仅供内部参考，请勿外传

公司评级	增持（首次）
报告日期	2026 年 07 月 02 日

基础数据

07 月 01 日收盘价（元）	41.64
总市值（亿元）	75.03
总股本（亿股）	1.80

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

分析师：董晓彬
S0190520080001
dongxiaobin@xyzq.com.cn

瑞立科密(001285.SZ)

商用车主动安全龙头，强装政策与产品拓展共驱成长

投资要点：

- **公司概况：商用车主动安全龙头，迈向多领域全球化布局。**瑞立科密成立于 2001 年，专业从事机动车主动安全系统相关核心部件研产销，并成功开发出具有完全自主知识产权的机动车主动安全系统。公司是商用车主动安全领域的龙头企业，市占率超过 25%；尤其是气制动产品行业地位稳固，连续多年行业份额第一。

- **最核心看点：强装政策推动气制动均价向上，公司作为龙头有望充分受益。**1）更高单价的 ESC/EBS 强装，市场规模扩容。制动产品 ABS、ESC、EBS 价格依次递增，但当前行业仍以 ABS 为主流。新规要求营运载货车安装 ESC、营运牵引车和挂车安装 EBS，于 2026 年 1 月开始适用于新认证车型，于 2026 年 7 月开始适用范围扩大到所有已认证车型。2）公司先发优势明显，大概率延续 ABS 时代的领先份额。销量排名前十的商用车品牌基本都是公司的客户，且合作多年。技术上公司具备稀缺的正向开发能力，硬件层面公司已实现 ECU、传感器、执行器等核心零部件的 100%自主研制。软件层面公司的海量数据积累形成了坚固的护城河。

- **产品横向拓展，打开成长空间。**1）两轮车 ABS 需求向上，预计公司液压产品销量增速可观。燃油摩托车受政策推动 ABS 强装排量段下探到 150 排量，电动两轮车消费升级趋势明显，消费者对安全性和智能化的需求倒逼厂商安装 ABS。2）商用车智驾蓝海市场，公司加速线控底盘领域技术突破。商用车当前渗透率仍低，但实际场景更简单、落地条件成熟，据高工智能汽车研究院预测，2027 年商用车 L2 级及以上智驾渗透率将跃升至 42%。公司积极布局商用车智驾相关产品，包括 AEBS、ECAS、EMB 等产品。

- **盈利预测和投资建议：**我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 4.38、5.88、6.89 亿元，同比分别+31.5%、+34.2%、+17.1%，对应 7 月 1 日股价，PE 分别为 17.1X、12.8X、10.9X。看好公司作为行业多年龙头，在强装政策和产品拓展共同驱动下，迎来新一轮成长周期。首次覆盖，给予“增持”评级。

- 风险提示：市场空间不及预期，价格战导致产品价格下降，公司份额不及预期等

主要财务指标

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	2393	2782	3488	4138
同比增长	21.0%	16.3%	25.4%	18.6%
归母净利润（百万元）	333	438	588	689
同比增长	23.7%	31.5%	34.2%	17.1%
毛利率	29.3%	31.1%	32.2%	31.8%
ROE	8.8%	10.7%	13.0%	13.8%
每股收益（元）	1.85	2.43	3.26	3.82
市盈率	22.5	17.1	12.8	10.9

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理
注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

仅供内部参考，请勿外传

目录

1、公司概况：商用车主动安全龙头，迈向多领域全球化布局 4
1.1、二十余年积累，研发制造经验丰富 4
1.2、销售复盘：气制动龙头，行业地位稳固 7
1.3、财务表现：营收持续增长，毛利率维持较高水平 9
2、核心看点：强装政策推动气制动均价向上，公司作为龙头有望充分受益 13
2.1、价值量更高的 ESC/EBS 强装，市场规模扩容 13
2.2、公司先发优势明显，大概率延续 ABS 时代的领先份额 14
3、产品横向拓展，打开成长空间 17
3.1、两轮车 ABS 需求向上，有望支撑液压产品销量增长 17
3.2、商用车智驾蓝海市场，加速线控底盘领域技术突破 19
4、盈利预测和投资建议 22
5、风险提示 23

图目录

图 1、 瑞立科密发展历程（黄色高亮为产品开发和量产节奏） 4
图 2、 公司核心业务和产品布局 5
图 3、 公司主要产品布局和量产时间梳理 5
图 4、 机动车安全系统客户覆盖广、质量高 5
图 5、 公司股权结构（截至 2026Q1） 6
图 6、 公司气压电控系统销量（万套，%） 8
图 7、 公司液压电控系统销量（万套，%） 8
图 8、 我国商用车年销量（万辆，%） 9
图 9、 我国商用车批发销量结构（万辆） 9
图 10、 我国商用车内销及出口销量（万辆，%） 9
图 11、 2023 年以来营收持续增长（亿元，%） 10
图 12、 主动安全系统贡献 80%以上营收 10
图 13、 各业务营收及增速（亿元，%） 10
图 14、 2025 年境内营收占比 87% 10
图 15、 分地区营收及同比增速（亿元，%） 10
图 16、 2023 年以来毛利率稳中有升 11
图 17、 分业务毛利率情况 11
图 18、 2025 年分地区毛利率情况 11
图 19、 费用率管控良好 12
图 20、 公司归母净利润及同比增速（亿元，%） 12
图 21、 2023 年以来归母净利率稳中有升 12
图 22、 2025 年商用车 CR10 达到 75% 15
图 23、 公司主要客户 15
图 24、 公司技术人员占员工总人数的 16.9%（截至 2025 年年报） 16
图 25、 公司研发费用率在行业中处于较高水平 16
图 26、 公司液压产品销量（万套） 17
图 27、 我国摩托车总销量（分排量段）（万辆） 18
图 28、 我国摩托车分排量段销售结构 18
图 29、 我国摩托车内销销量（分排量段）（万辆） .....

仅供内部参考，请勿外传

图 30、 我国摩托车分排量段内销结构 18
图 31、 我国电动两轮车销量（万辆） 19
图 32、 2026 年 5 月电动两轮车内销份额 19
图 33、 用户选择的智能电动车应具备的 TOP10 功能 19
图 34、 2025 年部分上市品牌营收（亿元，%） 19
图 35、 公司营业收入和毛利率预测 22
图 36、 可比公司估值（2026 年 7 月 1 日数据） 22

表目录

表 1、 公司管理层深耕多年，经验丰富 7
表 2、 商用车制动系统强装政策梳理 13
表 3、 商用车辆分类标准 14
表 4、 公司客户结构健康，2023 年以来前五大客户收入占比低于 40% 15
表 5、 摩托车 ABS 政策梳理 17
表 6、 商用车 AEBS 安装政策梳理 20
表 7、 EMB 技术优势 21

仅供内部参考，请勿外传

1、公司概况：商用车主动安全龙头，迈向多领域全球化布局

1.1、二十余年积累，研发制造经验丰富

瑞立科密成立于 2001 年，专业从事机动车主动安全系统相关核心部件研产销，并成功开发出具有完全自主知识产权的机动车主动安全系统。

公司成立以来的发展可划分为四个阶段：1）2001-2011 年初创期，2001 年公司成为国内第一家实现 ABS 量产的民族企业，2008 年着手布局液压 ABS 产品；2）2012-2017 年成长期，关键生产工艺和环节实现自给自足，布局和推出 EPB、AEBS、ECAS 等产品；3）2018-2025 年快速发展期，气制动产品保持行业领先地位，积极布局下一代产品，并将客户拓展到乘用车、摩托车，推进全球化业务；4）2026 年之后：公司有望进入产品横向拓展、底盘集成的全新阶段，在 EMB、线控转向、智驾等领域进一步拓展。

图1、瑞立科密发展历程（黄色高亮为产品开发和量产节奏）



数据来源：公司招股说明书，汽车制动网公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

公司主营业务有机动车主动安全系统、铝合金精密压铸两部分。1）机动车主动安全系统贡献八成以上的营收，产品主要包括气压电控系统（ABS/ESC/EBS/EPB，主要用于中重型商用车）、液压电控系统（ABS/ESC，主要用于轻型商用车以及乘用车摩托车）、电控空气悬架系统 ECAS、智能驾驶产品 AEBS 等。这些产品是通过搭载在车辆上的一系列电子控制系统、传感器等技术手段主动介入车辆行驶控制，保证车辆行驶安全及舒适性的关键安全系统。2）铝合金精密压铸件业务主要面向大型跨国汽车零部件供应商以及国内整车制造企业，产品覆盖汽车动力、转向、空调压缩机等系统的高品质、轻量化铝合金压铸件。

公司已成长为行业一线品牌，积累了大量优质客户资源。公司主营产品已覆盖一汽解放、中国重汽、东风集团、北汽福田、上汽红岩、陕汽集团、金龙客车、中通客车、中集车辆、奇瑞、吉利、春风动力、钱江摩托等一众国内主流龙头整车企业。

仅供内部参考，请勿外传

图2、公司核心业务和产品布局



数据来源：公司招股书，公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图3、公司主要产品布局和量产时间梳理

