

铁流股份 (603926.SH) 精密制造能力显著，长期成长天花板高企

2025 年 09 月 15 日

——中小盘首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）
周佳（分析师）
赵旭杨（分析师）
张越（分析师）

zhoujia@kysec.cn

zhaoxuyang@kysec.cn

zhangyuel@kysec.cn

证书编号：S0790523070004

证书编号：S0790523090002

证书编号：S0790524090003

日期	2025/9/15
当前股价(元)	16.44
一年最高最低(元)	17.82/7.25
总市值(亿元)	38.59
流通市值(亿元)	37.95
总股本(亿股)	2.35
流通股本(亿股)	2.31
近 3 个月换手率(%)	228.63

中小盘研究团队

● 公司是集精密制造及智慧服务为一体的全球性公司

公司主业以离合器为主，下游覆盖国内部分整车厂，产能规模及市场份额均处于国内领先地位。2018 年通过收购德国 Geiger 进入高精密零部件领域，在新能源车电机轴等方面具备领先的技术工艺。我们预计 2025-2027 年归母净利润分别为 1.29/1.64/2.08 亿元，对应 EPS 分别为 0.55/0.70/0.88 元/股，当前股价对应 2025-2027 年的 PE 分别为 30.0/23.5/18.6 倍，基于公司主营业务扎实，具备汽车精密零部件制造能力，与长三角哈特机器人签署框架协议，合作内容主要包括机器人高精密零部件、机电等，首次覆盖给予“买入”评级。

● 基于德国 Geiger 高精密加工技术，公司发力新能源车电机轴打造新增长曲线
电机轴是整个驱动电机中的关键零部件，它起到转子铁心的固定及力量传递作用，其性能好坏直接影响到新能源汽车动力系统的性能。公司全资子公司盖格投资的“年产 60 万套电机轴等新能源汽车核心零件项目”通过引进 Geiger 先进的自动化设备、加工技术和生产工艺，建设新能源汽车核心部件制造中心。公司已取得理想汽车、零跑汽车、大众等公司的电机轴订单。公司配备了多台单台价值数十万的旋锻设备、多轴复合车铣中心、外圆磨、日本双刀架车削中心、高精度滚齿机等设备，保证了高端制造加工精度。

● 公司现金充裕，参与过多起并购项目，主业技术与机器人零部件具备协同性
公司自成立以来通过规划多次并购实现业务版图不断拓展。2018 年通过收购德国 Geiger 公司，切入高精密加工领域；2019 年收购湖北三环离合器公司，市占率进一步提升。公司历史上通过多次并购实现业务发展壮大，未来有望进一步通过并购增厚盈利。同时公司主营业务在工艺、设备等方面与机器人关键零部件具备协同效应，有望进一步打开成长天花板。

● 风险提示：客户销量不及预期、产能建设不及预期、宏观经济波动的风险等。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,200	2,400	2,601	2,940	3,396
YOY(%)	4.9	9.1	8.3	13.0	15.5
归母净利润(百万元)	98	103	129	164	208
YOY(%)	17.4	4.9	24.8	27.4	26.7
毛利率(%)	16.3	17.3	17.8	18.2	18.7
净利率(%)	4.5	4.3	4.9	5.6	6.1
ROE(%)	5.7	5.7	7.0	8.4	9.9
EPS(摊薄/元)	0.42	0.44	0.55	0.70	0.88
P/E(倍)	39.3	37.4	30.0	23.5	18.6
P/B(倍)	2.3	2.3	2.2	2.1	1.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 公司是集精密制造及智慧服务为一体的全球性公司.....	3
2、 机器人星辰大海，公司有望打造新增长极.....	7
3、 盈利预测与投资建议	8
4、 风险提示	9
附：财务预测摘要	10

