

股票投资评级

买入|首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	35.15
总股本/流通股本(亿股)	0.82 / 0.24
总市值/流通市值(亿元)	29 / 8
52周内最高/最低价	51.56 / 28.00
资产负债率(%)	37.7%
市盈率	16.90
第一大股东	青岛魁峰机械有限公司

研究所

分析师:刘卓  
SAC 登记编号:S1340522110001  
Email:liuzhuo@cnpsec.com  
研究助理:陈基赞  
SAC 登记编号:S1340123010003  
Email:chenjiyun@cnpsec.com

征和工业(003033)

征和工业：凛冬渐去，拥抱新成长

● 投资要点

**国内链传动行业领军企业，持续投入夯实成长根基。**公司深耕链条市场超 20 年，2014-2023 前三季度每年保持收入正增长。国内大部分链条公司产品线单一，聚焦某个细分市场，公司在战略制定和产品布局方面领先市场，目前已经具备车辆链/农机链/工业链和船用链等多个产品线，都已经形成独立板块，有丰富的市场经验和深厚的技术沉淀。面向未来，公司仍将继续扩大收入规模，拓展更多的产品线和新的市场，稳步提升市占率，同时通过优化生产工艺，提高智能化和自动化程度，实现产品升级，效率提升和成本降低。公司已有生产摩托车链的智能化工厂，未来继续提高智能化率，同时筹划新产能扩建，增聘高管和业务人员，快速推进智能化转型，进军工业链大市场，加快海外市场拓展，持续夯实竞争力，扩大领先优势，引领国产替代。

**2023 年农机链和工业链业务承压且公司投入较多，随需求回暖看好明年业绩弹性。**2023H1 公司农机链系统收入出现下滑，其主要原因是去年年底国三切国四，导致上半年渠道端在持续去化国三机型，下半年以来需求持续转好，农机链业务有望重新进入上升通道。2023H1 工业链系统收入同比下滑超 20%，主要受海外库存去化影响，我们判断去库已接近尾声，明年海外需求好转带动工业链板块复苏。综合来讲，展望明年，公司的主要增长点来源于，摩托车链的海外售后市场需求回升，泰国工厂投产后配套海外主机厂有望迎来显著增长；农机链实现恢复性增长，同时刀犁等农机具新产品有望放量；汽车链持续拓展新客户，发挥瀚通的协同效应，继续保持高增长；工业链的海外 OEM 渠道复苏，国内工业链配套市场加速拓展。

● 盈利预测与估值

我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 18.26、23.58、28.67 亿元，归母净利润分别为 1.30、2.02、2.72 亿元。公司 2023-2025 年对应 PE 估值分别为 22.14/14.24/10.58。我们认为，公司作为国内链传动领先企业，产品线丰富，今年主要受到农机市场和海外工业链库存消化影响，随着需求逐渐好转，公司传统主业有望迎来持续复苏，农机具等新产品和泰国新工厂逐步投产带来新增量，中长期来看，全球链传动市场规模庞大，公司凭借持续提升的产品力和不断完善的渠道能力，有望持续提高市场份额，成长空间广阔。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示：

新业务拓展进度不及预期，政策变动，原材料价格波动等风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1607	1826	2358	2867
增长率(%)	17.95	13.63	29.16	21.58
EBITDA(百万元)	225.06	288.07	389.56	484.58
归属母公司净利润(百万元)	169.92	129.80	201.73	271.53
增长率(%)	115.74	-23.61	55.42	34.60
EPS(元/股)	2.08	1.59	2.47	3.32
市盈率(P/E)	16.91	22.14	14.24	10.58
市净率(P/B)	2.64	2.48	2.25	1.99
EV/EBITDA	15.77	9.86	7.52	5.64

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 目录

1 国内链传动隐形冠军，推进智能化夯实竞争力 .....	5
1.1 国内链传动隐形冠军，产品线布局较全 .....	5
1.2 营收保持稳健增长，业绩受费用率上升影响 .....	8
1.3 推进智能化转型和新产能布局，进军工业链大市场 .....	11
2 链传动市场空间广阔，看好公司基本盘复苏和市场拓展 .....	11
2.1 链传动是工业的基础零部件，高端市场仍有较大开拓空间 .....	11
2.2 摩托车链系统：国内外均具发展空间，后市场拓展空间广阔 .....	14
2.3 农业机械链系统：国标切换影响逐步消退，配套需求有望向好 .....	16
2.4 工业链系统：下游应用广泛，行业拓展有望引领公司恢复高增 .....	19
3 盈利预测与估值 .....	22
3.1 盈利预测 .....	22
3.2 估值与投资评级 .....	22
4 风险提示 .....	23

## 图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	5
图表 2: 公司主要产品、工艺特点及配套厂家.....	5
图表 3: 摩托车链系统产品.....	6
图表 4: 汽车链系统产品.....	7
图表 5: 农业机械链系统产品.....	7
图表 6: 工业链系统产品（部分）.....	8
图表 7: 公司近年营业收入及同比增速.....	9
图表 8: 公司近年归母净利润及同比增速.....	9
图表 9: 公司分业务营收占比.....	9
图表 10: 公司分业务毛利占比.....	9
图表 11: 公司毛利率基本保持稳健.....	10
图表 12: 公司期间费用率情况.....	10
图表 13: 常用机械传动的形式、特点及应用.....	12
图表 14: 2022 财年各家公司链传动业务营收对比.....	13
图表 15: 中国摩托车行业产销量情况.....	14
图表 16: 中国摩托车行业月度销量走势.....	14
图表 17: 全球摩托车市场规模预计（十亿美元）.....	15
图表 18: 全球摩托车市场销量预计（百万辆）.....	15
图表 19: 摩托车链系统市场空间测算表.....	16
图表 20: 农业机械基本分类.....	16
图表 21: 中国农业机械行业相关政策.....	17
图表 22: 中国农业机械市场规模（亿元）.....	17
图表 23: 中国农业机械保有量（亿台）.....	18
图表 24: 中国农业机械总动力（亿千瓦）.....	18
图表 25: 农作物耕种收综合机械化率.....	18
图表 26: 公司农机链系统业务收入及增速.....	19
图表 27: 中国制造业增加值及同比增速.....	19
图表 28: 中国工业自动化市场规模及同比增速.....	20
图表 29: 中国社会物流总额及同比增速.....	20
图表 30: 中国智能装备市场规模及同比增速.....	21
图表 31: 公司工业链系统业务收入及增速.....	21
图表 32: 可比公司估值表.....	22

# 1 国内链传动隐形冠军，推进智能化夯实竞争力

## 1.1 国内链传动隐形冠军，产品线布局较全

征和工业是国内链传动行业领军企业。征和工业前身为 1999 年成立的征和有限，2013 年征和工业由征和有限变更设立为股份有限公司。2021 年 1 月，征和工业成功上市，成为中国链传动行业首家 A 股上市公司，也是国内链传动行业领军企业。

图表1：公司发展历程

年份	重大事项
1999	青岛征和工业有限公司成立
2003	公司切入农机链、工业链、汽车发动机链领域
2004	平度华侨科技园征和新厂正式启用
2013	改制为青岛征和工业股份有限公司
2017	征和工业园一期投入运营
2021	征和工业成功上市

资料来源：公司官网，公司公告，iFind，中邮证券研究所

公司主要产品包括车辆链系统、农业机械链系统及工业设备链系统三大类。车辆链包括摩托车链和汽车链，公司生产的摩托车链系统主要包括传动链（及配套链轮）、正时链和油泵链；汽车链系统主要为汽车发动机中使用的正时链和油泵链；公司生产的农业机械链系统种类较多，一般大类可分为用于动力传动装置的传动链系统和用于收割装置的收割输送链系统；公司生产的工业设备链系统种类多样且广泛应用于物流运输、机械设备、食品生产、码头装卸、汽车生产等各种领域。

图表2：公司主要产品、工艺特点及配套厂家

产品类别	主要产品	工艺特点	配套厂家/应用领域
摩托车链系统	油封链、摩托车传动链、摩托车时规链、摩托车套链、摩托车链轮、养护/工具、金链优品联盟	密封圈链条、铬钒共渗处理、 $\alpha$ 处理销轴、无缝套筒、真空上油、高附着力的润滑脂	新大洲本田、五羊本田、豪爵、轻骑铃木、雅马哈、钱江摩托、大阳摩托、大运摩托、宗申摩托、春风动力、隆鑫等
汽车链系统	滚子链、套筒链（卷制套筒）、套筒链（带油孔套筒）、套筒链（无缝套筒）、齿形链、导轨与钢制链轮	铬钒共渗处理；德国进口原材料；进口设备制造；等温处理；带油孔套筒；链板光洁冲裁处理	比亚迪汽车、长安汽车、长城汽车、江铃汽车、上汽集团、云内动力、一汽大柴、东安动力等
工业链系统	传动链、输送链、曳引链、特种链、链节、精密链轮、链条的选择、链条检查和维护	密封圈链条；含油套筒； $\alpha$ 处理销轴；无缝套筒；强力预拉；抛丸处理；真空上油	物流设备、汽车工业、食品饮料、起重堆放、家电生产、木材加工、立体车库、AGV 移动机器人、船舶、吸塑机、养殖业、手套制造、雪地摩托、水果分选、水泥工业、农机
农机链系统	农机链、农机链节、农机链耙、农机链轮	密封圈链条；含油套筒； $\alpha$ 处理销轴；无缝套筒；强力预拉；抛丸处理；真空上油	潍柴雷沃重工、河北英虎、科乐收金亿、金大丰、勇猛机械、中农发巨明、新疆牧神、天人农机、江苏沃得、山东国丰、新乡立广、九方泰禾、爱科（兖州）、吉林顺昆、洛阳福格森、泰州樱田、春明机械、宗申戈梅利、道依茨法尔等