	开始布局/研发	量产
气压ABS	\	2001年
气压ESC	2012年	2018年
气压EBS	2012年	2018年
气压EPB	2015年	2017年
液压ABS	2008年	2017年
液压EHB	2019年	\
AEBS	2015年	2018年
ECAS	2012年已完成关键零部件研发	2015年

数据来源：公司招股书，汽车制动网公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、机动车安全系统客户覆盖广、质量高

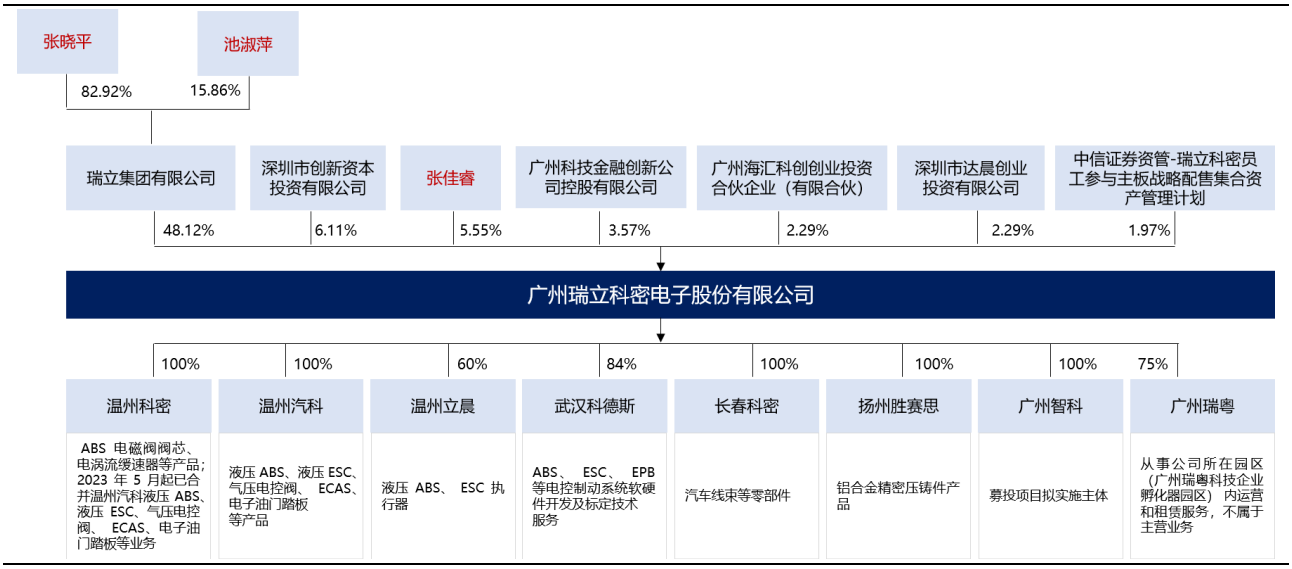


数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

公司股权集中度较高，股权结构稳定。公司控股股东为瑞立集团，截至 2026Q1 直接持有公司 48.12%的股份。张晓平、池淑萍、张佳睿为公司的共同实际控制人，张晓平和池淑萍系夫妻关系，张佳睿系张晓平、池淑萍之女。张晓平、池淑平通过瑞立集团持有公司 48.12%的股份，张佳睿直接持有公司 5.55%的股份。

仅供内部参考，请勿外传

图5、公司股权结构（截至 2026Q1）



数据来源：ifind，招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传

表1、公司管理层深耕多年，经验丰富

姓名	职务	出生年份	主要经历
张晓平	董事长	1962	现任全国工商联汽车摩托车配件用品业商会会长、浙江省政协委员、浙江省汽摩配行业商会会长、浙江省汽车零部件产销联合会会长、浙江省工商业联合会副主席、温州市工商业联合会副主席。于 1979 年 1 月至 1987 年 12 月，任瑞安市仪表厂职员；1988 年至 1991 年，创办瑞安市红旗汽车配件厂并任厂长；1991 年至 1997 年，任瑞安市重型汽车配件厂厂长；1997 年至 1998 年，任瑞安市重型汽车配件制造有限公司董事长、总经理；1998 年至 2002 年，任浙江瑞立实业集团有限公司董事长、总经理；2002 年 9 月至今，任瑞立集团有限公司董事长、总经理；2008 年 3 月至今，任广州瑞立科密汽车电子股份有限公司董事长。
张佳睿	董事	1988	于 2011 年 7 月至今，历任杭州瑞立滨康房地产开发有限公司总经理助理、总经理；2013 年 9 月至今，任广州瑞立科密汽车电子股份有限公司董事。
黄万义	副董事长，总经理	1974	现任广州市黄埔区工商业联合会副会长、广东省机械质量协会副会长、广东工业大学电子信息学科硕士研究生导师、华南农业大学工程学院研究生第二导师。于 1993 年至 1997 年，任瑞安市重型汽车配件厂模具车间主任；1997 年至 1998 年，任瑞安市重型汽车配件制造有限公司模具车间主任；1998 年至 2002 年，任浙江瑞立实业集团有限公司生产部部长；2002 年至 2015 年，历任瑞立集团总经理助理、副总经理、董事；2015 年 11 月至今，任广州瑞立科密汽车电子股份有限公司总经理；2016 年 6 月至今，任广州瑞立科密汽车电子股份有限公司董事；2023 年 9 月至今，任广州瑞立科密汽车电子股份有限公司副董事长。
全海中	副总经理	1981	现任江苏省铸造协会第四届理事会副会长。于 2005 年 12 月至 2018 年 10 月，历任瑞立集团瑞安汽车零部件有限公司信息工程师、部长助理、车间主管、轨道项目负责人、分厂负责人；2018 年 10 月至今，任胜赛思精密压铸（扬州）有限公司总经理。
沈诗白	董秘，副总经理，财务负责人	1990	于 2014 年 4 月至 2015 年 7 月于德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）北京分所工作；2015 年 8 月至 2017 年 4 月于上海德勤税务师事务所有限公司北京分所工作；2017 年 5 月至 2025 年 6 月于中国国际金融股份有限公司工作，曾任投资银行部经理、高级经理及副总经理。沈诗白女士于 2025 年 7 月至今，任广州瑞立科密汽车电子股份有限公司董事长助理。
游水平	副总经理	1981	于 2002 年 4 月至 2002 年 9 月，任浙江瑞立实业集团有限公司业务内勤；2002 年 9 月至 2004 年 6 月，任瑞立集团业务内勤；2004 年 6 月至 2006 年 9 月，任浙江皆可万安车辆控制系统有限公司项目主管；2006 年 9 月至 2020 年 10 月，历任瑞立集团瑞安汽车零部件有限公司销售部部长、销售总监、副总经理；2020 年 10 月至 2021 年 12 月，任温州汽科副总经理；2021 年 12 月至今，任广州瑞立科密汽车电子股份有限公司副总经理。
燕少德	副总经理	1972	于 1995 年 7 月至 1997 年 7 月，任常德市塑料七厂工艺部技术员；1997 年 7 月至 2008 年 3 月，历任东莞伟易达电子厂工业工程部工程师、高级工程师、总管；2008 年 3 月至 2013 年 10 月，任广州瑞立科密汽车电子股份有限公司董事、副总经理；2013 年 10 月至今，任广州瑞立科密汽车电子股份有限公司副总经理。
黄美龙	副总经理	1971	于 1994 年 5 月至 1997 年 10 月，任瑞安市重型汽车配件厂设备科长；1997 年 10 月至 1998 年 1 月，任瑞安市重型汽车配件制造有限公司设备动力部部长；1998 年 1 月至 2002 年 9 月，任浙江瑞立实业集团有限公司设备动力部部长；2002 年 9 月至 2013 年 2 月，历任瑞立集团设备动力部部长、汽车电子科技事业部副总经理、汽车电子科技事业部总经理；2013 年 2 月至 2018 年 6 月，任温州瑞立科密汽车电子有限公司总经理；2018 年 7 月至 2019 年 6 月，任瑞立集团乘用车事业部总经理；2019 年 7 月至今，任温州瑞立科密汽车电子有限公司总经理；2019 年 7 月至今，任广州瑞立科密汽车电子股份有限公司副总经理。
龙元香	总工程师，副总经理	1967	现任中国汽车工业协会制动器委员会专家委员会技术组专家、全国汽车标准化技术委员会制动分技术委员会名誉委员、广州市工业和信息化产业发展专项资金项目产业类专家、中国汽车工程学会智能底盘分会委员。于 1991 年 9 月至 1996 年 7 月，任广州通信学院讲师、教研室主任；1996 年 9 月至 1999 年 12 月，北京邮电大学通信与信息系统专业博士在读；2000 年 1 月至 2003 年 10 月，任深圳风华电信有限公司事业部经理；2003 年 11 月至 2005 年 4 月，任深圳市风华昊天网络科技有限公司副总经理；2019 年 5 月至 2025 年 12 月，任广州瑞立科密汽车电子股份有限公司董事；2005 年 4 月至今，任广州瑞立科密汽车电子股份有限公司副总经理、总工程师。