图表目录

图 1： 公司四大产品包括离合器、液力变矩器、自调节离合器以及液压轴承	3
图 2： 公司子公司 Geiger 主要产品为精密零部件	3
图 3： 公司离合器产品主要为干摩擦式离合器	4
图 4： 公司子公司 Geiger 生产的高压共轨系统以及新能源车高精密零部件	4
图 5： 公司客户结构优质	5
图 6： 公司通过多次并购实现业务的跨越式发展.....	5
图 7： 公司主业收入保持稳定增长	6
图 8： 产品结构变化带来毛利率变动	6
图 9： 研发费用率保持稳定，销售费用率大幅下降.....	6
图 10： 公司营收结构中汽车传动占主要比重.....	6
图 11： 公司股权结构清晰，实控人为张智林、张婷、国宁	6
图 12： 电机轴的不同部位用到多种磨削加工工艺	7
图 13： 汽车离合器的构造包括飞轮齿圈、飞轮等.....	8
图 14： 离合器和减速器具有技术协同性	8
表 1： 公司高管具备深厚的研发制造背景	7
表 2： 铁流股份盈利预测（亿元）	8
表 3： 铁流股份估值水平低于可比公司平均（截至 2025/9/15）	9

1、公司是集精密制造及智慧服务为一体的全球性公司

公司主营业务包括汽车传动系统、高精密零部件制造和商用车智慧服务。(1) 汽车传动系统方面，公司核心产品为汽车、农机及工程机械离合器，目前杭州总部及湖北三环厂区合计离合器生产能力居全国领先地位，产品型号近两千种，可覆盖90%以上商用车和乘用车型。(2) 高精密零部件制造方面，公司“年产60万套电机轴等新能源汽车核心零件项目”部分产线已投入运行，推动公司业务从传统动力汽车零部件向新能源汽车核心部件扩展。公司目前已取得理想汽车、零跑汽车、大众等公司的电机轴订单。德国子公司 Geiger 系一家专注于高精密金属零部件制造厂商，拥有超过20年的高精密零部件自动化生产线的设计、研发、集成和运营经验，具有领先的仿真模拟、精密检测、高精密金属成型和自动化生产技术。(3) 商用车智慧服务方面，两大商用车全车件供应链企业运通四方和国联汽配运用线上中配汽车服务平台，全面打造商用车后市场零配件供应链平台经济新模式。

图1：公司四大产品包括离合器、液力变矩器、自调节离合器以及液压轴承



资料来源：公司介绍

图2：公司子公司 Geiger 主要产品为精密零部件



资料来源：公司介绍

公司离合器份额及规模国内领先。子公司湖北三环在主机配套市场上占据的行业地位，和公司本部在离合器后市场积累的品牌知名度互为补充。目前杭州本部及湖北三环两个厂区合计离合器生产能力居全国领先地位，在离合器行业里产能规模及市场份额均处于领先地位。

