

评级：买入（首次）

市场价格：9.43元

分析师：何俊艺

执业证书编号：S0740523020004

分析师：曾彪

执业证书编号：S0740522020001

分析师：毛奕玄

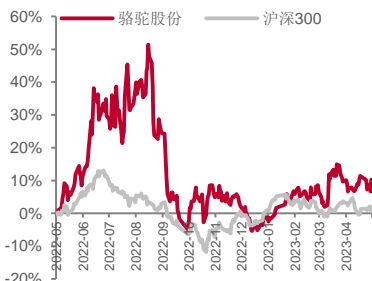
执业证书编号：S0740523020003

分析师：刘欣畅

执业证书编号：S0740522120003

基本状况

总股本(百万股)	1,173
流通股本(百万股)	1,173
市价(元)	9.43
市值(百万元)	11,063
流通市值(百万元)	11,063

股价与行业-市场走势对比

公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	12,403	13,425	17,812	21,592	25,423
增长率 yoy%	29%	8%	33%	21%	18%
净利润(百万元)	832	470	876	1,150	1,415
增长率 yoy%	15%	-43%	86%	31%	23%
每股收益(元)	0.71	0.40	0.75	0.98	1.21
每股现金流量	0.65	0.21	0.49	-0.94	2.44
净资产收益率	9%	5%	9%	11%	12%
P/E	13.3	23.5	12.6	9.6	7.8
P/B	1.3	1.2	1.2	1.1	1.0

备注：按2023年5月11日收盘价计算

报告摘要

- 汽车低压电池系统电池龙头，铅酸与锂电同时布局。**公司以铅酸电池业务起家，近年来逐步向锂电、储能等业务拓展。2022，公司营业收入、归母净利润分别为134.3亿元、4.7亿元，同比+28.7%、-44.5%。公司毛利率、净利润基本维持在14%-18%、3%-6%的水平，较同业领先。
- 行业分析：后装市场与出口是行业核心增长点。**1) 后装乘用车为核心：2025年国内后装市场规模近330亿元，其中商用车100.4亿元、乘用车225.5亿元，2019-2025年CAGR分别为19.62%、11.03%；2) 出口空间大，需求稳定：2025年海外市场规模近2000亿元，其中商用车1006.8亿元，乘用车916.2亿元，2019-2025年CAGR分别为6.95%、8.39%。
- 竞争优势：品牌知名度高、制造与运输成本低、渠道触达与管理精细；**1) 品牌营销方面，公司线上在电台、新媒体等建立宣传矩阵，线下通过电梯、门头广告等途径进行投放，强化品牌影响力。2) 成本管控方面，公司利用自有物流平台打造电池销售+回收的双向物流体系，降低运输成本。2022年公司仓储运输费率约2.0%，较2016年下降1.2pct。与此同时，公司已构建铅酸电池循环经济，其再生铅的产量基本满足自用需求。3) 渠道建设方面，公司采用直营+经销模式并行，经销商数量持续提升。同时，公司2019年开始进行精细化管理，实现渠道下沉，提高产能调配效率。
- 成长逻辑：**1) 量维度β：乘用车后装β稳定3.5%-5.4%的年化增长；2) 量维度α-市占率：公司性价比&品牌加持，后装乘用车出货量增长：预计2023、2025年公司后装乘用车出货量分别为1413.4KVAH(约48.8亿元)、1907.5万KVAH(约67.5亿元)，2022-2025年CAGR约18.1%。此外，预计公司后装乘用车市占率将由2021年的22%进一步提升。3) 量维度α-海外扩产：出口贡献增量：2022年海外市场产能约500万KVAH(马来西亚+北美)，2025年公司计划海外市场持续扩产。与此同时，2022年海外毛利率比国内高近5pct，出口吸引力较高；4) 价维度-产品结构升级：单价提升2-3倍：从售价来看，AGM=1.3~1.5倍 EFB=2~3倍普通富液，在安全性、使用寿命需求提升的驱动下，普通富液逐渐被AGM、EFB替代。假设公司EFB+AGM电池占比每年随行业提升1-2pct，则均价每年有3-7元的增长。
- 投资建议：**公司是国内铅酸电池行业的龙头企业，业务逐渐向锂电、储能拓展。随着维护市场及海外市场的开拓，公司份额有望进一步提升。我们预计公司2023-2025年营收为178.1/215.9/254.2亿元，同比增长33%/21%/18%；归母净利润为8.8/11.5/14.2亿元，同比增长86%/31%/23%。以2023年5月11日收盘价计算，公司当前市值为110.63亿元，对应2023-2025年PE分别为12.6X、9.6X、7.8X，低于行业平均，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：**汽车行业度不景气、海外业务拓展不及预期、渠道管理难度高于预期、海外业务拓展不及预期、铅酸电池单车价值量提升不及预期、研报使用的信息数据更新不及时风险。

内容目录

汽车低压电池系统电池龙头，铅酸与锂电同时布局	- 4 -
主业-按业务：铅酸电池为主，拓再生铅及锂电业务.....	- 4 -
主业-按产品：铅酸电池+锂电+储能，铅酸电池为核心产品.....	- 4 -
成长复盘：短期需求下滑不改长期增长，渠道拓展+海外扩张持续推进.....	- 5 -
盈利分析：2020年起毛利率下行，相对领先同行.....	- 5 -
后装市场与出口是行业核心增长点	- 6 -
铅酸电池-前装空间：2025年国内规模超100亿元.....	- 6 -
铅酸电池-后装 β 增速：预计汽车保有量CAGR约4.5%.....	- 7 -
铅酸电池-后装空间：2025年国内规模近330亿元.....	- 7 -
铅酸电池-出口空间：2025年海外市场规模近2000亿元.....	- 8 -
铅酸电池-格局：高环评标准提高行业准入壁垒，头部集中度提升.....	- 8 -
核心要素：后装乘用车及出口市场是核心.....	- 9 -
品牌知名度高、制造与运输成本低、渠道触达与管理精细	- 10 -
品牌优势：广告宣传力度增强，品牌知名度提升助力客户结构优化.....	- 10 -
成本优势：自建物流平台降运输成本，布局再生铅降生产成本.....	- 10 -
渠道优势：扩渠道与对经销商精细化管理.....	- 11 -
渠道优势：扩渠道与对经销商精细化管理.....	- 11 -
乘用车后装提份额（量）&产品升级（价）	- 12 -
铅酸-量维度（ β ）：乘用车后装CAGR约3.5%-5.4%.....	- 12 -
铅酸-量维度（ α ）：供给优化，叠加成本&品牌&渠道优势提市占率.....	- 12 -
铅酸-量维度（ α ）：海外扩产，出口贡献增量.....	- 13 -
铅酸电池-升级：产品结构升级，单价提升2-3倍.....	- 13 -
铅酸-价维度：高价值量产品（EFB+AGM）占比提升.....	- 14 -
新业务：12V锂电替代铅酸不明显，锂电与铅酸均布局促整体份额提升.....	- 14 -
新业务拓展：48V锂电产品升级-期权.....	- 15 -
新业务拓展：锂电项目获多个定点.....	- 16 -
新业务拓展：工商储能+户储+便携储能.....	- 16 -
盈利预测与估值	- 17 -
盈利预测.....	- 17 -
估值与投资建议.....	- 18 -
风险提示	- 18 -

图表目录

图表 1: 公司主营产品收入构成 (亿元)	- 4 -
图表 2: 公司主营产品收入占比	- 4 -
图表 3: 公司主营产品-按产品类别划分	- 5 -
图表 4: 公司成长复盘	- 5 -
图表 5: 2021 年来行业不景气拖累公司毛利率水平	- 6 -
图表 6: 公司毛利率与同业持平	- 6 -
图表 7: 公司净利率较同业领先	- 6 -
图表 8: 前装乘用车市场铅酸电池需求测算	- 7 -
图表 9: 前装商用车市场铅酸电池需求测算	- 7 -
图表 10: 汽车保有量增速测算	- 7 -
图表 11: 后装乘用车市场铅酸电池需求测算	- 8 -
图表 12: 后装商用车市场铅酸电池需求测算	- 8 -
图表 13: 出口乘用车市场铅酸电池需求测算	- 8 -
图表 14: 出口商用车市场铅酸电池需求测算	- 8 -
图表 15: 中国铅酸蓄电池第一梯队强者恒强	- 9 -
图表 16: 以龙头骆驼股份看行业集中度进一步提升	- 9 -
图表 17: 各细分市场空间汇总	- 10 -
图表 18: 各细分市场增速汇总	- 10 -
图表 19: 重视品牌营销, 加大广告宣传力度	- 10 -
图表 20: 客户结构不断优化	- 10 -
图表 21: 构建铅酸电池循环经济, 降低生产成本	- 11 -
图表 22: 自建物流平台, 降低仓储运输费率	- 11 -
图表 23: 公司终端渠道商、经销商数量不断增长	- 11 -
图表 24: 近年来公司开始渠道变革, 加强精细化管理	- 12 -
图表 25: 网格化布局示例	- 12 -
图表 26: 乘用车后市场弹性测算	- 12 -
图表 27: 后装乘用车市场出货量测算	- 13 -
图表 28: 海外毛利率更高, 出口优势明显	- 13 -
图表 29: 产品单价、性能、优劣势对比	- 14 -
图表 30: AGM+EFB 占比提升对均价影响的弹性测算	- 14 -
图表 31: 铅酸电池和 12V 锂电对比	- 15 -
图表 32: 基于 48V 电压系统的轻混结构	- 15 -
图表 33: 48V 主要应用在轻混系统上	- 15 -
图表 34: 12/24/48V 锂电定点梳理	- 16 -
图表 35: 公司储能业务进展	- 17 -
图表 36: 公司盈利预测	- 18 -
图表 37: 可比公司估值情况	- 18 -