数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、销售复盘：气制动龙头，行业地位稳固

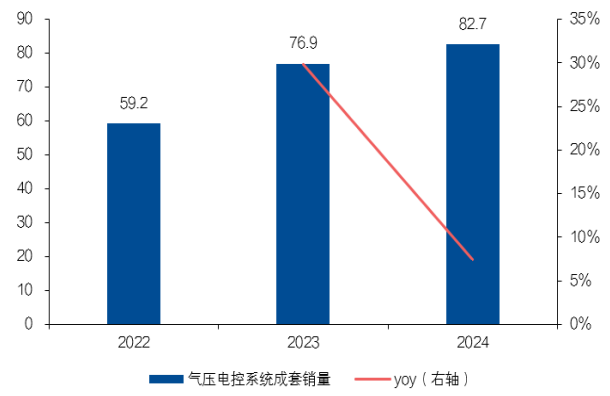
仅供内部参考，请勿外传

公司是商用车主动安全领域的龙头企业，尤其是气制动产品行业地位稳固。2014-2023 年，据公司招股书援引中汽协数据，公司气压 ABS 产销量连续 10 年排名行业第一。据公司招股书，2022-2024 年，假设一辆商用车配置一套行车系统，公司 ABS、ESC、EBS 产品在商用车领域份额分别为 24.0%、23.7%和 27.9%。

气制动产品销售情况与商用车市场景气度联动。2023 年商用车市场恢复性增长、2024 年缺乏政策刺激销量承压、2025 年在以旧换新和出口共同拉动下销量向上，公司气压产品用于中重卡和部分轻卡，基本与商用车整体销量变动情况匹配。据公司招股书，2023 年、2024 年公司气压电控系统成套销量分别为 76.9 万套、82.7 万套，同比分别+29.9%、+7.5%。

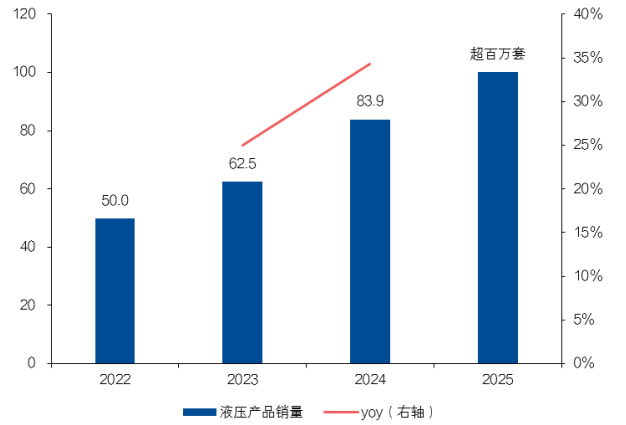
液压产品销量增长主要受益于乘用车和两轮车客户的开拓。2023 年、2024 年公司液压电控系统成套销量分别为 62.5 万套、83.9 万套，同比分别+25.0%、+34.3%，2025 年销量超过 100 万套，较高的增速主要受益于公司切入乘用车和两轮车供应链，增量客户贡献明显。

图6、公司气压电控系统销量（万套，%）



数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

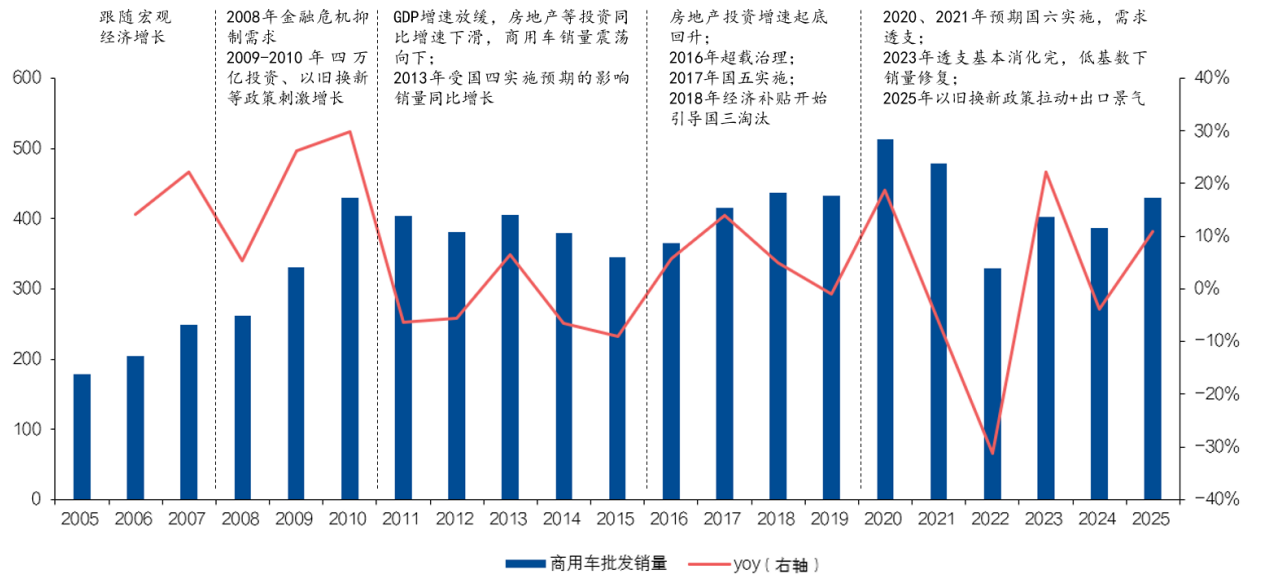
图7、公司液压电控系统销量（万套，%）



数据来源：公司招股书，2025 年年报，兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传

图8、我国商用车年销量（万辆，%）



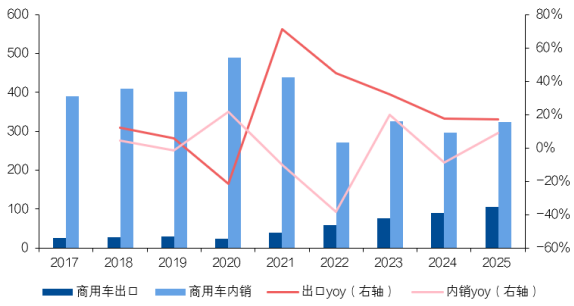
数据来源：ifind、中国经营报车视界公众号、思瀚产业研究院公众号、商用车新网公众号、汽配会公众号、汽车商业评论公众号、商用汽车公众号、卡协联盟公众号、商用车与零部件公众号、商用汽车公众号、智能汽车观察与思考公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

图9、我国商用车批发销量结构（万辆）

	重卡	中卡	轻卡	微卡	客车
2020	162	16	220	71	45
2021	139	18	210	60	51
2022	67	10	162	51	41
2023	91	11	191	62	49
2024	90	13	189	43	51
2025	114	12	202	43	57

数据来源：ifind、电车人公众号、商用车圈公众号、商用车专业委员会公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

图10、我国商用车内销及出口销量（万辆，%）



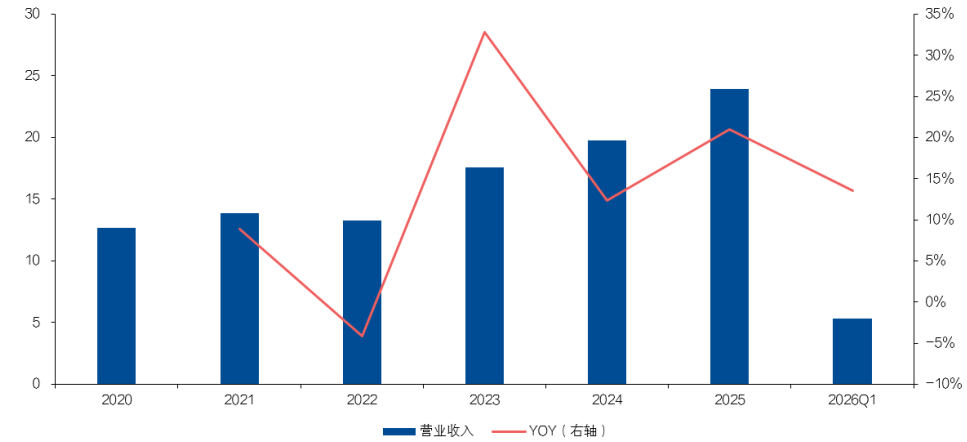
数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

1.3、财务表现：营收持续增长，毛利率维持较高水平

2022-2025 年公司营收复合增速 21.8%，主要驱动因素：1）2023、2025 年营收分别增长 32.8%、21.0%，较高的增速核心受益于商用车市场销量增长；2）技术水平和集成度更高的气压 ESC 和 EBS 占比增加，叠加海外客户采购增加，公司产品均价上行；3）液压产品陆续开拓乘用车和摩托车新客户，以及 ECAS、智驾产品的增量贡献。