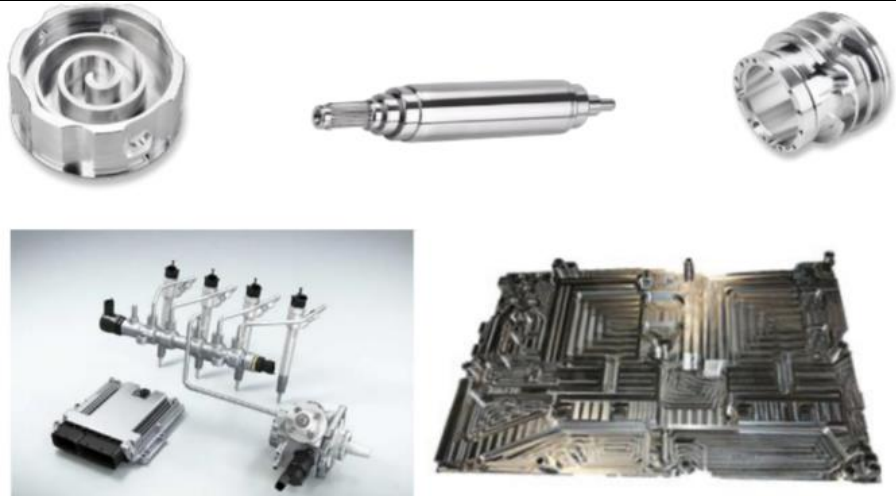
图3：公司离合器产品主要为干摩擦式离合器



资料来源：铁流股份 2024 年年报

德国子公司 Geiger 是博世集团战略合资供应商，生产高压共轨系统等精密零部件。Geiger 公司拥有 160 多台 CNC 加工机床。Geiger 掌握了我国卡脖子技术之一高压共轨技术，能够为客户提供核心金属零部件的研发、设计、制造和销售一体化解决方案，目前拥有高端自动化制造生产线、模具开发中心和精密检测中心。公司全资子公司盖格新能源（杭州）客户结构优质，电机轴项目加速推进。投资的“年产 60 万套电机轴等新能源汽车核心零件项目”通过引进德国子公司先进的自动化设备、加工技术和生产工艺，建设新能源汽车核心部件制造中心，该项目部分产线已投入运行。公司已取得理想汽车、零跑汽车、大众等公司的电机轴订单。

图4：公司子公司 Geiger 生产的高压共轨系统以及新能源车高精密零部件



资料来源：铁流股份 2024 年年报

公司客户结构优质。整车厂方面，公司客户包括中国重汽、江淮汽车、东风汽车、中国一汽、吉利汽车、理想汽车、零跑汽车等；发动机厂方面，公司客户包括潍柴、全柴等；工程机械方面，公司客户包括徐工、三一重工等。

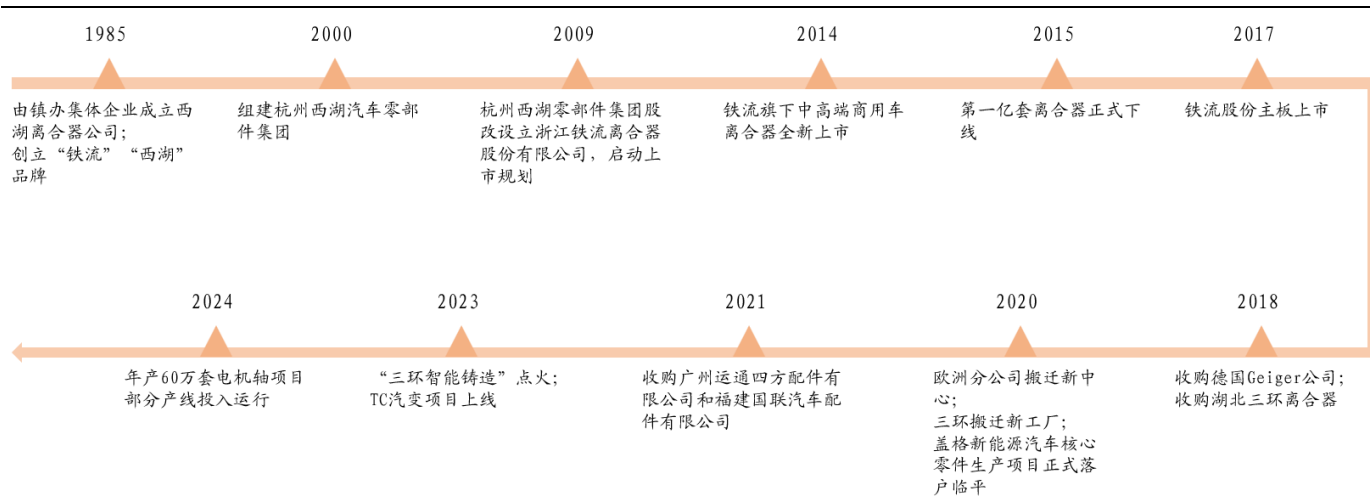
图5：公司客户结构优质



资料来源：公司介绍

公司自 1985 年成立以来通过规划多次并购实现业务版图不断拓展。2018 年通过收购德国 Geiger 公司，切入高精密加工领域；2019 年收购湖北三环离合器公司，市占率进一步提升；2021 年通过收购广东运通四方、福建运通国联两大供应链公司，布局汽车智慧服务业务。2023 年 TC 汽变项目上线，“三环智能铸造”点火。

