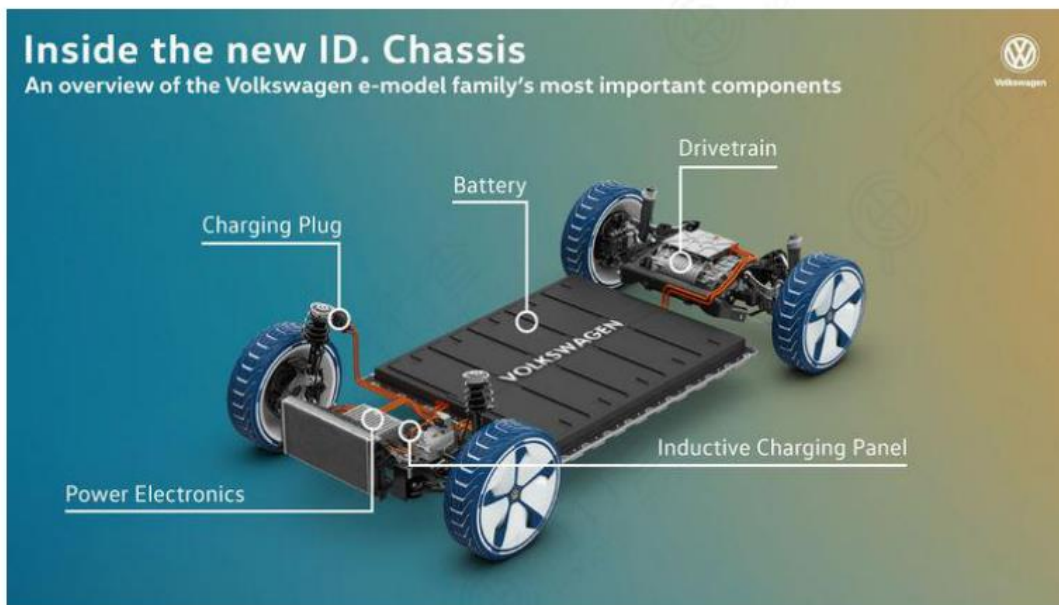
数据来源：公司公告，财通证券研究所

公司是大众 MEB 平台在国内的充电桩独家供应商。MEB 平台全称为“电动车模块化平台”，主要用于降低生产时的制造成本，与目前的 MBQ（横置发动机模块化平台）有很多相似之处，都是从模块化的理念出发，但抛弃了内燃机和油路，围绕

电气化动力系统展开构造，根据需求和定位提供不同车身轴距以及续航里程。大众计划到 2025 年旗下品牌共推出超过 80 款新能源车型，包括 50 款纯电动车型及 30 款插电式混合动力车型，大众预计到 2025 年电动车销量达到 200-300 万辆。大众作为国内广受欢迎的德系车企，对于产品的品质要求有严格的控制，所以公司成为独家供应商间接为公司的产品性能提供背书。

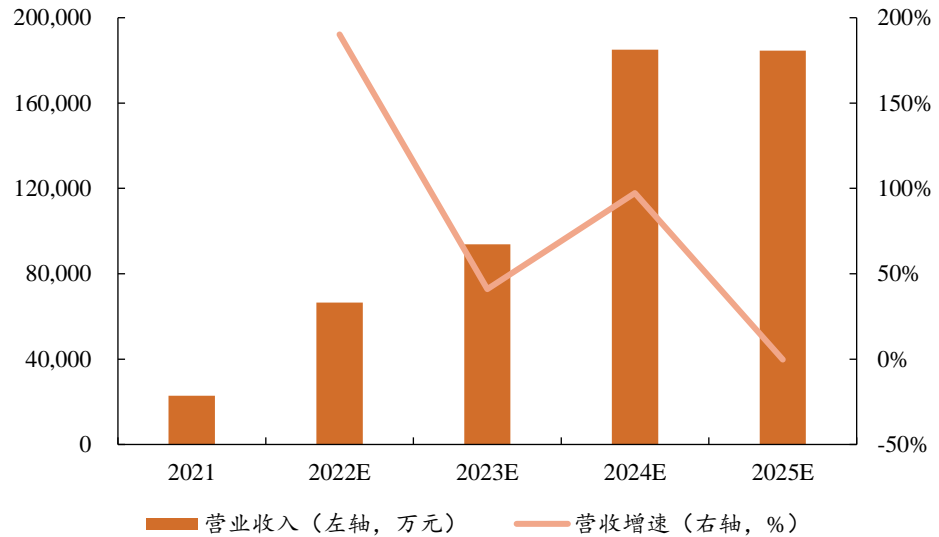
大众的电动化推行带动充电桩业务增长。大众集团在中国投资 250 亿元打造新能源汽车工厂，其中上海安亭工厂已于 2020 年 10 月正式落成投产，年产能 30 万辆，在建的长沙工厂预计于 2024 年带来 10 万辆的年产能。目前大众 MEB 平台主要生产 ID.4、ID.6 等车型，未来有望搭配更多车型，群英作为独家供应商，我们预计将充分受益于这个进程。

图23.大众 MEB 平台示意图



数据来源：新浪汽车，财通证券研究所

欧标充电桩已完成开发，处于投放前期阶段。由于海外的竞争格局较为集中，产品标准较高，叠加消费者的消费意愿较强，所以海外市场上充电桩的盈利能力较好于国内。而公司已通过欧洲资质认证，并从用户使用、电工安装到电网要求等方面出发，充分考虑并满足用户群体的需求，正在加紧开拓欧洲市场，同时美国市场资质认定也在进行中。根据香山股份公告，预计 2024 年新能源业务收入将达到 18.5 亿元，成为公司新的增长极。

图24.公司预测新能源业务收入（万元）


数据来源：公司公告，财通证券研究所

3 盈利预测与投资建议

关键假设：

衡器业务：衡器业务处于成熟期，市场份额较为稳定，2022年受海外地缘冲突等因素影响，销量出现下滑，我们预估未来两年将逐渐恢复至正常水平。我们预测，2022/2023/2024年衡器业务营收分别为7.09/8.00/8.50亿元，分别同比-26.92%/12.84%/6.25%，毛利率分别为28.29%/28.20%/28.30%。

智能座舱业务：随着汽车智能化趋势的推进，车内空间舒适度提升成为人们的重要需求，而公司作为智能座舱行业的领先者，合作厂商多为头部实力强劲车企，预计未来越来越多车企采用智能座舱部件，公司将与更多汽车厂商展开合作。我们预测公司2022/2023/2024年智能座舱业务营收分别为34.90/39.50/42.50亿元，分别同比-4.36%/13.18%/7.59%，毛利率稳定在22%左右。

充配电系统：公司是大众MEB平台在国内的充电桩独家供应商，同时已通过欧洲资质认证，正在开拓中，处于发展前期，美国市场也在同步进展中。我们预测公司2022/2023/2024年充配电系统营收分别为4.47/8.00/15.00亿元，分别同比95.20%/78.97%/87.50%，毛利率随规模增加逐步上升，分别为23.89%/23.50%/23.00%。

表8.分业务测算

业务板块	2020	2021	2022E	2023E	2024E
衡器业务 营业收入	9.54	9.70	7.09	8.00	8.50

	YOY		1.68%	-26.92%	12.84%	6.25%
	毛利	2.99	2.54	2.01	2.26	2.41
	毛利率	31.32%	26.21%	28.29%	28.20%	28.30%
智能座舱业务	营业收入		36.49	34.90	39.50	42.50
	YOY			-4.36%	13.18%	7.59%
	毛利		8.25	7.69	8.69	9.35
	毛利率		22.61%	22.04%	22.00%	22.00%
充配电系统	营业收入		2.29	4.47	8.00	15.00
	YOY			95.20%	78.97%	87.50%
	毛利		0.46	1.07	1.88	3.45
	毛利率		20.12%	23.89%	23.50%	23.00%
其他行业	营业收入	0.23	0.42	0.40	0.41	0.41
	YOY		82.61%	-4.76%	2.50%	0.00%
	毛利	0.06	0.09	0.08	0.08	0.08
	毛利率	25.51%	20.54%	19.19%	20.00%	20.00%
合计	营业收入	9.77	48.90	46.86	55.91	66.41
	YOY		400.51%	-4.17%	19.31%	18.78%
	毛利	3.05	11.34	10.84	12.91	15.29
	毛利率	31.18%	23.19%	23.14%	23.09%	23.02%

数据来源: Wind, 财通证券研究所

盈利预测及估值: 我们预计公司 2022-2024 年营收为 46.86/55.91/66.41 亿元, 同比-4.18%/19.31%/18.80%, 考虑到公司持续收购均胜群英股权, 我们调高公司扣非归母净利润预期, 分别为 1.22/2.37/3.62 亿元, 同比 143.27%/94.64%/52.43%, 对应 EPS 为 0.92/1.80/2.74 元/股。可比公司平均 PE 为 33.71/18.76/13.89 倍, 给予“增持”评级。

表9.可比公司估值表

代码	公司	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
603035.SH	常熟汽饰	21.28	80.87	1.38	1.78	2.15	16.21	12.58	10.43
002865.SZ	钧达股份	208.54	295.13	4.87	13.06	18.74	38.86	14.54	10.35
603179.SH	新泉股份	41.28	201.16	0.96	1.46	2.00	40.30	26.49	19.28
	平均						33.71	18.76	13.89
002870.SZ	香山股份	25.24	33.34	0.92	1.80	2.74	32.06	16.47	10.80

数据来源: Wind, 财通证券研究所 备注: 可比公司盈利预测来自 wind 一致预期, 截至 2022 年 12 月 10 日

4 风险提示

(1) 海外充电桩拓展速度不及预期, 无法快速放量。公司的核心逻辑在于欧洲市场能够寻找到较大规模合作方, 充电桩业务在短期内快速放量, 但是如果进展速度较慢有可能出现业绩不及预期的风险。

(2) 行业竞争加剧，格局恶化风险。虽然公司处于早期进入者，但仍有较多的潜在进入者，不排除他们通过竞争策略抢占市场，导致公司整体盈利能力受到影响。

(3) 均胜群英未完成业绩承诺，商誉减值的风险。如果下游客户遇到不利影响，可能会影响均胜群英的业绩承诺的实现程度，造成公司商誉减值。

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	976.73	4890.17	4685.87	5590.62	6641.43	成长性					
减:营业成本	672.14	3756.30	3601.73	4299.89	5112.59	营业收入增长率	16.0%	400.7%	-4.2%	19.3%	18.8%
营业税费	7.61	21.05	18.74	22.36	26.57	营业利润增长率	484.7%	28.6%	151.0%	30.5%	19.3%
销售费用	63.04	155.63	145.26	173.31	199.24	净利润增长率	215.7%	-33.3%	143.3%	94.6%	52.4%
管理费用	82.31	417.44	304.58	346.62	418.41	EBITDA 增长率	56.8%	413.6%	-47.8%	22.7%	17.4%
研发费用	39.87	235.18	281.15	335.44	398.49	EBIT 增长率	83.3%	195.1%	9.6%	22.7%	17.4%
财务费用	13.90	98.28	47.97	29.47	26.59	NOPLAT 增长率	21.8%	281.8%	-0.1%	20.8%	17.1%
资产减值损失	-6.85	8.61	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	335.0%	11.5%	32.8%	6.3%	11.1%
加:公允价值变动收益	-7.63	-109.14	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	137.2%	6.6%	46.2%	13.5%	14.1%
投资和汇兑收益	11.87	15.38	16.40	15.65	17.93	利润率					
营业利润	98.75	127.01	318.76	415.95	496.07	毛利率	31.2%	23.2%	23.1%	23.1%	23.0%
加:营业外净收支	-1.86	-2.03	1.00	1.00	1.00	营业利润率	10.1%	2.6%	6.8%	7.4%	7.5%
利润总额	96.89	124.98	319.76	416.95	497.07	净利润率	7.7%	2.6%	6.2%	6.7%	6.7%
减:所得税	21.81	-0.34	27.50	41.70	51.20	EBITDA/营业收入	13.4%	13.7%	7.5%	7.7%	7.6%
净利润	75.08	50.10	121.87	237.21	361.58	EBIT/营业收入	11.1%	6.5%	7.5%	7.7%	7.6%
资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	运营效率					
货币资金	536.08	461.93	1684.02	1963.83	2591.58	固定资产周转天数	538	96	100	84	71
交易性金融资产	45.85	0.00	0.00	0.00	0.00	流动营业资本周转天数	-166	-31	-34	-27	-26
应收账款	751.20	798.99	762.97	945.27	1084.05	流动资产周转天数	879	191	290	286	294
应收票据	196.86	161.38	177.05	211.19	242.64	应收账款周转天数	154	57	60	55	55
预付账款	70.26	57.64	55.11	65.79	78.30	存货周转天数	184	67	78	70	70
存货	593.29	801.32	759.43	912.75	1075.48	总资产周转天数	1352	469	534	507	471
其他流动资产	111.01	114.90	114.90	114.90	114.90	投资资本周转天数	1225	273	378	337	315
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	9.2%	5.9%	7.8%	13.2%	16.8%
长期股权投资	0.38	4.95	4.95	4.95	4.95	ROA	1.2%	0.8%	1.6%	2.9%	3.9%
投资性房地产	27.95	26.19	26.19	26.19	26.19	ROIC	2.6%	8.8%	6.6%	7.5%	7.9%
固定资产	1439.67	1284.58	1284.58	1284.58	1284.58	费用率					
在建工程	89.65	131.28	131.28	131.28	131.28	销售费用率	6.5%	3.2%	3.1%	3.1%	3.0%
无形资产	989.31	964.96	964.96	964.96	964.96	管理费用率	8.4%	8.5%	6.5%	6.2%	6.3%
其他非流动资产	87.37	81.04	81.04	81.04	81.04	财务费用率	1.4%	2.0%	1.0%	0.5%	0.4%
资产总额	6371.18	6379.48	7534.89	8197.38	9174.79	三费/营业收入	16.3%	13.7%	10.6%	9.8%	9.7%
短期债务	478.95	665.23	765.23	875.23	995.23	偿债能力					
应付账款	905.23	858.98	821.83	969.79	1132.05	资产负债率	71.9%	70.1%	63.0%	61.4%	60.7%
应付票据	173.99	225.31	214.90	258.08	307.14	资产负债比	256.4%	234.7%	170.3%	159.2%	154.2%
其他流动负债	170.34	198.08	228.08	278.08	338.08	流动比率	0.86	0.80	1.15	1.18	1.27
长期借款	791.38	436.36	654.54	475.55	481.52	速动比率	0.58	0.45	0.81	0.85	0.93
其他非流动负债	772.28	587.66	587.66	587.66	587.66	利息保障倍数	141.83	3.97	6.12	6.81	7.66
负债总额	4583.57	4473.24	4747.34	5034.57	5566.11	分红指标					
少数股东权益	974.62	1059.25	1229.64	1367.69	1451.97	DPS(元)	0.18	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	110.67	110.67	132.08	132.08	132.08	分红比率					
留存收益	225.61	257.43	379.30	616.51	978.09	股息收益率	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	1787.61	1906.23	2787.55	3162.81	3608.68	业绩和估值指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	EPS(元)	0.68	0.45	0.92	1.80	2.74
净利润	75.08	50.10	121.87	237.21	361.58	BVPS(元)	7.35	7.65	11.80	13.59	16.33
加:折旧和摊销	22.45	352.03	0.00	0.00	0.00	PE(X)	36.5	84.4	30.9	15.9	10.4
资产减值准备	6.46	-4.47	0.00	0.00	0.00	PB(X)	3.4	5.0	2.4	2.1	1.7
公允价值变动损失	7.63	109.14	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	10.95	80.57	57.21	63.15	65.87	P/S	2.8	0.9	0.8	0.7	0.6
投资收益	-11.87	-15.38	-16.40	-15.65	-17.93	EV/EBITDA	28.3	8.2	11.9	8.9	6.5
少数股东损益	0.00	75.23	170.39	138.05	84.29	CAGR(%)					
营运资金的变动	52.05	-179.66	22.59	-26.47	55.91	PEG	0.2	—	0.2	0.2	0.2
经营活动产生现金流量	169.82	424.65	354.67	395.29	548.72	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-680.16	-245.50	17.40	16.65	18.93	REP					
融资活动产生现金流量	828.05	-251.91	850.02	-132.13	60.10						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：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。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。