仅供内部参考，请勿外传

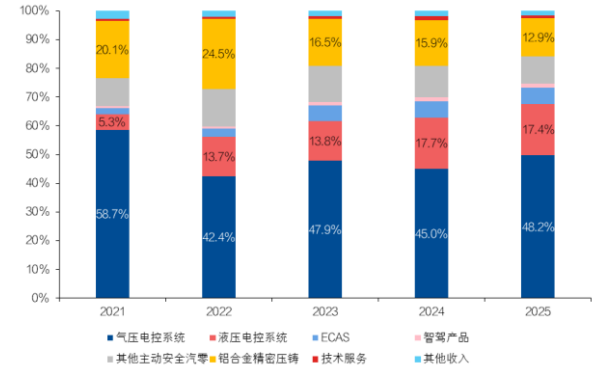
图11、2023 年以来营收持续增长（亿元，%）



数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

营收结构：1）分业务来看，机动车主动安全系统 2023 年以来占总营收比例在 80%以上。2025 年机动车主动安全系统贡献总营收的 84.6%，其中气压/液压产品分别占总营收的 48.2%/17.4%。铝合金精密压铸业务 2025 年贡献总营收的 12.9%。**2）分地区来看，2025 年国内/境外分别占总营收的 87.0%/13.0%。**

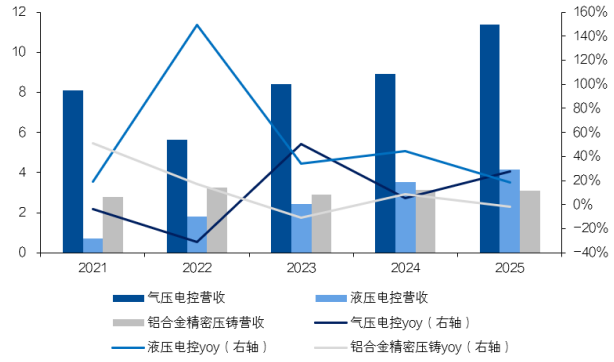
图12、主动安全系统贡献 80%以上营收



数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

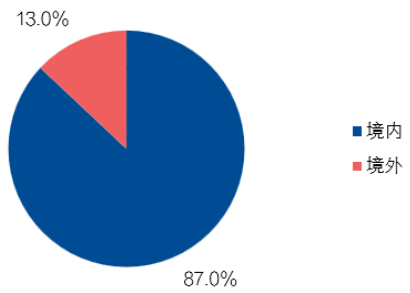
注：主动安全系统包括气压电控系统、液压电控系统、ECAS、智能驾驶产品、其他主动安全汽零

图13、各业务营收及增速（亿元，%）



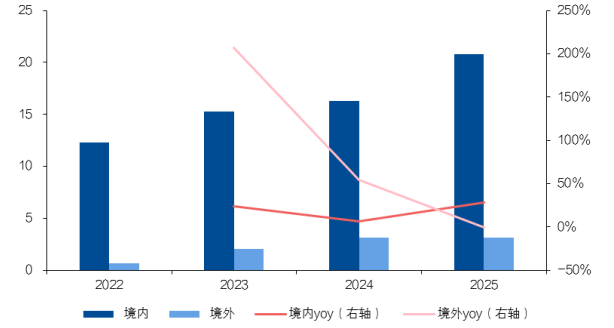
数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

图14、2025 年境内营收占比 87%



数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

图15、分地区营收及同比增速（亿元，%）

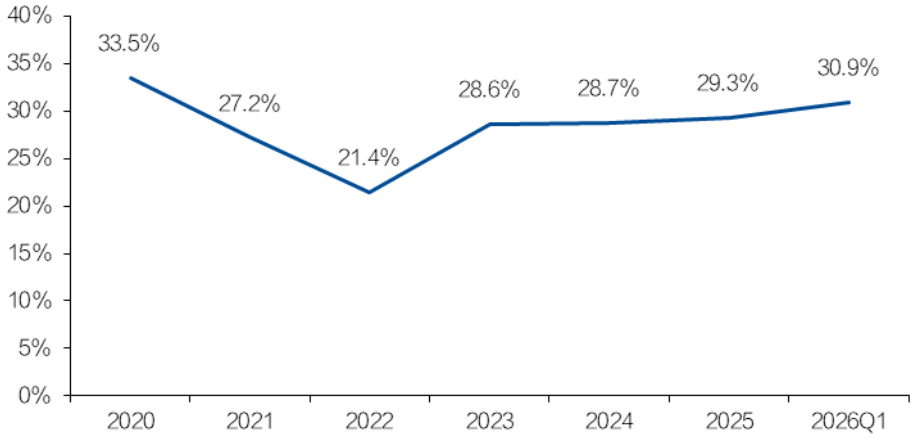


数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传

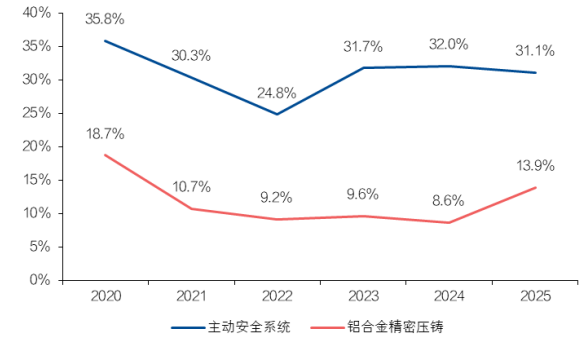
公司盈利能力较强，2023 年以来毛利率稳中有升，2026Q1 毛利率 30.9%，同比+3.7pct。较高的毛利率主要得益于 1）产品均价上涨；2）行业竞争格局较好，且公司是气制动龙头，议价能力较强。

图16、2023 年以来毛利率稳中有升



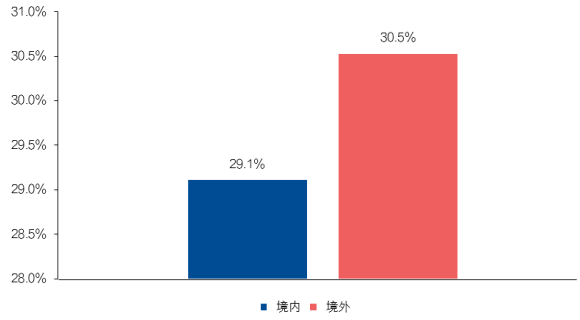
数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

图17、分业务毛利率情况



数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

图18、2025 年分地区毛利率情况

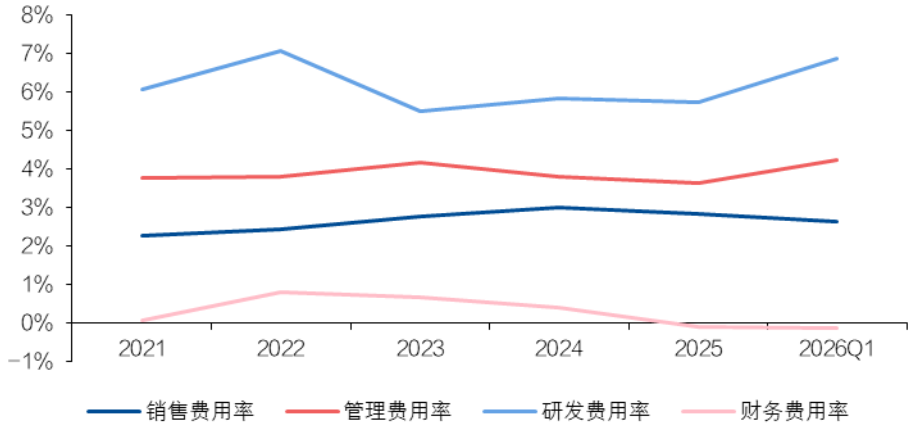


数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

公司费用率管控良好，2022-2025 年期间费用率逐年下降。2022-2025 年公司期间费用率分别为 14.14%、13.13%、13.08%、12.13%；2025 年销售/管理/研发/财务费用率分别 2.8%/3.7%/5.8%/-0.1%。

仅供内部参考，请勿外传

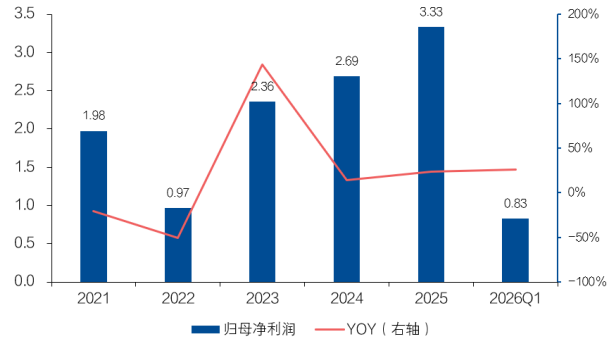
图19、费用率管控良好



数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

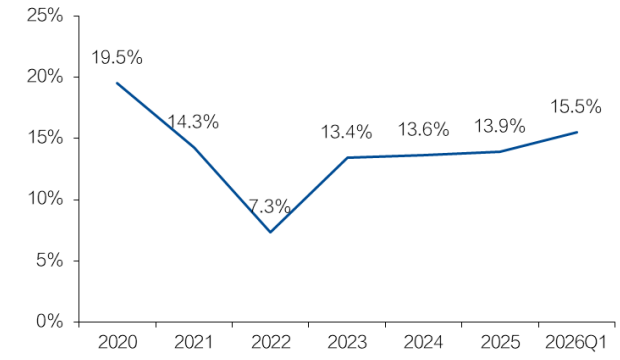
归母净利润与营收增长趋势一致，2026Q1 公司实现归母净利润 0.83 亿元，同比+26.3%；归母净利率 15.5%，同比+1.6pct。