汽车低压电池系统电池龙头，铅酸与锂电同时布局

主业-按业务：铅酸电池为主，拓再生铅及锂电业务

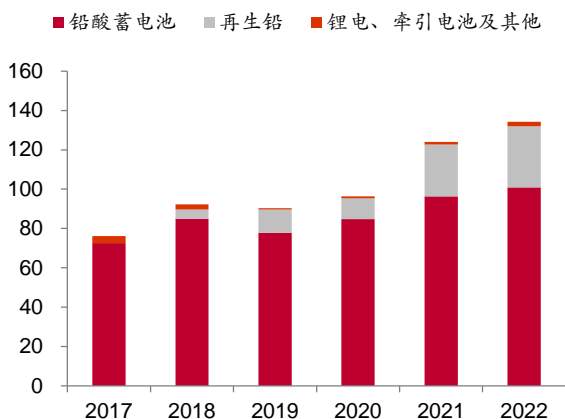
■ 铅酸是主业，拓再生铅与锂电；

①铅酸电池：公司当前核心主业，2022 年营收 100.9 亿，占比 75.2%；

②再生铅：2022 年营收 31.1 亿，占比 23.2%主要为废铅蓄电池回收处理进行配套，产出的成品铅大多用于自供。公司废铅蓄电池回收处理能力已达 86 万吨/年，已基本形成一个铅酸电池工厂配套一个再生铅工厂的布局；

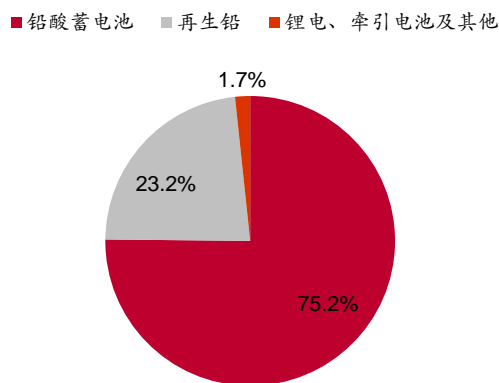
③锂电和牵引电池：2022 年营收 2.3 亿，占比 1.7%，主要为应对客户的多样性需求。

图表 1: 公司主营产品收入构成 (亿元)



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 2: 2022 年公司主营产品收入占比

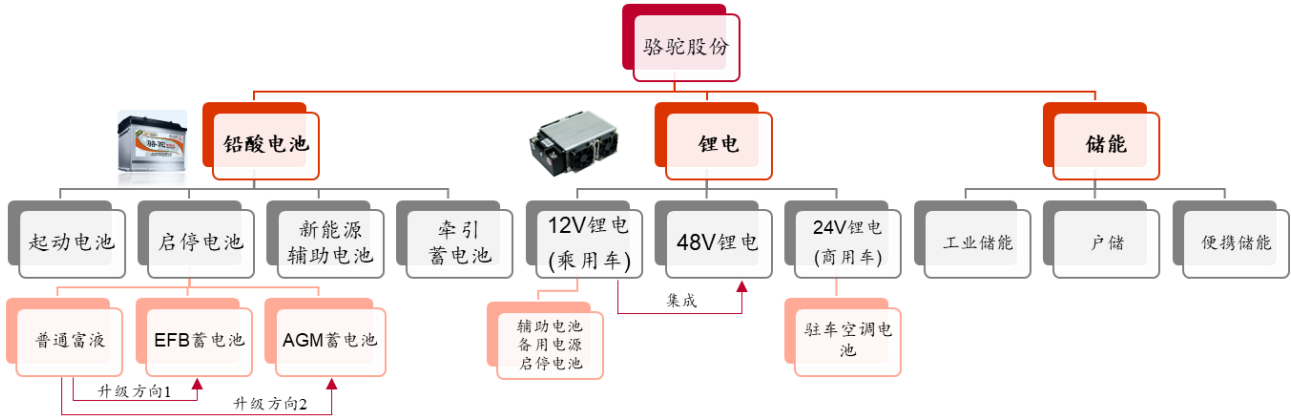


来源: wind, 中泰证券研究所

主业-按产品：铅酸电池+锂电+储能，铅酸电池为核心产品

- 按产品划分，公司主营产品可分为铅酸电池、锂电、储能三类，铅酸电池是当前最核心业务。
- 铅酸电池-按应用领域可分为：1) 针对乘用车/商用车的起动、启停电池；2) 针对新能源车的新能源辅助电池；3) 针对电动车、三轮车、叉车等的牵引电池等。铅酸电池多为 12V，在不同应用领域的额定容量存在差异，基本在 50-110Ah。启停电池中存在普通富液铅酸向 EFB 蓄电池和 AGM 蓄电池升级的趋势。
- 锂电：1) 12V 锂电主要为应对纯电汽车的智能化、电动化需求（与 12V 铅酸是替换关系）；2) 24V 锂电主要满足长途卡车或房车的驻车需求（较 12V 是增量需求）；3) 48V 锂电主要为 12V 锂电的集成升级，目前仍处于推广前期（较 12V 是升级需求）。

图表 3: 公司主营产品-按产品类别划分

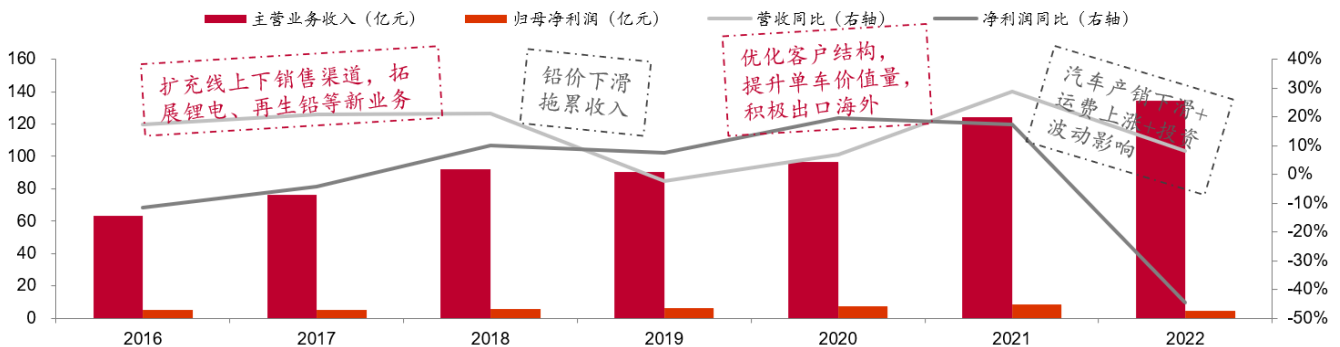


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

成长复盘: 短期需求下滑不改长期增长, 渠道拓展+海外扩张持续推进

- **收入端:** 公司 2021、2022 收入分别为 124.0、134.3 亿元, 同比+28.7%、+8.2%。2016-2022 年 CAGR 约 13.4%, 收入基本保持正增长, 主要受益于公司针对主机配套市场、维护替换市场及海外市场制定专门的营销策略, 持续获得新项目订单。其中, 2019 年收入小幅下滑, 主要系当年铅价下降 13.87% 所致。
- **利润端:** 公司 2021、2022 归母净利润分别为 8.5、4.7 亿元, 同比+17.4%、-44.51%。2022 利润下滑主要系: 1) 疫情导致汽车产销量下滑进而影响公司需求; 2) 出口运力紧张、运费上涨带来的成本压力; 3) 投资项目受资本市场波动而利润下滑。