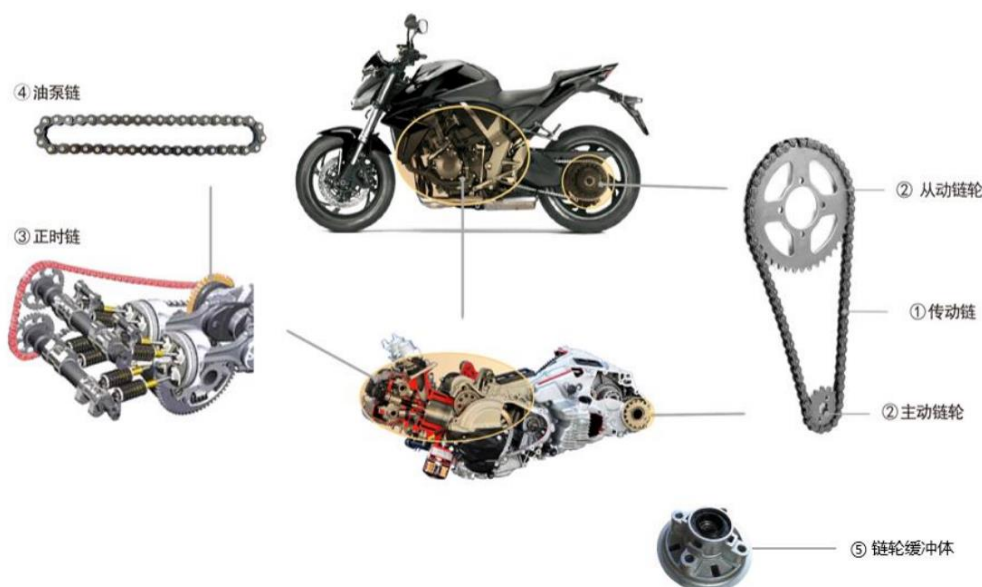
资料来源：公司官网，中邮证券研究所

### ① 车辆链系统

公司车辆链条产品主要为摩托车链条和汽车链条。

摩托车链条包括传动链(及配套链轮)、正时链和油泵链。传动链条主要用于发动机外部使用,连接前链轮(主动链轮)和后链轮(从动链轮),将前链轮的动力传递到后链轮,以驱动摩托车车轮前进的链条,以滚子链为主。公司具备制造标准链条、耐磨链条、强化链条和超强链条的制造能力。摩托车配套链轮是在发动机外使用,与链条相啮合带齿的轮形机械零件。摩托车链轮通常分为主动链轮和从动链轮,主动链轮与摩托车发动机输出轴相连接,驱动链条并带动从动链轮及摩托车后轮前进。摩托车正时链和油泵链均为在摩托车发动机系统内使用的链条。正时链是发动机中重要的部件,通过金属链条将曲轴和凸轮轴等部件连接并使其保持同步运转,使发动机的进、排气门在适当的时候开启或关闭,来保证发动机汽缸能够正常地吸气和排气,正时链主要采用齿形链。油泵链是通过连接曲轴将发动机动力传给机油泵,使得机油泵内机油输送到各个润滑油道和各运动件摩擦表面的链条,油泵链主要采用套筒链。

图表3: 摩托车链系统产品



资料来源:公司公告,中邮证券研究所

公司的汽车链条系统主要为正时链和油泵链,与摩托车中的功能、作用类似,公司汽车正时链主要为齿形链、套筒链和滚子链,油泵链主要为齿形链和套筒链。经过多年发展,征和已成为全球高品质链系统制造商,全球最大的车辆链系统生产基地之一。

2022年7月,公司成功收购上海瀚通汽车零部件有限公司85%股权,进一步扩大了汽车链业务的收入规模。上海瀚通主要从事汽车发动机正时系统导轨与钢制链轮的生产、销售、研发,具有行业领先的研发、生产与销售能力,产品广泛应用于乘用车内燃机正时系统、乘用车混合动力发动机正时系统、商用轻卡柴油内燃机正时系统等领域,为众多汽车主机厂商客户提供优质产品及服务,具体包括长安汽车、江铃汽车、上汽集团、比亚迪汽车、长城汽车、云内动力、一汽大柴、东安动力等。

图表4：汽车链系统产品



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## ②农业机械链系统

公司农业机械链条种类较多，可分别用于传动和收割输送装置，以实现动力传动、作物收割、输送和曳引等功能，主要产品有拔禾链、夹持链、喂入链、升运链等。农业机械功能系统较多，机械动力链传动系统更复杂，需要的传动链数量也更多，公司以农业机械链系统的开发和制造作为核心产业，引进并建成了完善的试验设备、自动生产线和系统原件配套体系。

图表5：农业机械链系统产品



资料来源：公司招股说明书，中邮证券研究所

### ③工业链系统产品

公司的工业链条产品主要包括输送链、倍速链、侧弯链、曳引链、分拣链、板式链、驱动链、链轮等。2023年，征和产品已经为昆船、青岛软控、信源、科捷智能、哈尔滨博实、怡合达、德马科技、大疆无人机等诸多行业知名厂家配套。展望未来，公司有望进一步拓展行业与产品品类，持续开发优质客户。

图表6：工业链系统产品（部分）



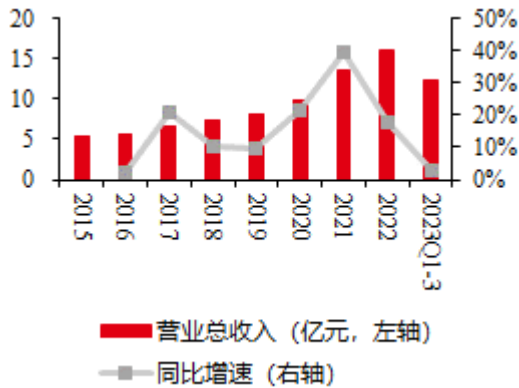
资料来源：公司招股说明书，中邮证券研究所

## 1.2 营收保持稳健增长，业绩受费用率上升影响

营收稳步提升，业绩略有波动，2023Q1-3 业绩下滑主要受费用率上升影响。公司 2020 年到 2023Q1-3 分别实现营业总收入 9.77、13.62、16.07、12.19 亿元，同比增速分别为 21.25%、39.38%、17.95%、3.03%；实现归母净利润 1.09、0.79、1.70、0.93 亿元，同比增速分别为 18.33%、-27.62%、115.74%、-24.09%。

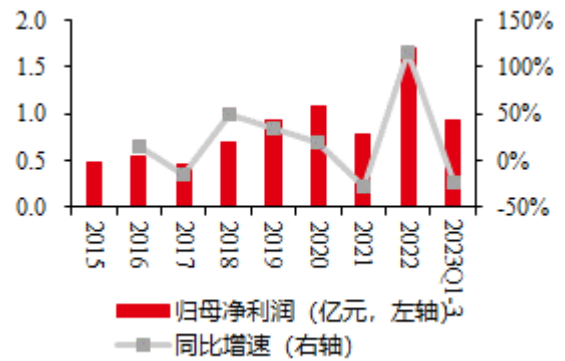


图表7：公司近年营业收入及同比增速



资料来源：iFind，中邮证券研究所

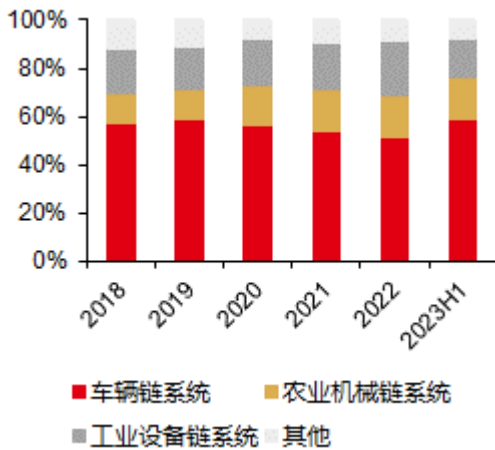
图表8：公司近年归母净利润及同比增速



资料来源：iFind，中邮证券研究所

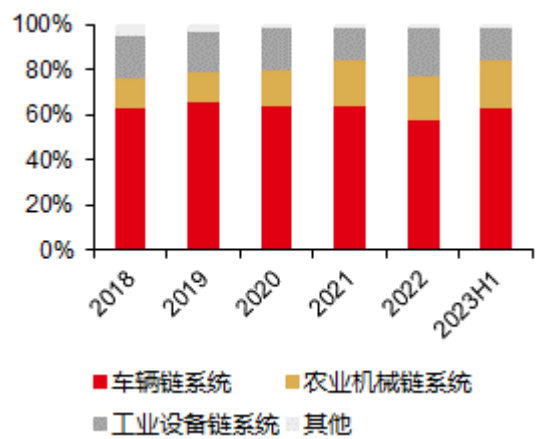
车辆链系统/农业机械链系统/工业链系统为公司三大类产品，2023H1 三者营收占比之和超 90%，毛利占比之和超 98%。公司 2020-2023H1 车辆链系统营收占比分别为 56%、54%、51%、59%，毛利占比分别为 64%、64%、58%、64%；农业机械链系统营收占比分别为 17%、18%、17%、17%，毛利占比分别为 16%、21%、20%、21%；工业链系统营收占比分别为 19%、19%、23%、16%，毛利占比分别为 18%、14%、22%、14%。

图表9：公司分业务营收占比



资料来源：iFind，中邮证券研究所

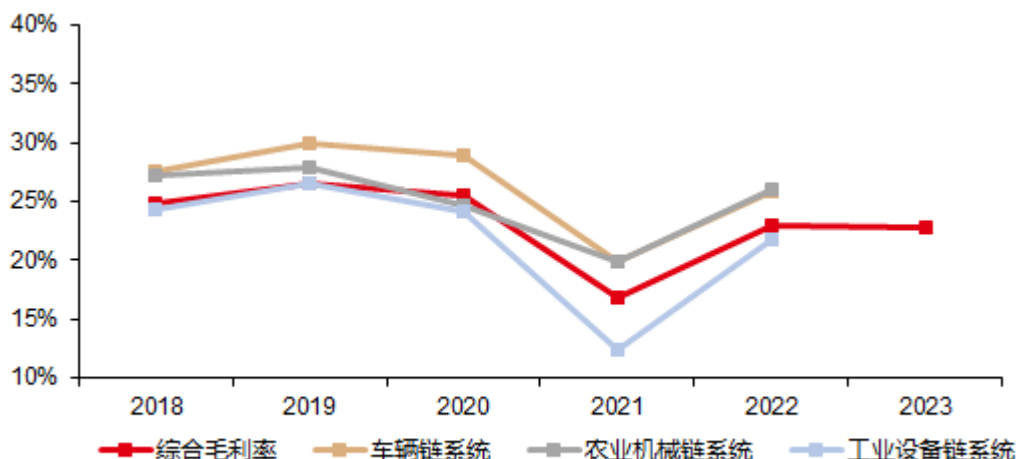
图表10：公司分业务毛利占比



资料来源：iFind，中邮证券研究所

公司毛利率基本保持稳健。公司 2018 至 2023Q1-3 毛利率分别为 24.90%、26.47%、25.52%、16.88%、23.02%、22.75%，除 2021 年受到原材料价格上涨、海运价格上涨、人民币升值影响外，整体毛利率保持稳健。其中，车辆链系统 2018-2022 年毛利率分别为 27.51%、29.90%、28.91%、19.95%、25.87%；农业机械链系统 2018-2022 年毛利率分别为 27.26%、27.82%、24.68%、19.91%、26.04%；工业设备链系统 2018-2022 年毛利率分别为 24.27%、26.51%、24.22%、12.30%、21.69%。

图表11：公司毛利率基本保持稳健

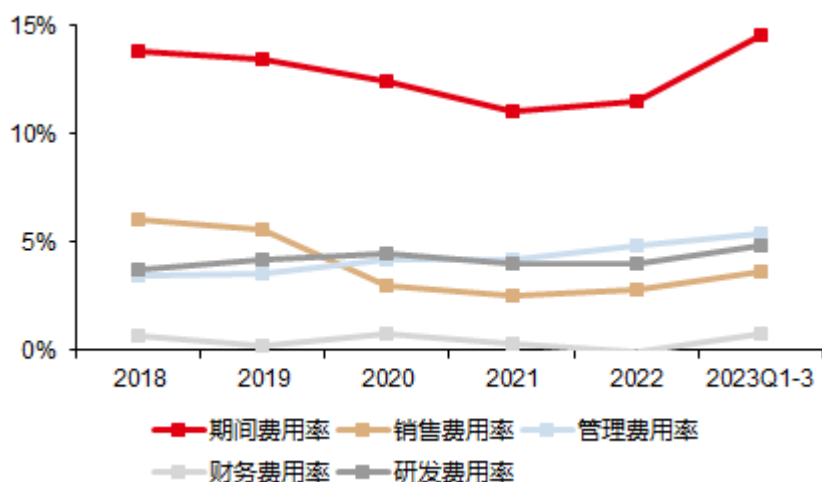


资料来源：iFind，中邮证券研究所

**持续加大研发投入，增强盈利可持续性。**公司持续加大研发投入，2018至2023Q1-3研发费用率分别为3.69%、4.16%、4.45%、4.01%、3.97%、4.79%。公司积极进行技术储备、开拓新产品种类，进一步增强研发实力与盈利能力，以实现可持续发展。

**2023Q1-3期间费用率有所增加，我们认为其主要原因是营收受制于下游景气度增幅较小，但是投入仍在持续增加。**2018至2023Q1-3公司期间费用率分别为13.81%、13.43%、12.45%、10.98%、11.49%、14.55%。其中，销售费用率分别为6.02%、5.53%、3.01%、2.50%、2.79%、3.62%，2023Q1-3有所上升主要原因为销售人员及相关费用增加和新合并子公司费用增加；管理费用率分别为3.41%、3.52%、4.22%、4.21%、4.78%、5.37%，2023Q1-3有所上升主要原因为本期管理人员增加、咨询费增加及新合并子公司费用增加；财务费用率分别为0.68%、0.22%、0.77%、0.26%、-0.05%、0.77%，2023Q1-3有所上升主要原因为本期利息支出增加。

图表12：公司期间费用率情况



资料来源：iFind，中邮证券研究所

### 1.3 推进智能化转型和新产能布局，进军工业链大市场

公司深耕链条市场超 20 年，成立伊始就目标成为全球链条龙头，因此和国内其他链条公司有所不同，大多数同行业公司产品线单一，聚焦某个细分市场，公司在战略制定和产品布局方面领先市场，目前已经具备车辆链/农机链/工业链和船用链等多个产品线，都已经形成独立板块，有丰富的市场经验和深厚的技术沉淀。面向未来，公司仍将继续扩大收入规模，拓展更多的产品线和新的市场，稳步提升市占率，同时通过优化生产工艺，提高智能化和自动化程度，实现产品升级，效率提升和成本降低。公司已有生产摩托车链的智能化工厂，未来继续提高智能化率，同时计划新建产能，增聘高管和业务人员，快速推进智能化转型，进军工业链大市场，加快海外市场拓展，持续夯实竞争力，扩大领先优势，引领国产替代。

未来规划总投资 55 亿扩大产能规模。公司今年 3 月份发布公告，拟在浙江省德清县（湖州莫干山高新技术产业开发区）投资建设链式智能物流装备及汽车关键零部件生产基地，与湖州莫干山高新技术产业开发区管理委员会签订《链式智能物流装备及汽车关键零部件生产基地项目战略合作协议》并设立全资子公司“征和工业（浙江）有限公司”（暂定名，以工商登记为准），主要从事研发、生产、销售高端工业工程链系统、链式智能物流装备、汽车链系统、车辆发动机关键零部件、变速自行车链系统等链系统产品。

拟签署的《战略合作协议》约定总投资约 55 亿元人民币，合计建设用地面积约为 520 亩，主要用于新建厂房、办公楼及相应配套设施，具体投资数量以项目备案为准。项目分期实施，其中：一期项目拟投资固定资产约 22 亿元人民币（具体以项目备案为准），用地约 300 亩，建设约 40 万平方米厂房、办公楼、及相应配套设施等，以新建 10 条链式智能工业工程物流装备产线、5 条汽车发动机关键零部件产线及 5 条自行车链传动产线（具体以项目备案为准）。后续项目进展待一期项目实施完成后，视公司业务发展情况、产能需求情况而定。

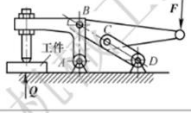
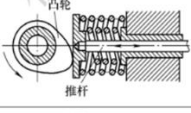

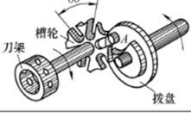
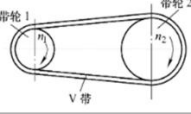
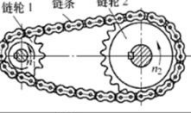
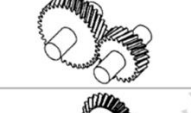



## 2 链传动市场空间广阔，看好公司基本盘复苏和市场拓展

### 2.1 链传动是工业的基础零部件，高端市场仍有较大开拓空间

链传动是一种具有中间挠性件的啮合传动，可用作动力传动、物料输送、曳引提升以及其他功能各异的专门用途。链传动、带传动和齿轮传动是机械工业中传动部分的三大传动系统。链传动由于具有传动比精确、传动效率较高、传力大、适应性强以及维修成本低难度小等优势，广泛地应用于摩托车、汽车、船舶、农业机械、工程机械、起重运输机械、物流仓储、自动扶梯、食品药品机械、轻工机械、石油化工等领域。

通过对比各类机械传动的特点，我们能够注意到，链传动应用在传动速度低、负载/扭矩大、传动效率要求高、输入输出中心距较远、工作环境恶劣等场景下表现优异，而在安装空间较小、需求传动平稳性高（链传动瞬时传动比不固定）、需要输出直线运动等场景则不甚合适。

图表13：常用机械传动的形式、特点及应用

类型	运动形式变换	实例简图	功率/kW	传动比	效率(%)	应用
平面连杆机构	回转、摆动、往复移动→回转、摆动、往复移动		大、中、小		较高	结构简单、制造方便；行程较大；连接处为面接触，磨损较轻，能承受较大载荷；一般不宜高速运动。常用于重型机械、轻工机械、农业机械及机床、仪表等
凸轮机构	回转→往复移动、摆动		小		较低	可实现从动件的任意运动规律；但凸轮制造复杂；高速时冲击较大。常用于自动机床的进给机构、印刷机、内燃机、纺织机等
棘轮机构	摆动→间歇回转或移动		中、小		较低	结构简单，角位调节方便；平稳性较差；高速时噪声大；传递动力不宜过大。常用于间歇转动角度很小或常需调节转角大小的场合。如牛头刨床工作台的进给机构
槽轮机构	回转→间歇回转		中、小		较高	结构较简单，工作可靠；运动较平稳；间歇运动转角不可调；每次槽轮转角不小于45°。多用于不需经常调节转角上的转动刀架
V带传动	回转→同向回转（两轴平行）		$\leq 100$	$\leq 7-10$	94-97	能远距离传动；工作平稳；能吸振缓冲；过载打滑起保护作用；结构简单、成本低。但传动比不准确。常用于机床、运输机、农业机械、纺织机械等。通常置于传动系统的高速级
链传动	回转→同向回转（两轴平行）		$\leq 100$	$\leq 8$	92-97	可在高温、油、酸等恶劣环境下工作；远距离传动；瞬时传动比有波动。常用于农业、化工、石油、矿山机械以及运输机械和起重机械等。通常置于传动系统的低速级
圆柱齿轮传动	回转→回转（两轴平行）		$\leq 750$ (直齿) $\leq 50000$ (斜齿)	$\leq 8$ (单级) 96-99 (斜齿)	95-98 (直齿) 96-99 (斜齿)	适用的功率和速度范围广；寿命长；效率高；传动比准确。但噪声大，制造精度要求高。常用于各类机床、冶金矿山机械、起重机械、汽车、船舶、轻工机械、化工机械、仪表等
锥齿轮传动	回转→回转（两轴垂直相交）		$\leq 500$	$\leq 5$	95-98	传动比大而尺寸小；传动平稳。但效率低；因摩擦大，有时蜗轮需用价格较贵的青铜制造。常用于车床滑板箱、铣床分度头、手动锯床等
蜗杆传动	回转→回转（两轴垂直交错）		$\leq 50$	$< 80$	70-82	工作平稳；运动精度较高；尺寸紧凑；降速、增力效果好。但效率低、易磨损。常用于机床的进给机构和机械的调速装置、起重升降装置等
滑动螺旋传动	回转→移动		中、小		30-60	

资料来源：《机械分析应用基础（第2版）》（李会文、皮云云），中邮证券研究所

**链传动具有百年历史，2022年市场规模达51亿美元。**近代链条的基本结构起源于欧洲文艺复兴时代，18世纪铰接式输送链、传动用销轴链、滚子链及齿形链相继问世，距今已经超过百年历史。1831年，链传动开始应用于农业机械，1886年开始应用于自行车，1889年开始应用于汽车，1903年应用于飞机。1915年，随着链传动理论的发展，啮合理论等技术得到解决，链传动生产迅速增长，链条的种类不断丰富，品质不断提高。目前链传动系统已广泛应用于车辆、农业机械、物流运输、工业机械设备等国民经济领域。根据IMARCGroup预测，2022年全球链传动市场总规模为51亿美元，预计2028年全球市场规模可达到63亿美元。

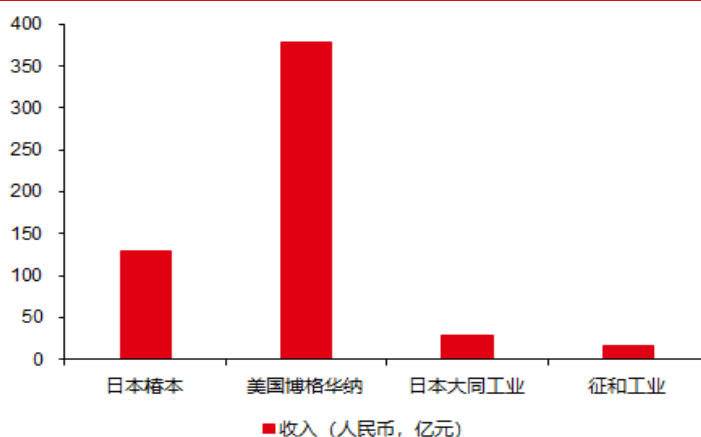
日本、德国和美国主导链传动高端市场，国际巨头体量较大。日本和德国是对链传动设备的研发和生产都比较重视的国家，日本椿本和德国伊维氏集团是业内公认的历史悠久、工艺先进、质量优异、实力最强的两家企业。日本椿本工业在工业用钢链、动力缸（电动缸）、正时链系统以及倾斜托盘分拣机等领域具有领先优势。德国伊维氏集团制造的滚子链远远超过全球普通标准，公差极小，使用寿命长于平均水平。德国伊维氏集团拥有“IWIS”、“EUROCHAIN”、

“ELITE”、“FLEXON”和“ECOPLUS”等多个品牌，征和工业作为伊维氏集团供应商，为其代工相关工业设备链系统。日本大同工业以及美国博格华纳也是世界主要链传动部件生产商。日本椿本2022财年实现收入约129亿元人民币，2022年美国博格华纳的传动业务实现收入约379亿元人民币，2022财年日本大同实现收入约28亿元。

**我国链传动行业已有70年以上历史。**我国链传动行业始于20世纪50年代初，原中国链条厂、杭州链条厂、沈阳链条厂、苏州链条总厂及齐齐哈尔链条总厂等国营链条厂均于该时期建立，开创并促进了我国链传动行业的发展。在“一五”至“三五”阶段，上述国有链条厂逐步发展成为具有一定规模的链传动产品生产厂商，并形成了以杭州链条厂为代表的链条产业群。然而随着20世纪80年代改革开放逐步加快，主要国有链条生产企业均因难以适应市场化经济而停产或改制。此后，民营链传动生产企业在行业中逐步占据了主导地位，行业内涌现出一大批如征和工业、杭州东华等优秀的民营企业。链传动行业的整体规模也在民营企业不断做大做强的背景下快速发展并不断向国外拓展。

**国内链传动企业收入规模与海外龙头企业仍有差距。**我国链传动行业起步较晚、发展时间较短，国内链传动企业规模相对发达国家较小。美日等国家经过多年行业发展，已培养出如美国博格华纳、日本椿本等年销售收入达到100亿元以上的龙头企业，这类企业凭借着历史积淀与规模优势，产品品类较为广泛，并在行业内建立了品牌优势。虽然国内也出现了征和工业、杭州东华等国内领先的企业，但收入规模与产品规格种类仍与世界龙头企业存在差距。

**图表14：2022财年各家公司链传动业务营收对比**



资料来源：各公司官网，iFind，中邮证券研究所

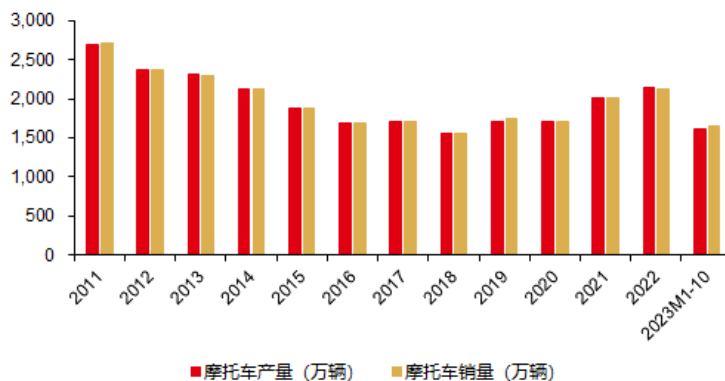
注：人民币/美元、人民币/日元汇率按2022年平均值计算

**高端链传动系统正逐步攻克，征和工业处于优势地位。**在链传动市场，配套供应商体系通常稳定难以打破，新进企业想要获得主机厂商认可进入配套供应商体系通常成本高、周期长。从现状看来，征和公司已经凭借优越的产品质量及优秀的销售能力，与伊维氏、广东信源、昆船物流等知名企业保持了良好的合作关系，建立了口碑和品牌形象。同时，征和工业可以充分利用原装厂商的地位，在市场建立消费者口碑的天然优势，有利于进一步扩大市场份额。从技术上看，征和的“发动机用强化齿形链”是继美国、日本公司之后全球第三个研发成功的厂家，打破了国外的技术垄断，在国内奠定了发动机齿形链研发生产方面的优势地位，也彰显了公司的技术实力。综上，我们认为征和工业是国内高端链传动系统国产化替代的主力军，目前在技术和品牌上有一定优势，未来可保持较好的发展态势。

## 2.2 摩托车链系统：国内外均具发展空间，后市场拓展空间广阔

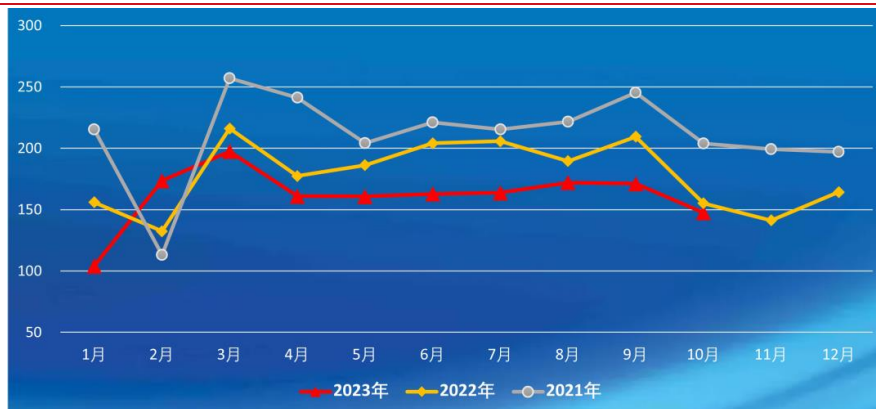
国内方面，2023M1-10 摩托车产销量略有下滑；保有量超 8000 万辆。据中国摩托车商会统计，2023 年 1-10 月，共产销摩托车 1653.74 万辆和 1619.59 万辆，同比下降 9.17% 和 11.81%。其中，二轮摩托车产销 1456.09 万辆和 1421.56 万辆，同比下降 10.48% 和 13.42%；大排量休闲娱乐摩托车（排量 250cc 以上，不含 250cc）产销 43.69 万辆和 45.11 万辆，同比下降 11.2% 和 9.85%。三轮摩托车产销 197.64 万辆和 198.03 万辆，同比增长 1.79% 和 1.77%。保有量方面，截至 2022 年底，我国摩托车保有量达 8072 万辆，比 2021 年增加 513 万辆，增长 6.79%。

图表15：中国摩托车行业产销量情况



资料来源：中国摩托车商会，iFind，中邮证券研究所

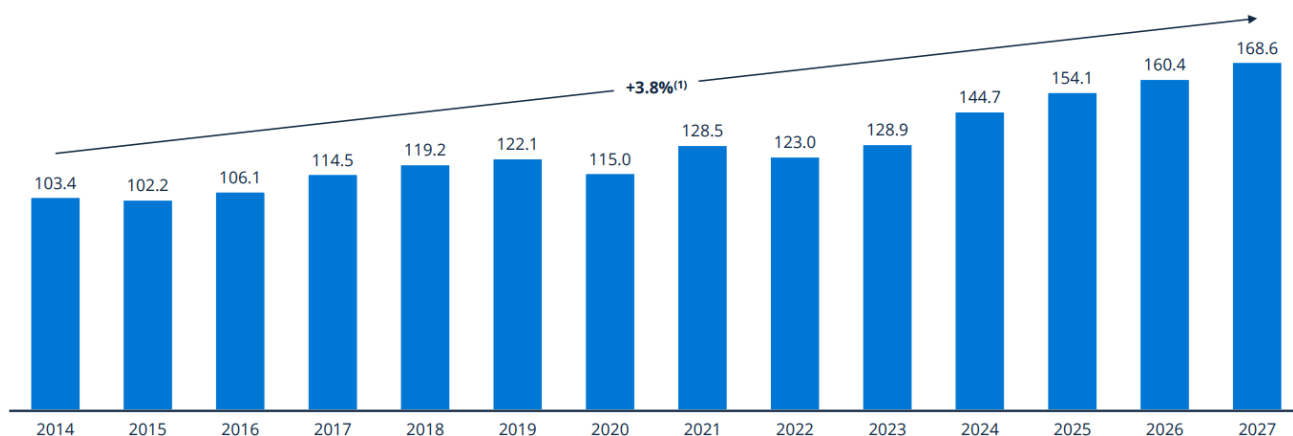
图表16：中国摩托车行业月度销量走势



资料来源：中国摩托车商会，中邮证券研究所

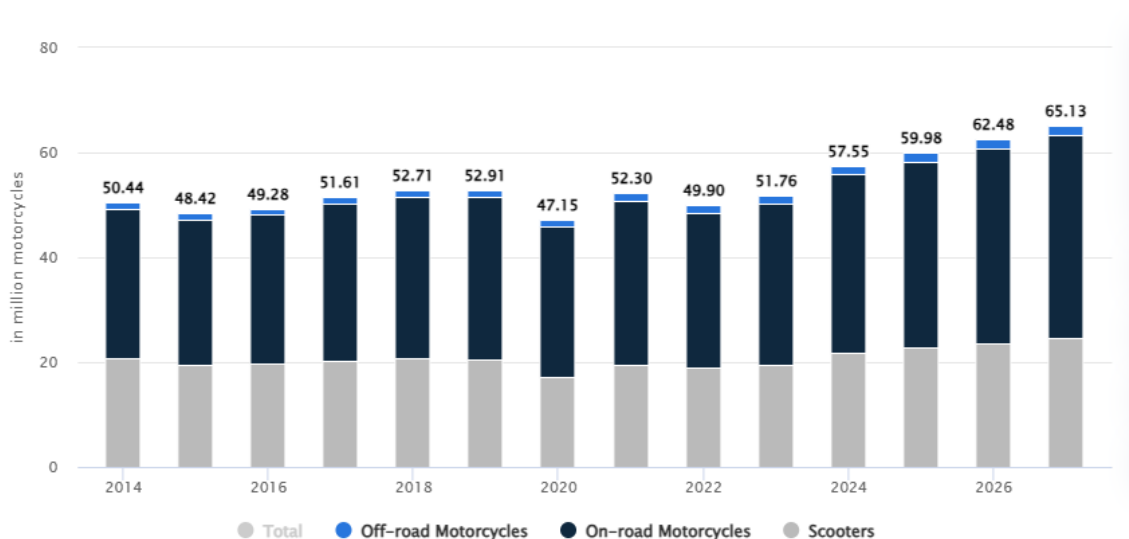
海外方面，全球绝大多数国家和地区均使用摩托车作为主要代步工具之一，近年来摩托车保有量上升的主要国家集中在南亚、东南亚、拉美和非洲等发展中国家，如印度、印尼、巴基斯坦、阿根廷、巴西、尼日利亚和摩洛哥等，上述国家和地区主要以小排量摩托车消费为主。

市场规模方面，根据 statista 预计，2023 年全球摩托车市场将达到 1289 亿美元。摩托车市场的收入预计将在 2023 年达到 1289 亿美元，收入预计将以 6.94% 的年增长率（2023-2027 年复合年增长率）增长，预计到 2027 年市场规模将达到 1686 亿美元。

**图表17：全球摩托车市场规模预计（十亿美元）**


资料来源：statista，中邮证券研究所

销量方面，根据 statista 预计，2023 年全球摩托车销量将达到 5176 万辆；保有量超 5 亿辆。根据 statista 预计，2023-2027 年，全球摩托车销量有望分别达到 5176、5755、5998、6248、6513 万辆。保有量方面，根据 36 氪，目前摩托车全球市场有 5 亿辆以上的燃油摩托车保有量。

**图表18：全球摩托车市场销量预计（百万辆）**


资料来源：statista，中邮证券研究所

链传动系统为消耗品，测算得到全球摩托车后市场空间超百亿，拓展空间广阔。链传动属于消耗品，通常摩托车需要定期维护链条，多次维护以后需要更换链条（摩托车链系统平均 10,000 公里至 30,000 公里就建议更换一次），测算得到全球摩托车后市场空间超百亿，具体的测算假设如下：

- 1、前装市场（配套整机）方面，中国摩托车销量为 2000W；全球摩托车销量为 5000W，假定单车包括传动链（及配套链轮）、正时链和油泵链，平均价值量为 40 元/辆；
- 2、后市场方面，中国摩托车保有量为 8000 万辆；全球摩托车保有量为 5 亿辆，假定单车平均每年更换传动系统的平均价值量为 25 元/辆；

**图表19：摩托车链系统市场空间测算表**

前装市场（配套整机）	中国摩托车销量（万）	2000	全球摩托车销量（万）	5000
	价值量（元/辆）	40	价值量（元/辆）	40
	对应市场空间（亿元）	8	对应市场空间（亿元）	20
后市场	中国摩托车保有量（万）	8000	全球摩托车保有量（万）	50000
	价值量（元/辆）	25	价值量（元/辆）	25
	对应市场空间（亿元）	20	对应市场空间（亿元）	125

资料来源：中邮证券研究所

### 2.3 农业机械链系统：国标切换影响逐步消退，配套需求有望向好

**农业机械是用于农业或其他农业的机械。**根据农业的特点和各项作业的特殊要求，有不同专门设计制造的农业机械，如土壤耕作机械、种植和施肥机械、植物保护机械、作物收获机械、畜牧业机械以及农产品加工机械等。

**图表20：农业机械基本分类**

农业机械基本分类	
分类	基本介绍
动力机械	内燃机、装备内燃机的拖拉机、电动机、风力机、水轮机和各种小型发电机组等
农田建设机械	推土机、平地机、铲运机、挖掘机、装载机和凿岩机等土石方机械
土壤基本耕作机械	铧式犁、圆盘型、耧式型和旋耕机等
种植机械	播种机、栽秧机和秧苗栽植机 3 大类
植物保护机械	主要有喷雾、喷粉和喷烟机具
农田排灌机械	水泵、水轮泵、喷灌设备和滴灌设备等
作物收获机械	谷物联合收获机、采棉机
农产品加工机械	谷物干燥设备、粮食加工机械、油料加工机械、棉花加工机械、麻类剥制机械、茶叶初制和精制机械、果品加工机械、乳品加工机械、种子加工处理设备和制淀粉设备等
畜牧业机械	草场维护和改良机械、放牧场管理设备、牧草和青饲料收获机械、饲料加工机械、饲养管理机械

资料来源：中商产业研究院，中邮证券研究所

**政策端持续关注农业机械发展。**今年发布的《中共中央国务院关于做好 2023 年全面推进乡村振兴重点工作的意见》提及：加快先进农机研发推广，加紧研发大型智能农机装备、丘陵山区适用小型机械和园艺机械。支持北斗智能监测终端及辅助驾驶系统集成应用。完善农机购置与应用补贴政策，探索与作业量挂钩的补贴办法，地方要履行法定支出责任。



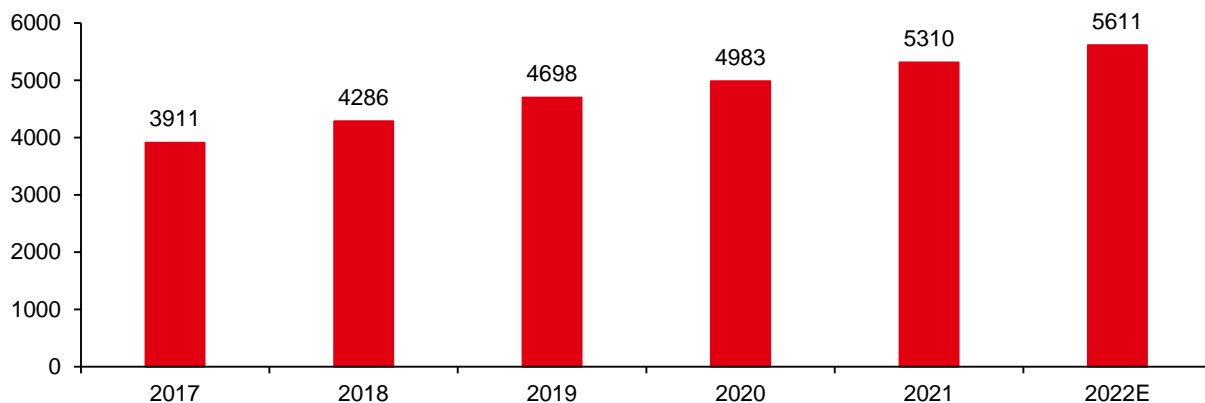
图表21：中国农业机械行业相关政策

发布时间	发布单位	政策名称
2023年1月	中共中央、国务院	《关于做好2023年全面推进乡村振兴重点工作的意见》
2022年2月	中共中央、国务院	《关于做好2022年全面推进乡村振兴重点工作的意见》
2022年2月	国务院	《“十四五”推进农业农村现代化规划》
2022年1月	农业农村部	《“十四五”全国农业农村科技发展规划》
2022年1月	农业农村部	《“十四五”全国农业机械化发展规划》
2021年7月	农业农村部	《关于加快发展农业社会化服务的指导意见》
2021年5月	农业农村部	《关于加快农业全产业链培育发展的指导意见》
2021年3月	农业农村部、财政部	《2021-2023年农机购置补贴实施指导意见》
2021年3月	两会	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》
2021年2月	中共中央、国务院	《中共中央、国务院关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见》

资料来源：中商产业研究院，中邮证券研究所

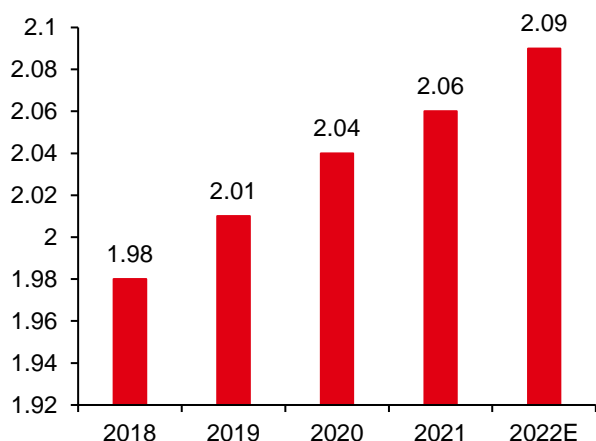
**中国农业机械市场规模不断扩大。**数据显示，中国农业机械行业市场规模由2017年的3911亿元增长至2021年的5310亿元，年均复合增长率达7.94%，呈现上升趋势，市场发展前景广阔。预计2022年市场规模将增长至5611亿元。

图表22：中国农业机械市场规模（亿元）

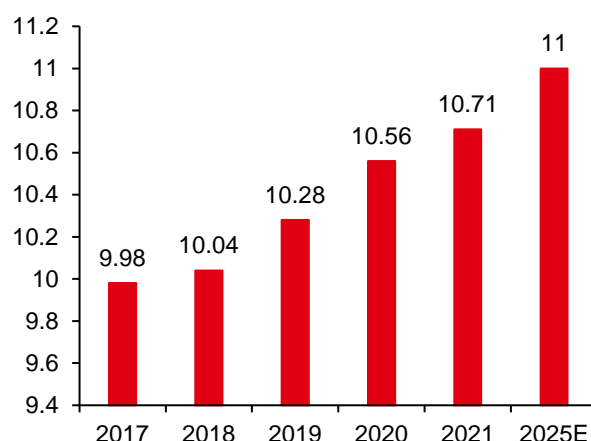


资料来源：中国农业农村部，中商产业研究院，中邮证券研究所

**农业机械保有量与农业机械总动力稳健增长。**中国农业机械保有量从2018年的1.98亿台增长到2021年的2.06亿台，预计2022年能达到2.09亿台。我国农业机械总动力从2017年的9.98亿千瓦增长到2021年的10.71亿千瓦。根据农业农村部印发《“十四五”全国农业机械化发展规划》，到2025年，全国农机总动力稳定在11亿千瓦左右。

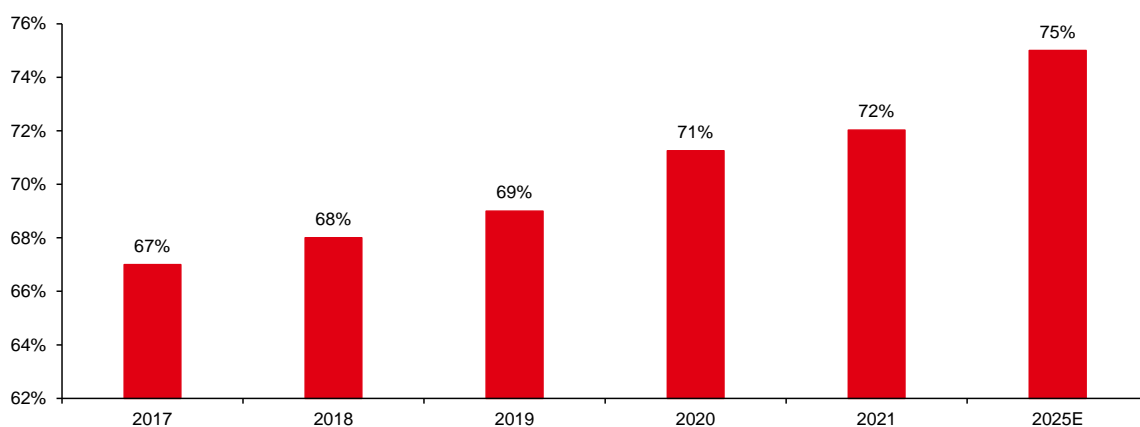
**图表23：中国农业机械保有量（亿台）**


资料来源：中商产业研究院，中邮证券研究所

**图表24：中国农业机械总动力（亿千瓦）**


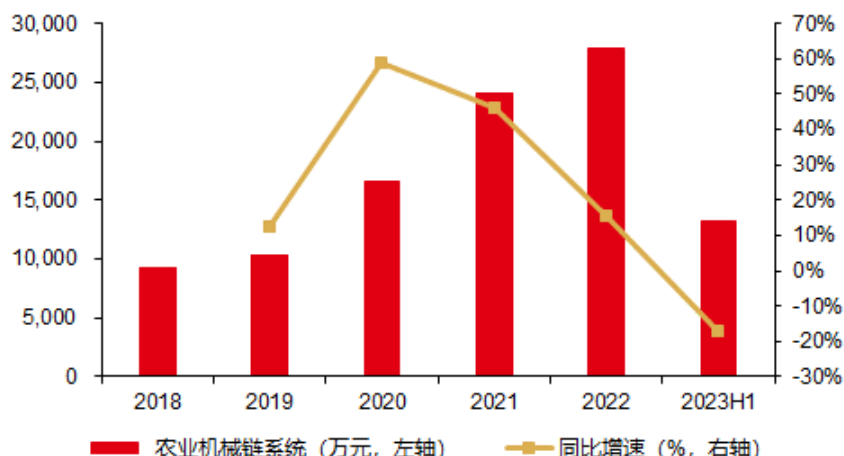
资料来源：中商产业研究院，中邮证券研究所

中国农业机械化率逐步提高，与发达国家仍有差距。受益于农机购置补贴政策降低成本以及土地流转政策促进农业规模化经营，中国农业机械化率从2017年的67%提升至2021年的72%，预计2025年达到75%。但与发达国家农业机械化率90%的水平相比，我国农业机械化率还有很大提升空间。

**图表25：农作物耕种收综合机械化率**


资料来源：农业机械化管理局，头豹研究院，中邮证券研究所

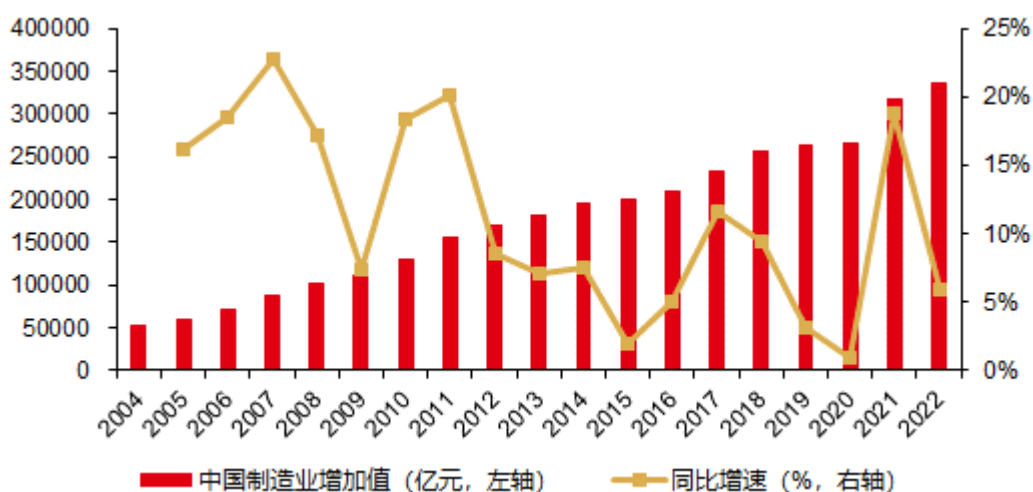
征和工业为国内农机链条龙头企业，国标切换影响逐步消退，农机链业务有望重新进入上升通道。征和工业在国内农机链系统中占有领先地位，公司与潍柴雷沃重工、河北英虎、科乐收金亿、金大丰、勇猛机械、中农发巨明、新疆牧神、天人农机、江苏沃得、山东国丰、新乡立广、九方泰禾、爱科（兖州）、吉林顺昆、洛阳福格森、泰州樱田、春明机械、宗申戈梅利、道依茨法尔等知名农业机械生产厂家建立了良好的合作关系。2018-2022年公司农机链业务实现稳健增长，复合增速超30%，2022年收入达2.79亿元。2023H1，公司农机链系统收入出现下滑，其主要原因为去年年底国三切国四，导致上半年渠道端在持续去化国三机型，展望未来，国标切换影响有望逐步消退，公司农机链业务有望重新进入上升通道。

**图表26：公司农机链系统业务收入及增速**


资料来源：iFind，中邮证券研究所

## 2.4 工业链系统：下游应用广泛，行业拓展有望引领公司恢复高增

我国制造业规模全球第一，工业链条系统具有良好的成长土壤。工业设备链系统是工业机械设备的基础零部件，其下游应用也比较广泛，常见的应用领域包括物流、货运、交通、食品生产等行业。2022年，我国制造业增加值规模为33.5万亿元，占全球制造业比重接近30%，10年增长8pct。我国制造业规模全球第一，并且仍然向着更好的方向发展，工业链系统作为主要的机械传动系统，也将具备良好的成长空间。

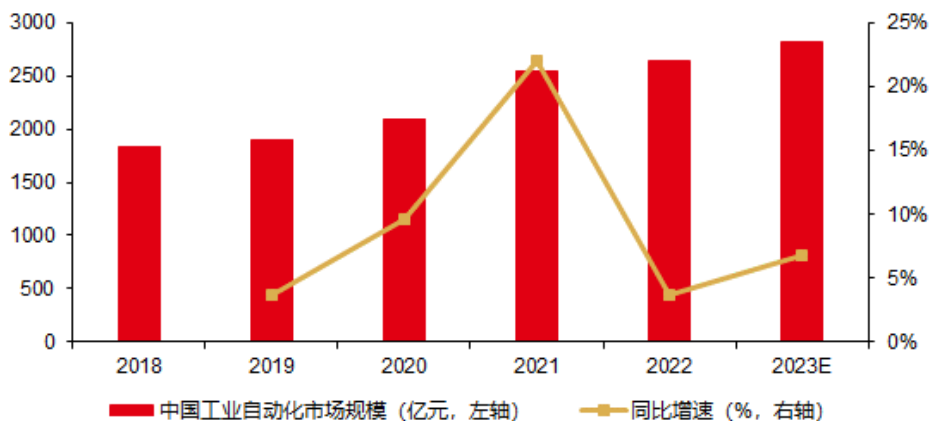
**图表27：中国制造业增加值及同比增速**


资料来源：iFind，中邮证券研究所

工业自动化在我国具有重要地位，行业稳定增长。在人口老龄化加剧，人工成本大幅增长的背景下，工业自动化对我国的制造业发展有着举足轻重的作用，同时我国也提出了“中国制造2025”计划，加入了全球制造业“工业4.0”的进程之中。根据中商产业研究院数据显示，2022

年我国工业自动化市场规模已达 2642 亿元。且根据中商产业研究院预测，2023 年我国工业自动化市场规模将增长至 2822 亿元。工业链传动系统是工业自动化的核心部件之一，工业自动化的快速发展将为工业链传动市场的增长提供良好的成长环境。

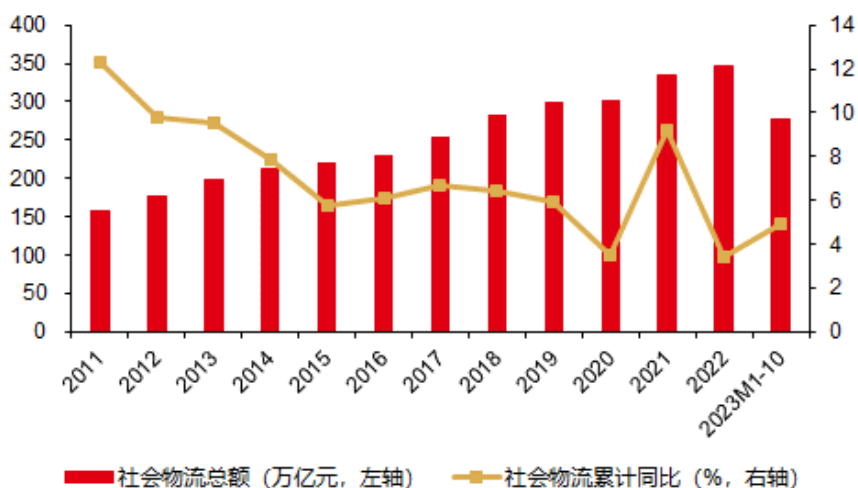
图表28：中国工业自动化市场规模及同比增速



资料来源：中商产业研究院，中邮证券研究所

**物流行业稳定增长，2023M1-10 仍保持稳健增长态势。**现代物流主要包括批发、零售、住宿、餐饮、居民服务等现代服务业及进出口贸易相关的物流服务活动，随着多地推动复工复产，保障物流畅通、稳定产业链供应的需求愈加迫切。2022 年，我国社会物流总额为 347.6 万亿元，同比增长 3.4%；2023M1-10 我国社会物流总额为 278.3 万亿元，同比增长 4.9%，市场规模稳步扩大。

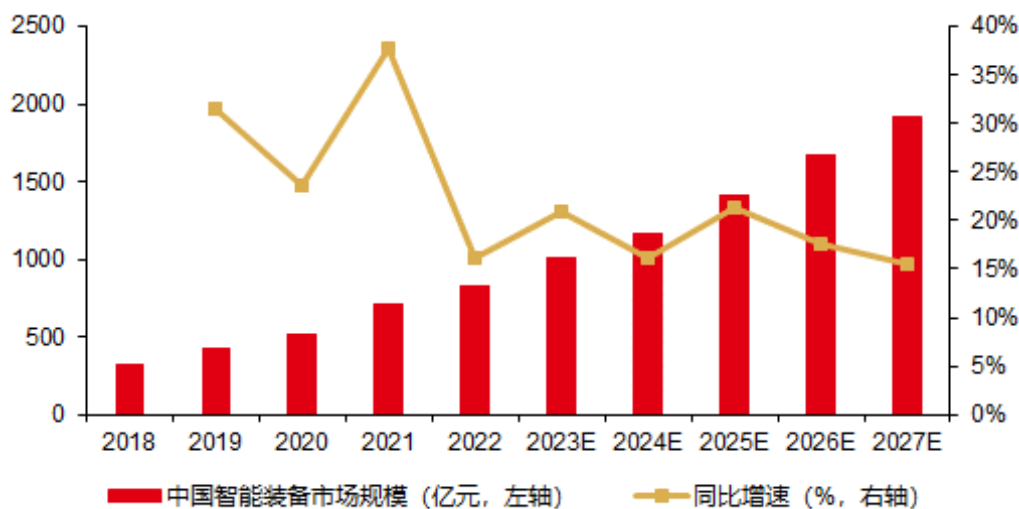
图表29：中国社会物流总额及同比增速



资料来源：iFind，中国商贸物流发展报告，中邮证券研究所

**智能物流装备将保持快速发展。**随着中国经济结构转型以及智能化发展，国内智能物流装备行业将迎来较好的发展契机。智能物流装备可以推动物流行业的机器化、自动化和智能化发展，根据 CIC 灼识咨询预计，2027 年，中国智能物流装备市场规模可达到 1,920.2 亿元，未来五年年复合增长率高达 18.3%，增速明显高于物流的大盘。

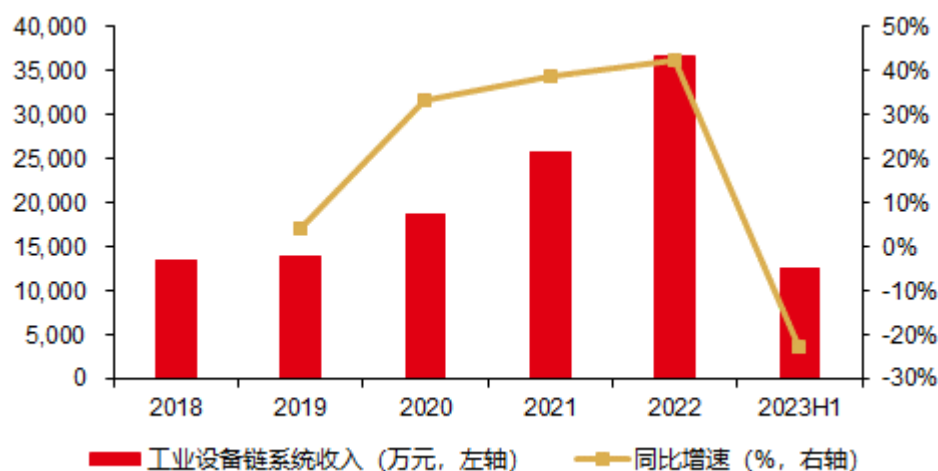
图表30：中国智能装备市场规模及同比增速



资料来源：CIC 灼识咨询，中邮证券研究所

**工业领域有望恢复高增长，主因降息预期下明年 OEM 业务有望得到修复，叠加新行业、新品类的拓展。**征和工业在工业链领域的出口以 OEM 制造为主，主要为国际工业链龙头代工生产标准化产品，2023H1 工业链系统收入同比下滑超 20%，最核心的原因为欧美加息引起国际工业链龙头代工需求下滑。征和工业在工业链领域的内销以物流等工业链细分市场为主，并且正持续开拓细分领域。展望未来，降息预期下明年 OEM 业务有望得到修复；新行业、新品类的拓展亦有望持续，工业领域有望恢复高增长。

图表31：公司工业链系统业务收入及增速



资料来源：iFind，中邮证券研究所

### 3 盈利预测与估值

#### 3.1 盈利预测

(1) 公司是国内链传动领导企业，在摩托车链条领域具有明显的领先地位。全球摩托车市场需求与保有量维持高位，后市场空间超百亿，开拓空间广阔，我们预计随着营销端持续发力与新产能投放，公司摩托车业务可保持稳定增长。

(2) 公司是在国内农业链系统领域占据领导地位，已经与国内主要企业具有良好的合作。农业机械行业需求总体呈现稳中有升的趋势，同时“粮食安全”也引起了全球的重视，今年公司农机业务主要受国三切国四影响，目前渠道端国三库存去化基本完成，我们预计农机业务可恢复较高增速。

(3) 工业链系统市场空间巨大，目前国际巨头占据全球主要市场，国内东华等企业也具备较强竞争力。征和工业在工业链领域的出口以 OEM 制造为主；内销以物流等工业链细分市场为主，并且正持续开拓细分领域。展望未来，降息预期下明年 OEM 业务有望得到修复；新行业、新品类的拓展亦有望持续，工业领域有望恢复高增长。

基于以上分析，预计 2023 年至 2025 年归属母公司净利润分别为 1.30、2.02、2.72 亿元，对应的 EPS 分别为 1.59、2.47、3.32。

#### 3.2 估值与投资评级

公司主营业务为机动车与工业基础零部件，我们选取五洲新春、长盛轴承等轴承制造商作为可比公司，公司 23-25 年 PE 估值分别为 22.14/14.24/10.58 倍，低于可比公司估值。我们认为，公司作为国内链传动领先企业，产品线丰富，今年主要受到农机市场和海外工业链库存消化影响，随着需求逐渐好转，公司传统主业有望迎来持续复苏，农机具等新产品和泰国新工厂逐步投产带来新增量，中长期来看，全球链传动市场规模庞大，公司凭借持续提升的产品力和不断完善的渠道能力，有望持续提高市场份额，成长空间广阔。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表32：可比公司估值表

代码	证券简称	总市值(亿)	收盘价	归母净利润(亿)				PE			
				2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
603667.SH	五洲新春	82.23	22.31	1.48	1.79	2.59	3.49	55.65	45.87	31.73	23.55
300718.SZ	长盛轴承	54.51	18.24	1.02	2.47	3.07	3.91	53.41	22.10	17.75	13.96
平均值								33.99	24.74	18.75	
003033.SZ	征和工业	28.74	35.15	1.70	1.30	2.02	2.72	16.91	22.14	14.24	10.58

资料来源：iFind，中邮证券研究所

注：五洲新春、长盛轴承预测数据取自 iFind 一致预期，截止日期 2023.12.21

## 4 风险提示

新业务拓展进度不及预期，政策变动，原材料价格波动等风险。

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	1607	1826	2358	2867	营业收入	18.0%	13.6%	29.2%	21.6%
营业成本	1237	1413	1812	2185	营业利润	96.2%	-14.8%	55.4%	34.5%
税金及附加	11	12	15	19	归属于母公司净利润	115.7%	-23.6%	55.4%	34.6%
销售费用	45	66	78	92	<b>获利能力</b>				
管理费用	77	94	116	138	毛利率	23.0%	22.6%	23.2%	23.8%
研发费用	64	85	104	123	净利率	10.6%	7.1%	8.6%	9.5%
财务费用	-1	12	10	9	ROE	15.6%	11.2%	15.8%	18.8%
资产减值损失	-12	-8	-10	-12	ROIC	12.4%	8.6%	12.9%	16.6%
<b>营业利润</b>	<b>166</b>	<b>141</b>	<b>220</b>	<b>295</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	2	0	0	0	资产负债率	37.7%	50.5%	45.8%	42.3%
营业外支出	1	1	1	1	流动比率	1.65	2.40	2.36	2.32
<b>利润总额</b>	<b>167</b>	<b>141</b>	<b>219</b>	<b>295</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	-3	11	18	24	应收账款周转率	7.17	6.62	7.07	7.37
<b>净利润</b>	<b>170</b>	<b>130</b>	<b>202</b>	<b>272</b>	存货周转率	6.71	6.74	6.87	6.93
归母净利润	170	130	202	272	总资产周转率	1.03	0.89	1.00	1.18
<b>每股收益(元)</b>	<b>2.08</b>	<b>1.59</b>	<b>2.47</b>	<b>3.32</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	2.08	1.59	2.47	3.32
货币资金	343	716	485	552	每股净资产	13.30	14.19	15.65	17.68
交易性金融资产	0	0	0	0	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	295	318	434	448	PE	16.91	22.14	14.24	10.58
预付款项	8	14	17	20	PB	2.64	2.48	2.25	1.99
存货	238	304	383	445	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>904</b>	<b>1384</b>	<b>1351</b>	<b>1511</b>	净利润	170	130	202	272
固定资产	589	714	767	756	折旧和摊销	60	116	135	149
在建工程	72	62	55	50	营运资本变动	-77	-12	-180	-8
无形资产	30	30	31	31	其他	11	32	42	40
<b>非流动资产合计</b>	<b>840</b>	<b>961</b>	<b>1010</b>	<b>993</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>164</b>	<b>265</b>	<b>199</b>	<b>453</b>
<b>资产总计</b>	<b>1744</b>	<b>2345</b>	<b>2361</b>	<b>2504</b>	资本开支	-142	-238	-185	-134
短期借款	248	168	128	98	其他	-184	1	2	2
应付票据及应付账款	190	286	299	380	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-326</b>	<b>-236</b>	<b>-183</b>	<b>-131</b>
其他流动负债	111	123	147	172	股权融资	0	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>549</b>	<b>577</b>	<b>573</b>	<b>651</b>	债务融资	198	420	-140	-130
其他	108	608	508	408	其他	-48	-76	-106	-125
<b>非流动负债合计</b>	<b>108</b>	<b>608</b>	<b>508</b>	<b>408</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>150</b>	<b>344</b>	<b>-246</b>	<b>-255</b>
<b>负债合计</b>	<b>657</b>	<b>1186</b>	<b>1082</b>	<b>1059</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>-8</b>	<b>373</b>	<b>-231</b>	<b>66</b>
股本	82	114	114	114					
资本公积金	452	420	420	420					
未分配利润	523	576	666	790					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	30	50	80	121					
<b>所有者权益合计</b>	<b>1087</b>	<b>1160</b>	<b>1280</b>	<b>1445</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>1744</b>	<b>2345</b>	<b>2361</b>	<b>2504</b>					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所



## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048