图20、公司归母净利润及同比增速（亿元，%）



数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

图21、2023 年以来归母净利率稳中有升



数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传

2、核心看点：强装政策推动气制动均价向上，公司作为龙头有望充分受益

2.1、价值量更高的 ESC/EBS 强装，市场规模扩容

ABS、ESC、EBS 三种系统，通常一辆商用车上只需安装一套。1）ABS 控制器根据轮速传感器反馈的车辆滑移率数据，通过 ABS 电磁阀控制并调整轮端压力，实现车轮防抱死功能。2）ESC 在实现 ABS 功能的基础上，增加防止车辆侧翻等事故的功能。3）EBS 集成 ESC 和 ABS 的功能，并增加电子制动力分配、坡起辅助功能、辅助制动管理功能、主车挂车制动协调等更丰富的主动安全控制功能。

当前行业仍以 ABS 为主流。受政策和经济性两方面因素影响，目前商用车制动以低价的 ABS 为主。商用车作为生产工具，经济性是购买者的核心考量因素。我国从 1999 年开始发布相关政策推动 ABS 在商用车的使用，并逐步将强装政策扩展到更多车型，至 2017 年的《机动车运行安全技术条件》要求所有货车安装 ABS。

2026 年 ESC 和 EBS 强装范围扩大，并将于 7 月加速渗透。1）2025 年 4 月《营运货车安全技术条件 第 1 部分：载货汽车》发布，其中要求营运载货车安装 ESC（此前仅营运牵引车）、营运牵引车和挂车安装 EBS（此前仅最高时速达到 90km/h 的营运牵引车挂车）。2）新规于 2026 年 1 月开始适用于新认证车型，于 2026 年 7 月开始适用范围扩大到所有已认证车型。

表2、商用车制动系统强装政策梳理

	发布时间	标准	内容	实施时间
ABS	1999 年	GB-12676《汽车制动系统结构、性能和试验方法》	总重在 16 吨以上的重型汽车以及 O4 类挂车必须安装 ABS	2003 年
	2004 年	GB7258-2004《机动车安全运行技术条件》	总质量大于 16 吨且允许挂接总质量大于 10 吨的挂车的载货车、总质量大于 10 吨的挂车必须安装符合国家有关标准要求的防抱死制动装置	2004 年
	2012 年	GB7258-2012《机动车运行安全技术条件》	实施危险品货物运输车和半挂牵引车、总质量大于等于 12000KG 的货车和专项作业车及总质量大于 10000KG 的挂车应安装防抱死制动装置	2014 年 9 月
	2014 年 10 月	GB 12676-2014《商用车辆和挂车制动系统技术要求及试验方法》	N2 和不超过四轴的 N3 强制安装 ABS 制动防抱死装置	2015 年 7 月
	2017 年 9 月	GB7258-2017《机动车运行安全技术条件》	N1 类车辆全部加装 ABS	2019 年 1 月
ESC	2018 年 2 月	《营运货车安全技术条件第一部分：载货汽车》 JT/T 1178.1-2018）	总质量大于等于 12000kg 且最高车速大于 90km/h 的载货汽车，应安装电子稳定性控制系统	2021 年 5 月
	2019 年 3 月	《营运货车安全技术条件第二部分：牵引车辆与挂车》 JT/T 1178.2-2019）	牵引车辆应安装电子稳定性控制系统（ESC）	2021 年 5 月
	2025 年 4 月	JT/T 1178.1《营运货车安全技术条件 第 1 部分：载货汽车》	载货车应安装电子稳定性控制系统	新认证车型 2026 年 1 月，已认证车型 2026 年 7 月
	2026 年 5 月	《重型汽车电子稳定性控制系统（ESC）性能要求及试验方法》强制性国标报批稿	原推荐性国标升级为强制性标准，且适用范围覆盖除专项作业车外的所有重型车辆（N2、N3 类货车及 M2、M3 类客车）	2028 年 1 月
EBS	2019 年 3 月	《营运货车安全技术条件第二部分：牵引车辆与挂车》 JT/T 1178.2-2019）	最高车速大于或等于 90km/h 的牵引车辆与挂车均应安装电子制动系统（EBS）	2020 年 5 月
	2025 年 4 月	JT/T 1178.1《营运货车安全技术条件 第 1 部分：载货汽车》	牵引车辆与挂车均应安装电子制动系统（EBS）	新认证车型 2026 年 1 月，已认证车型 2026 年 7 月

数据来源：卡车之家、有驾、商用汽车公众号、钢铁王国网公众号、卡车信息网公众号、卡车技术前线公众号、卡车之家公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传

表3、商用车辆分类标准

分类	标准
M1 类	包括驾驶员座位在内，座位数不超过九座的载客车辆
M2 类	包括驾驶员座位在内座位数超过九个，且最大设计总质量不超过 5000kg 载客车辆
A 级	可载乘员数（不包括驾驶员）不多于 22 人，并允许乘员站立
B 级	可载乘员数（不包括驾驶员）不多于 22 人，不允许乘员站立
Ⅰ级	可载乘员数（不包括驾驶员）多于 22 人，允许乘员站立，并且乘员可以自由走动
Ⅱ级	可载乘员数（不包括驾驶员）多于 22 人，只允许乘员站立在过道和/或提供不超过相当于两个双人座位的站立面积
Ⅲ级	可载乘员数（不包括驾驶员）多于 22 人，不允许乘员站立
M3 类	包括驾驶员座位在内座位数超过九个，且最大设计总质量超过 5000 kg 的载客车辆
A 级	可载乘员数（不包括驾驶员）不多于 22 人，并允许乘员站立
B 级	可载乘员数（不包括驾驶员）不多于 22 人，不允许乘员站立
Ⅰ级	可载乘员数（不包括驾驶员）多于 22 人，允许乘员站立，并且乘员可以自由走动
Ⅱ级	可载乘员数（不包括驾驶员）多于 22 人，只允许乘员站立在过道和/或提供不超过相当于两个双人座位的站立面积
Ⅲ级	可载乘员数（不包括驾驶员）多于 22 人，不允许乘员站立
N1 类	最大设计总质量不超过 3500kg 的载货车辆
N2 类	最大设计总质量超过 3500kg，但不超过 12000 kg 的载货车辆
N3 类	最大设计总质量超过 12000kg 的载货车辆
O1 类	最大设计总质量不超过 750kg 的挂车
O2 类	最大设计总质量超过 750kg，但不超过 3500kg 的挂车
O3 类	最大设计总质量超过 3500kg，但不超过 10000 kg 的挂车
O4 类	最大设计总质量超过 10000 kg 的挂车

数据来源：两拐公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、公司先发优势明显，大概率延续 ABS 时代的领先份额

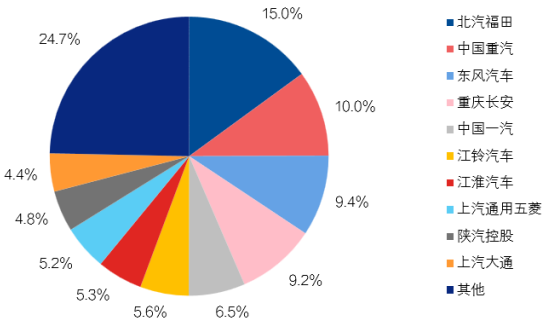
公司是商用车主动安全领域的龙头企业，尤其是气制动产品行业地位稳固。2014-2023 年，据公司招股书援引中汽协数据，公司气压 ABS 产销量连续 10 年排名行业第一。据公司招股书，2022-2024 年，假设一辆商用车配置一套行车系统，公司 ABS、ESC、EBS 产品在商用车领域份额分别为 24.0%、23.7%和 27.9%。

在气压 ABS 普及和国产化的阶段，瑞立科密凭借领先的技术成为龙头公司。此前 ABS 市场长期被外资博世、采埃孚、大陆、克诺尔等外资巨头垄断，1999 年-2017 年我国陆续出台相关政策扩大商用车 ABS 强装范围，市场规模增长。公司抓住机遇，1999 年即开始了气压 ABS 的小批量生产，2001 年成为国内第一家批量生产 ABS 的民族企业并成功实现市场配套。此外公司自主研发的气压 ABS 系统制动响应时间较行业平均缩短 15%，技术优势突出。到 2016 年我国商用车 ABS 市场国产化率已突破 50%，瑞立科密市占率第一。

仅供内部参考，请勿外传

多年商用车气制动龙头地位，持续强化公司的客户优势和技术优势：1）客户基础好，销量排名前十的商用车品牌基本都是公司的客户，且合作多年。此外公司客户结构健康，2025 年前五大客户占主营业务收入的 35.6%，不存在对单一大客户过度依赖的情况。2）技术领先，公司具备稀缺的正向开发能力，能在缺乏参照原型的情况下独立完成基础研究、产品定义和开发、最终验证的过程。公司重视研发投入和布局，2020 年以来研发费用率稳定在 5%以上，处于行业中较高水平；截至 2025 年年报，公司技术人员占员工总人数的 16.9%。硬件层面公司已实现 ECU、传感器、执行器等核心零部件的 100%自主研制。软件层面公司的海量数据积累形成了坚固的护城河：线控制动是主动安全的核心，关键难点在软件算法和极端工况下的可靠性，公司作为国内最早开始研发 ABS 系统的企业之一，据 ATC 汽车底盘公众号，至今搭载瑞立科密系统的车辆保有量已超过 1000 万台，让公司积累了应对复杂工况的深厚经验。

图22、2025 年商用车 CR10 达到 75%



数据来源：卡车信息网公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

图23、公司主要客户



数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

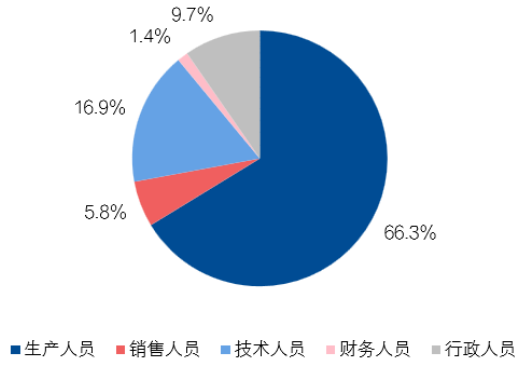
表4、公司客户结构健康，2023 年以来前五大客户收入占比低于 40%

2022 年		2023 年		2024 年		2025 年	
客户	占比	客户	占比	客户	占比	客户	占比
瑞立集团及下属企业	21.10%	北汽集团	11.33%	北汽集团	9.21%	第一名	12.28%
北汽集团	9.89%	中国一汽	6.10%	祥都国贸	5.78%	第二名	8.15%
采埃孚	5.55%	瑞立集团及下属企业	4.51%	中国一汽	5.39%	第三名	5.83%
奇瑞控股	4.11%	客户 A	4.48%	菱浩实业	5.10%	第四名	4.65%
中国一汽	3.59%	吉利控股	4.33%	吉利控股	4.04%	第五名	4.64%
合计	**44.24%**	**合计**	**30.74%**	**合计**	**29.53%**	**合计**	**35.55%**

数据来源：公司招股书，公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

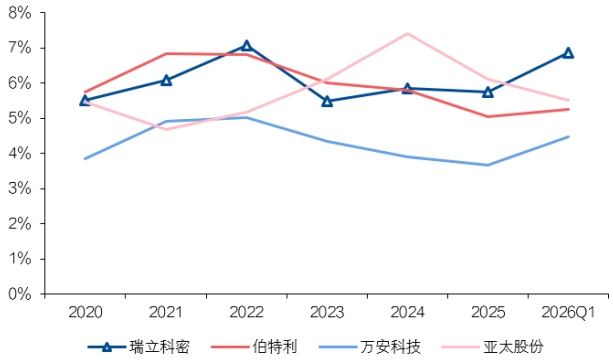
仅供内部参考，请勿外传

图24、公司技术人员占员工总人数的 16.9%（截至 2025 年年报）



数据来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图25、公司研发费用率在行业中处于较高水平



数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

公司自主开发的 ESC 和 EBS 均已量产配套，有望延续 ABS 时代的领先份额。公司的气压 ESC 和 EBS 产品于 2012 年开始研发布局、2018 年实现量产，并在北汽福田、陕汽集团、厦门金龙和三一集团等国内知名整车厂商定点配套。

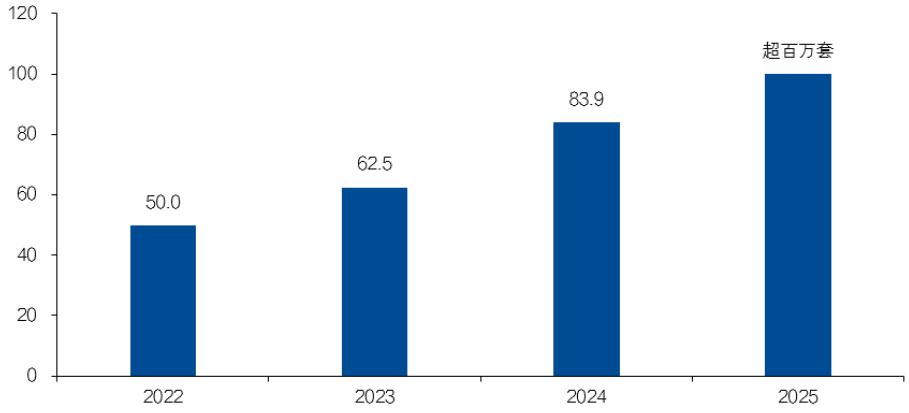
仅供内部参考，请勿外传

3、产品横向拓展，打开成长空间

3.1、两轮车 ABS 需求向上，有望支撑液压产品销量增长

公司持续加强开拓乘用车、摩托车等液压电控制动系统领域的产品布局及市场开拓，公司已与奇瑞、零跑、Vinfast、春风动力、钱江摩托、台铃等乘用车及两轮车客户建立合作关系，并成功进入海外整车企业供应链体系。

图26、公司液压产品销量（万套）



数据来源：公司招股书，公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

燃油摩托车和电动两轮车 ABS 渗透率提升趋势明确：

- ✓ **燃油摩托车：政策推动 ABS 强装排量段下探。**1）2025 年 4 月 30 日工信部公开征求《摩托车和轻便摩托车制动性能要求及试验方法》等六项强制性国家标准的意见，2025 年 12 月新国标正式发布、预计 2027 年 7 月开始实施，其中要求 150cc 以上燃油摩托车：必须安装 ABS 防抱死系统。125-150cc 燃油摩托车：可选择 ABS 或 CBS 联动刹车系统。此前标准仅强制要求排量在 250ml 以上的摩托车安装 ABS 系统。2）据摩托车商会数据，2025 年我国燃油摩托车内销销量中，250ml 以上、150-250ml 排量段占比分别为 9.7%、7.3%；总批发销量中，250ml 以上、150-250ml 排量段占比分别为 5.6%、12.0%。

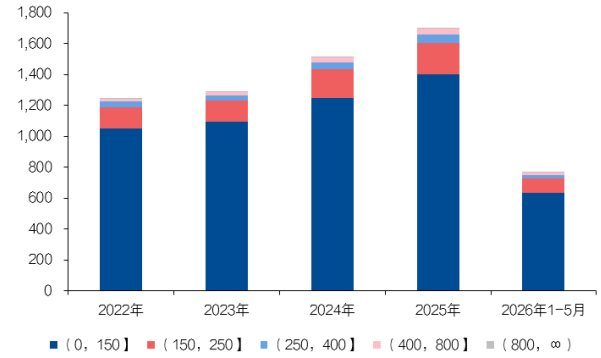
表5、摩托车 ABS 政策梳理

发布时间	实施时间	文件	内容
2018.02	2020.07	《摩托车和轻便摩托车制动性能要求及试验方法》 GB 20073-2018）	发动机实际排量大于 150ml 且小于等于 250ml 的两轮摩托车应安装防抱死制动系统或联动制动系统；发动机实际排量大于 250ml 的两轮摩托车，前、后轮均应安装防抱死制动系统。
2025.12	2027.07	《摩托车和轻便摩托车制动性能要求及试验方法》 GB 20073-2025）	150cc 以上燃油摩托车：必须安装 ABS 防抱死系统。125-150cc 燃油摩托车：可选择 ABS 或 CBS 联动刹车系统。功率 2.0-4.0kW 的电动摩托车：同样需在 ABS 和 CBS 中选装一种。

数据来源：元丰电控招股书，曾姐与车公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

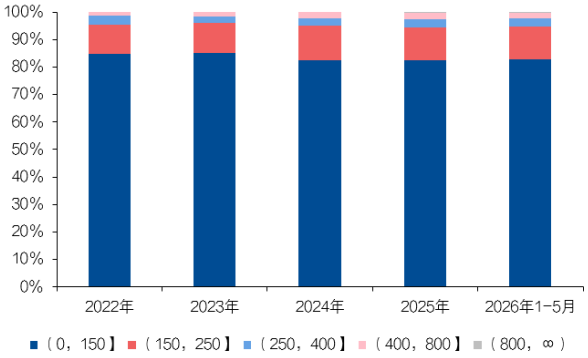
仅供内部参考，请勿外传

图27、我国摩托车总销量（分排量段）（万辆）



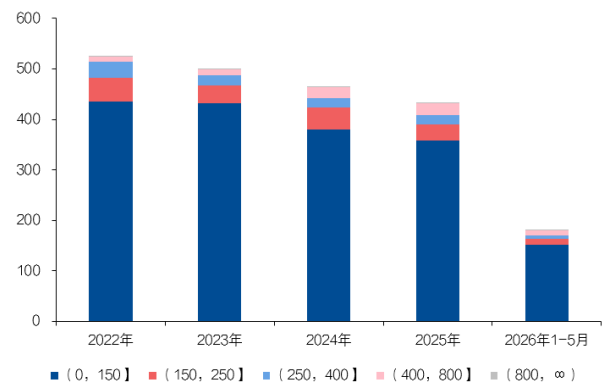
数据来源：中国摩托车商会，兴业证券经济与金融研究院整理

图28、我国摩托车分排量段销售结构



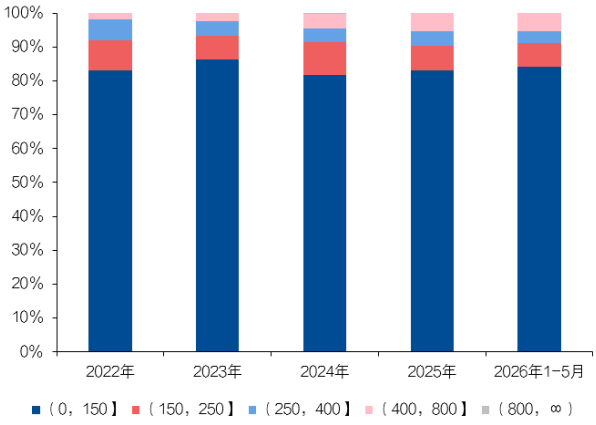
数据来源：中国摩托车商会，兴业证券经济与金融研究院整理

图29、我国摩托车内销销量（分排量段）（万辆）



数据来源：中国摩托车商会，兴业证券经济与金融研究院整理

图30、我国摩托车分排量段内销结构

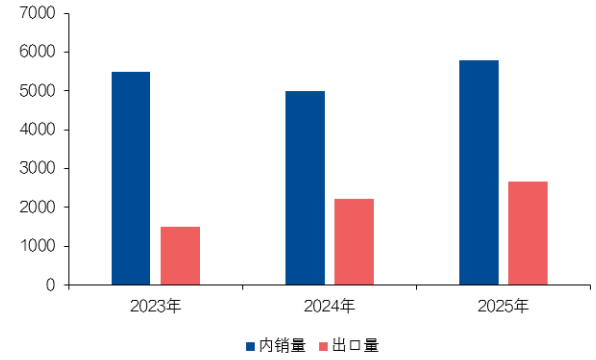


数据来源：中国摩托车商会，兴业证券经济与金融研究院整理

✓ **电动两轮车：消费升级，消费者正从“价格敏感”向“产品力与智能化”迁移。**电动两轮车高端化、智能化趋势凸显，据艾瑞咨询援引的鲁大师对销量活跃的 21 座城市的调研数据，2025 年 4000 元以上销量同比+58.5%、4000 元以下销量同比+18.2%；主要做高端产品的九号、小牛 2025 年营收增速分别为 50%、31%，领先行业其他品牌。据公司年报，目前 ABS 已初步搭载到售价在 4000 元以上的高端车型，2025 年我国电动两轮车 2000-3999 元/4000 元以上占比分别 42%/54%。据艾瑞咨询，22%的消费者认为 ABS 是智能电动车应具备的功能。未来随着消费者安全需求的进一步释放，ABS 有望在电动两轮车的高端车型中实现大规模标配，并逐步向中端车型渗透。

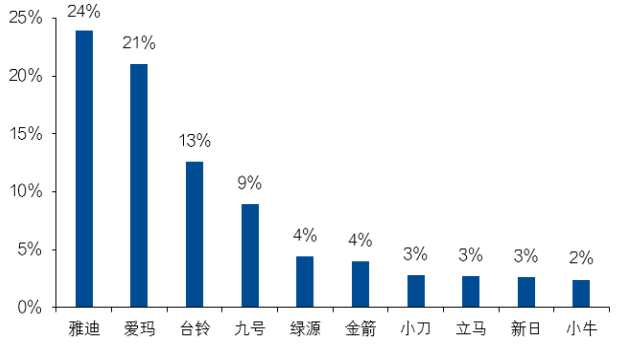
仅供内部参考，请勿外传

图31、我国电动两轮车销量（万辆）



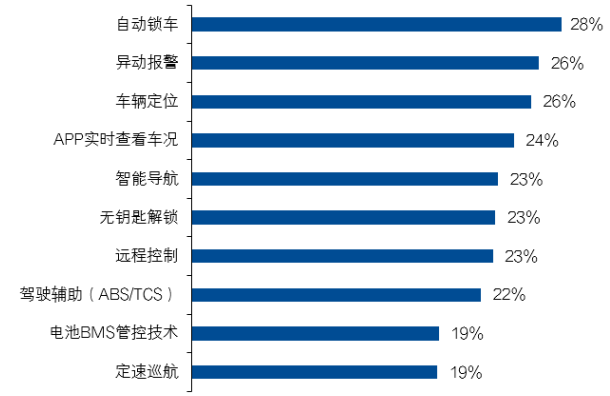
数据来源：艾瑞咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

图32、2026 年 5 月电动两轮车内销份额



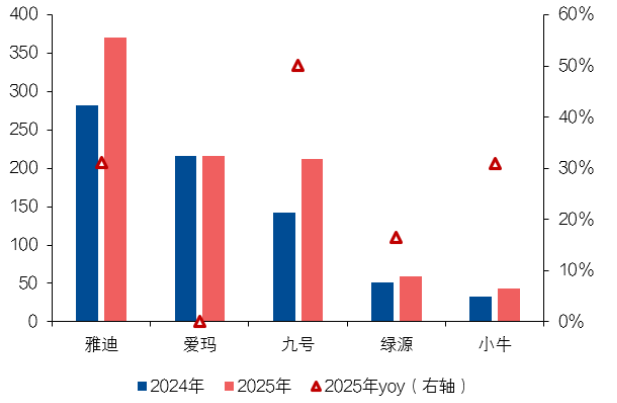
数据来源：奥维云网公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

图33、用户选择的智能电动车应具备的 TOP10 功能



数据来源：艾瑞咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

图34、2025 年部分上市品牌营收（亿元，%）



数据来源：艾瑞咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2、商用车智驾蓝海市场，加速线控底盘领域技术突破

商用车当前智驾渗透率不足 10%，未来提升空间可观。

- ✓ **乘用车 L2 渗透率已接近 80%，技术相对成熟、核心零部件成本大幅下降。**据方得网公众号数据，1）2025 年乘用车 L2 级及以上智驾装车率达 77.8%，其中 16 万元以下入门市场也超 37.8%，中高阶智驾（高速+城区 NOA）渗透率提升至 42.6%。需求端已有 60%购车者将智驾列为核心考量因素，年轻群体这一比例更是高达 78%。2）毫米波雷达、域控制器等核心部件过去三年降价幅度达到 40%及以上，进入主机厂可接受的区间。
- ✓ **商用车当前渗透率仍低，但实际场景更简单、落地条件成熟。**据方得网公众号数据，2024 年商用车智能驾驶整体渗透率仅 9.3%，L2+级占比不足 8%，且多局限于港口、矿区等封闭场景，干线物流的编队行驶、智能节油等实用

仅供内部参考，请勿外传

功能并没有实现规模化应用。重卡主要运营的港口、矿区、厂区、高速等场景，相比乘用车路况更简单，智能驾驶落地条件更成熟。中汽中心数据显示，重卡装配 L2 级智驾后，可降 8%的油耗、减 60%的人为失误。据方得网公众号援引高工智能汽车研究院数据，预计 2027 年商用车 L2 级及以上智驾渗透率将跃升至 42%，2030 年突破 65%。

公司积极布局商用车智驾相关产品，加速智能线控底盘领域技术突破：

① AEBS

政策推动下 AEBS 渗透率有望大幅提升。1）营运货车先行，2025 年 4 月我国已发布相关政策，要求营运载货汽车安装 AEBS；2）2026 年 4 月《重型汽车自动紧急制动系统技术要求及试验方法》强制性国家标准征求意见稿 发布，新标准覆盖 N2/N3 类货车、M2/M3 类客车（不含专项作业车等），要求新车出厂必须标配 AEBS，否则不予上牌销售，将于 2028 年实施。

得益于前瞻性布局，公司 AEBS 销售有望受益。公司 AEBS 于 2015 年开始布局研发，2018 年正式量产，自主研发的 AEBS 是行业内首家将环境感知、决策算法与线控制动融合并通过 JT/T1242-2019 法规标准测试的企业，已进入一汽集团、中国重汽、潍柴控股、上汽大通、厦门金龙、三一集团、东风集团等客户供应链。此前产品多配套于出口车型、高端车型，新规实施后市场空间打开，有望成为公司又一增长点。

表6、商用车 AEBS 安装政策梳理

发布时间	实施时间	文件	内容
2025.04	2026.01	《营运货车安全技术条件 第 1 部分：载货汽车 》（ JT/T1178.1-2018）	载货汽车应安装自动紧急制动系统（AEBS）
2026.01	2028.01	《轻型汽车自动紧急制动系统技术要求及试验方法》（ GB39901—2025）	新标准 AEB 系统强装在原有 M1 类乘用车（轿车、SUV、MPV 等）基础上，首次将 N1 类轻型载货汽车（总质量≤3.5 吨的皮卡、微卡等）纳入强制安装范畴。
2026.04	2028.01	《重型汽车自动紧急制动系统技术要求及试验方法》强制性国家标准征求意见稿	新标准覆盖 N2/N3 类货车、M2/M3 类客车（不含专项作业车等），要求新车出厂必须标配 AEBS，否则不予上牌销售。

数据来源：济南市人民政府官网、湖北省道路运输事业发展中心官网、运输人网、第一电动网，兴业证券经济与金融研究院整理

② ECAS

作为国内较早布局商用车 ECAS 的企业，公司掌握 ECAS 电磁阀、高度传感器等关键零部件设计生产能力，以及 ECAS 控制策略及底层复杂驱动设计技术，并拥有自主知识产权的源代码，成功开发第二代 ECAS 系统并实现量产。已批量配套

仅供内部参考，请勿外传

宇通客车、北汽集团、东风汽车、一汽解放、潍柴控股、比亚迪等头部商用车企，实现对进口产品的国产替代。

③ EMB

EMB 结合了电子和机械技术，大幅缩短制动响应时间。应用 EMB 能显著提升车辆安全性、提高能源利用率和续航里程、支持自动驾驶技术的应用和发展。

公司 EMB 目前正在积极进行产品冬标测试，来验证技术成熟度、推动产品量产的标准，预计接下来会小批量投放市场。

表7、EMB 技术优势

优势	详情
更快的响应速度	EMB 系统使用电子传感器和执行器来控制制动，与传统的液压制动系统相比，可以提供更快的响应速度。这有助于减少制动距离，提高行车安全
更精确的制动力控制	通过电子控制，EMB 能够精确地调节每个车轮的制动力。这种精确控制有助于提高车辆的稳定性和操控性，尤其是在不同的路面条件和车辆负载下
能量回收	在电动汽车和混合动力汽车中，EMB 系统可以在制动时回收能量，将其转换为电能存储起来，从而提高能源效率，延长续航里程
减少维护需求	由于 EMB 系统减少了传统液压制动系统中的许多机械部件，如液压管路和密封件，因此其维护需求较低，降低了维护成本
支持自动驾驶技术	随着自动驾驶技术的发展，EMB 系统更容易与自动驾驶系统集成，提供更精确的车辆控制，提高整体的安全性能
提高车辆性能	通过更快的响应速度和更精确的制动力控制，EMB 有助于提高车辆的动态性能，为驾驶者提供更佳的驾驶体验

数据来源：ATC 汽车底盘公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传

4、盈利预测和投资建议

我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 27.8、34.9、41.4 亿元，同比分别+16.3%、+25.4%、+18.6%，毛利率稳中有升，分别达到 31.1%、32.2%、31.8%。其中机动车安全系统业务是增长的核心驱动力，受益于气压 ESC/EBS 强装政策和公司产品的横向拓展，预计该业务 2026-2028 年营业收入增速分别为 18.2%、28.5%、20.3%；铝合金精密压铸业务基本保持稳定。

我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 4.38、5.88、6.89 亿元，同比分别+31.5%、+34.2%、+17.1%，对应 7 月 1 日股价，PE 分别为 17.1X、12.8X、10.9X。看好公司作为行业多年龙头，在强装政策和产品拓展共同驱动下，迎来新一轮成长周期。首次覆盖，给予“增持”评级。

图35、公司营业收入和毛利率预测

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
总营收（亿元）	19.8	23.9	27.8	34.9	41.4
YOY	32.8%	21.0%	16.3%	25.4%	18.6%
毛利率（%）	28.7%	29.3%	31.1%	32.2%	31.8%
机动车主动安全系统					
总营收（亿元）	16.0	20.2	23.9	30.7	37.0
YOY	12.5%	26.5%	18.2%	28.5%	20.3%
毛利率（%）	32.0%	31.1%	33.3%	34.1%	33.4%
铝合金精密压铸					
总营收（亿元）	3.1	3.1	3.2	3.4	3.6
YOY	8.4%	-1.9%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率（%）	8.6%	13.9%	14.0%	14.0%	14.0%

数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院预测

图36、可比公司估值（2026 年 7 月 1 日数据）

代码	公司	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）		PE	
			2026E	2027E	2026E	2027E
603596.SH	伯特利	226	15.99	19.81	14.1	11.4
002284.SZ	亚太股份	71	6.68	7.97	10.6	8.9
平均					12.4	10.1
001285.SZ	瑞立科密	75	4.38	5.88	17.1	12.8

数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院预测
注：亚太股份和伯特利盈利预测为 ifind 一致预期

仅供内部参考，请勿外传

5、风险提示

市场空间不及预期：若出现商用车整体销量下滑、出口减少等情况，制动产品市场空间可能不及预期。

价格战导致产品价格下降：目前产品盈利能力较强，若吸引更多玩家进入或现有竞争加剧，出现价格战，产品售价可能下滑。

公司份额不及预期：公司目前是行业龙头，份额领先，若竞争加剧存在份额不及预期的可能。

仅供内部参考，请勿外传

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	**4150**	**4376**	**4729**	**5090**
货币资金	602	568	407	279
交易性金融资产	1604	1599	1594	1589
应收票据及应收账款	1124	1300	1625	1925
预付款项	5	5	6	8
存货	593	652	790	930
其他	221	252	308	359
非流动资产	**931**	**1146**	**1469**	**1858**
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	626	778	925	1033
在建工程	83	160	329	604
无形资产	58	62	67	72
商誉	22	22	22	22
其他	142	124	126	127
资产总计	**5081**	**5523**	**6198**	**6948**
流动负债	**1176**	**1315**	**1580**	**1848**
短期借款	23	23	23	23
应付票据及应付账款	856	970	1197	1429
其他	297	322	359	396
非流动负债	**88**	**85**	**85**	**85**
长期借款	0	0	0	0
其他	88	85	85	85
负债合计	**1265**	**1401**	**1665**	**1934**
股本	180	180	180	180
未分配利润	1756	1996	2319	2697
少数股东权益	28	28	28	28
股东权益合计	**3816**	**4122**	**4533**	**5014**
负债及权益合计	**5081**	**5523**	**6198**	**6948**

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
归母净利润	333	438	588	689
折旧和摊销	94	190	209	243
营运资金的变动	-109	-160	-281	-250
经营活动产生现金流量	**367**	**501**	**543**	**707**
资本支出	-188	-415	-536	-637
长期投资	-1312	0	0	0
投资活动产生现金流量	**-1426**	**-404**	**-527**	**-626**
债权融资	-302	6	0	0
股权融资	1781	0	0	0
融资活动产生现金流量	**1457**	**-130**	**-178**	**-208**
现金净变动	394	-34	-162	-128

利润表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**2393**	**2782**	**3488**	**4138**
营业成本	1692	1917	2365	2823
税金及附加	14	16	21	24
销售费用	68	79	99	117
管理费用	87	101	127	151
研发费用	137	160	200	238
财务费用	-2	-3	-4	-4
投资收益	6	7	9	11
公允价值变动收益	-3	-5	-5	-5
信用减值损失	-11	-8	-6	-5
资产减值损失	-38	-20	-20	-20
营业利润	**378**	**518**	**694**	**813**
营业外收支	-2	-3	-3	-3
利润总额	**376**	**515**	**692**	**810**
所得税	39	77	104	122
净利润	337	438	588	689
少数股东损益	4	0	0	0
归属母公司净利润	**333**	**438**	**588**	**689**
EPS(元)	**1.85**	**2.43**	**3.26**	**3.82**

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性				
营业总收入增长率	21.0%	16.3%	25.4%	18.6%
营业利润增长率	23.5%	37.1%	34.0%	17.1%
归母净利润增长率	23.7%	31.5%	34.2%	17.1%
盈利能力				
毛利率	29.3%	31.1%	32.2%	31.8%
归母净利率	13.9%	15.7%	16.9%	16.6%
ROE	8.8%	10.7%	13.0%	13.8%
偿债能力				
资产负债率	24.9%	25.4%	26.9%	27.8%
流动比率	3.53	3.33	2.99	2.75
速动比率	2.97	2.78	2.44	2.20
营运能力				
资产周转率	60.4%	52.5%	59.5%	63.0%
每股资料(元)				
每股收益	1.85	2.43	3.26	3.82
每股经营现金	2.04	2.78	3.01	3.92
估值比率(倍)				
PE	22.5	17.1	12.8	10.9
PB	2.0	1.8	1.7	1.5

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

仅供内部参考，请勿外传

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～15%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	推荐	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
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn