

福赛科技（301529）深度研究报告

蓄势起航，“赛”赢未来

- ❖ 福赛科技是内饰零件领域的专精特新。公司主营内饰二级零件中的功能件和装饰件，客户主要为马瑞利、延锋、佛吉亚、新泉、河西工业、大协西川等 Tier 1 总成商，也直接为长城汽车、比亚迪、北美大客户等整车厂供货，是国内目前少数的主营业务专精内饰零件的上市汽车零部件公司。
- ❖ 内饰零件行业变化之下，福赛竞争优势尽显。内饰零件行业近年出现研发要求提高、Tier 2 有望成为 Tier 1 和精细化分工三大新趋势，有望带动供应格局从分散走向集中。在此过程中，有较强研发制造能力、受主机厂认可、能把握关键布局时机的企业有望在竞争中获取更多份额。福赛正是这样的企业，具体：
 - 1) 优势 1: 福赛相较于同行，工艺品类更全、更精。公司专精内饰零件细分领域，持续研发投入积累了全品类的核心工艺和行业领先的技术储备，能有效满足行业逐步提高的研发要求。
 - 2) 优势 2: 福赛精益生产管理相对更好。长期日系供应经验练就了公司的高效自动化生产和精益管理能力，有望获得更多主机厂认可。
 - 3) 优势 3: 福赛国内产能布局广泛，有更好的就近配套优势，以便把握扩张关键时机加速成长步伐。内饰行业强调就近配套，公司国内拥有六大生产基地，布局比同行完整，能更好获取车企项目。
- ❖ 凭借上述与行业发展变化相匹配的竞争优势，公司未来成长呈现三个路径：
 - 1) 国内：行业变化趋势下，福赛有望凭借优势不断提升市占。我们预计 2024 年公司自主、新能源客户收入有望增长至 5.7 亿元（不考虑北美大客户），带动国内收入增长至 10.5 亿元，远期假设公司市占率提升至 10%，营收有望达到 38 亿元。
 - 2) 海外：全球化稳步推进，2024 年海外收入有望快速增长。公司 2023 年加速布局海外产能，有望进一步加深与北美大客户、日系客户关系，预计 2024 年公司海外收入有望增长至 2.2 亿元，公司将从北美市场出发寻找其他国际市场机会，远期有望成长为全球性的内饰零件领先者。
 - 3) 品类开拓：嵌件有望打开新空间。公司与 KOJIN 合资设立福赛宏仁，主营新能源汽车嵌件业务，2023-2025 年预计在手订单分别 0.34 亿、0.87 亿、1.69 亿元，打开成长新动能。
- ❖ 投资建议：公司不断开拓客户和丰富产品线，并逐步建设配套生产基地，随着在手项目的快速落地，公司有望延续增长，同时随着新工厂投产、新项目进入量产周期、叠加降本增效措施推进，公司业绩有望步入快速发展通道，预计 2023-2025 年归母净利润 0.8 亿元、1.3 亿元、2.3 亿元，同比-7%、+60%、+69%，对应当前 PE 33、21、12 倍。考虑行业及公司层面变化，给予 2024 年目标 PE 25 倍，对应目标市值 34 亿元、目标股价 39.6 元、目标空间 22%，首次覆盖，给予“强推”评级。
- ❖ 风险提示：客户开拓节奏低于预期、主要客户销量低于预期、海外经营不及预期、超额年降风险。

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万)	693	925	1,372	1,922
同比增速(%)	15.7%	33.4%	48.3%	40.1%
归母净利润(百万)	91	84	134	228
同比增速(%)	16.7%	-7.5%	60.1%	69.4%
每股盈利(元)	1.07	0.99	1.59	2.69
市盈率(倍)	30	33	21	12
市净率(倍)	6.2	2.3	2.0	1.8

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2024 年 3 月 14 日收盘价

强推（首次）

目标价：39.6 元

当前价：32.51 元

华创证券研究所

证券分析师：张程航

电话：021-20572543

邮箱：zhangchenghang@hcyjs.com

执业编号：S0360519070003

公司基本数据

总股本(万股)	8,483.72
已上市流通股(万股)	2,026.95
总市值(亿元)	27.58
流通市值(亿元)	6.59
资产负债率(%)	31.38
每股净资产(元)	14.13
12 个月内最高/最低价	64.26/21.67

市场表现对比图(近 12 个月)



投资主题

报告亮点

- 1) 论证与市场不同的认知，得出结论内外饰总成行业格局相对集中，并非像市场所想的那样分散且壁垒极低，行业对供应商研发、销售服务的能力要求是偏高的；
- 2) 分价格带测算内饰 Tier 1 与 Tier 2 行业当前规模及增长空间，清晰梳理内饰 Tier 2 零件行业未来发展的三大趋势，探讨行业竞争要素、商业模式与供应商分工的变化；
- 3) 与行业变化趋势相呼应，分析公司在此过程中的竞争优势，并分国内、海外、新品类展望公司三大成长点。

投资逻辑

- 1) 在行业由分散走向集中的过程中，福赛具有区别于其他竞争者的核心优势，有望成为国内市占率更高的内饰零件供应商；
- 2) 公司重视出海，且 2023 年开始加速布局海外产能，有望进一步加深与北美大客户、日系客户关系，带动海外收入的增长；
- 3) 嵌件新品类的开拓有望为公司中长期发展赋能。

关键假设、估值与盈利预测

- 1) 营收端：公司不断开拓客户和丰富产品线，并逐步建设配套生产基地，随着在手项目的快速落地，公司有望延续增长，预计公司 2023-2025 年营业收入 9.2 亿、13.7 亿、19.2 亿元，同比+33%、+48%、+40%；
- 2) 利润端：预计公司 2023-2025 年归母净利 0.8 亿、1.3 亿、2.3 亿元，同比-7%、+60%、+69%；
- 3) 估值：考虑到公司新产能正处于大规模量产前夕，2024 年起投产后有望带动公司营收端的扩张和利润端的恢复，业绩增速较高，结合行业、公司变化及可比公司估值，我们给予公司 2024 年 PE 25 倍，对应目标市值 34 亿元、对应目标股价 39.6 元、目标空间 22%。

目 录

一、基本情况：内饰零件领域的专精特新	6
二、行业变化：由分散走向集中	12
三、成长看点	18
（一）国内：有望成为国内市占率更高的内饰零件供应商	18
（二）海外：全球化稳步推进，2024 年海外收入有望快速增长	23
（三）品类开拓：嵌件有望打开新空间	24
四、盈利预测与估值	26
五、风险提示	29

图表目录

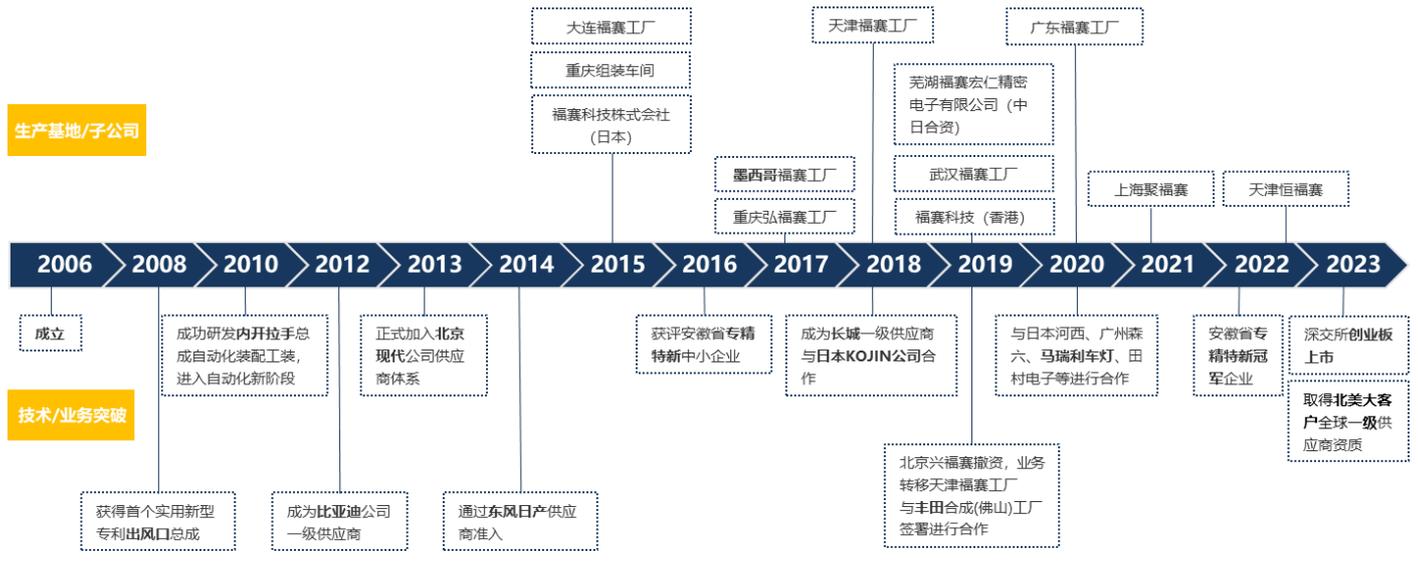
图表 1: 福赛科技发展历史	6
图表 2: 福赛科技股权结构	6
图表 3: 福赛科技子公司	7
图表 4: 福赛科技主要产品情况	8
图表 5: 福赛科技近三年前五大客户销售收入及营收占比情况	10
图表 6: 福赛科技营业收入及增速（亿元、%）	10
图表 7: 福赛科技归母净利及增速（亿元、%）	10
图表 8: 福赛科技盈利能力指标变化（%）	11
图表 9: 福赛及可比公司毛利率对比（%）	11
图表 10: 福赛及可比公司销售费用率对比（%）	11
图表 11: 福赛及可比公司管理费用率对比（%）	11
图表 12: 福赛及可比公司研发费用率对比（%）	11
图表 13: 福赛及可比公司财务费用率对比（%）	11
图表 14: 内饰主要产品 ASP 情况（元）	12
图表 15: 国内内饰行业及其细分内饰零件行业市场空间测算	13
图表 16: 2022 年全球乘用车内外饰件市场格局	14
图表 17: 2021 年全球车灯市场格局	14
图表 18: 2021 年全球座椅总成市场格局	14
图表 19: 2022 年全球汽车发电机市场格局	14
图表 20: 不同层级内饰供应厂商特点	14
图表 21: 公司功能件(不含风管)主要生产工艺流程（工艺路线 3 较路线 12 更复杂）	16
图表 22: 公司装饰件主要生产工艺流程（工艺路线 34 较路线 12 更复杂）	16
图表 23: 智能表面的应用	17
图表 24: 蔚来 ET7 隐藏式出风口与氛围灯结合	17
图表 25: 福赛及可比公司研发费用率对比（%）	18
图表 26: 福赛科技 VS 行业出风口相关核心技术情况对比	19
图表 27: 福赛科技 VS 行业杯托相关核心技术情况对比	20
图表 28: 福赛科技 VS 行业门把手相关核心技术情况对比	20
图表 29: 福赛科技 VS 行业扶手导轨相关核心技术情况对比	20
图表 30: 福赛科技 VS 行业注塑相关核心技术情况对比	20
图表 31: 福赛科技配套各品牌内销收入（亿元）	21
图表 32: 福赛科技毛利率变化情况（%）	21
图表 33: 福赛募集资金及超募资金使用计划（截至 2023 年 12 月 31 日）	22

图表 34: 各品牌乘用车的国内市场占有率 (%)	22
图表 35: 福赛新能源收入及占比 (亿元、%)	22
图表 36: 墨西哥福赛发展历史	23
图表 37: 福赛外销收入中各客户贡献 (万元、%)	24
图表 38: 福赛国内外收入及同比增速 (亿元、%)	24
图表 39: 福赛宏仁嵌件产品种类及 KOJIN 与福赛赋能情况	25
图表 40: 2018-2025 年福赛科技业务拆分测算	26
图表 41: 福赛科技 vs 可比公司财务指标对比 (亿元、%)	27
图表 42: 福赛科技 vs 可比公司估值情况 (亿元、%)	28

一、基本情况：内饰零件领域的专精特新

福赛科技是内饰零件领域的专精特新企业。公司成立于2006年，产品主要为汽车内饰零件（区别于内饰总成件），包括功能件和装饰件，主要作为 Tier 2，为马瑞利、延锋饰饰、佛吉亚、新泉股份、河西工业、大协西川等国内外内饰 Tier 1 总成商供货，也是长城汽车、比亚迪及北美大客户等整车厂的一级内饰供应商。经过多年深耕，福赛已发展成为集产品设计、模具开发制造、部件成型、表面涂装、外观包覆及产品装配于一体的内饰零件专精特新供应商。

图表 1：福赛科技发展历史



资料来源：公司公告、公司官网、华创证券整理

公司股权结构稳定，实控人合计持股 37.37%。截至 2023 年 9 月 30 日，公司实际控制人陆文波先生直接持股 34.01%，通过欣众投资（由陆文波先生持股 99.99%、董秘潘玉惠女士持股 0.01%）间接持股 3.36%，合计持股 37.37%。

图表 2：福赛科技股权结构



资料来源：公司公告、华创证券，截至 2023 年 9 月 30 日

公司国内拥有六大生产基地，海外设墨西哥福赛，多地产能实现国内外近地化配套。公司在芜湖、大连、重庆、天津、武汉、佛山国内六个城市建立生产基地，就近配套华东、东北、西南、华北、华中和华南六大汽车产业集群区域，并与日本企业 KOJIN 合资设立了福赛宏仁，拓展新能源汽车零部件业务。此外，公司较早开拓了海外市场，在 2017 年于墨西哥设立生产基地，2022 年已实现营业收入 0.7 亿元，致力于打造全球化产品交付能力和服务响应能力。

图表 3：福赛科技子公司

子公司	所在地	公司定位	成立时间	2022 年		主要直接客户	配套主机厂
				营业收入（亿元）	净利润（亿元）		
母公司	芜湖	生产型	2006 年 10 月	5.52	1.05	马瑞利、新泉、长城	日产、北美大客户、吉利
大连福赛	大连	生产型	2015 年 2 月	1.12	0.16	马瑞利、新泉	日产、奇瑞
天津福赛	天津	生产型	2018 年 1 月	1.63	0.16	长城、瑞延汽饰	长城、现代
天津恒福赛	天津	生产型	2022 年 4 月	-	-0.02	长城、瑞延汽饰	长城、现代
重庆福赛	重庆	生产型	2017 年 5 月	0.72	0.03	北汽韩一、延锋汽饰	福特、现代
武汉福赛	武汉	生产型	2019 年 6 月	0.28	-0.07	马瑞利	日产
广东福赛	佛山	生产型	2020 年 4 月	0.28	-0.01	广州森六、丰田合成	丰田、本田
福赛宏仁	芜湖	生产型	2019 年 6 月	0.11	-0.06	比亚迪	比亚迪
墨西哥福赛	墨西哥	生产型	2017 年 4 月	0.73	-0.09	马瑞利、延峰汽饰、大协西川、新泉等	/
日本福赛	日本	贸易服务型	2015 年 8 月	0.03	0.00	/	/
香港福赛	香港	贸易服务型	2019 年 12 月	0.46	-0.02	/	/
上海福赛	上海	研究开发型	2021 年 10 月	-	-0.01	/	/

资料来源：公司公告、华创证券整理

公司产品以内饰细分零件中的功能件和装饰件为主，单件价格大约 10-40 元，但由于供货品类众多，合计单车价值最高可以达上千元。其中：

功能件：合计单车价值约 300-650 元，是具有一定使用价值且技术含量较高的零部件，通常要满足在一定环境条件下必要的性能和强度，主要包括空调出风口、杯托、储物盒、车门内开把手，在智能电动趋势下，其电子电控的新特性开始有所体现。

1) 空调出风口系统：位于仪表板面部及副仪表板后侧，用于调节空调风量和风向，单车价值约 120-300 元，电动出风口价值量则更高。2022 年公司该产品收入 2.25 亿元/+8%，营收占比 32%/-2.5PP、毛利率 34%/-1.9PP。主要配套东风日产、长城汽车、吉利汽车、比亚迪等。

2) 杯托：位于仪表板中控面板或副仪表板，用于放置水杯，单车价值约 70-150 元。2022 年公司该产品收入 0.72 亿元/+68%，营收占比 10%/+3.2PP、毛利率 25%/-4.7PP。主要配套广汽丰田、吉利汽车、北京现代、东风日产、北美大客户、比亚迪等。

3) 储物盒：位于副仪表板内或车内门板上，用于存放小件物品，单车价值约 30-50 元。2022 年公司该产品收入 0.44 亿元/+20%，营收占比 6%/+0.2PP、毛利率 29%/-3.2PP。主要配套东风日产、广汽丰田、长城汽车、吉利汽车、长安汽车、北京现代、上汽名爵等。

4) **车门内开把手**: 位于车门内侧, 用于控制车门锁, 单车价值约 100-150 元。2022 年公司该产品收入 0.66 亿元/+4%, 营收占比 9%/-1.0PP、毛利率 24%/-4.9PP。主要配套北京现代、长安汽车、北美大客户等。

装饰件合计单车价值约 600-1000 元, 是汽车内部具有装饰性、美观性的各类面板、饰板等零件, 主要包括车门内饰面板、主仪表板内饰面板、副仪表板内饰面板、装饰条及装饰圈, 在智能电动趋势下, 外观精美化的要求也进一步提升。

1) **车门内饰面板**: 位于车门, 起装饰作用, 单车价值约 200-300 元。2022 年公司该产品收入 0.33 亿元/+15%, 营收占比 5%/持平、毛利率 25%/-3.2PP。主要配套长城汽车、奇瑞汽车、广汽丰田、东风日产、北京现代、北美大客户等。

2) **主仪表板内饰面板**: 位于主仪表板上的仪表罩、各类饰板、盖板和面板, 单车价值约 200-300 元。2022 年公司该产品收入 0.64 亿元/+25%, 营收占比 9%/+0.7PP、毛利率 27%/-4.7PP。主要配套东风日产、长城汽车、广汽丰田、长安汽车等。

3) **副仪表板内饰面板**: 位于副仪表板上的各类盖板、端板、饰板, 单车价值约 100-200 元。2022 年公司该产品收入 0.38 亿元/-11%, 营收占比 6%/-1.7PP、毛利率 27%/-0.1PP。主要配套东风日产、北京现代、吉利汽车、福特汽车、长安汽车等。

4) **装饰条及装饰圈**: 位于车内的各类装饰条、导光条、装饰圈, 单车价值约 100-200 元。2022 年公司该产品收入 0.15 亿元/-28%, 营收占比 2%/-1.3PP、毛利率 29%/-1.8PP。主要配套长城汽车、北京现代、长安汽车、新泉股份等。

图表 4: 福赛科技主要产品情况

产品分类	产品种类	产品图示	产品用途	2022 年			ASP (元)
				营业收入 (亿元)	营收占比 (%)	毛利率 (%)	
功能件	空调出风口系统		分布于汽车仪表板面部及副仪表板后侧用于调节空调风量和风向的装置, 以及与之配套的风管	2.25	32%	34%	120-300*
	杯托		分布于汽车仪表板中控面板或副仪表板用于放置水瓶或水杯的部件	0.72	10%	25%	70-150*
	储物盒		主要分布于汽车副仪表板内或车内门板上, 用于存放小件物品	0.44	6%	29%	30-50*
	车门内开把手		安装在车门内侧用以控制车门锁的装置	0.66	9%	24%	100-150*
	其他功能件	/	支架、橡胶垫、密封块、座椅桌板、眼镜盒等, 还包括嵌件产品	0.31	5%	29%	/

装饰件	车门内饰面板		包含门板上饰板、门板中饰板，安装于车门上起装饰作用的各类饰板和面板	0.33	5%	25%	200-300*
	主仪表板内饰面板		安装于主仪表板上的仪表罩、各类饰板、盖板 and 面板	0.64	9%	27%	200-300*
	副仪表板内饰面板		安装于副仪表板上的各类盖板、端板、饰板	0.38	6%	27%	100-200*
	装饰条及装饰圈		安装于车内起美观、装饰作用的各类装饰条、导光条、装饰圈	0.15	2%	29%	100-200*
	其他装饰件	/	BC柱注塑件、雾灯罩、后背门塑料件、车门开关面板、扶手内盖等	0.33	5%	25%	/
其他业务	原材料	/	主要系公司对部分供应商出售的塑料粒子等原料	0.18	3%	2%	/
	模具	/	模具及配套简易检具工装	0.52	8%	50%	/
	其他	/	废料收入、技术服务收入、向部分客户收取的设计费及变更费、房屋租赁收入及收取的水电费等	0.03	0%	25%	/

资料来源：公司公告、华创证券整理；注：*为依据公司产品单价估算的数据

公司客户集中度较高，核心客户为马瑞利、新泉股份、长城汽车等。公司既扮演 Tier 1 角色，也扮演 Tier 2 角色，主要给零部件一级供应商供货，也能直接给整车厂供货。近三年公司对前五大客户的主营业务收入占比合计均超 85%，客户集中度较高，马瑞利、新泉股份、长城汽车、延锋汽饰的前五大客户地位保持稳定，2022 年第一大客户为马瑞利、营收占比 36%，第二大客户为新泉股份、营收占比 26%，第三大客户为长城汽车、营收占比 17%，比亚迪首次成为第五大客户、营收占比 3%。

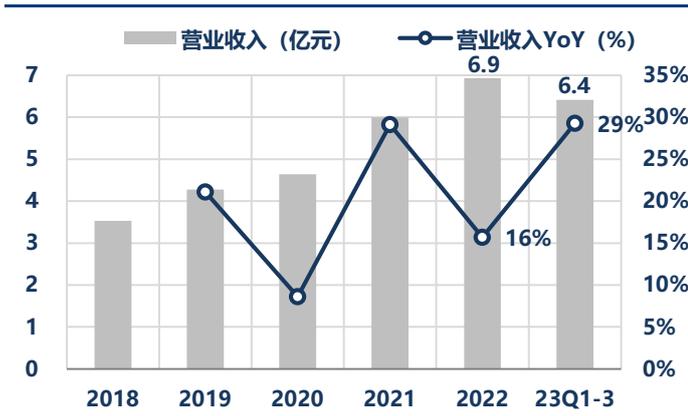
图表 5: 福赛科技近三年前五大客户销售收入及营收占比情况

TOP	2020 年			2021 年			2022 年		
	客户	营收 (亿元)	占比 (%)	客户	营收 (亿元)	占比 (%)	客户	营收 (亿元)	占比 (%)
1	马瑞利	1.66	40%	马瑞利	2.36	44%	马瑞利	2.26	36%
2	新泉股份	0.75	18%	长城汽车	0.95	18%	新泉股份	1.59	26%
3	北汽韩一	0.47	11%	新泉股份	0.90	17%	长城汽车	1.04	17%
4	延锋汽饰	0.38	9%	延锋汽饰	0.27	5%	延锋汽饰	0.32	5%
5	长城汽车	0.36	9%	大协西川	0.21	4%	比亚迪	0.20	3%
	合计	3.61	87%	合计	4.70	88%	合计	5.41	87%

资料来源: 公司公告、华创证券

2018 至 2022 年公司营收稳步增长, CAGR 为 18%, 2023 年增速开始重新上扬。2018-2022 年主要受益于在马瑞利、新泉、长城汽车份额的提升, 公司营收逐年提升, 营收从 3.5 亿元增长至 6.9 亿元、CAGR+18%。2023 年前三季度公司营收同比增长 29%, 达 6.4 亿元, 23Q4 起随墨西哥二工厂、天津恒福赛、芜湖新工厂的逐步投产, 营收规模有望进一步增长。

图表 6: 福赛科技营业收入及增速 (亿元、%)



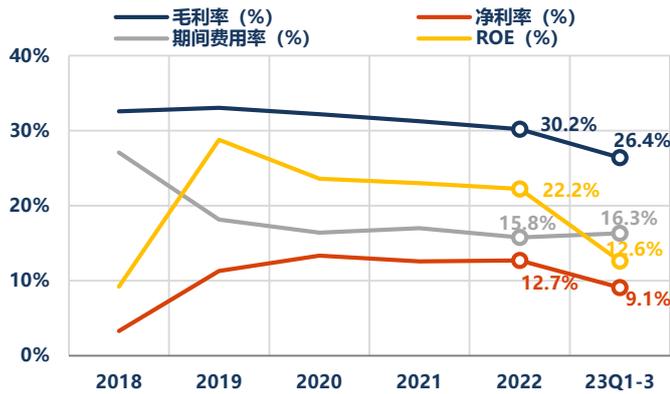
资料来源: Wind、华创证券

图表 7: 福赛科技归母净利润及增速 (亿元、%)



资料来源: Wind、华创证券

2019 至 2022 年公司盈利能力较强且稳定, 但 2023 年受新产能爬坡影响进入短暂调整。2019-2022 年公司毛利率稳定在 30%-33%, 净利率稳定在 11%-13%。即使在全球疫情、缺芯及原材料价格上涨背景下, 公司仍然保持了较为稳定的盈利水平。在汽零行业中, 公司毛利率保持在行业前 30%, 盈利能力较强。2023 年因墨西哥第二工厂、芜湖新工厂和天津恒福赛的投资建设, 毛利率/净利率分别降低至 26.4%/9.1%, 我们认为随后续新项目逐步进入量产周期叠加规模效益逐渐显现, 盈利能力将逐季恢复。

图表 8: 福赛科技盈利能力指标变化 (%)


资料来源: Wind、华创证券

图表 9: 福赛及可比公司毛利率对比 (%)

毛利率 (%)	2018	2019	2020	2021	2022	23H1
唯科科技	38%	37%	36%	34%	33%	32%
肇民科技	38%	39%	36%	34%	31%	31%
岱美股份	29%	30%	26%	25%	23%	28%
福赛科技	33%	33%	32%	31%	30%	27%
香山股份	29%	33%	31%	23%	24%	24%
天龙股份	26%	26%	27%	21%	22%	22%
MEDIAN	26%	26%	25%	22%	20%	21%
常熟汽饰	21%	23%	23%	24%	22%	21%
新泉股份	22%	21%	23%	21%	20%	20%
Rank	27%	25%	24%	20%	20%	28%

资料来源: Wind、华创证券

图表 10: 福赛及可比公司销售费用率对比 (%)

销售费用率 (%)	2018	2019	2020	2021	2022	23H1
香山股份	9.5%	10.8%	6.5%	3.2%	3.4%	3.6%
唯科科技	4.0%	4.2%	2.4%	2.3%	3.1%	3.3%
岱美股份	5.6%	5.9%	1.9%	2.0%	2.0%	2.3%
MEDIAN	4.0%	4.1%	2.5%	2.3%	2.3%	2.2%
新泉股份	4.4%	4.7%	4.5%	4.4%	1.9%	1.9%
肇民科技	2.5%	2.5%	1.7%	1.4%	1.4%	1.7%
福赛科技	4.4%	3.8%	1.2%	1.6%	1.5%	1.2%
天龙股份	4.2%	4.3%	4.2%	1.3%	1.3%	1.1%
常熟汽饰	1.8%	2.0%	1.1%	0.8%	0.8%	0.9%
Rank	58%	48%	16%	30%	31%	23%

资料来源: Wind、华创证券

图表 11: 福赛及可比公司管理费用率对比 (%)

管理费用率 (%)	2018	2019	2020	2021	2022	23H1
唯科科技	20.9%	12.2%	9.1%	8.9%	10.1%	14.5%
福赛科技	15.4%	8.4%	9.0%	9.0%	8.8%	10.1%
肇民科技	8.8%	7.9%	6.1%	7.7%	8.3%	8.6%
天龙股份	8.0%	9.2%	7.8%	6.9%	6.7%	7.2%
香山股份	9.4%	7.1%	8.4%	8.5%	6.7%	6.9%
岱美股份	6.2%	6.5%	7.1%	7.2%	6.6%	6.9%
常熟汽饰	12.5%	11.3%	9.8%	8.9%	6.4%	6.4%
MEDIAN	6.0%	5.9%	5.8%	5.4%	5.5%	5.6%
新泉股份	3.7%	4.4%	4.4%	4.6%	4.5%	4.6%
Rank	96%	80%	84%	88%	84%	89%

资料来源: Wind、华创证券

图表 12: 福赛及可比公司研发费用率对比 (%)

研发费用率 (%)	2018	2019	2020	2021	2022	23H1
福赛科技	5.8%	5.8%	5.9%	5.7%	6.8%	6.8%
唯科科技		4.8%	3.6%	3.8%	6.1%	6.1%
香山股份		4.6%	4.1%	4.8%	6.3%	5.6%
天龙股份		5.0%	4.3%	4.0%	4.4%	4.6%
MEDIAN		4.3%	4.4%	4.4%	4.5%	4.6%
新泉股份		4.5%	4.1%	4.9%	4.4%	4.4%
肇民科技		4.1%	3.4%	4.0%	4.5%	4.4%
常熟汽饰		5.0%	3.0%	3.6%	3.5%	4.1%
岱美股份		3.7%	3.8%	4.4%	4.0%	3.8%
Rank		77%	77%	76%	72%	81%

资料来源: Wind、华创证券

图表 13: 福赛及可比公司财务费用率对比 (%)

财务费用率 (%)	2018	2019	2020	2021	2022	23H1
常熟汽饰	2.3%	4.2%	4.2%	2.3%	1.4%	1.2%
香山股份	0.5%	-0.2%	1.4%	2.0%	1.1%	0.8%
MEDIAN	0.6%	0.7%	0.9%	0.7%	-0.1%	0.0%
肇民科技	0.2%	0.3%	0.2%	0.1%	-0.2%	-0.3%
天龙股份	-0.3%	-0.2%	0.2%	0.2%	-0.3%	-0.3%
岱美股份	-0.8%	-0.1%	1.9%	1.3%	-1.8%	-1.0%
新泉股份	0.6%	1.1%	1.2%	0.6%	0.0%	-1.3%
唯科科技	0.5%	0.1%	0.9%	0.8%	-1.5%	-1.3%
福赛科技	0.9%	0.1%	0.4%	0.5%	-0.3%	-3.6%
Rank	59%	30%	34%	43%	38%	5%

资料来源: Wind、华创证券

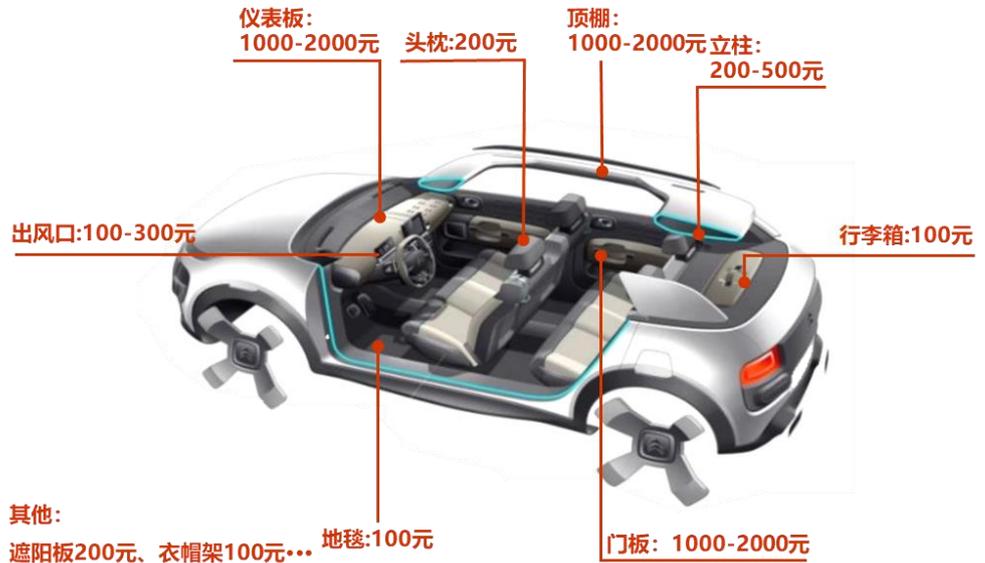
二、行业变化：由分散走向集中

我们估算，当前中国汽车内饰二级零件行业收入规模在 340 亿元左右，随消费升级和电动化、智能化变革，未来还有提升空间。该行业当前竞争格局相对分散，玩家众多且体量较小，尚未诞生市占率较高的头部企业。但往未来看，行业呈现出 1) 研发要求提高，2) Tier 2 有望成为 Tier 1，以及 3) 更加精细化分工的三大新趋势，新趋势有望带动供给格局从分散走向集中，这意味着有较强研发制造能力、直接受主机厂认可、专精于细分领域的内饰零件供应商迎来加速扩张和积淀护城河的好时机，未来有望获取更高份额。

内饰总成：合计 ASP 高达近万元，消费升级和电动化、智能化浪潮下行业规模有提升空间。内饰件涵盖的产品品类多，包括单车价值千元级别的顶棚、门板、主/副仪表板等以及百元级别的头枕、遮阳板、立柱、出风口、地毯等，预计内饰行业（不含座椅）合计单车价值量可以达到 5000 元甚至 10000 元。我们预计 2024 年内饰行业整体规模近 1694 亿元，考虑未来随汽车增换购的消费需求升级和内饰件电动化、智能化带来的价值量提升，内饰行业规模有望提升至 2030 年的 1903 亿元。

内饰零件：约占内饰 ASP 的 20%，行业规模有望从 2024 年 339 亿元增长至 2030 年 381 亿元。内饰细分零件主要包括出风口、门把手、杯托等功能件以及主/副仪表板内饰面板、门板内饰面板等装饰件产品，通常由 Tier 2 供应给 Tier 1，再由 Tier 1 制成仪表盘、门板、中控等内饰件总成产品，也可由 Tier 2 直接供应给主机厂进行组装。假设内饰零件约占所有内饰总成单车价值量的 20%，我们预计 2024 年内饰零件行业规模约 339 亿元，2030 年有望提升至 2030 年的 381 亿元。

图表 14：内饰主要产品 ASP 情况（元）



资料来源：汽车之家、华创证券估计

图表 15：国内内饰行业及其细分内饰零件行业市场空间测算

	2022E	2023E	2024E	2025E	2030E
内饰行业规模（亿元）	1,395	1,587	1,694	1,785	1,903
15 万以下车型	638	697	686	652	583
15-25 万车型	399	457	512	546	663
25-40 万车型	288	344	403	490	567
40 万以上车型	70	88	94	98	91
内饰总成 ASP（元）	6,069	6,197	6,365	6,575	6,797
15 万以下车型	5,000	5,050	5,101	5,152	5,203
15-25 万车型	6,500	6,565	6,631	6,697	6,764
25-40 万车型	8,500	8,670	8,843	9,020	9,201
40 万以上车型	10,000	10,200	10,404	10,612	10,824
乘用车销量（万辆）	2,299	2,560	2,662	2,715	2,800
15 万以下车型	1,276	1,381	1,344	1,265	1,120
15-25 万车型	614	696	772	815	980
25-40 万车型	339	397	455	543	616
40 万以上车型	70	86	91	92	84
销量占比（%）	100%	100%	100%	100%	100%
15 万以下车型	56%	54%	51%	47%	40%
15-25 万车型	27%	27%	29%	30%	35%
25-40 万车型	15%	16%	17%	20%	22%
40 万以上车型	3.0%	3.4%	3.4%	3.4%	3.0%
内饰零件规模（亿元）	279	317	339	357	381
内饰零件 ASP（元）	1,214	1,239	1,273	1,315	1,359

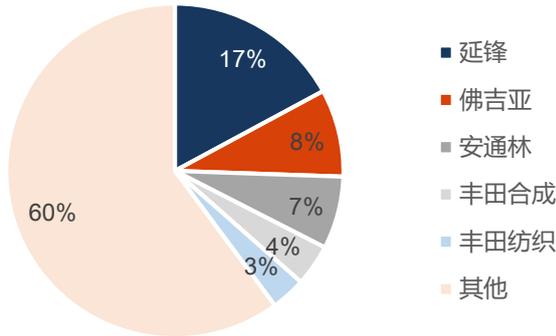
资料来源：中汽协、华创证券测算

注：内饰行业规模、内饰零件规模、ASP 及 2024 年以后乘用车销量为估算数据

内外饰总成行业格局相对集中，并非像市场所想的那样分散且壁垒极低。从单纯的供应商格局来看，2022 年内外饰件市场（不含座椅及车灯）CR 5 仅为 40%，而 2021 年车灯/座椅行业 CR 5 分别 65%/78%、发电机行业 CR 5 为 80%，因此大家可能会认为相比其他零部件行业，内外饰行业竞争格局较分散、壁垒较低。但其实内外饰总成行业并不分散，40%的 CR 5 是把行业中各个子行业合并为同一个大行业的计算结果，如果各个子行业分开来看，每个细分行业的集中度较高，竞争壁垒并不低，例如，岱美股份在 2022 年遮阳板产品的全球市占率达 46%，延锋内饰在 2017 年仪表盘/方向盘/保险杠市占率分别达 31%/24%/25%，排名国内狭义乘用车仪表盘/方向盘/保险杠市场第一。

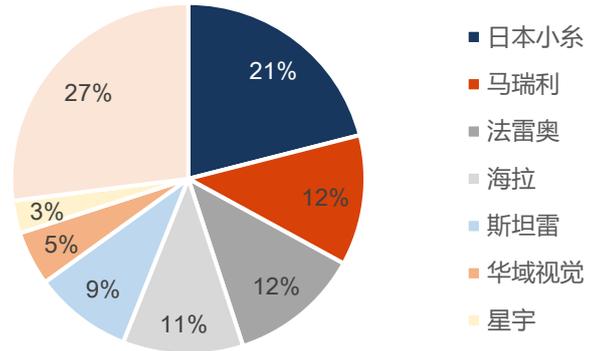
单一产品角度，内外饰尤其内饰件的集中度相对较高，主要在于一款车型即有一款内饰总成，因此要求供应商在早期介入与主机厂的同步开发，这无疑会提高内饰件行业对供应商研发、销售服务的能力要求。

图表 16: 2022 年全球乘用车内外饰件市场格局



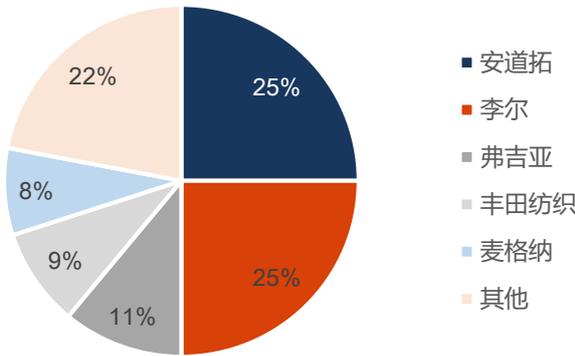
资料来源: 华经产业研究院、华创证券

图表 17: 2021 年全球车灯市场格局



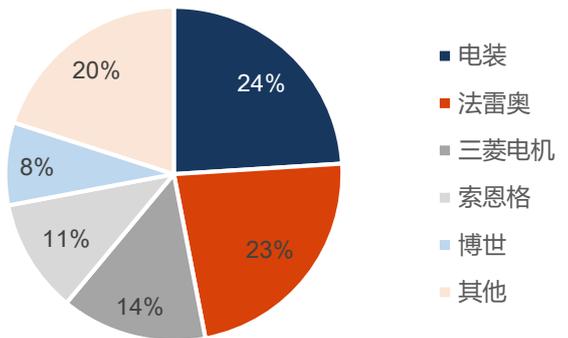
资料来源: 盖世汽车研究院《汽车车灯产业报告(2022版)》、华创证券

图表 18: 2021 年全球座椅总成市场格局



资料来源: Marklines、华创证券

图表 19: 2022 年全球汽车发电机市场格局



资料来源: Marklines、华创证券

但是，目前内饰二级零件行业市场格局却相对分散。内饰总成供应商（多为 Tier 1）主要做一些总成类的模块化产品，而内饰零件供应商（多为 Tier 2）主要做出风口、门把手、面板等专业化零件产品，供给内饰总成商。由于各家 Tier 1 通常都有自己稳定合作的几家 Tier 2，且内饰零件行业的产品集成度、制造环节数和难度，以及进入壁垒比内饰总成行业低，零件厂商的数量则更多，因此内饰零件的市场格局更为分散，行业头部玩家市占率仅为个位数。

图表 20: 不同层级内饰供应厂商特点

供应商层次	主要产品	代表公司	公司特点
一级供应商	模块化产品，包括仪表板总成、车门总成等	马瑞利、新泉股份、延锋汽饰等	行业集中度最高，企业数量较少
二级供应商	专业化产品，包括空调出风口、车门把手等	福赛科技、天龙股份、肇民科技等	行业集中度适中，企业数量中等
三级供应商	简单组件，包括叶片、壳体组件、支架等	德埃普、高晟通等	行业集中度较低，企业数量多，可替代性强

资料来源: 公司公告、华创证券

展望未来，在国内智能电动+自主份额提升的大趋势下，内饰零件行业竞争开始体现出以下三大新趋势：

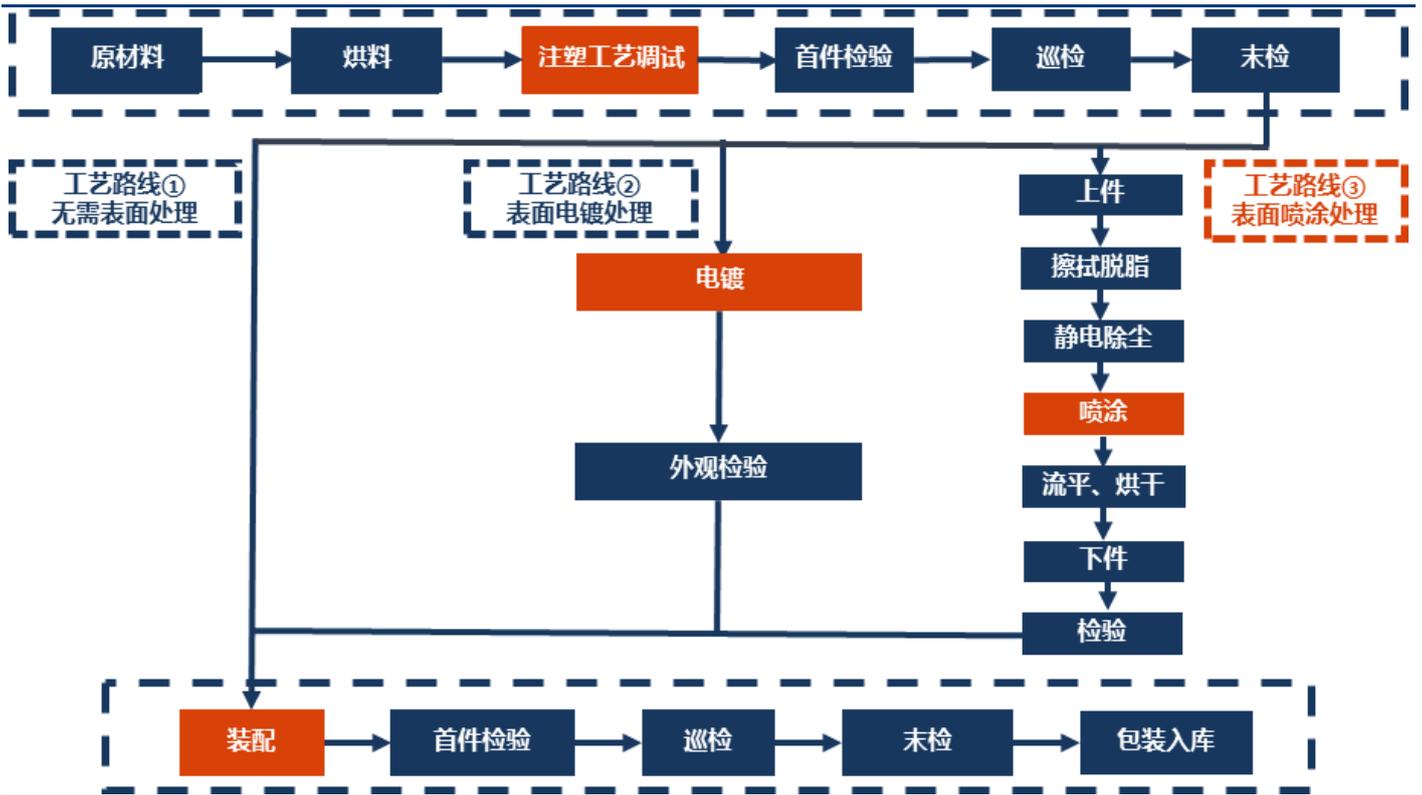
1) **产品研发要求提高，有较强研发制造能力基础的企业有望获取更多份额。**传统内饰零件核心工艺流程只需注塑、电镀、装配环节，随着产品的升级，需要在基础工艺之上增加表面喷涂处理、表面包覆处理等技术难度更大的非标工艺，工序链更为复杂，对生产线和涂装线的要求更高，产品附加值、毛利率也相对更高。但此类产品毛利率受工艺识别、产品合格率影响较大，缺乏技术积累经验的供应商难以实现大批量高良率生产。

同时，随着汽车智能化、电动化发展，电动/隐藏式出风口、隐藏式门把手、应用于门板/仪表板/顶棚的智能表面等更高级的产品和技术正在不断升级和革新，未来内饰零件行业竞争要素中研发要素的权重将进一步提升。因此，研发制造能力较弱的企业将在竞争中逐步被淘汰，研发制造能力较强的企业有望获取更多份额。

2) **商业模式变化，Tier 2 迎来成为主机厂 Tier 1 的机遇，行业供应商数量有望下降、头部市占有望提升。**对于功能件，主机厂以往在 Tier 2 的选择中通常会把选择权交给 Tier 1 或者以性价比为先，但随着产品功能与外观要求的升级和主机厂更加复杂的产品定制化需求，主机厂开始指定某些优质 Tier 2 给 Tier 1 供货或者直接选择和 Tier 2 合作，以此精益供应链管理能力和更好地把控各零件成本。对于装饰件，部分产品需要主机厂最后进行装车，也有由 Tier 2 给主机厂直供的趋势。因此，未来 Tier 2 与主机厂的关系将更加密切，这对内饰零件供应商来说，有先发优势、供货质量受到主机厂认可的企业有望迎来市占率提升的机会。

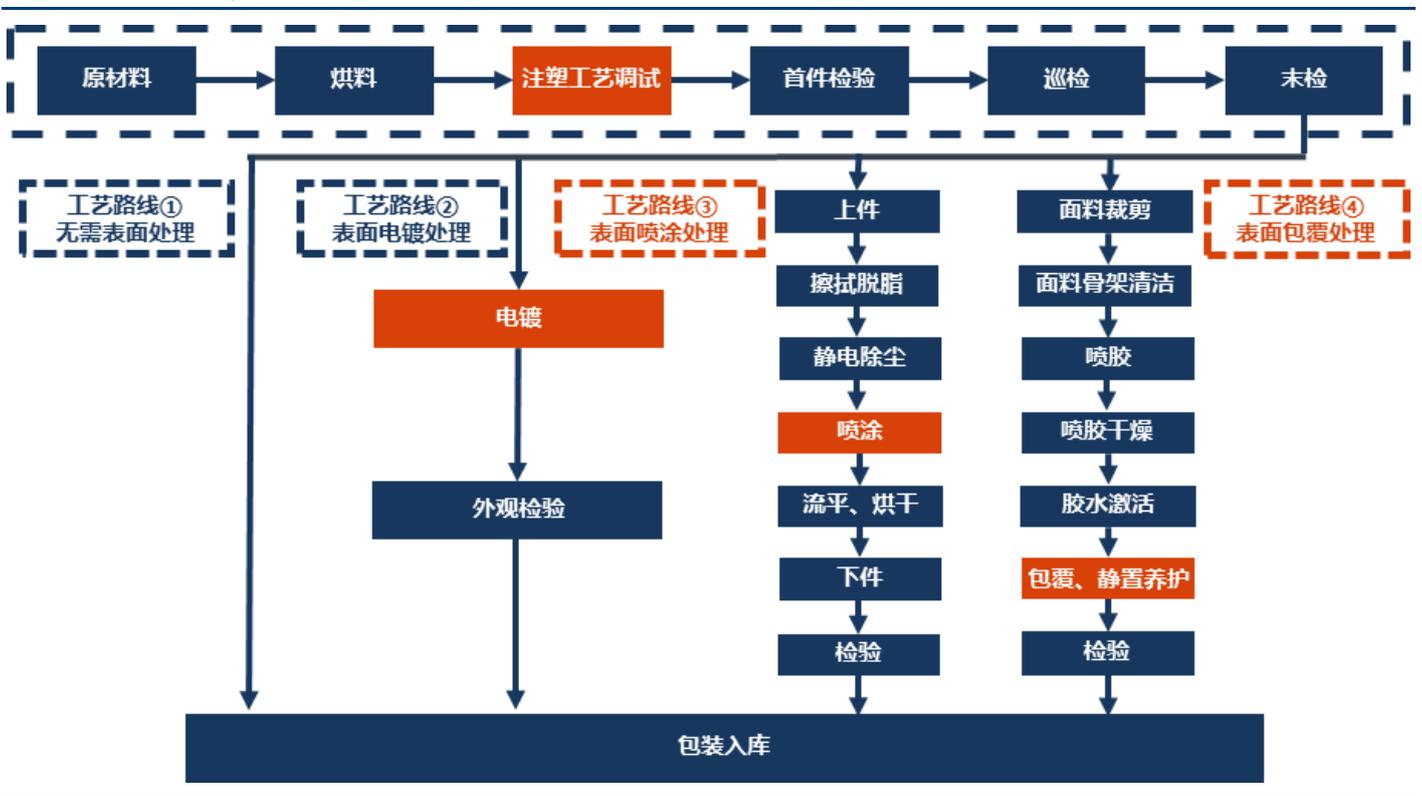
3) **当前总成厂商涉足零件概率较小，是优秀 Tier 2 企业加速扩张和积淀的好时机。**内饰供应商目前处于精细化分工阶段，从 Tier 1 往内饰 Tier 2 零件产品拓展需要投入新的研发团队和产线，因此更大体量 Tier 1 如马瑞利、延锋、新泉、常熟等，当前更倾向于将精力和资源集中于生产价值量更高的内饰件总成产品，或者往外饰总成领域开拓。一些 Tier 1 企业在尝试往上游 Tier 2 行业拓展之后都暂缓了计划，均胜电子也将内饰功能件业务出售给香山股份。这意味着当下是 Tier 2 供应商加速扩张规模和积淀护城河的最好时机，未来专精细分领域的优质企业竞争优势将愈加突出。

图表 21: 公司功能件(不含风管)主要生产工艺流程 (工艺路线 3 较路线 12 更复杂)



资料来源: 公司公告、华创证券

图表 22: 公司装饰件主要生产工艺流程 (工艺路线 34 较路线 12 更复杂)



资料来源: 公司公告、华创证券

图表 23: 智能表面的应用



资料来源: 延锋官网

图表 24: 蔚来 ET7 隐藏式出风口与氛围灯结合



资料来源: 蔚来官网

三、成长看点

我们认为福赛是内饰零件行业中具备成长潜力的重要公司，主要原因包括：1）在行业由分散走向集中的过程中，福赛具有区别于其他竞争者的突出核心优势（研发、精益生产管理、产能布局），有望抓住机会成为国内市占更高的内饰零件供应商。2）公司重视出海，布局早且2023年进一步加速海外产能建设，有望进一步加深与北美大客户、日系客户关系，带动海外收入增长。3）嵌件新品类的开拓有望为公司中长期发展增加新动能。

（一）国内：有望成为国内市占率更高的内饰零件供应商

前文提到，内饰零件行业的研发要求、商业模式和供应商分工在发生变化，这对供应商的能力提出了新的要求。福赛1）通过持续的高研发投入，积累了全品类的核心工艺和行业领先的技术储备，能有效满足行业逐步提高的研发要求。2）同时公司在与日系的长期合作中培育了高效的自动化生产和精益管理能力，并3）拓宽产能布局，为公司在竞争中带来区别于其他同行的成本优势和多地就近配套优势。因此我们认为福赛不仅可以从Tier 2成为和主机厂关系更密切的Tier 1，还能抓住时机加固护城河，有望在行业由分散到集中的过程中获取更多份额，在竞争中胜出。

竞争力 1：专精内饰零件细分领域，坚持高研发投入丰富技术储备。福赛是国内目前少数的主营业务专精内饰零件的上市汽车零部件公司，专精该细分领域近二十年，研发投入均高于可比公司，在汽零行业中研发费率保持行业前30%。公司高度重视国内外人才培养，成立有海外设计研发团队，并细分日系产品和欧美系产品专业开发团队，保障海外同步研发沟通顺畅高效，及时开发制造高性能、高品质的汽车内饰零件产品，积累了丰富的研发经验。

图表 25：福赛及可比公司研发费用率对比（%）

研发费用率（%）	2019年	2020年	2021年	2022年	2023H1
福赛科技	5.8%	5.8%	5.9%	5.7%	6.8%
唯科科技	4.8%	3.6%	3.8%	6.1%	6.1%
香山股份	4.6%	4.1%	4.8%	6.3%	5.6%
天龙股份	5.0%	4.3%	4.0%	4.4%	4.6%
MEDIAN	4.3%	4.4%	4.4%	4.5%	4.6%
新泉股份	4.5%	4.1%	4.9%	4.4%	4.4%
肇民科技	4.1%	3.4%	4.0%	4.5%	4.4%
常熟汽饰	5.0%	3.0%	3.6%	3.5%	4.1%
岱美股份	3.7%	3.8%	4.4%	4.0%	3.8%
Rank	27%	25%	26%	31%	22%

资料来源：Wind、华创证券

工艺品类全面，且持续进行新工艺、新产品的迭代与开发，夯实自身竞争力。区别于其它同行掌握单一或较少的工艺类别，公司经过多年积累，从“加工型供应商”逐渐成长为“全球设计型供应商”，由附加值较低的“来图加工”逐渐转变为“设计、开发、生产”一体化能力全面具备，同时不断推进新工艺、新产品的迭代和开发，完成了内饰零件的几乎全品类工艺积累和精进，例如：

（1）注塑工艺优化：消除产品注塑后的飞边问题，产品单位人工使用量由2人/件减少至0.5人/件；采用二次注塑，降低产品喷漆后开裂风险，产品合格率由97%提升至99.95%。

(2) 喷涂工艺优化：分级管理、逐级优化喷涂区域环境，喷涂产品一次合格率由 55% 提升至 86%，最终合格率提升至 97%；改良喷涂高光漆模具涂装，产品合格率从 90% 提升至 97%。

(3) 包覆工艺优化：提升包覆工艺中表皮喷胶效率，皮革材料喷胶的单位时间产量从约 72.6 件/小时提升至约 86.2 件/小时，单位产品胶水使用量从约 4.4 克/件降低至约 3.2 克/件。

(4) 新产品开发：公司电动出风口、隐藏式出风口等产品已开始在新项目中应用，透光饰板/表皮处于工程样件验证阶段。

公司核心技术相比行业在产品力、生产效率、良率、成本等方面都具有优势。通过长期自主研发和持续创新，公司积累了丰富的核心技术，相较于行业：

(1) 出风口装配工装的人工工时可降低 80%、工装开发制作周期可降低约 56%、工装费用降低约 35%，外观合格率提升至 85%-90%；

(2) 扶手导轨重量可减轻 45%，门把手工装开发制作周期可降低约 50%、工装费用可降低 20%-40%；

(3) 杯托操作力更小、舒适性更强，既能同时满足储物空间，还能实现放置水杯形状和高度的自由调节；

(4) 借助自主开发的自动化注塑设备，实现注塑后产品自动化完成后处理工序，且设备的通用性更强、利用率更高。

图表 26：福赛科技 VS 行业出风口相关核心技术情况对比

出风口	按钮厚度5mm能满足	150N滥用力要求	VS	100N滥用力要求
	叶片自封闭泄露量	在500Pa通风压力下小于120L/min	VS	在250Pa通风压力下100L/min
	单件涂油量误差	在0.1克以内	VS	基本不严格管控
	出风口操作力一致性	±0.5N，正在研究±0.2N	VS	±1.5N
	装配工装	共用一个，降低80%人工工时、90%工装占地面积	VS	专用工装，一套工装/产品3-4个工位
	工装开发制作周期	20天	VS	45天
	工装费用	4-5万元	VS	6-8万元
	工装开发周期	降低30%	VS	不降低
	外观合格率	85%-90%	VS	65%-75%
		降低产品变更风险，减小遮蔽工装开发调整的范围	VS	遮蔽不良、模具修改风险
	制定了遮蔽线槽的宽/深度、过渡区域等技术规范	VS	通常使用产品实物进行罩具开发	

资料来源：公司公告、华创证券

图表 27: 福赛科技 VS 行业杯托相关核心技术情况对比

杯托	卷帘和轨道	软接触	VS	硬接触
	噪音	降低50%	VS	较大
	操作力	小于±1N	VS	小于±2.5N, 舒适性差
	放置不同尺寸和不同形状的水杯或者饮料盒	适用	VS	不适用
	杯托高度	从30%到100%可自由扩展	VS	对空间调整范围限制较多
	升降模块	自主生产	VS	进口零部件
		杯托和储物空间同时满足	VS	杯托无法与储物功能共存

资料来源: 公司公告、华创证券

图表 28: 福赛科技 VS 行业门把手相关核心技术情况对比

门把手	装配工装	共用一个, 降低60%人工工时、70%工装存放面积	VS	专用工装, 一个产品一套工装
	工装开发制作周期	15天	VS	30天
	工装费用	3-4万元	VS	5万元

资料来源: 公司公告、华创证券

图表 29: 福赛科技 VS 行业扶手导轨相关核心技术情况对比

扶手导轨	导轨采用	PP+30%LGF长玻纤增强聚丙烯材料, 摩擦片及阻尼块采用POM材料	VS	金属
	重量	轻量化, 重量减轻45%, 可满足导轨强度滥用力500N要求, 耐久10000次无产品失效	VS	较重

资料来源: 公司公告、华创证券

图表 30: 福赛科技 VS 行业注塑相关核心技术情况对比

注塑	注塑无人化	注塑后的产品自动完成后处理工序	VS	自动取件后以人工方式完成后处理工序
	设备	自主开发的自动化设备可满足90吨-470吨的注塑机使用, 适用多款产品自动化生产	VS	专用定制机台
	设备通用性	较强, 利用率高	VS	较差, 成本高

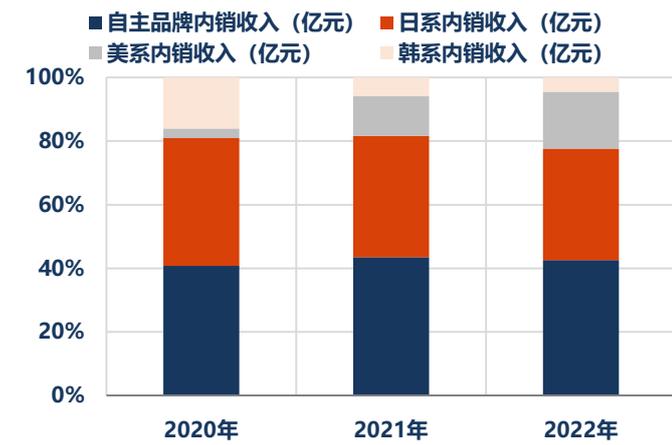
资料来源: 公司公告、华创证券

竞争力 2：长期日系供应经验练就了公司的高效自动化生产和精益管理能力。公司是日产供应商体系内为数不多（数量占比不高于 15%）获得较高等级 B 级认证的企业，2013 年开始合作马瑞利，二供日产等日系车企，2020 至 2022 年公司日系客户销售收入占公司总营收的 35%-40%。日系车企供应链体系以精益生产闻名，通常会和供应商共同创新突破，对质量、技术、管理等问题挖掘更优化的解决方案，以此培养供应商的能力，保证产品质量。

公司在与日系的合作中培育了高效的自动化生产和精益管理能力，具体体现在：

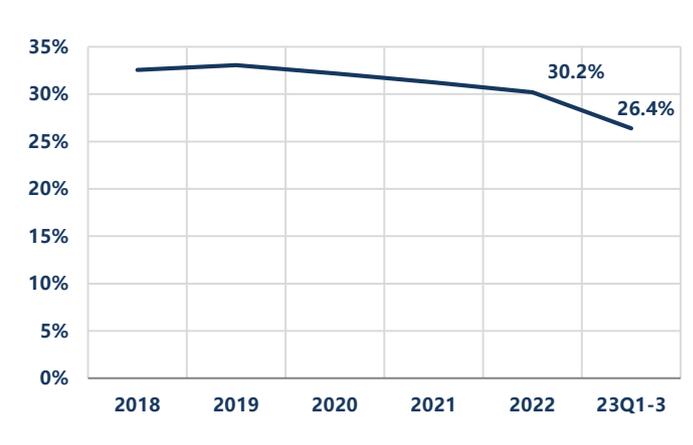
- （1）注塑机全部配置机械手，实现自动上料、自动分剪、自动装箱等先进的注塑工艺；
- （2）表面喷涂工艺采用 ABB 立式机器人喷涂，稳定保持出色的涂装质量并防止过喷，减少原料耗用和浪费；
- （3）产品组装采用全系自动工装生产，提高了装配效率和装配质量，使产品质量稳定。因此，公司在保证产品质量的同时，可以提高生产效率，降低制造成本，2019 至 2022 年在疫情、缺芯、原材料价格上涨等不利背景之下，毛利率仍然保持了 30% 以上的较高水平，成本控制能力优异。

图表 31：福赛科技配套各品牌内销收入（亿元）



资料来源：Wind、华创证券

图表 32：福赛科技毛利率变化情况（%）



资料来源：Wind、华创证券

竞争力 3：国内产能布局广泛保障就近配套优势，把握扩张关键时机加速成长步伐。内饰零件中有一部分体积较大，和总成件一样，不适合长距离运输，因此产能就近布局在斩获车企项目上的决定权重也相对较大。

公司当前在国内拥有芜湖、大连、重庆、天津、武汉、佛山六大生产基地，产能布局较广泛，能够就近配套华东、东北、西南、华北、华中和华南六大汽车产业集群区域。同时，公司在芜湖分两期实施年产 400 万套汽车功能件项目，预计一期建成后将形成年产 300 万套汽车功能件的生产能力，二期也已于 2023 年 10 月开始筹划建设。公司还计划在武汉福赛新增涂装生产线、包覆生产线，在广东福赛新增嵌件生产线及吹塑生产线并筹划出风口生产基地。

公司在行业由分散走向集中时把握当下破局的关键时机，积极进行产能扩张，加固与全国主要客户同步开发和快速服务的护城河，未来有望加速实现规模扩张和产品品类与客户的拓展。

图表 33: 福赛募集资金及超募资金使用计划 (截至 2023 年 12 月 31 日)

序号	项目名称	投资总额 (亿元)	建设内容
1	年产 400 万套汽车功能件项目 (一期)	3.56	工厂的建设及装修、工厂配套工程设施, 并购置生产设备、环保设备等配套设备, 建成后 will 形成年产 300 万套汽车功能件的生产能力
2	年产 400 万套汽车功能件项目 (二期)	1.5	拟在芜湖新建工厂
3	墨西哥福赛汽车内饰件建设项目	约 3.05	在墨西哥购置土地, 新建规模化的生产用房及相关配套设施, 建成自有的汽车内饰件生产基地, 同时购置并组建先进的注塑、涂装、包覆等生产线, 生产各类满足客户需求的汽车内饰件产品。

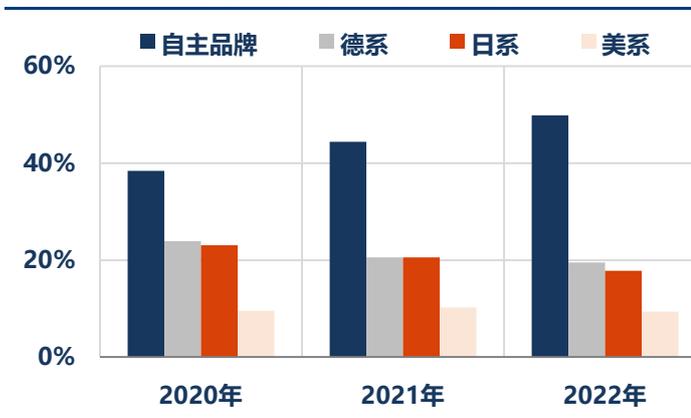
资料来源: 公司公告, 华创证券整理

当前进展: 积极开拓自主、新能源客户, 2022 年新能源占比提升至 28%。自主车企依托良好的供应链环境与智能化、电动化优势, 逐步抢占德、日、韩系份额, 市占率提升至 2022 年的 50%。2023 年吉利/奇瑞/比亚迪/理想销量分别 170/178/300/38 万辆、同比分别 +18%/55%/61%/182%, 我们预计 2024 年吉利/奇瑞/比亚迪/理想销量将继续高增, 实现 205/240/350/55 万辆、同比+21%/+34%/+16%/+52%。自主、新能源市场是供应商抢夺份额的主战场, 福赛也在积极接洽, 已经与比亚迪、长城、吉利、奇瑞、长安等车企建立合作, 新能源产品占比从 2020 年 10% 提升至 2022 年 28%, 销售收入达 1.8 亿元。

经营展望: 二供份额随新泉同步提升叠加逐步开拓一供项目, 预计 2024 年公司自主、新能源客户收入有望增长至 5.7 亿元, 国内收入有望增长至 10.5 亿元。未来公司将继续提升自主、新能源客户份额, 扩大国内市占率: 一方面福赛二供份额有望随着第二大客户新泉在奇瑞和吉利份额的提升而提升; 另一方面一供项目也有开拓可能性, 2022 年比亚迪跃居公司第五大客户且以一供为主, 2023 年 3 月, 公司已取得北美大客户全球一级供应商资质, 随着配套关系的深入, 福赛有望获取更多一供项目, 另外, 奇瑞、蔚来和福赛总部同处安徽汽车产业集群, 就近配套优势明显, 在降本和高效响应速度要求下, 也存在潜在一供机遇。我们预计 2024 年公司自主、新能源客户收入有望增长至 5.7 亿元 (不考虑北美大客户), 带动国内收入增长至 10.5 亿元。

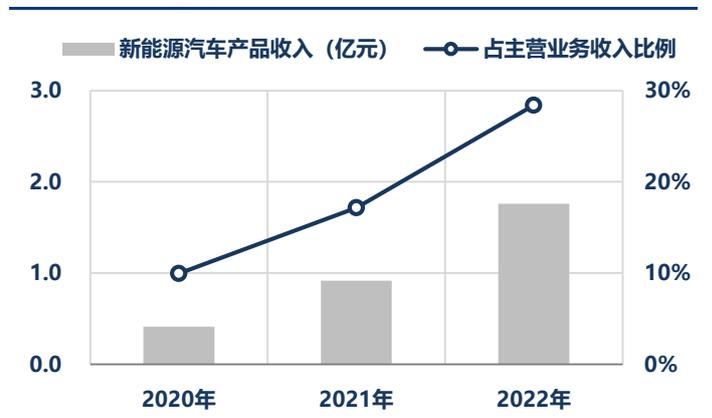
福赛有望成为国内市占率更高的内饰零件供应商。2021 年公司出风口全球市占率 2.77%, 我们据此测算得到公司出风口的国内市占率约为 7.3%, 在行业中处于较领先地位。假设远期公司在内饰零件各个品类的竞争力逐渐成长到与出风口类似, 2030 年在功能件和装饰件都做到 10% 的市占率, 那么公司规模可以增长至 38 亿元。

图表 34: 各品牌乘用车的国内市场占有率 (%)



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 35: 福赛新能源收入及占比 (亿元、%)



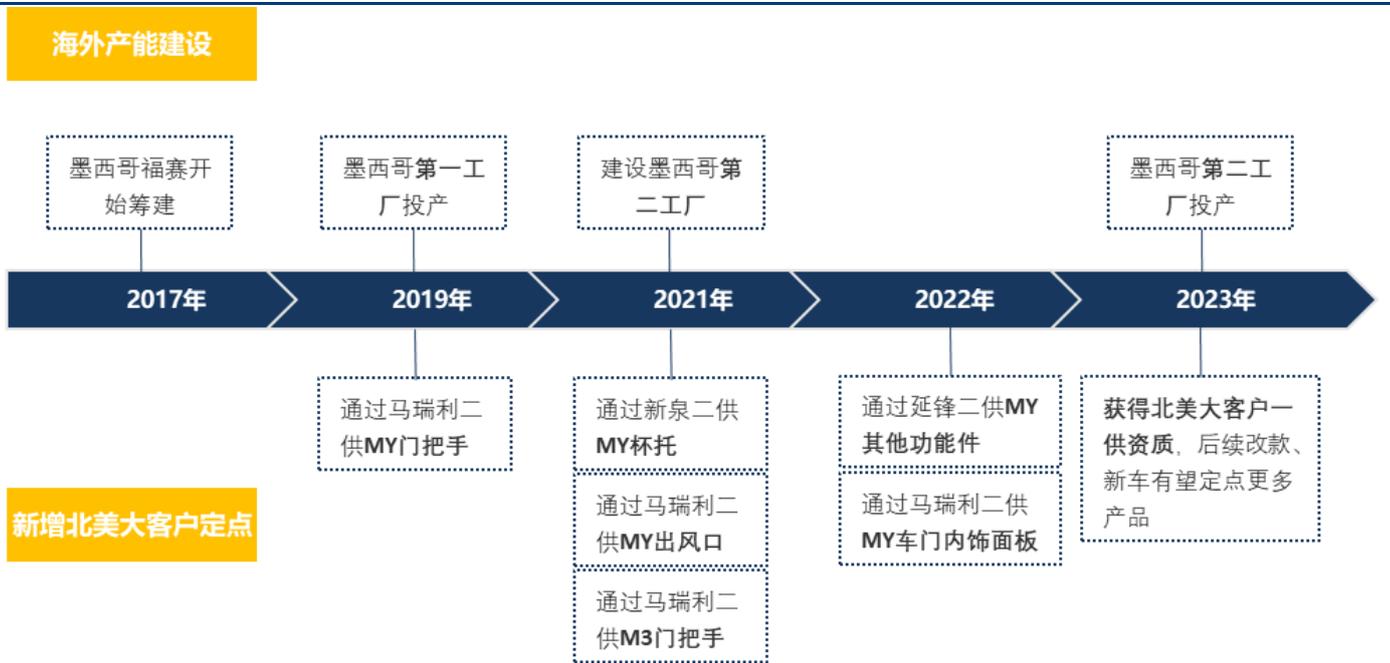
资料来源: 公司公告, 华创证券

（二）海外：全球化稳步推进，2024 年海外收入有望快速增长

除了国内份额的增长，公司对海外市场也非常看重，2017 年即开始布局海外，2022 年海外营收增长至 0.62 亿元，2023 年海外产能布局加速。预计未来随新客户和新项目的开拓，公司海外收入也有望快速增长。

较早切入北美市场，定点陆续落地。为积极拓展海外市场，公司早在 2017 年成立了子公司墨西哥福赛，负责近地化配套北美客户，2019 年 4 月墨西哥第一工厂正式投产，2021 年墨西哥福赛产能利用率上升至 84%、开始第二工厂的建设，2023 年第二工厂逐步启用，海外生产基地不断完善。2019 年福赛依托马瑞利进入北美大客户供应体系，在优秀产品力、稳定供货能力和性价比优势加持下公司逐渐受到认可，定点项目、产品及工艺不断丰富，2022 年公司实现了 MY 系列门把手、杯托、出风口、车门内饰面板及 M3 系列门把手等多类产品稳定供货。

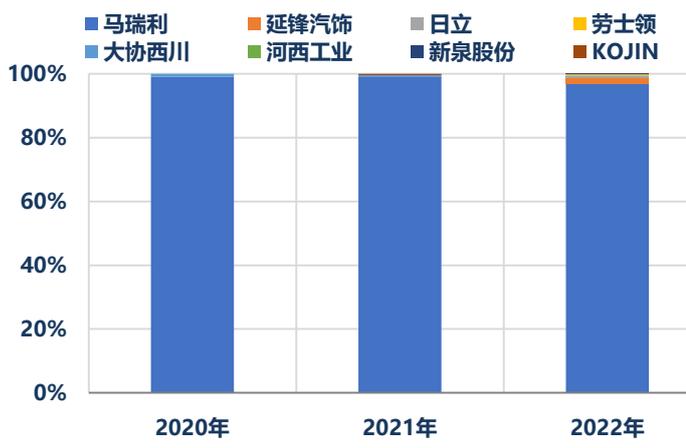
图表 36：墨西哥福赛发展历史



资料来源：公司公告、华创证券整理

客户逐渐多样化，海外收入快速增长。墨西哥福赛已与北美大客户、北美新泉、北美马瑞利、墨西哥马瑞利、墨西哥劳士领等头部新能源主机厂和知名汽车零部件厂商建立了合作关系。随着海外客户的逐步开拓和海外项目定点陆续落地，墨西哥福赛产销规模稳步上升，带动公司海外营收从 2019 年的 0.03 亿元快速增长至 2021 年的 0.57 亿元，CAGR 达 339%，2022 年由于墨西哥第一工厂产能基本饱和，第二工厂仍在建设中，海外营收微增至 0.62 亿元、同比+7.8%。

图表 37: 福赛外销收入中各客户贡献 (万元、%)



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 38: 福赛国内外收入及同比增速 (亿元、%)



资料来源: 公司公告, 华创证券

2023年海外产能布局加速, 预计规划新产能达产后将每年新增6亿收入。海外布局方面, 由图表 33 可见, 2023 年 11 月, 墨西哥福赛拟以不超过 3.05 亿元建设墨西哥福赛汽车内饰件建设项目, 进一步提升海外内饰件的生产能力和产能规模, 且墨西哥福赛也计划筹建涂装生产线, 能够生产更多品类的内饰零件产品。公司沉淀了扎实的海外生产经营经验, 2023 年海外产能的加速布局意味着公司将全力开拓国际市场, 提升全球市场份额, 假设投入产出比为 2, 预计达产后将每年新增 6 亿收入规模。

预计 2024 年北美大客户与日产海外份额加速提升, 带动海外收入增长至 2.2 亿元。

(1) 北美大客户: 公司给北美大客户海外的配套从境内发运销售为主, 逐渐转移到北美近地化生产, 随墨西哥福赛海外生产能力提升后, 公司在就近配套、多工艺品类及性价比优势综合因素加持下, 有望在后续项目中定点更多产品。

(2) 日系: 日系客户也是墨西哥福赛的重要收入来源, 2022 年国内日系客户收入已达 1.3 亿元, 但海外日系收入尚不足 0.6 亿元, 2023 年日产国内/海外轻型车销量分别 66/211 万辆, 且相比国内日产的下行, 海外日产销量同比+20%、呈复苏态势, 海外日系份额仍有较大开拓空间。截至 2022 年 12 月 31 日, 公司与多个日系客户接洽、报价或定点, 项目有望在 2024 年开始实现批量供货。

假设北美大客户 2024 年贡献 0.13 亿元增量, 海外日产贡献 1.25 亿元增量, 我们预计 2024 年公司海外收入有望增长至 2.2 亿元。

远期公司将从北美市场出发寻找其他国际市场机会, 进一步推进全球化战略。未来公司在开拓北美市场业务后, 也会积极探索在日本、欧洲、印度、东南亚等国际市场的业务机会, 开拓客户资源, 加深全球化合作。公司已获得英国马瑞利的包覆产品项目, 有望在未来 2 年内实现规模化量产, 可为公司贡献超 0.6 亿元/年的收入。

(三) 品类开拓: 嵌件有望打开新空间

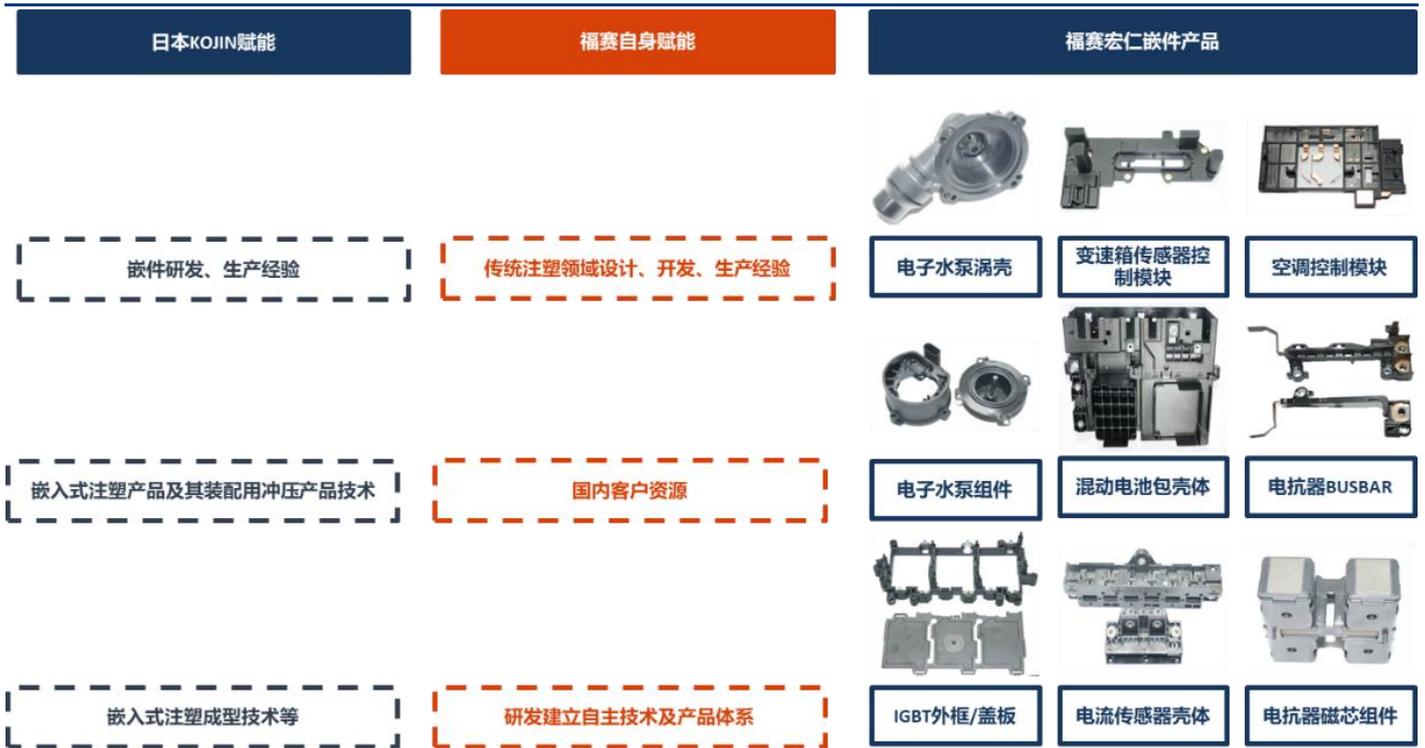
新能源汽车高压化催生嵌塑件需求, 2025 年国内汽车电子嵌塑件市场规模超 2000 亿元。新能源汽车电气系统呈现高电压、高电流的特点, 嵌塑件通过将金属导体注塑镶嵌到塑料内, 关键金属部件相互绝缘, 降低了高压系统受损、绝缘性降低、高路短路、电池起火等隐患, 具有密封性好、轻量化、效率高、经济性好的优势, 目前已应用于“大三电”和“小三电”领域。行业随新能源渗透和整车高压化有望迎来量价齐升, 据兴瑞科技测

算,预计2025年国内汽车电子嵌塑件市场规模约2158亿元,2021-2025年CAGR达28%。

公司与 KOJIN 合资设立福赛宏仁, 主营新能源汽车嵌件业务。2019年6月,福赛与日本嵌件专业公司 KOJIN 合资设立子公司福赛宏仁,分别持股55%/45%,共同开发汽车嵌件市场。KOJIN 具备多年嵌件研发和生产经验,可提供嵌入式注塑产品及其装配用冲压技术、产品设计、嵌入式注塑成型技术等支持。福赛自身也具有多年在汽车内饰件注塑领域设计、开发、生产的经验,以及良好的客户基础和供应链体系,通过福赛宏仁开拓新产品,能够实现工艺能力的延伸,构建更加丰富的产品体系。

持续推进嵌件产品研发及量产验证, 预计2023-2025年在手订单CAGR达123%。公司嵌件产品包括电子水泵涡壳、变速箱传感器控制模块、空调控制模块、电子水泵组件、混动电池包壳体、电抗器 BUSBAR、IGBT 外框/盖板、电流传感器壳体和电抗器磁芯组件,可广泛应用于发动机管理系统、电池管理系统、车身电子系统等需运用传感器、连接器的零部件和组件。公司目前研发的可应用于新能源汽车和5G 基站的电流传感器组件、新能源汽车 IGBT 控制模块组件以及冷却系统水泵嵌件已达量产阶段,电池包外壳、变速箱电控模块组件等产品也达小批量量产阶段,同时计划在广东福赛新增嵌件生产线。截止2022年末,福赛宏仁2023-2025年预计在手订单分别0.34亿、0.87亿、1.69亿元,CAGR达123%,嵌件新品类的开拓有望为公司中长期发展赋能。

图表 39: 福赛宏仁嵌件产品种类及 KOJIN 与福赛赋能情况



资料来源: 公司公告、公司官网、华创证券整理

四、盈利预测与估值

公司 2020 至 2022 年营收从 4.6 亿增长至 6.9 亿、CAGR 22%，规模稳步扩张，我们认为公司不断开拓客户和丰富产品线，并逐步建设配套生产基地，随着在手项目的快速落地，公司有望延续增长，预计公司 2023-2025 年营业收入 9.2 亿、13.7 亿、19.2 亿元，对应增速 +33%、+48%、+40%。分业务看：

- 1) **功能件**：预计 2023-2025 年营业收入分别 5.9 亿、7.6 亿、11.3 亿元，对应增速+34%、+30%、+49%，占主营业务收入比例分别 70%、60%、63%。
- 2) **装饰件**：预计 2023-2025 年营业收入分别 2.5 亿、5.1 亿、6.8 亿元，对应增速+34%、+107%、+33%，占主营业务收入比例分别 30%、40%、37%。

按计划产能看公司增长，在投项目全部达产将新增 14 亿左右产值。由于汽车零部件公司对新投产产能建设相对谨慎，项目从定点到实际量产的时间大多也在 10 个月以上，因此公司通常在拿到项目，按照预期订单计算未来销售额增长情况之后，再以此为基础规划新工厂产能。公司芜湖一、二期工厂，墨西哥工厂投资额总计约 8.1 亿元，假设投资中 50% 转化为固定资产，以 2022 年固定资产原值周转率 3.5 计算，公司将新增 14 亿左右产值。