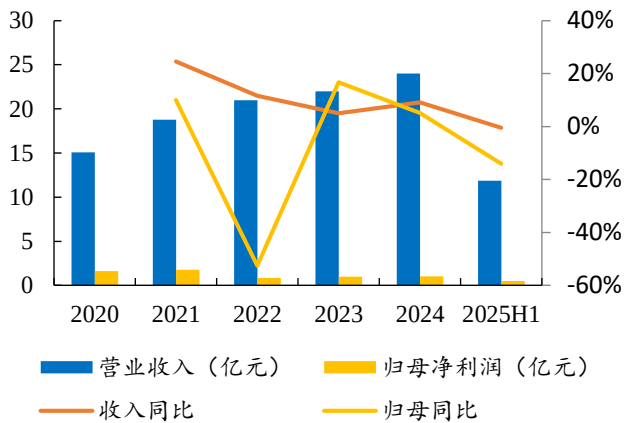
图6：公司通过多次并购实现业务的跨越式发展



资料来源：公司官网、公司年报、开源证券研究所

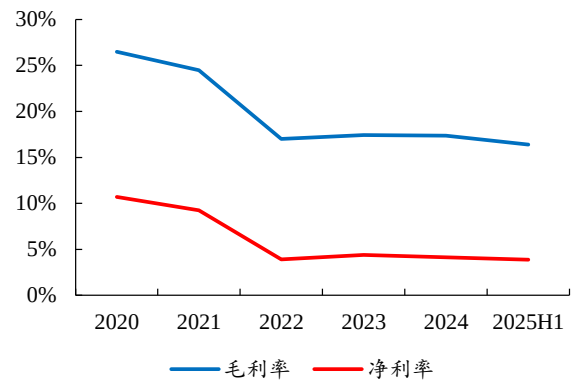
公司致力于“智能化”和“信息化”建设，成立国家级实验室，通过智能制造、智能物流数字化运营，建立研发、生产、销售、物流等全面协同的智慧信息系统，在浙江杭州（2 大基地）、浙江湖州、湖北黄石、德国、印度均建有现代化工厂，打造全球性协同生产基地。公司积极拥抱汽车产业的电动化、网联化、智能化、共享化发展，重点布局新能源。与博世、重汽、一汽、东风等多家主机厂配套。是理想、零跑等企业定点供应商。同时盖格新能源公司还积极与华为、小米等造车新势力以及华域麦格纳、联合电子等新能源整车企业配套商进行前期技术交流。同时积极打造汽车后市场“车联网”智慧服务系统，实现从制造业向智能制造+智慧服务的全面转型。

图7：公司主业收入保持稳定增长



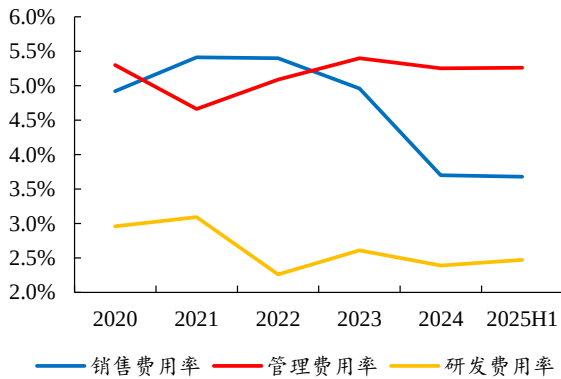
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：产品结构变化带来毛利率变动