图表 4: 公司成长复盘

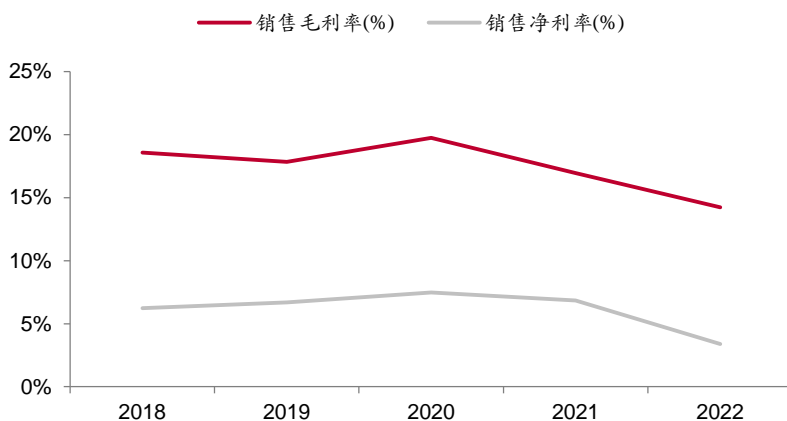


来源: wind, 中泰证券研究所

盈利分析: 2020 年起毛利率下行, 相对领先同行

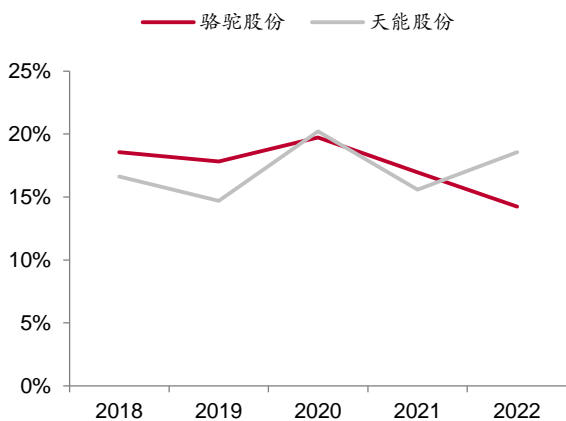
- **公司毛利率、净利率:**近年来,公司毛利率、净利润基本维持在 14%-18%、3%-6%的水平。1) 2020 年毛利率较高主要受益于当年国 5 切换国 6 的销量增长带来的规模效益; 2) 2021-2022 的下滑主要系行业不景气, 汽车销量下滑进而拖累公司毛利率水平。
- **毛利率、净利率同业对比:**与天能股份等同业相比, 公司净利率水平平均相对领先, 2022 天能股份毛利率较高主要系天能股份的铅酸电池主要应用在电动轻型车领域, 该行业景气度在当期优于公司所在汽车行业。

图表 5: 2021 年来行业不景气拖累公司毛利率水平



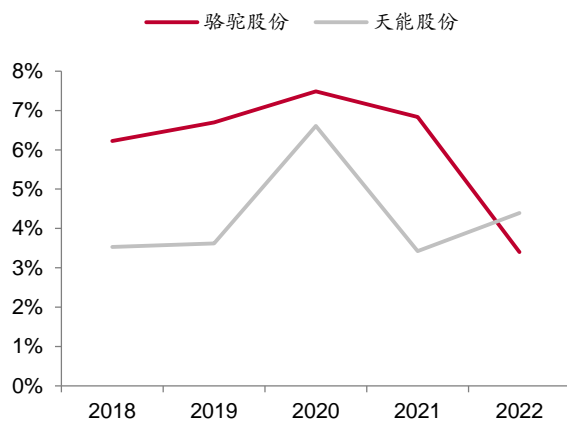
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 6: 公司毛利率与同业持平



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 7: 公司净利率较同业领先



来源: wind, 中泰证券研究所

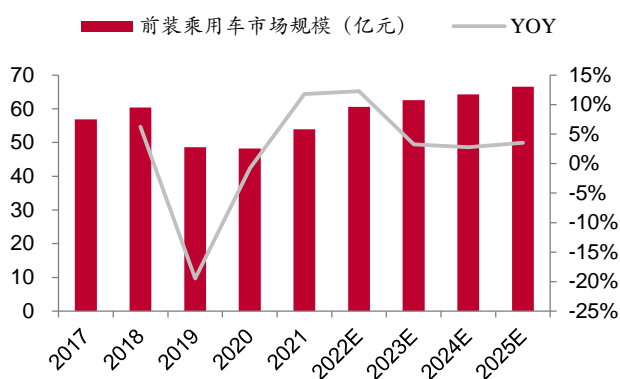
后装市场与出口是行业核心增长点

铅酸电池-前装空间: 2025 年国内规模超 100 亿元

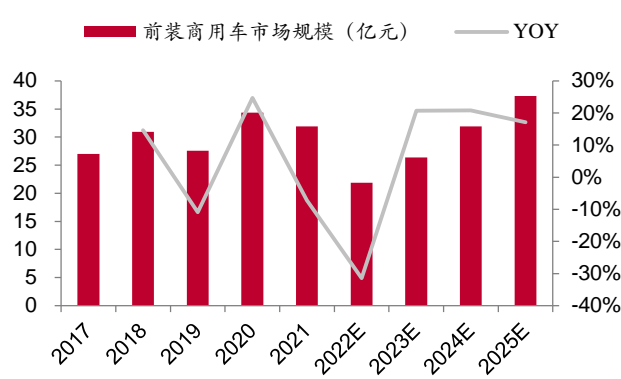
- 2023、2025 年国内前装市场空间分别为 88.9 亿、103.9 亿元, 2019-2025 年 CAGR 约 5.30%。
- 前装乘用车市场: 新能源车贡献增量需求, 整体行业需求保持平稳。假设燃油车、新能源车铅酸电池电量需求分别为 0.75KVAH、0.5KVAH, 按照燃油车 300-400 元/KVAH, 新能源 400-500 元/KVAH 计算, 预计

2023 年、2025 年国内乘用车市场空间分别为 62.6、66.6 亿元，2019-2025 年 CAGR 约 5.37%。

- **前装商用车市场：销量触底回暖，带动铅酸电池需求量反弹。**2022 年因需求萎缩、疫情反复等影响，商用车市场持续低位徘徊，2023 年政策支持+经济复苏的激励下，前期被压制的需求逐步释放，商用车市场有望回暖。我们假设商用车平均单车使用铅酸电池容量为 160-170AH，则单车电量需求为 2KVAH，按照 300-400 元/KVAH 的价格计算，预计 2023 年、2025 年国内商用车市场空间分别为 26.4、37.3 亿元，2019-2025 年 CAGR 约 5.18%。

图表 8：前装乘用车市场铅酸电池需求测算


来源：中汽协，中泰证券研究所（数据均为测算所得）

图表 9：前装商用车市场铅酸电池需求测算


来源：中汽协，中泰证券研究所（数据均为测算所得）

铅酸电池-后装β增速：预计汽车保有量 CAGR 约 4.5%

- **汽车保有量稳定增长：**截至 2022 年底我国汽车保有量达 3.19 亿辆，同比增长 5.6%。假设每年乘用车、商用车销量保持 2% 的增长，报废率 3%，预计 2023、2025、2030、2035 年我国汽车保有量分别为 3.4、3.8、4.7、5.6 亿辆。2021-2035 年 CAGR 约 4.5%。

图表 10：汽车保有量增速测算

前装增速	万辆	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	21-35年保有量CAGR
乘用车销量		2471.8	2371.0	2418.4	2466.8	2516.1	2566.4	2617.8	2670.1	2723.5	2778.0	2833.5	2890.2	2948.0	3007.0	3067.1	
	YOY		-4.1%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	
商用车销量		479.3	330.0	336.6	343.4	350.2	357.3	364.4	371.7	379.1	386.7	394.4	402.3	410.4	418.6	426.9	
2%	YOY		-31.1%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	4.5%
汽车保有量		30200.0	31900.0	33742.5	35657.0	37634.4	39429.1	41228.3	43033.3	44844.9	46664.2	48492.3	50330.1	52178.5	54038.7	55911.6	
	YOY		5.6%	5.8%	5.7%	5.5%	4.8%	4.6%	4.4%	4.2%	4.1%	3.9%	3.8%	3.7%	3.6%	3.5%	

资料来源：中汽协，中泰证券研究所

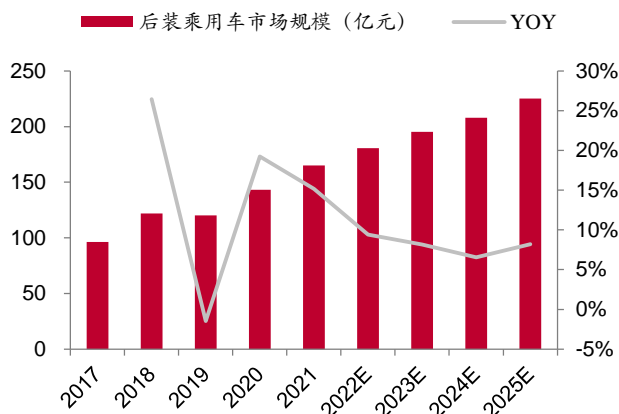
铅酸电池-后装空间：2025 年国内规模近 330 亿元

- **后装市场需求稳定增长：**考虑到铅酸电池为汽车使用中的消耗品，我们假设其平均使用寿命为 3 年，每年更新替换比例约 30%。假设乘用车销量保持 2% 增长，商用车逐步回暖至 2020 年水平，预计 2023、2025 年

国内后装市场空间分别为 276.8 亿、325.5 亿元，2019-2025 年 CAGR 约 13.24%。

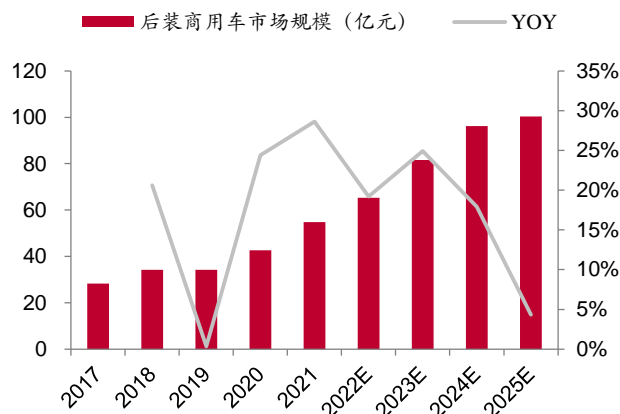
- **后装乘用车市场-空间大**：预计 2023 年、2025 年国内后装乘用车市场空间分别为 195.2、225.1 亿元，2019-2025 年 CAGR 约 11.03%。
- **后装商用车市场-增速快**：预计 2023 年、2025 年国内后装商用车市场空间分别为 81.6、100.4 亿元，2019-2025 年 CAGR 约 19.62%。

图表 11:后装乘用车市场铅酸电池需求测算



来源：中汽协，中泰证券研究所（数据均为测算所得）

图表 12:后装商用车市场铅酸电池需求测算

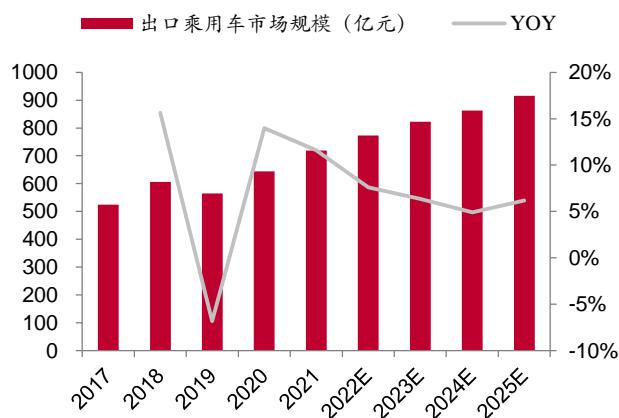


来源：中汽协，中泰证券研究所（数据均为测算所得）

铅酸电池-出口空间：2025 年海外市场规模近 2000 亿元

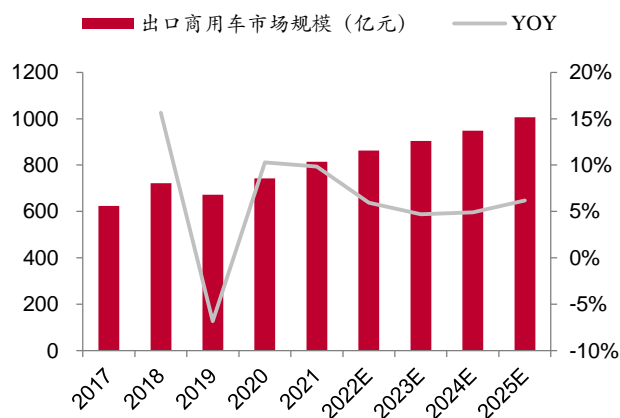
- **铅酸电池出口需求稳定**：2022 年海外汽车保有量约 15.8 亿辆，假设乘用车商用车占比为 7: 3，未来 3 年保持 3%的增速，预计 2023、2025 年出口市场规模合计分别为 1726.4、1922.9 亿元，2019-2025 年 CAGR 约 7.62%。
- **出口乘用车市场**：预计 2023 年、2025 年出口乘用车市场空间分别为 822.5、916.2 亿元，2019-2025 年 CAGR 约 8.39%。
- **出口商用车市场**：预计 2023 年、2025 年出口商用车市场空间分别为 903.9、1006.8 亿元，2019-2025 年 CAGR 约 6.95%。

图表 13:出口乘用车市场铅酸电池需求测算



来源：中国汽车工业年鉴，OICA，中泰证券研究所（数据均为测算所得）

图表 14:出口商用车市场铅酸电池需求测算

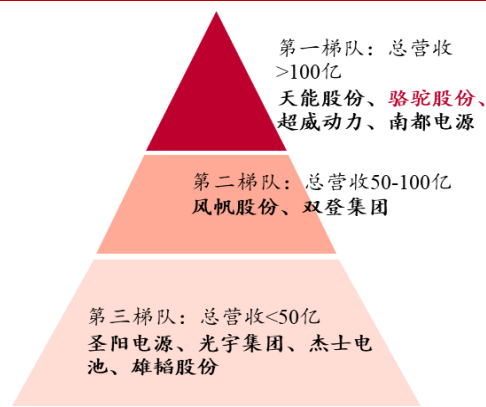


来源：中国汽车工业年鉴，OICA，中泰证券研究所（数据均为测算所得）

铅酸电池-格局：高环评标准提高行业准入壁垒，头部集中度提升

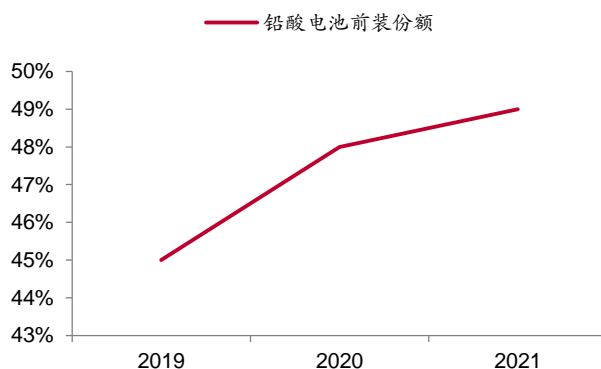
- **环评标准提升，供需格局向存量玩家倾斜，强者恒强：**铅酸电池按用途可分为动力电池、储能电池、备用电源电池、启动电池四类。按收入规模来看，骆驼股份、天能股份均名列前茅：1) 动力电池领域，天能股份市占率较高，为龙头。2) 启动启停电池领域，骆驼股份市占率第一，竞争对手中国动力其他的风帆以及柯锐世旗下的瓦尔塔。当前因环评标准提升，新批铅酸产能比较难，新玩家进入壁垒较高，因此份额逐渐向头部企业倾斜。

图表 15: 中国铅酸蓄电池第一梯队强者恒强



来源：中国汽车工业年鉴，OICA，中泰证券研究所

图表 16: 以龙头骆驼股份看行业集中度进一步提升

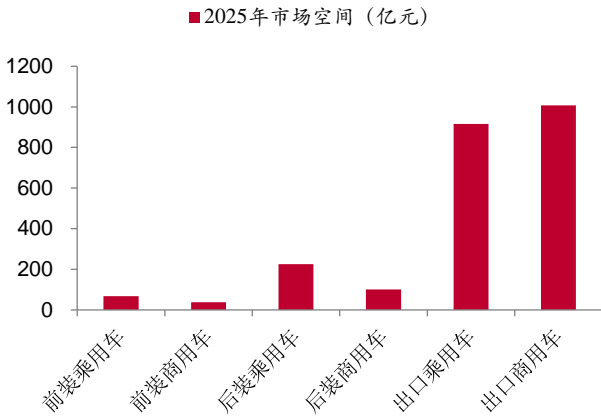


来源：公司公告，中泰证券研究所

核心要素：后装乘用车及出口市场是核心

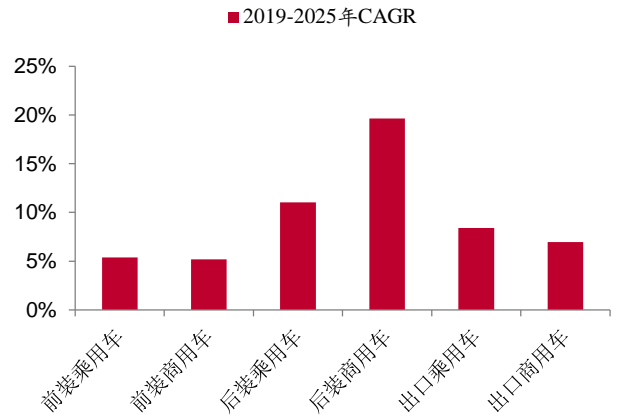
- 从行业空间、增速来看：后装乘用车及出口市场空间较大、增速相对较高，是企业发展的重点细分市场。
- **前装乘用车：**2023 年、2025 年国内前装乘用车市场空间分别为 62.6、66.6 亿元，2019-2025 年 CAGR 约 5.37%。
- **前装商用车：**2023 年、2025 年国内前装商用车市场空间分别为 26.4、37.3 亿元，2019-2025 年 CAGR 约 5.18%。
- **后装乘用车：**2023 年、2025 年国内后装乘用车市场空间分别为 195.2、225.1 亿元，2019-2025 年 CAGR 约 11.03%
- **后装商用车：**2023 年、2025 年国内后装商用车市场空间分别为 81.6、100.4 亿元，2019-2025 年 CAGR 约 19.62%。
- **出口乘用车：**2023 年、2025 年出口乘用车市场空间分别为 822.5、916.2 亿元，2019-2025 年 CAGR 约 8.39%。
- **出口商用车：**2023 年、2025 年出口商用车市场空间分别为 903.9、1006.8 亿元，2019-2025 年 CAGR 约 6.95%。

图表 17:各细分市场空间汇总



来源: 中汽协, 中国汽车工业年鉴, OICA, 中泰证券研究所

图表 18:各细分市场增速汇总



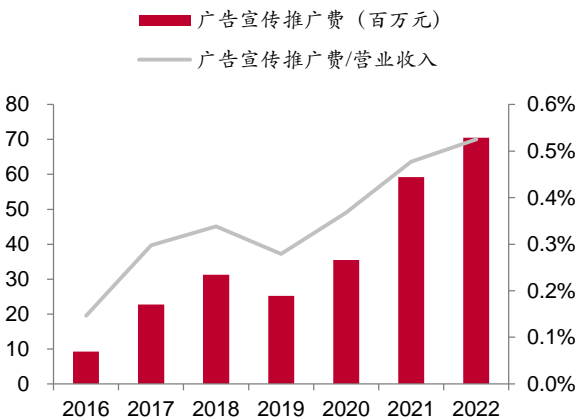
来源: 中汽协, 中国汽车工业年鉴, OICA, 中泰证券研究所

品牌知名度高、制造与运输成本低、渠道触达与管理精细

品牌优势: 广告宣传力度增强, 品牌知名度提升助力客户结构优化

- **线上下多渠道营销, 提升品牌知名度:** 线上在新媒体等建立宣传矩阵, 线下通过电梯、门头广告等途径进行投放。公司广告宣传费用率由 2016 年的 0.1% 增长至 2022 年的 0.5%, 宣传力度持续增强。2020 年公司获天猫授予的汽车后市场最具影响力品牌奖, 进一步彰显其品牌价值。
- **品牌效应带动客户结构优化:** 随着公司知名度的提升, 近年来公司陆续获得奥迪、宝马等优质外资客户, 并切入零跑、美团、百度等国内造车新势力的供应链。截至 2022, 公司已与 200+ 主机厂形成稳定供需关系, 客户结构由中低端市场向高端市场转型。

图表 19:重视品牌营销, 加大广告宣传力度



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 20:客户结构不断优化

客户结构			
国内自主	合资	外资	新势力
红旗	广汽三菱	奥迪	零跑
广汽	东风本田	凯迪拉克	美团
奇瑞	一汽奥迪	宝马	百度
长安	一汽大众	福特	
吉利	上汽大众		
东风小康	长安铃木		

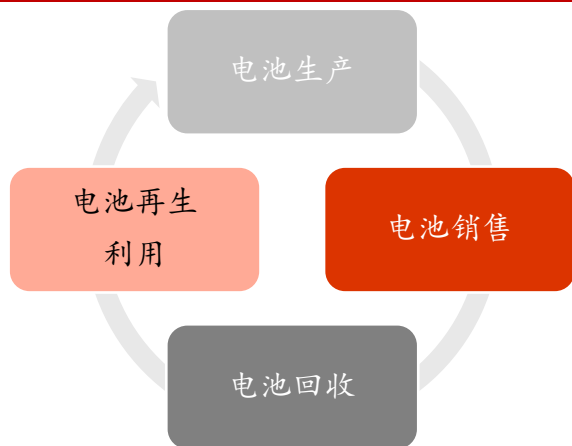
来源: 公司公告, 中泰证券研究所 (注: 红色为近几年新增客户)

成本优势: 自建物流平台降运输成本, 布局再生铅降生产成本

- **生产成本: 布局再生铅降成本;** 公司在汽车铅酸电池领域已经形成“电池生产-销售-回收-再生-生产再利用”循环, 全产业链的布局一方面降低了生产成本, 另一方面也提高了电池回收效率。目前公司再生铅的产量基本满足自用需求。

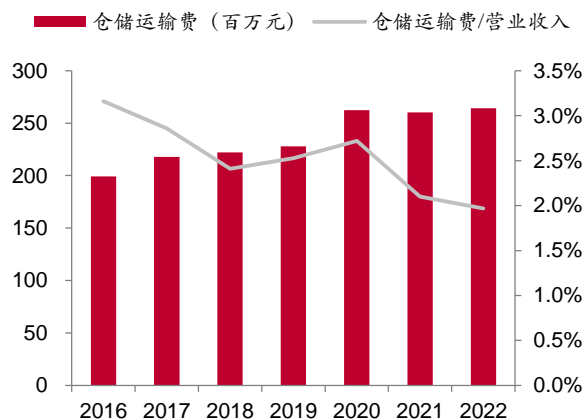
- **运输成本：建立自有物流平台降成本；**2008年控股子公司湖北骆驼物流有限公司注册成立，近年来公司不断利用自有的物流平台打造电池销售+回收的双向物流体系，降低运输成本。2022年公司仓储运输费率约2.0%，较2016年下降1.2pct，效果显著。

图表 21:构建铅酸电池循环经济,降低生产成本



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 22:自建物流平台,降低仓储运输费率

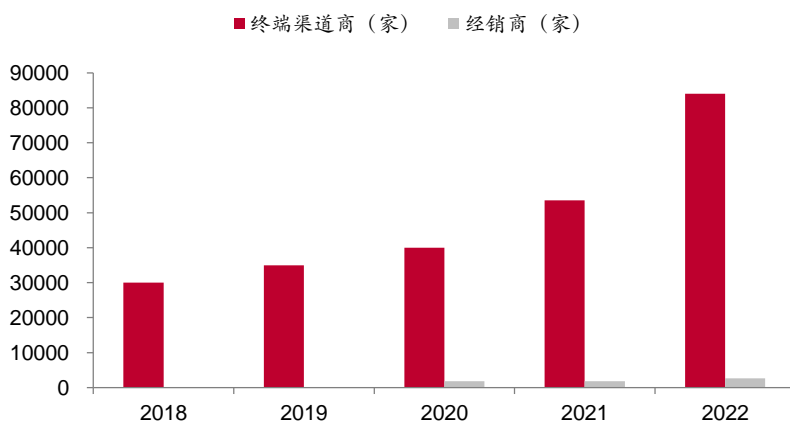


来源：wind，中泰证券研究所

渠道优势：扩渠道与对经销商精细化管理

- **量多-扩渠道；**公司特有的“优能达”服务模式将“服务+产品”、“线上+线下”、“销售+回收”、“铅酸电池+多品类”四种模式联合推广。
- 从2018年30000家扩张至2022年的84000家；2018年公司终端渠道门店和维修点约30000家，2022年已扩张至84000家，2018-2022年CAGR约29.4%，与终端厂商粘性进一步加强。截至2022，公司已与2600+经销商和84000+终端渠道商建立稳定的渠道供应关系。

图表 23:公司终端渠道商、经销商数量不断增长



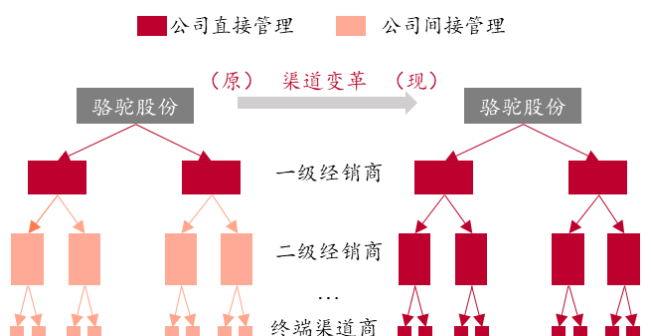
来源：公司公告，中泰证券研究所

渠道优势：扩渠道与对经销商精细化管理

- **质优-精细化管理；**原有渠道为多级经销商模式，公司仅发货给一级经销商，后由其自行向下拓展，造成一级经销商囤货、各地价格不均、串货等问题。近年来公司开始进行渠道的精细化管理，一方面进行网格化布

局，实现渠道下沉，即公司可直接参与各级渠道的管理；另一方面积极进行信息化建设，使得公司可以直达终端，根据各地区需求差异进行产能调度、指导经销商有序备货，提高调配效率。

图表 24:近年来公司开始渠道变革, 加强精细化管理



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 25:网格化布局示例



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

乘用车后装提份额 (量) & 产品升级 (价)

铅酸-量维度 (β): 乘用车后装 CAGR 约 4.6%-5.7%

- 国内替换市场稳定增长，乘用车市场为主要增长来源：替换市场增长来源于每年汽车销量的增长，假设乘用车分别保持 2%、3%、4%、5% 的年化增速，预计 2021-2035 年乘用车保有量 CAGR 分别为 4.6%、4.9%、5.3%、5.7%，即后市场增速约为 4.6%-5.7% (后装铅酸市场的 β 性增速)。

图表 26:乘用车后市场弹性测算

年份 销量 增速 保有量 YoY	1年	2年	3年	4年	5年	6年	7年	8年	9年	10年	11年	12年	13年	21-35年 CAGR
	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	
2%	5.8%	5.5%	5.2%	4.9%	4.7%	4.5%	4.3%	4.2%	4.0%	3.9%	3.8%	3.7%	3.5%	4.6%
3%	5.9%	5.6%	5.4%	5.2%	5.1%	4.9%	4.8%	4.6%	4.5%	4.4%	4.3%	4.2%	4.1%	4.9%
4%	6.0%	5.8%	5.7%	5.5%	5.4%	5.3%	5.2%	5.1%	5.0%	4.9%	4.9%	4.8%	4.7%	5.3%
5%	6.1%	6.0%	5.9%	5.8%	5.7%	5.7%	5.6%	5.6%	5.5%	5.5%	5.4%	5.4%	5.4%	5.7%

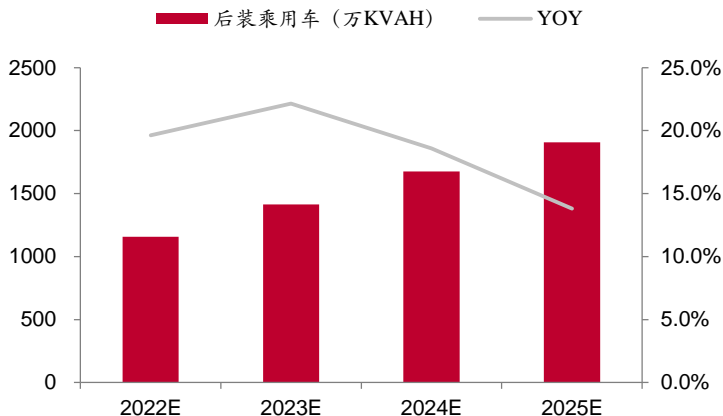
资料来源: 公安部, 公司公告, 中泰证券研究所

铅酸-量维度 (α): 供给优化, 叠加成本&品牌&渠道优势提市占率

- 环评趋严，新批铅酸产能难度提高，行业供给优化：2013-2015 年开始，在严苛环评要求下，仅存量企业可获得铅酸产能扩建的批文，新入局的竞争者明显减少，行业供给逐渐优化。
- 公司性价比&品牌加持，后装乘用车出货量增长。后装市场出货量增长的主要因素：1) 行业增速，结合前页，每年行业 β 约有 3.5%-5.4% 的稳定增长；2) 公司出货量：后装市场的消费者对价格敏感，且品牌意

识较强，公司近年来的大规模渠道建设以及品牌宣传为其市占率扩张奠定坚实基础。我们预计 2023、2025 年公司后装乘用车出货量分别为 1413.4KVAH(约 48.8 亿元)、1907.5 万 KVAH(约 67.5 亿元)，2022-2025 年 CAGR 约 18.1%。

图表 27:后装乘用车市场出货量测算

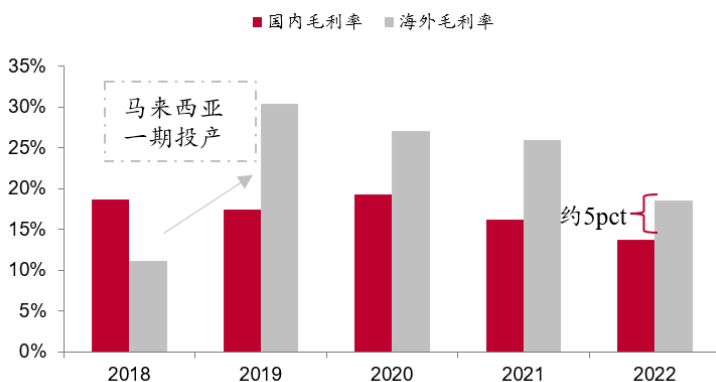


来源：公安部，公司公告，中泰证券研究所

铅酸-量维度 (α)：海外扩产，出口贡献增量

- **毛利率比国内高，出口优势明显：**目前公司海外市场主要为北美，2022 年海外毛利率为 18.56%，较国内 13.76%高出约 5pct，彰显公司成本的全球化优势显著。马来西亚一期（2019 年投产）现有铅酸电池产能约 200 万 KVAH，未来将进一步在马来西亚+美国扩产。

图表 28:海外毛利率更高，出口优势明显



来源：公司公告，中泰证券研究所

铅酸电池-升级：产品结构升级，单价提升 2-3 倍

- **性能: AGM>EFB>普通富液**, AGM 为玻璃纤维隔板的阀控式密封电瓶，其酸液被 100%密封，安全性高。
- **价格: AGM=1.3~1.5 倍 EFB=2~3 倍普通富液**
- **发展趋势:** 普通富液逐渐被 AGM、EFB 替代。

图表 29:产品单价、性能、优劣势对比

类别	描述	单价	起动车性能	使用寿命	抗震动	安全性
 普通富液电池	由正极板、负极板、隔板、电池箱盖、电解液组成	200-300元	低	/	低	低
 EFB电池	普通富液的增强,提高使用寿命、低温启动、水损耗	500-800元	中	中	低	中
 AGM电池	贫液式设计,隔板采用的是超细玻璃棉材料	700-1000元	高	高	高	高

来源: 公司官网, 中泰证券研究所

铅酸-价维度: 高价值量产品 (EFB+AGM) 占比提升

- 公司 EFB+AGM 产品仍有提升空间;** 当前公司 EFB+AGM 电池占比较低, 主要系前期客户结构多以自主品牌、二三线车企为主, 低价格带车型采用 EFB/AGM 较少。考虑到整体行业渗透率在 60%左右, 且每年保持 1%-2%的增长, 1) 假设公司 EFB+AGM 电池占比每年随行业提升 1-2pct, 则均价每年有 3-7 元的增长; 2) 假设公司 EFB+AGM 电池占比每年提升 2-3pct, 则均价每年有 15-20 元的增长。
- 目前公司在高价值量产品领域已获宝马、奥迪等优质订单;** EFB、AGM 启停等先进电池的油耗低、单价高, 已成为公司产品升级的主要方向。凭借骆驼品牌+高性价比+本土化服务能力, 2020 年公司 EFB+AGM 类电池已获得宝马技术认可, 以及奥迪、德国大众实验室的 BMG 认可, 不断进行进口替代。

图表 30:AGM+EFB 占比提升对均价影响的弹性测算

EFB+AGM增速	指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
随行业增长 每年提升1-2pct	平均单价 (元/KVAH)	328.5	341.2	343.2	345.3	347.5	354.0
	普通富液单价 (元)	265.0	265.0	260.0	255.0	250.0	250.0
	普通富液占比 (%)	90.0%	88.0%	87.0%	86.0%	85.0%	84.0%
	EFB/AGM均价 (元)	900.0	900.0	900.0	900.0	900.0	900.0
	EFB/AGM占比 (%)	10.0%	12.0%	13.0%	14.0%	15.0%	16.0%
高于行业增速 每年提升2-3pct	平均单价 (元/KVAH)	328.5	341.2	349.6	364.7	380.0	393.0
	普通富液单价 (元)	265.0	265.0	260.0	255.0	250.0	250.0
	普通富液占比 (%)	90.0%	88.0%	86.0%	83.0%	80.0%	78.0%
	EFB/AGM均价 (元)	900.0	900.0	900.0	900.0	900.0	900.0
	EFB/AGM占比 (%)	10.0%	12.0%	14.0%	17.0%	20.0%	22.0%

资料来源: 公司公告, 中泰证券研究所

新业务: 12V 锂电替代铅酸不明显, 锂电与铅酸均布局促整体份额提升

- 铅酸电池仍为 12V 车载电池的主流选择, 锂电替代不明显:** 12V 电池主要作用为车内照明、雨刮器、中控锁等低功率设备供电, 并在混动及燃油车中承担启停作用。目前, 在产业链完善、性价比高等因素驱动下, 12V 电池市场仍然被铅酸电池主导。

- **锂电池循环使用周期更长，有望在新能源车上逐渐普及：**与铅酸电池相比，锂电池的循环使用周期更长（约为4~5年）、质量更小（仅7kg）、更环保，有望在新能源车尤其是高端车型上率先普及。
- **公司铅酸电池与锂电皆有布局，且12V锂电已获多家定点，整体份额有望进一步提升。**

图表 31: 铅酸电池和 12V 锂电对比

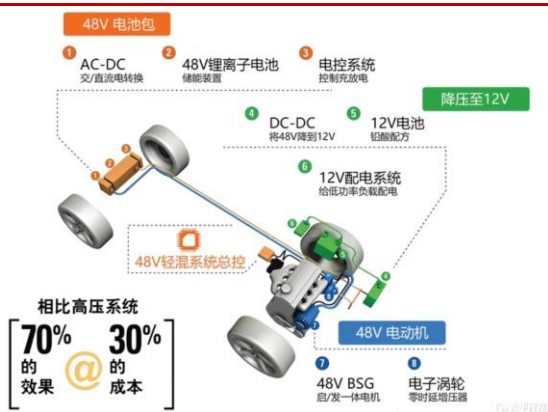
指标	铅酸电池	锂电池
能量密度	28-40Wh/kg	120-180Wh/kg
质量	28kg	7kg
成本价格	便宜，约为锂电池的1/3	贵
安全性	电池充放电稳定性高	电池稳定行相对较差
技术成熟度	成熟度高	快速发展阶段
使用寿命	2~3年	4~5年
快充技术	不支持	支持

来源：OFWEEK，前瞻产业研究院，中泰证券研究所

新业务拓展：48V 锂电产品升级-期权

- **节能+成本驱动 48V 技术普及：**48V 系统为 12V 的升级版，与 12V 系统不存在替代关系，而是在 12V 系统的基础上增加一套由电机、锂电池、DC-DC 转换器三大件组成的 48V 系统，通过两套系统的能量互通提高节能效率。目前，**轻混车型（MHEV）为 48V 主要应用车型**，如吉利博瑞 GE。
- **公司布局：**目前公司 48V 锂电已实现批量供货。

图表 32: 基于 48V 电压系统的轻混结构



来源：太平洋汽车，电池研究院，中泰证券研究所

图表 33: 48V 主要应用在轻混系统上

学名	别名/常见系统	自启停	制动回收	独立驱动车轮	可充电
微混	自启停系统	✓	×	×	×
轻混/弱混	48V轻混 <u>MHEV</u>	✓	✓	×	×
强混	<u>HEV</u> 非插混	✓	✓	✓	×
插混	<u>PHEV</u> 插混	✓	✓	✓	✓

来源：太平洋汽车，电池研究院，中泰证券研究所

新业务拓展：锂电项目获多个定点

- **锂电业务多点开花，12/24/48V 产品获多家车企定点。**公司低压锂电池产品包括 12V 新能源汽车辅助电池、24V 驻车空调电池、48V 启停电池与备用电源、储能电池等。得益于公司在铅酸电池领域已与海内外整车厂建立较强的销售粘性，原有客户选择公司进行锂电产品搭载的意愿更高。其中，12V 锂电获宝马、吉利等传统车企和部分造车新势力项目定点；24V 锂电聚焦商用车客户，获北汽福田、三一集团等定点；48V 锂电也已实现供货。

图表 34:12/24/48V 锂电定点梳理

客户名称	产品类别	定点时间	备注
北汽福田	24V锂电	2022H1	商用车
三一集团	24V锂电	2022H1	商用车
徐工汽车	24V锂电	2022H1	
宝马	12V锂电	2022Q1	预计2025年量产
吉利	12V锂电	2021H1	路特斯项目
北汽	48V锂电	2021Q1	B60V项目
吉利	12V锂电	2021	CM1E项目
江西五十铃	12V锂电	2021	
东风日产	48V锂电	2019	启辰车型，20年4月量产

来源：公司公告，中泰证券研究所

新业务拓展：工商储能+户储+便携储能

- **积极拓展储能业务，三峡电能光伏储能项目已开始建设。**公司储能产品包括集装箱工业储能、户用储能和便携式储能三类，应用于发电侧、电网侧及用电侧，进行调峰、调频、削峰填谷等。其中，与三峡电能合作的 150MW 分布式光伏及 1GWh 储能智慧综合能源项目一期项目已与 2022 年启动。预计该项目建成后，全生命周期发电量 7 亿度，减少碳排放 70 万吨，降低能源成本 1.2 亿元。

图表 35: 公司储能业务进展

储能业务板块	应用场景	业务进度
集装箱工业储能	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 储能电芯制造 ✓ BMS (电池管理系统) 产品开发 ✓ EMS (能源管理系统) 产品开发 ✓ 集成式储能产品 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 与大型发电集团进行配套合作 ✓ 与三峡电能能源管理 (湖北) 有限公司合作的150MW分布式光伏及1GWh 的储能智慧综合项目一期项目正式开工
户用储能	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 城镇化不高的地区 ✓ 电网不发达的地区 ✓ 欧美为主 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 重点拓展海外户用储能市场 ✓ 已组建专业的储能团队
便携式储能	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 钓鱼、做饭等场景 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 2023年计划优化销售流程

来源: 公司官网, 公司公告, 中泰证券研究所

盈利预测与估值

盈利预测

- **核心假设:** 下游整车厂销量持续景气, 公司海内外厂房建设顺利推进, AGM+EFB 电池渗透率持续提升, 公司定点项目顺利交付。
- **铅酸电池业务:** 公司铅酸电池主要应用在针对乘用车/商用车的启动、启停电池; 针对新能源车的新能源辅助电池; 针对电动车、三轮车、叉车等的牵引电池等。目前在前装市场领域, 公司启动、启停类铅酸电池销量均保持全国领先, 整体低压铅酸电池前装配套市占率由 2019 年的 45% 提升至 2022 年的 49%。在维护市场领域 2022H1 公司市占率约 28%。
 1) 未来在前装市场, 公司有望凭借骆驼品牌+高性价比+本土化服务能力不断替代外资, 并受益于普通富液 (单价 200-300 元) 向 AGM (单价 700-1000 元)、EFB (500-800 元) 升级带来的单车价值量提升。2) 在后装市场方面, 公司经销商数量由 2020 年的 1780 家扩张至 2022 年的 2600 家, 假设公司保持渠道建设进度, 我们预计 2023 年公司后装市场销量有望达 2405KVAH (约 83 亿元), 后装市场贡献新的收入增量; 3) 在出口方面, 马来西亚+美国新产能的释放将为公司带来新的收入。我们预计 2023 年-2025 年公司铅酸电池收入增速分别为 35.2%、23.5%、19.3%, 对应收入为 136.4、168.5、201.0 亿元。预计 2023 年-2025 年毛利率将保持 20% 的水平。
- **再生铅业务:** 截至 2022H1 公司废铅蓄电池回收处理能力已达 86 万吨/年, 其生产基地遍布全国, 已实现全产业链的资源闭环和循环利用。随着再生铅行业需求提升, 公司有望同步收益。预计公司 2023-2025 年再生铅业务收入增速将保持 5%, 对应收入分别为 32.7、34.3、36.0 亿元。规模的增加有望提升该业务的毛利率, 预计 2023-2025 年毛利率分别为 1.0%、2.0%、2.0%。
- **锂电业务:** 公司低压锂电池产品包括 12V 新能源汽车辅助电池、24V 驻车空调电池、48V 启停电池与备用电源、储能电池等, 目前已获宝马、吉利、北汽福田等多家定点。我们预计 2023-2025 年公司锂电业务收入

分别为 1.2、2.5、3.7 亿元，对应毛利率为 3%、3%、3%。

- **期间费用率：**公司成本管控效果明显，销售费用率、管理费用率均有望进一步降低，假设 2023-2025 年期间费用率（包括研发费用率）合计分别为 9.4%、9.1%、8.7%。

图表 36: 公司盈利预测

		2022A	2023E	2024E	2025E
铅酸电池业务	收入 (百万元)	10090.24	13643.38	16849.09	20104.61
	YoY	4.8%	35.2%	23.5%	19.3%
	毛利率	19.5%	20.0%	20.0%	20.0%
再生铅业务	收入 (百万元)	3110.08	3265.58	3428.86	3600.31
	YoY	10.0%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	-2.0%	1.0%	2.0%	2.0%
锂电池业务	收入 (百万元)	61.60	123.20	246.40	369.60
	YoY	100.0%	100.0%	100.0%	50.0%
	毛利率	-2.5%	3.0%	3.0%	3.0%
营业总收入 (百万元)		13425.36	17811.95	21592.12	25423.05
YoY		8.2%	32.7%	21.2%	17.7%

来源：Wind，中泰证券研究所预测

估值与投资建议

- 公司是国内铅酸电池行业的龙头企业，业务逐渐向锂电、储能拓展。随着维护市场及海外市场的开拓，公司份额有望进一步提升。我们预计公司 2023-2025 年营收为 178.1/215.9/254.2 亿元，同比增长 33%/21%/18%；归母净利为 8.8/11.5/14.2 亿元，同比+86%/+31%/+23%。
- 以 2023 年 5 月 11 日收盘价计算，公司当前市值为 110.63 亿元，对应 2023-2025 年 PE 分别为 12.6X、9.6X、7.8X，低于行业平均，首次覆盖给予“买入”评级

图表 37: 可比公司估值情况

公司	代码	归母净利润 (亿元)			PE			总市值 (亿元)	现价
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E		
天能股份	688819.SH	24.05	29.09	34.72	13.99	11.57	9.69	336.54	34.62
亿纬锂能	300014.SZ	61.91	93.10	121.90	22.47	14.94	11.41	1391.09	68.00
阳光电源	300274.SZ	69.29	92.99	121.05	23.81	17.74	13.63	1650.05	111.10
平均		42.98	61.10	78.31	18.23	13.25	10.55		
骆驼股份	601311.SH	8.79	11.61	12.61	12.63	9.62	7.82	110.63	9.43

来源：中泰证券研究所测算（注：股价为 2023 年 5 月 11 日收盘价，可比公司盈利预测数据来自 Wind 一致预期）

风险提示

- **汽车行业不景气：**铅酸电池、锂电池等均属于汽车上游，其出货量与下游整车销量有紧密关系。若下游汽车行业不景气，则电池出货量会存在

下滑风险。

- **市占率提升不及预期：**汽车用铅酸电池行业的主要玩家为骆驼、风帆、瓦尔塔三家，其中骆驼及风帆为国内企业，依靠性价比优势不断进行进口替代，瓦尔塔则为外资，从高端向下渗透。若瓦尔塔进行价格战，则会影响公司销量、市占率的提升。
- **渠道管理难度高于预期：**公司自 2019 年以来积极进行渠道变革，在原有一级、二级经销商模式下，直接与终端厂商合作，进行渠道下沉，一方面防止产品串货，一方面加强信息化管理。随着经销商、渠道商数量的增加，公司渠道管理难度逐渐提升，若管理不当，则会出现经销商恶意囤货、抬高物价等风险。
- **海外业务拓展不及预期：**公司正进行海外铅酸电池的产能布局，若产能建设进度较慢，预计将影响公司短期业务收入。
- **锂电渗透率不及预期：**公司在 12/24/48V 锂电已获多家车厂定点，若锂电渗透率提升速度较慢，预计下游需求将放缓，进而影响公司锂电业务的推进。
- **铅酸电池单车价值量提升不及预期：**AGM、EFB 电池渗透率提升缓慢将影响铅酸电池平均单车价值量。
- 研报使用的信息数据更新不及时风险。

财务预测

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,656	5,344	6,478	7,627	营业收入	13,425	17,812	21,592	25,423
应收票据	78	0	0	0	营业成本	11,514	14,976	18,026	21,166
应收账款	1,734	2,159	2,460	2,829	税金及附加	491	708	842	982
预付账款	206	225	270	317	销售费用	645	891	1,036	1,169
存货	2,388	3,036	5,581	4,711	管理费用	368	534	561	610
合同资产	0	0	0	0	研发费用	186	178	216	229
其他流动资产	862	825	966	1,109	财务费用	31	74	156	213
流动资产合计	6,924	11,588	15,755	16,593	信用减值损失	-45	-15	-15	-15
其他长期投资	77	98	116	135	资产减值损失	-16	-60	-55	-50
长期股权投资	392	392	392	392	公允价值变动收益	-148	-20	-55	-74
固定资产	3,356	3,354	3,412	3,522	投资收益	-6	33	37	22
在建工程	449	549	549	449	其他收益	511	511	511	511
无形资产	468	449	438	427	营业利润	484	896	1,174	1,443
其他非流动资产	1,836	1,844	1,850	1,854	营业外收入	8	8	8	8
非流动资产合计	6,578	6,685	6,757	6,779	营业外支出	15	15	15	15
资产合计	13,503	18,273	22,512	23,372	利润总额	477	889	1,167	1,436
短期借款	1,714	5,617	8,853	8,037	所得税	21	39	52	64
应付票据	427	639	631	791	净利润	456	850	1,115	1,372
应付账款	670	944	1,116	1,279	少数股东损益	-14	-26	-34	-42
预收款项	0	123	37	55	归属母公司净利润	470	876	1,149	1,414
合同负债	370	321	389	458	NOPLAT	485	920	1,264	1,576
其他应付款	253	253	253	253	EPS (按最新股本摊)	0.40	0.75	0.98	1.21
一年内到期的非流动负债	10	10	10	10					
其他流动负债	370	443	488	538					
流动负债合计	3,814	8,348	11,777	11,419					
长期借款	213	263	193	273					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	352	352	352	352					
非流动负债合计	565	615	545	625					
负债合计	4,379	8,963	12,322	12,044					
归属母公司所有者权益	8,966	9,179	10,094	11,274					
少数股东权益	158	131	97	55					
所有者权益合计	9,124	9,310	10,191	11,328					
负债和股东权益	13,503	18,273	22,512	23,372					

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	246	577	-1,107	2,859	营业收入增长率	8.2%	32.7%	21.2%	17.7%
现金收益	922	1,386	1,733	2,055	EBIT 增长率	-51.1%	89.7%	37.4%	24.7%
存货影响	-342	-647	-2,545	870	归母公司净利润增长	-43.5%	86.4%	31.2%	23.0%
经营性应收影响	-689	-306	-292	-366	获利能力				
经营性应付影响	197	608	79	340	毛利率	14.2%	15.9%	16.5%	16.7%
其他影响	157	-464	-82	-39	净利率	3.4%	4.8%	5.2%	5.4%
投资活动现金流	459	-535	-534	-525	ROE	5.2%	9.4%	11.3%	12.5%
资本支出	-464	-541	-509	-468	ROIC	5.7%	7.4%	7.7%	9.4%
股权投资	113	0	0	0	偿债能力				
其他长期资产变化	810	6	-25	-57	资产负债率	32.4%	49.1%	54.7%	51.5%
融资活动现金流	-491	3,645	2,775	-1,185	债务权益比	25.1%	67.0%	92.3%	76.5%
借款增加	23	3,953	3,166	-737	流动比率	1.8	1.4	1.3	1.5
股利及利息支付	-349	-523	-819	-961	速动比率	1.2	1.0	0.9	1.0
股东融资	0	0	0	0	营运能力				
其他影响	-165	215	428	513	总资产周转率	1.0	1.0	1.0	1.1
					应收账款周转天数	39	39	39	37
					应付账款周转天数	20	19	21	20
					存货周转天数	69	65	86	88
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.40	0.75	0.98	1.21
					每股经营现金流	0.21	0.49	-0.94	2.44
					每股净资产	7.64	7.82	8.60	9.61
					估值比率				
					P/E	24	13	10	8
					P/B	1	1	1	1
					EV/EBITDA	333	220	176	148

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 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。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。