归母净利：预计 2024-2025 年增速在+60%、+69%。尽管 2023 年盈利能力短暂承压，但 2024 年起随着新工厂投产、新项目进入量产周期、叠加降本增效措施推进，公司业绩有望步入快速发展通道，预计 2023-2025 年归母净利 0.8 亿、1.3 亿、2.3 亿元，同比-7%、+60%、+69%。具体各项：

- 1) **毛利率**：2023 年 Q1-3 因墨西哥第二工厂、天津工厂、芜湖新工厂的投资建设，毛利率下滑至 26.4%、同比-4.1PP，我们预计 2023 年全年毛利率 26.7%、同比-3.5PP，2024 年起随新工厂产能爬坡及新项目放量，毛利率有望恢复，预计 2023-2025 年毛利率 26.7%、27.3%、27.8%。
- 2) **费用率**：2023 年新工厂的建设需要更多的管理人员，同时新项目的增加也带来了更高的前置研发费用，但由于 2023 年 Q1-3 汇兑有较多正向贡献，2023 年财务费率预计为-0.8%，最终预计 2023-2025 年期间费用率 16.7%、15.8%、14.2%。
- 3) **归母净利率**：预计 2023-2025 年归母净利率 9.1%、9.8%、11.9%。

图表 40：2018-2025 年福赛科技业务拆分测算

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
总营收 (亿元)	3.5	4.3	4.6	6.0	6.9	9.2	13.7	19.2
增速 (%)		21%	9%	29%	16%	33%	48%	40%
毛利 (亿元)	1.1	1.4	1.5	1.9	2.1	2.5	3.7	5.4
毛利率 (%)	32.6%	33.1%	32.2%	31.3%	30.2%	26.7%	27.3%	27.8%
功能件 (亿元)	2.1	2.1	2.7	3.7	4.4	5.9	7.6	11.3
增速 (%)		4%	28%	34%	18%	34%	30%	49%
占主营业务收入比例 (%)	69%	57%	66%	69%	70%	70%	60%	63%
毛利 (亿元)	0.8	0.7	1.0	1.2	1.3	1.6	2.2	3.3
毛利率 (%)	37%	35%	35%	34%	31%	27%	28%	29%
装饰件 (亿元)	0.9	1.6	1.4	1.7	1.8	2.5	5.1	6.8
增速 (%)		75%	-14%	17%	11%	34%	107%	33%

占主营业务收入比例（%）	31%	43%	34%	31%	30%	30%	40%	37%
毛利（亿元）	0.3	0.5	0.4	0.5	0.5	0.6	1.3	1.7
毛利率（%）	32%	32%	29%	28%	26%	24%	25%	25%
其他业务（亿元）	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7	0.9	1.0	1.1
增速（%）		-10%	0%	34%	12%	27%	10%	10%
毛利（亿元）	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
毛利率（%）	16%	28%	24%	24%	38%	30%	30%	30%
期间费用率（%）	27.1%	18.1%	16.4%	17.0%	15.8%	16.7%	15.8%	14.2%
管理费用率（%）	15.4%	8.4%	9.0%	9.0%	8.8%	9.5%	8.5%	7.5%
销售费用率（%）	4.4%	3.8%	1.2%	1.6%	1.5%	1.5%	1.4%	1.2%
研发费用率（%）	6.4%	5.8%	5.8%	5.9%	5.7%	6.5%	6.0%	5.5%
财务费用率（%）	0.9%	0.1%	0.4%	0.5%	-0.3%	-0.8%	-0.1%	0.0%
归母净利润（亿元）	0.1	0.5	0.6	0.8	0.9	0.8	1.3	2.3
增速（%）		325%	29%	23%	17%	-7%	60%	69%
归母净利率（%）	3.3%	11.4%	13.6%	13.0%	13.1%	9.1%	9.8%	11.9%

资料来源：公司公告、华创证券预测

估值层面：

财务对比：我们选取同为二级供应商且业务范围涵盖汽车精密注塑件/功能件的上市公司天龙股份、肇民科技、唯科科技作为可比公司，进行主要财务指标对比，福赛虽然体量更小但历史的业绩增速较为稳定，2020至2022归母净利润复合增速为20%，未来几年成长曲线进一步变陡。

估值参照：考虑到估值的可比性，我们选择可进行PE估值对比的肇民科技、岱美股份、继峰股份、新泉股份、常熟汽饰作为可比公司，可比公司业务中均包含汽零功能件或内饰件业务。

结合前文，预计公司2023-2025年归母净利润0.8亿、1.3亿、2.3亿，同比-7%、+60%、69%。考虑到公司新产能正处于大规模量产前夕，2024年起投产后有望带动公司营收端的扩张和利润端的恢复，业绩增速较高，同时公司持续开拓北美大客户、全球日系及自主新能源客户并拓展产品品类，有望成为市占率更高的内饰零件供应商，结合可比公司估值，我们给予公司2024年PE 25倍，对应目标市值34亿元、对应目标股价39.6元、目标空间22%，首次覆盖，给予“强推”评级。

图表 41：福赛科技 vs 可比公司财务指标对比（亿元、%）

公司	市值（亿元）	归母净利润（亿元）			归母净利润增速（%）			PE_TTM	PB_MRQ
		2020	2021	2022	2020	2021	2022		
福赛科技	28	0.6	0.8	0.9	29%	23%	17%	33	2.3
天龙股份	48	0.9	1.0	1.2	42%	6%	25%	42	3.4
肇民科技	31	1.0	1.2	0.9	45%	11%	-19%	36	2.8
唯科科技	37	1.6	1.9	1.6	69%	19%	-15%	24	1.2

资料来源：Wind、华创证券，截至2024年3月14日

图表 42: 福赛科技 vs 可比公司估值情况 (亿元、%)

公司	市值 (亿元)	归母净利 (亿元)			归母净利增速 (%)			PE			PEG	PB_MRQ
		2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2024	
肇民科技	31	1.1	1.5	2.0	16%	37%	31%	28	21	16	0.6	2.8
岱美股份	160	7.7	9.7	11.9	36%	25%	22%	21	16	13	0.6	3.7
继峰股份	153	2.3	5.5	10.2	116%	139%	85%	66	28	15	0.2	3.9
新泉股份	219	8.1	11.2	14.7	72%	39%	31%	27	20	15	0.5	4.9
常熟汽饰	60	5.8	7.4	9.2	14%	27%	26%	10.3	8.1	6.5	0.3	1.2
香山股份	45	1.9	2.6	3.3	116%	42%	26%	24.1	17.0	13.4	0.4	3.1
平均	111	4.5	6.3	8.6	62%	51%	37%	29	18	13	0.4	3.3
福赛科技	28	0.8	1.3	2.3	-7%	60%	69%	33	21	12	0.3	2.3

资料来源: Wind、华创证券, 截至 2024 年 3 月 14 日

注: 可比公司利润预测数据为 Wind 一致预期; 常熟汽饰由于利润受联营公司投资收益影响较大, 估值处于较低区间

五、风险提示

客户开拓节奏低于预期：若在原有客户体系内进一步开拓份额、或新客户获取节奏低于预期，将可能导致公司后续增长放缓；

主要客户销量低于预期：公司前五大客户合计收入占比 85%以上，客户集中度相对较高，若公司主要客户销量低于预期，公司的营业收入将会受到负面影响；

海外经营不及预期：公司在墨西哥建立了生产子公司，并拟投资不超过 3.05 亿元建设墨西哥福赛汽车内饰件建设项目，公司将可能面临因海外经营经验不足、或国际市场环境恶化带来的海外经营风险；

超额年降风险：如果未来汽车行业竞争进一步加剧，主机厂或 Tier 1 要求通过超额年降等方式将降本压力传导至上游厂商，将对公司盈利能力造成压力。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	79	475	471	543
应收票据	66	83	123	173
应收账款	222	351	495	639
预付账款	4	10	15	21
存货	123	237	299	347
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	86	226	220	274
流动资产合计	580	1,383	1,624	1,997
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	128	303	377	422
在建工程	117	120	135	155
无形资产	17	31	44	55
其他非流动资产	84	31	35	39
非流动资产合计	346	484	591	671
资产合计	926	1,868	2,215	2,669
短期借款	70	63	63	63
应付票据	61	122	160	216
应付账款	177	258	399	527
预收款项	0	0	0	0
合同负债	4	5	8	11
其他应付款	3	4	4	4
一年内到期的非流动负债	16	12	12	12
其他流动负债	59	82	115	164
流动负债合计	390	546	761	996
长期借款	27	27	27	27
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	55	60	60	60
非流动负债合计	82	87	87	87
负债合计	472	633	848	1,083
归属母公司所有者权益	448	1,223	1,349	1,563
少数股东权益	7	12	18	22
所有者权益合计	454	1,235	1,366	1,585
负债和股东权益	926	1,868	2,215	2,669

现金流量表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	146	38	167	246
现金收益	122	110	211	323
存货影响	-15	-114	-62	-47
经营性应收影响	-15	-153	-183	-194
经营性应付影响	41	143	179	184
其他影响	13	52	22	-20
投资活动现金流	-164	-329	-166	-161
资本支出	-158	-228	-184	-179
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-6	-101	18	19
融资活动现金流	40	688	-6	-13
借款增加	67	-11	0	0
股利及利息支付	-13	-12	-16	-25
股东融资	4	4	4	4
其他影响	-18	707	7	9

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	693	925	1,372	1,922
营业成本	484	678	998	1,387
税金及附加	4	6	8	12
销售费用	10	14	19	23
管理费用	61	88	117	144
研发费用	40	60	82	106
财务费用	-2	-7	-2	0
信用减值损失	0	-4	-3	-3
资产减值损失	-7	0	-6	-5
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	1	1	1
其他收益	5	6	5	5
营业利润	95	91	146	249
营业外收入	6	2	2	2
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	100	92	148	250
所得税	12	11	18	30
净利润	88	81	130	220
少数股东损益	-3	-3	-4	-7
归属母公司净利润	91	84	134	228
NOPLAT	86	75	129	221
EPS(摊薄) (元)	1.07	0.99	1.59	2.69

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	15.7%	33.4%	48.3%	40.1%
EBIT 增长率	8.8%	-13.3%	72.2%	71.5%
归母净利润增长率	16.7%	-7.5%	60.1%	69.4%
获利能力				
毛利率	30.2%	26.7%	27.3%	27.8%
净利率	12.7%	8.8%	9.5%	11.5%
ROE	20.3%	6.9%	10.0%	14.6%
ROIC	18.2%	6.7%	10.5%	15.5%
偿债能力				
资产负债率	51.0%	33.9%	38.3%	40.6%
债务权益比	37.0%	13.1%	11.9%	10.2%
流动比率	1.5	2.5	2.1	2.0
速动比率	1.2	2.1	1.7	1.7
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.5	0.6	0.7
应收账款周转天数	112	112	111	106
应付账款周转天数	115	115	118	120
存货周转天数	86	96	97	84
每股指标(元)				
每股收益	1.07	0.99	1.59	2.69
每股经营现金流	1.72	0.44	1.97	2.90
每股净资产	5.28	14.41	15.90	18.43
估值比率				
P/E	30	33	21	12
P/B	6	2	2	2
EV/EBITDA	21	24	13	8

团队介绍

组长、首席分析师：张程航

美国哥伦比亚大学公共管理硕士。曾任职于天风证券，2019年加入华创证券研究所。

高级研究员：夏凉

华威大学商学院商业分析硕士。曾任职于汽车产业私募股权基金，2020年加入华创证券研究所。

研究员：李昊岚

伦敦大学学院金融硕士。2022年加入华创证券研究所。

助理研究员：林栖宇

上海财经大学金融硕士。2023年加入华创证券研究所。

助理研究员：于公铭

英国拉夫堡大学金融硕士。2024年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	资深销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	王春丽	高级销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjianian@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	易星	销售经理		yixing@hcyjs.com
	张玉恒	销售经理		zhangyuheng@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明：

A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%；
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间；
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%；
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编：100033 传真：010-66500801 会议室：010-66500900	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编：518034 传真：0755-82027731 会议室：0755-82828562	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编：200120 传真：021-20572500 会议室：021-20572522