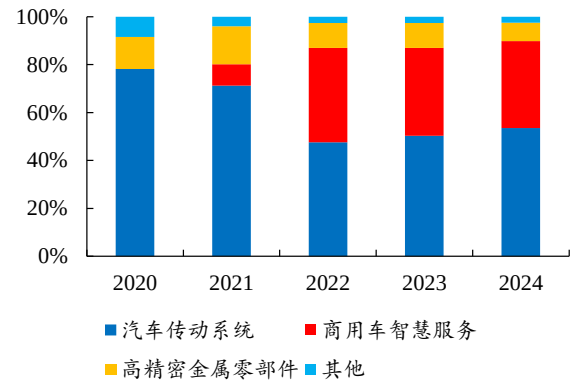
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：研发费用率保持稳定，销售费用率大幅下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

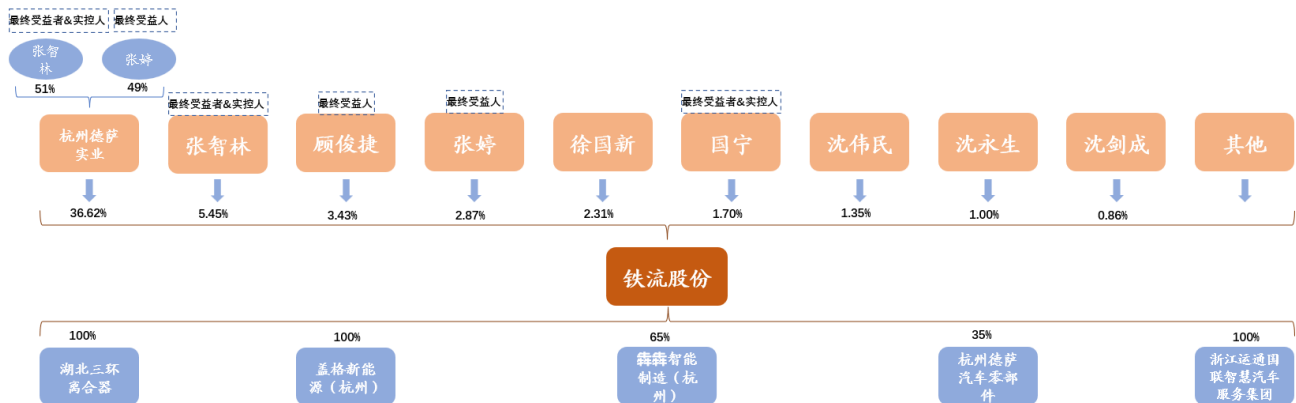
图10：公司营收结构中汽车传动占主要比重



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司股权结构清晰，实控人为张智林、张婷、国宁。张智林通过杭州德萨实业间接持股 18.7%，直接持股 5.45%。国宁直接持股 1.7%，于 2009 年 11 月起任铁流股份董事，2013 年 10 月出任公司总经理，2018 年 11 月任董事长。任职期间主导企业数字化转型，推进“未来工厂”建设。

图11：公司股权结构清晰，实控人为张智林、张婷、国宁



资料来源：Wind、开源证券研究所

司成立，2002 年成立了杭州西湖汽车零部件集团，其旗下有 10 多家汽车零部件子公司。产品体系是干摩擦式汽车离合器总成及相关零部件。2009 年杭州西湖汽车零部件集团股东共同出资，成立了铁流离合器股份有限公司。

表1：公司高管具备深厚的研发制造背景

姓名	职位	任职经历
国宁	董事长	历任公司副总经理、董事会秘书、Westlake Europe B.V.总经理。现任公司董事长兼总经理、党委书记等
张智林	名誉董事长	历任古荡离合器厂厂长、杭州西湖离合器有限公司总经理、公司董事长。现任公司名誉董事长、杭州德萨实业集团有限公司执行董事、杭州西湖汽车零部件集团有限公司执行董事兼总经理、杭州临平宾馆有限公司执行董事、浙江杭州余杭农村商业银行股份有限公司董事
方健	副总经理	历任杭州西湖汽车零部件集团有限公司财务部会计、公司采购部部长、设备管理部部长、规划发展部部长、总经理助理、湖北三环离合器有限公司副总经理。现任公司董事、副总经理
章桐	独立董事	历任德国福特汽车公司部门经理、南京依柯卡特排放技术股份有限公司独立董事。现任同济大学汽车学院责任教授、燃料电池汽车技术研究所所长、德国舍弗勒集团监事、公司独立董事等

资料来源：公司 2024 年年报、开源证券研究所

2、机器人星辰大海，公司有望打造新增长极

电机轴是电机中的重要零件之一，是电机与设备之间机电能量转换的纽带，承担着转动零部件、传递力矩并确定转动零部件与定子的相对位置。在工作过程中，电机轴需要承受巨大的负载和扭矩，因此其连接部分需要经过热处理，以确保材料的强度和刚性。同时，驱动电机轴的加工尺寸精度要求非常严格，加工过程涉及车削、铣削、钻孔、滚齿等多种加工形式，同时还需要应对热前和热后等多种工况。铁流股份生产的新能源汽车电机轴主要为空心电机轴，是连接电机与传动系统的关键机械部件。其工艺流程主要包含 CNC 车加工、渗碳热处理、精车/精滚齿/顶尖孔研磨/外圆磨、自动全尺寸检测等。公司配备了多台单台价值数千万的旋锻设备、多轴复合车铣中心、外圆磨、日本双刀架车削中心、高精度滚齿机等设备，保证了高端制造加工精度，使产品精度控制在 2 至 5 μ 。截至 2024 年公司已取得理想汽车、零跑汽车、大众等公司的电机轴订单。

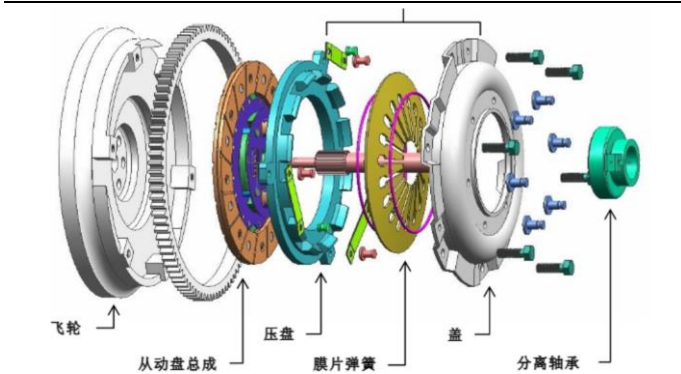
图12：电机轴的不同部位用到多种磨削加工工艺



资料来源：华若汀云想电驱动公众号

连接与断开。当踩下离合器踏板时，离合器压盘与飞轮分离，从而实现发动机与变速器的断开连接，便于换挡或使车辆进入空挡状态。公司生产的汽车离合器位于发动机与变速箱之间，主要由盖总成、从动盘、分离轴承组成，其模具开发、生产制造、MAS 检测都由公司全流程控制，从而保障了产品的可靠性与稳定性。公司离合器产品型号完备，适配 90%以上商用车、客车、工程机械、大中型农用机械、乘用车等各系车种，产品线同时还覆盖离合器轴承、液压轴承、液力变矩器、刹车片等公司采用国内领先的 5200 吨超大型精密数字化冲压线，集成模具寿命预测系统、在线检测与先进工艺仿真技术，实现全链条质量可追溯。融入日本先进热处理技术，选用高品质碳素结构钢及合金结构钢，结合领先的真空渗碳及氮碳共渗复合处理工艺，精确控制渗层梯度，既提升表面硬度，又确保芯部强韧不拔；辅以多段式淬火精湛技术，打造出耐磨性能卓越、抗冲击能力出众的产品。

图13：汽车离合器的构造包括飞轮齿圈、飞轮等



资料来源：公司招股说明书

图14：离合器和减速器具有技术协同性



资料来源：中大力德官网

3、盈利预测与投资建议

公司是一家集汽车零部件智能制造及智慧服务为一体的全球性集团公司。公司主营三大板块：汽车传动系统制造板块；新能源汽车高精密零部件制造板块；汽车智慧服务板块。假设公司通过优化产品结构和费用率，毛利率得到逐步提升；公司汽车零部件制造业务基于电机轴产能的逐步落地，以及机器人关键零部件的不断推进，同比增速有望实现上升趋势，毛利率不断提升；汽车零部件商贸业务预期收入增速保持稳定。我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 26.01/29.40/33.96 亿元；营收增长率分别为 8.3%/13.0%/15.5%，综合毛利率分别为 17.75%/18.20%/18.72%。

表2：铁流股份盈利预测（亿元）

	2025E	2026E	2027E
营业收入	26.01	29.40	33.96
同比	8.3%	13.0%	15.5%
汽车零部件制造	16.51	18.95	22.37
同比	12.38%	14.77%	18.08%
毛利率	22.50%	23.00%	23.5%
其中：汽车传动	14.38	16.39	19.18
其中：高精密金属零部件	2.13	2.55	3.19
汽车零部件商贸	9.49	10.44	11.59
同比	9%	10%	11%

	2025E	2026E	2027E
毛利率	9.5%	9.5%	9.5%
综合毛利率	17.75%	18.20%	18.72%

数据来源：Wind、公司年报、开源证券研究所

我们选取福达股份、五洲新春、斯菱股份作为铁流股份的可比公司。理由如下：
 (1) 福达股份是国内主要的锻钢曲轴、汽车离合器生产企业；(2) 五洲新春主营业务为轴承、精密机械零部件；(3) 斯菱股份主营业务是汽车轴承的研发、制造和销售。主要产品应用于制动系统、动力系统和传动系统。产品包括轮毂轴承单元、轮毂轴承、圆锥轴承、离合器轴承、涨紧轮及惰轮轴承、单向皮带轮、重卡轴承、驱动电机轴承等。公司估值水平低于可比公司的平均值，公司与长三角哈特机器人签署框架协议，合作内容主要包括机器人高精密零部件、机电等，看好公司长期发展潜力。

表3：铁流股份估值水平低于可比公司平均（截至 2025/9/15）

证券代码	证券简称	收盘价 (元/股)	EPS (元)			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
688286.SH	福达股份	17.06	0.48	0.63	0.79	35.2	27.2	21.7
688002.SH	五洲新春	45.20	0.41	0.52	0.68	110.7	87.4	66.3
300456.SZ	斯菱股份	114.58	1.37	1.60	2.03	83.5	71.8	56.4
	平均					76.4	62.1	48.1
603926.SH	铁流股份	16.44	0.55	0.70	0.88	29.9	23.5	18.6

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：福达股份、五洲新春、斯菱股份盈利预测来自于 Wind 一致预期，铁流股份盈利预测来自于开源证券研究所）

我们预计 2025-2027 年归母净利润分别为 1.29/1.64/2.08 亿元，对应 EPS 分别为 0.55/0.70/0.88 元/股，当前股价对应 2025-2027 年的 PE 分别为 30.0/23.5/18.6 倍，基于公司技术工艺领先，客户结构优质，新增长曲线明晰，首次覆盖给予“买入”评级。

4、风险提示

客户销量不及预期的风险。若下游重点整车客户销量不及预期，会对公司业绩产生影响。

产能建设不及预期的风险。若公司电机轴产能建设不及预期，或对公司业绩产生影响。

宏观经济波动的风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1644	1777	1979	2147	2366
现金	642	456	520	588	679
应收票据及应收账款	338	454	540	613	677
其他应收款	6	7	7	9	10
预付账款	72	75	74	85	85
存货	418	396	426	432	488
其他流动资产	168	389	411	419	427
非流动资产	1174	1266	1259	1288	1343
长期投资	17	18	18	18	18
固定资产	731	773	758	773	811
无形资产	131	127	123	118	114
其他非流动资产	296	349	360	378	400
资产总计	2818	3044	3238	3435	3709
流动负债	907	1131	1260	1358	1493
短期借款	96	174	280	243	263
应付票据及应付账款	584	689	761	851	957
其他流动负债	227	268	219	264	273
非流动负债	214	190	190	184	178
长期借款	95	71	55	43	33
其他非流动负债	118	119	135	140	145
负债合计	1121	1320	1450	1541	1671
少数股东权益	29	39	36	32	27
股本	230	235	235	235	235
资本公积	579	605	605	605	605
留存收益	865	880	931	981	1056
归属母公司股东权益	1667	1684	1751	1861	2011
负债和股东权益	2818	3044	3238	3435	3709

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	344	212	150	294	300
净利润	97	99	126	160	202
折旧摊销	90	100	93	103	117
财务费用	-8	8	-0	-1	-3
投资损失	-5	-10	0	0	0
营运资金变动	138	-30	-70	33	-15
其他经营现金流	31	45	2	-1	-2
投资活动现金流	-173	-356	-98	-130	-170
资本支出	128	95	60	111	150
长期投资	-47	-270	0	0	0
其他投资现金流	2	9	-37	-18	-21
筹资活动现金流	-63	-72	-69	-39	-29
短期借款	29	77	106	-37	21
长期借款	-13	-25	-15	-12	-11
普通股增加	0	6	0	0	0
资本公积增加	0	26	0	0	0
其他筹资现金流	-79	-156	-160	9	-39
现金净增加额	112	-216	-16	125	101

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2200	2400	2601	2940	3396
营业成本	1841	1984	2139	2404	2761
营业税金及附加	14	17	20	22	27
营业费用	84	89	95	106	121
管理费用	119	126	139	156	178
研发费用	57	57	62	71	82
财务费用	-8	8	-0	-1	-3
资产减值损失	-20	-17	-17	-18	-20
其他收益	20	12	14	15	15
公允价值变动收益	2	-0	1	1	1
投资净收益	5	10	0	0	0
资产处置收益	0	-3	-1	-1	-1
营业利润	99	115	139	177	224
营业外收入	5	1	1	1	1
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	103	116	140	178	225
所得税	7	17	14	18	22
净利润	97	99	126	160	202
少数股东损益	-2	-4	-3	-4	-6
归属母公司净利润	98	103	129	164	208
EBITDA	181	210	230	277	336
EPS(元)	0.42	0.44	0.55	0.70	0.88

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	4.9	9.1	8.3	13.0	15.5
营业利润(%)	21.9	16.1	20.6	27.2	26.6
归属于母公司净利润(%)	17.4	4.9	24.8	27.4	26.7
获利能力					
毛利率(%)	16.3	17.3	17.8	18.2	18.7
净利率(%)	4.5	4.3	4.9	5.6	6.1
ROE(%)	5.7	5.7	7.0	8.4	9.9
ROIC(%)	4.4	4.7	5.7	7.1	8.2
偿债能力					
资产负债率(%)	39.8	43.4	44.8	44.9	45.1
净负债比率(%)	-21.0	-6.9	-6.6	-12.1	-14.9
流动比率	1.8	1.6	1.6	1.6	1.6
速动比率	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.9	1.0
应收账款周转率	7.5	7.0	6.0	5.8	6.0
应付账款周转率	5.3	5.1	5.1	5.2	5.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.42	0.44	0.55	0.70	0.88
每股经营现金流(最新摊薄)	1.46	0.90	0.64	1.25	1.28
每股净资产(最新摊薄)	7.10	7.17	7.46	7.93	8.57
估值比率					
P/E	39.3	37.4	30.0	23.5	18.6
P/B	2.3	2.3	2.2	2.1	1.9
EV/EBITDA	19.0	16.7	15.1	12.2	9.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn