

## 华懋科技（603306）深度研究报告

# 汽车被动安全空间广阔，泛 AI 业务打造第二增长曲线

- ❖ **国内被动安全龙头，被动安全+泛 AI 齐头并进。**华懋科技成立于2002年，目前已发展成为汽车被动安全领域的龙头企业，产品线覆盖汽车安全气囊布、安全气囊袋以及安全带等被动安全系统部件等。2024年起公司多次增持主营涵盖光模块 PCBA 等泛 AI 业务的富创优越，目前累计持股比例达 42.16%，战略切入 AI 算力硬件赛道，构建“汽车被动安全+AI 硬件”双轮驱动的业务格局。
- ❖ **算力基础设施需求高增，外延并购富创优越打造泛 AI 第二成长曲线。**海外科技巨头持续加速算力基建投入，近期 Meta 上调 2025 年的资本开支预期至 640 亿至 720 亿美元，资本开支上行带动基础设施光模块、GPU 等 AI 芯片、PCB 等高增。光模块作为数据传输关键环节，当前 Finisar 维持市场领先，国内厂商竞争力持续提升。华懋积极打造泛 AI 第二成长曲线，公司于 2024 年 9 月至 2025 年 1 月期间分四次对深圳富创优越进行股权收购，累计持股比例 42.16%。富创主营光通信模块、海事通信设备及汽车电子等领域，依托中国与马来西亚双制造基地，已成为国内外光通信、海事通信领域头部客户的最优合作伙伴，具备高可靠性光通信产品研发设计、生产制造到测试验证的全流程服务能力，为适应数据中心对更高带宽的需求 CPO 技术应运而生，CPO 将光学引擎和交换芯片共同封装在一个模块内，PCBA 需要承载更多的功能和组件价值量有望提升，驱动富创优越业务进一步上行。未来公司将持续加大在半导体及算力制造领域的业务布局，包括根据实际情况继续加大在相关领域的投入及深度整合富创优越产业链上下游等，泛 AI 业务有望为公司开辟业绩增长新空间。
- ❖ **汽车被动安全产品国产市占率领先，海外扩张加速。**全球安全气囊市场规模超百亿美元，单车安全气囊配置率提升有望驱动市场扩容。公司深耕被动安全领域 20 年，在国内本土企业中较早实现了安全气囊布规模化生产，市占率领先。公司在十年前就已和延锋百利得、比亚迪、奥托立夫建立深入合作关系，已为国内绝大部分主流车型实现配套。公司早在 2018 年布局海外市场，2024 年越南子公司营收/净利分别达 2.58/0.37 亿元。2023 年公司海外布局加速，越南新基地已于 2025 年 4 月 20 日正式投产，规划产能约 20 亿元，2025 年起有望贡献较高增量。凭借优异产品力、优秀稳定的客户合作资源背书、以及先发出海的战略决心，我们看好公司远期成长为全球化的汽车被动安全领域领军者。
- ❖ **投资建议：**公司为国内汽车被动安全龙头，并依托海外产能释放加速抢占海外市场。泛 AI 业务上，公司目前合计持股富创优越 42.16%，富创优越为光通信等领域头部客户最优合作伙伴，同时公司将持续投入加大在泛 AI 领域投入打造第二增长极。我们预计公司 25-27 年实现归母净利润 5.90/7.48/9.34 亿元。采用分部估值法，汽车被动安全业务选择松原安全、豪能股份等可比公司，给予公司 2025 年对应业务 25X PE；光通讯业务选取华工科技、光迅科技为可比公司，给予公司 2025 年对应业务 30X PE，目标价 46.99 元，对应 2025 年 26X PE，首次覆盖给予“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**下游需求波动、整车厂商要求降价、产业拓展风险

## 主要财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万)	2,213	2,908	3,494	4,186
同比增速(%)	7.7%	31.4%	20.2%	19.8%
归母净利润(百万)	277	590	748	934
同比增速(%)	14.6%	112.7%	26.8%	24.8%
每股盈利(元)	0.84	1.79	2.27	2.84
市盈率(倍)	44	21	16	13
市净率(倍)	3.2	2.8	2.4	2.1

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2025 年 5 月 15 日收盘价

## 强推（首次）

目标价：46.99 元

当前价：37.35 元

## 华创证券研究所

## 证券分析师：耿琛

电话：0755-82755859  
邮箱：gengchen@hcyjs.com  
执业编号：S0360517100004

## 证券分析师：岳阳

邮箱：yueyang@hcyjs.com  
执业编号：S0360521120002

## 证券分析师：姚德昌

邮箱：yaodechang@hcyjs.com  
执业编号：S0360523080011

## 证券分析师：夏凉

电话：021-20572532  
邮箱：xialiang@hcyjs.com  
执业编号：S0360522030001

## 联系人：卢依雯

邮箱：luyiwen@hcyjs.com

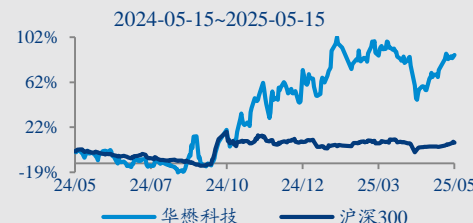
## 联系人：林栖宇

邮箱：linxiyu@hcyjs.com

## 公司基本数据

总股本(万股)	32,906.02
已上市流通股(万股)	32,906.02
总市值(亿元)	122.90
流通市值(亿元)	122.90
资产负债率(%)	37.58
每股净资产(元)	8.80
12个月内最高/最低价	40.53/16.23

## 市场表现对比图(近 12 个月)



## 投资主题

### 报告亮点

作为国内汽车被动安全龙头，公司依托“安全+AI”双轮驱动战略，打造增长双引擎：**1) 汽车安全业务**：深耕 OPW 气囊技术升级与海外产能扩张（越南基地投产），受益法规趋严与新能源车渗透率提升，量价齐升趋势明确；**2) 泛 AI 布局**：外延收购富创优越（目前持股 42.16%），切入高速增长的光模块 PCBA 及海事通信赛道，借力 AI 算力基建浪潮与全球化产能协同，打开第二增长曲线。技术壁垒+头部客户绑定+国际化布局构筑长期竞争力，双赛道高景气共振驱动业绩弹性。

### 投资逻辑

**国内被动安全龙头，被动安全+泛 AI 齐头并进。**（1）**泛 AI 业务**：海外科技巨头加速算力基建投入驱动全球 IT 资本开支上行，近期 Meta 上调 2025 年的资本开支预期至 640 亿至 720 亿美元超市场预期，资本开支上行推动光模块、算力芯片等上游高增。在此背景下公司积极打造泛 AI 业务第二增长曲线，华懋科技通过四次股权收购累计持有深圳富创优越 42.16% 股权，标的公司作为具备中国&马来西亚双基地布局的国家级高新技术企业，聚焦光通信模块、海事通信设备及汽车电子领域，已构建覆盖光模块 PCBA 研发设计至测试验证的全流程能力。未来公司将持续加大在半导体及算力制造领域的业务布局，包括根据实际情况继续加大在相关领域的投入及深度整合富创优越产业链上下游等，泛 AI 业务有望为公司开辟业绩增长新空间。（2）**汽车被动安全业务**：公司深耕被动安全领域 20 年，在国内本土企业中较早实现了安全气囊布规模化生产，市占率领先。公司在十年前就已和延锋百利得、比亚迪、奥托立夫建立深入合作关系，已为国内绝大部分主流车型实现配套。未来 OPW 升级加速，有望带动公司产品结构优化；此外海外布局稳步推进，2025 年海外收入有望快速增长。

### 关键假设、估值与盈利预测

公司为国内汽车被动安全龙头，并依托海外产能释放加速抢占海外市场。泛 AI 业务上，华懋科技目前合计持股富创优越 42.16%，富创优越为光通信等领域头部客户最优合作伙伴，同时公司将持续投入加大在泛 AI 领域投入打造第二增长极。我们预计公司 25-27 年实现归母净利润 5.90/7.48/9.34 亿元。采用分部估值法，汽车被动安全业务选择松原安全、豪能股份等可比公司，给予公司 2025 年对应业务 25X PE；光通讯业务选取华工科技、光迅科技为可比公司，给予公司 2025 年对应业务 30X PE，目标价 46.99 元，对应 2025 年 26X PE，首次覆盖给予“强推”评级。

# 目 录

一、国内被动安全龙头，被动安全+泛 AI 齐头并进 .....	6
（一）汽车被动安全龙头企业，积极延伸产业链条 .....	6
（二）管理层具备深厚产业经验，员工持股计划绑定核心骨干 .....	8
（三）经营情况稳健，费用管控优异 .....	10
二、大模型迭代带动算力需求高涨，泛 AI 业务打造第二增长曲线.....	12
（一）AI 迎爆发式发展，算力基础设施需求高增 .....	12
1、国内外 AI 基础设施建设加速，均大幅提高资本开支 .....	12
2、服务器出货及市场规模高增，国产服务器厂商逐步崛起 .....	13
3、AI 算力带动光模块量价齐升，Finisar 全球地位领先 .....	15
（二）外延收购富创优越股权，打造第二成长曲线 .....	17
三、汽车被动安全行业长坡厚雪，配置率提升驱动扩容 .....	20
（一）全球安全气囊市场规模超百亿美元，单车配置率有望提升 .....	20
（二）奥托立夫稳居 Tier 1 龙头，Tier 2 市场华懋和日韩企业差异化突围.....	21
四、汽车被动安全产品国内市占率领先，海外扩张加速 .....	23
（一）以优异产品力与优质客户资源为基，国内市占率领先 .....	23
（二）海外布局稳步推进，2025 年海外收入有望快速增长 .....	26
五、盈利预测与估值 .....	28
六、风险提示 .....	30

## 图表目录

图表 1	公司发展历程	6
图表 2	公司产品类别	7
图表 3	华懋科技收购富创优越股权过程	7
图表 4	越南子公司收入及增速	8
图表 5	越南子公司净利润及净利率	8
图表 6	华懋科技股权结构	8
图表 7	华懋科技管理层情况	9
图表 8	公司 25-27E 营业收入考核目标（目标值）	10
图表 9	公司 25-27E 营业收入考核目标（触发值）	10
图表 10	公司营收及增速	10
图表 11	公司归母净利润及增速	10
图表 12	华懋科技分业务营业收入/亿元	11
图表 13	华懋科技分业务毛利率	11
图表 14	公司毛利率及净利率	11
图表 15	公司三项费用率	11
图表 16	北美科技巨头资本开支快速上行（亿美元）	12
图表 17	百度、阿里、腾讯资本开支总和变化情况（亿人民币）	13
图表 18	AI 产业链	13
图表 19	全球服务器市场规模	14
图表 20	全球服务器市场份额（2023Q4）	14
图表 21	全球服务器市场份额（2024Q4）	14
图表 22	2022 年中国服务器市场竞争格局	15
图表 23	2022 年中国 AI 服务器市场竞争格局	15
图表 24	光模块工作原理图	15
图表 25	光模块的外观结构（SFP+封装为例）	15
图表 26	全球光模块市场规模	16
图表 27	全球光模块市场份额排名（部分年份）	16
图表 28	华懋科技收购富创优越股权过程	17
图表 29	富创优越深圳生产基地	18
图表 30	富创优越马来西亚生产基地	18
图表 31	深圳富创优越业务介绍	18
图表 32	富创优越海事通信 ODM 产品展示	19
图表 33	富创优越海事通信 ODM 产品展示（续）	19

图表 34	2013-2025 年中国被动安全系统规模及增速（亿美元、%）	20
图表 35	全球安全气囊市场销售额及预测（亿美元）	20
图表 36	全球安全气囊布市场销售额及预测（亿美元）	20
图表 37	2021 年全球安全气囊市场各企业市占率（%）	21
图表 38	2019 年中国侧面安全气囊市场各企业市占率（%）	21
图表 39	华懋科技在中国市场安全气囊袋/安全气囊布产品竞争对手信息	21
图表 40	安全气囊产品细分及主要功能	23
图表 41	公司安全气囊袋产品分品类量价拆分情况（亿元、万个、元/个）	23
图表 42	2018 至 2024 年公司平织布安全气囊收入及增速（亿元、%）	24
图表 43	2018 至 2024 年公司 OPW 收入及增速（亿元、%）	24
图表 44	2011 年至 14H1、2021 年至 23H1 公司前五大客户营收及占比变化（亿元、%）	25
图表 45	公司被动安全产品收入拆分及占比（亿元、%）	26
图表 46	2015 至 2024 年公司国内外收入及占比（亿元、%）	26
图表 47	公司计划开拓越南市场以来，越南基地项目建设计划及进展	27
图表 48	2019 至 2024 年华懋越南子公司收入及增速（亿元、%）	27
图表 49	2019 至 2024 年华懋越南子公司净利润及净利率（亿元、%）	27
图表 50	华懋科技业务拆分	28
图表 51	可比公司估值情况	28

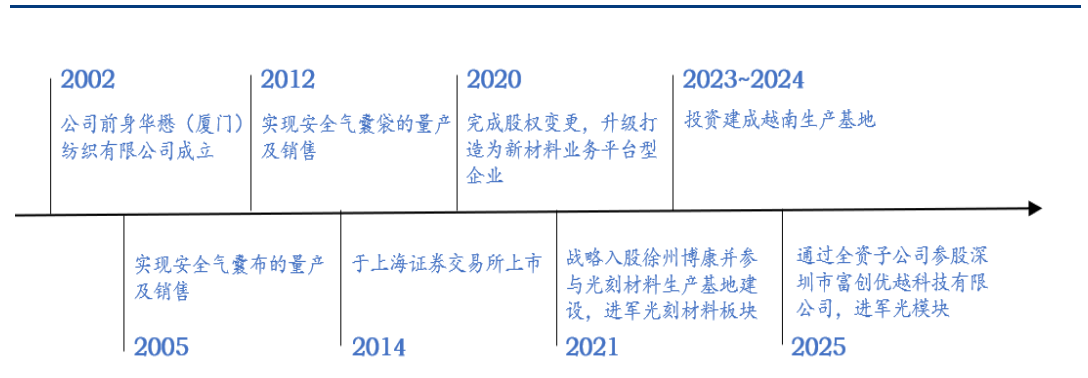
## 一、国内被动安全龙头，被动安全+泛 AI 齐头并进

### （一）汽车被动安全龙头企业，积极延伸产业链条

**汽车被动安全龙头企业，积极扩展公司布局。**华懋科技成立于 2002 年，目前已发展成为汽车被动安全领域的龙头企业，产品线覆盖汽车安全气囊布、安全气囊袋以及安全带等被动安全系统部件等，后逐步拓展半导体光刻材料、光模块 PCBA 等业务进一步扩大产业版图。回顾公司的成长历程，可以主要分为三个阶段：

- 1) **初创与技术突破期（2002 年-2011 年）：**华懋新材料科技公司成立于 2002 年，开始自主研发安全气囊布的生产技术，开发利用重磅喷水织机生产安全气囊布的工艺流程，于 2005 年实现安全气囊布的量产及销售，打破欧美、日韩厂商对安全气囊布的垄断。
- 2) **产品拓展期（2012 年-2020 年）：**2012 年以自主研发的安全气囊布为基础，华懋科技实现安全气囊袋的量产及销售，并进一步研发、生产及销售 OPW 气囊袋。2014 年华懋于上海证券交易所主板上市，2020 年完成控股权变更。
- 3) **多元化与海外拓展期（2021 年-至今）：**顺应半导体市场蓬勃发展的趋势，2021 年华懋进军光刻材料板块，通过产业基金增资控股从事光刻材料领域中高端化学品研发、生产及销售的徐州博康。为构建全球化产业布局，华懋于 2023 年投资建设越南生产基地并于 2024 年完成主体厂房建设封顶与厂房交付，是公司实现国际化战略目标的重要节点。2024-2025 年华懋通过多次参股主营光模块的 PCBA 等业务的深圳市富创优越科技有限公司，进军光模块市场，进一步扩大产业版图。

图表 1 公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，财联社，华创证券

**专注被动安全部件业务，积极延伸产业链条。**公司致力于被动安全系统部件的研发、生产及其应用领域的拓展，产品线覆盖安全气囊布、安全气囊袋以及安全带等，也包括防弹布、夹网布等。公司目前是汽车被动安全领域的龙头企业，汽车安全气囊产品涵盖 DAB、PAB、SAB、CAB、KAB 多个品类，可生产欧标、美标等各种规格的安全带，广泛应用于乘用车中。另外公司生产应用于摔倒时人体保护的智能气囊服、头部安全气囊等。自主开发的防弹布产品已通过实弹测试认可。同时为进一步拓展新兴业务，打造“第二增长曲线”，公司在夯实被动安全业务的同时延伸企业生产链条，积极发展半导体核心材料光刻胶业务，其重要参股子公司徐州博康已有 Arf、Krf、I 线、电子束光刻胶等产品，未来公司将根据自身发展战略，在合适的时机进行择优处置，以获得新的发展机会。

图表 2 公司产品类别



资料来源：公司年报

**多次参股富创优越，积极布局 AI 产业。**2024 年 9 月华懋东阳收购富创 21.01%的股权；同年 10 月，继续收购富创 3.99%的股权；2025 年 1 月 27 日，华懋发布对外投资公告，以 8500 万元收购深圳富创 10%股权。此次交易完成后，华懋合计持有深圳富创 42.16%股权。富创优越成立于 2015 年，是专业的电子智造服务供应商，主营涉及光模块的 PCBA 业务以及海事通信设备的研发生产，为客户提供从产品研发、物料采购、生产智造到全球物流等一站式电子制造服务。华懋科技多次收购富创优越股权，或将通过富创优越切入 AI 相关业务，寻求新增长。

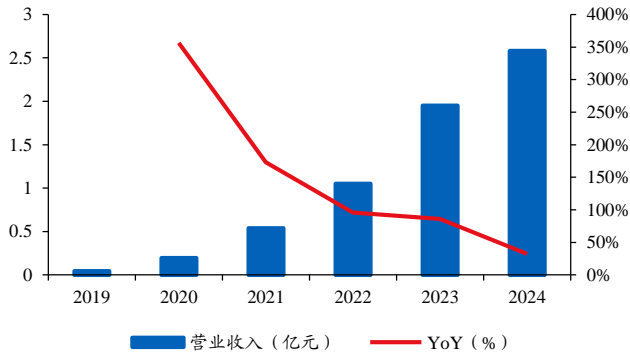
图表 3 华懋科技收购富创优越股权过程

交易时间	转让方	对应注册资本（万元）	对应股权	转股价款（万元）	整体估值（亿元）
2024 年 9 月	姚培欣、施文远	1,600.00	21.01%	19,957.00	9.50
2024 年 10 月	姚培欣	304.13	3.99%	3,793.00	9.50
2025 年 1 月	无锡鸿泰投资有限公司	545.35	7.16%	6,086.10	8.50
2025 年 1 月	无锡鸿泰投资有限公司	761.65	10%	8,500.00	8.50
合计	-	3,211.13	42.16%	38,336.10	-

资料来源：公司公告，华创证券

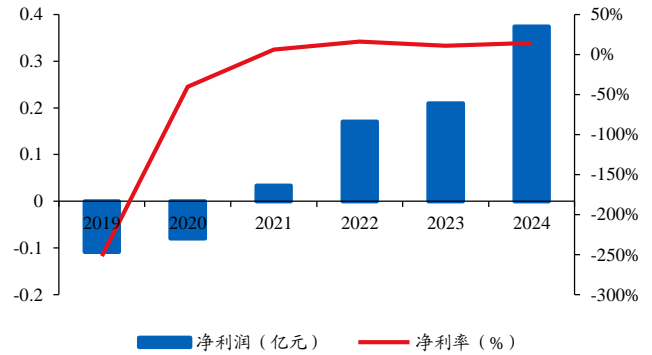
**海内外产能全面布局，海外子公司经营情况稳健。**目前华懋科技的全球化战略聚焦于东南亚、亚太和欧洲市场，为提升全球供应能力，扩展海外市场，公司于 2018 年 9 月在越南投资设立气袋生产工厂，2019 年投入量产。公司从 2023 年开始着手在越南建立新生产基地，于 2024 年 1 月封顶交付，逐步开启设备的安装、调试与定点项目的 PPAP 与试生产。2025 年第一季度，越南新工厂正式投产，规划年产能约 20 亿人民币，主要目标市场为东南亚、亚太及欧洲等地区。从经营情况来看，公司越南子公司通过认证量产的项目数量逐步增多，近年营收实现跨越性增长，且已于 2021 年成功转盈。

图表 4 越南子公司收入及增速



资料来源：公司年报，华创证券

图表 5 越南子公司净利润及净利率

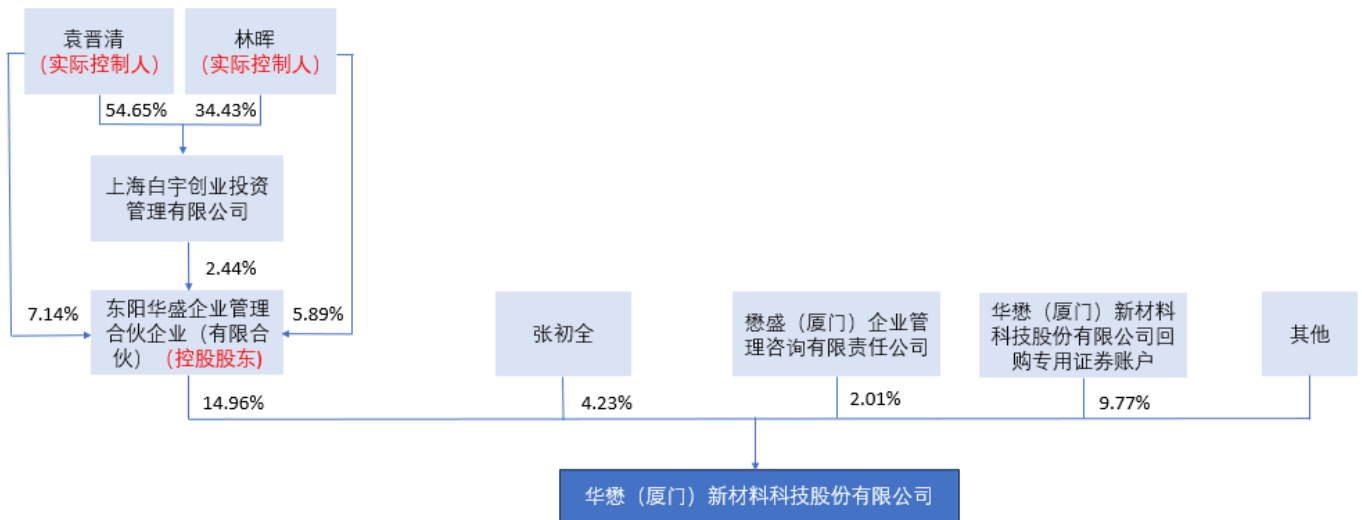


资料来源：公司年报，华创证券

**(二) 管理层具备深厚产业经验，员工持股计划绑定核心骨干**

华懋科技实际控制人袁晋清先生和林晖先生具备多年投资经验。袁晋清先生和林晖先生通过持有上海白宇创业投资管理有限公司、东阳华盛企业管理合伙企业，间接持有华懋科技 2.27% 的股权，是公司的实际控制人。袁晋清先生历任国泰基金管理有限公司投资管理部研究员，平安银行上海分行高级项目经理，上海华佑自动化设备有限公司监事，铁隆物流(江苏)有限公司监事。

图表 6 华懋科技股权结构



资料来源：公司年报，华创证券

董事长具备深厚产业经验，管理层在各专业领域经验丰富。2025 年 2 月，华懋科技原董事长蒋卫军因工作调整辞去董事长和法定代表人职务，并聘任吴黎明先生为公司董事长。吴黎明先生具有丰富的半导体产业经验，曾任职于杜邦公司、英特尔、长江存储、武汉新芯、湖北三维半导体等公司，其中在长江存储和武汉新芯分别担任供应链/采购负责人，产业经验丰富。此外，其他管理层人员均在工商管理、法务、人力等专业领域具有丰富的理论和实践经验积累。

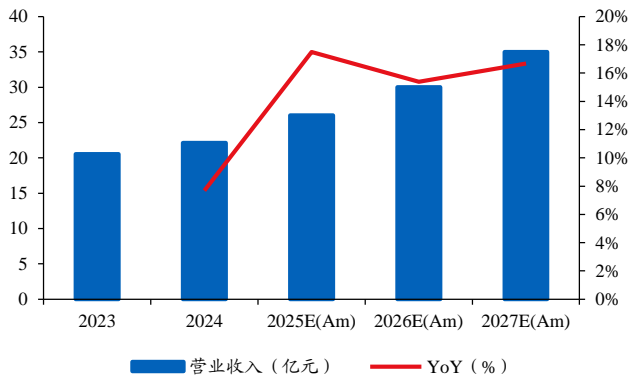
图表 7 华懋科技管理层情况

姓名	职务	学历	年龄	持股比例	履历
吴黎明	董事长、董事	硕士	54	0.01%	香港大学工商管理硕士毕业，历任杜邦公司蛋白质事业部中国工程经理、英特尔公司高级工程经理、英特尔公司高级采购经理、长江存储科技有限责任公司全球供应链负责人、武汉新芯集成电路有限公司采购负责人、湖北三维半导体集成创新中心有限责任公司副总裁、湖北省半导体行业协会副秘书长等，2023年11月15日至今任华懋科技董事，现任华懋科技董事长。
张初全	总经理、董事	本科	54	4.23%	2010年至2018年4月，任华懋科技董事，总经理；2018年5月至2020年11月任华懋科技董事长，总经理；2010年至今任懋盛咨询董事长；2018年8月至今任华懋（海防）董事长；2019年4月至今任华懋特材董事。现任华懋科技董事，总经理，华懋（海防）董事长，懋盛咨询董事长，华懋特材董事。
蒋卫军	董事	硕士	48	0.17%	历任江苏开元国际集团有限公司投资部投资经理，上海德汇集团有限公司投资部高级经理，上海力鼎投资管理有限公司投资总监，上海爱建资本管理有限公司副总经理。2023年11月15日至2025年2月24日期间任华懋科技董事长，现任华懋科技董事，华懋东阳董事长兼经理。
蒋龙华	董事	本科	46	0%	历任腾讯控股财经线专家，京东高级合规顾问，阿里巴巴高级合规专家，字节跳动高级合规顾问。现任华懋科技董事、风控合规总监。
赵子妍	董事	本科	35	0%	历任北京市康达律师事务所律师，上海市瑛明律师事务所律师，通力律师事务所律师。现任华懋科技董事、法务总监。
谢雷尖	董事	硕士	46	0%	历任日电产精工（苏州）有限公司人力行政部长，苏州鑫捷顺精密科技股份有限公司人力行政总监，安美科（上海）汽车技术有限公司人力行政总监。现任华懋科技董事、人力行政总监。
肖剑波	董事会秘书、财务总监	本科	42	0.14%	历任天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）（上海分所）高级经理，湖南味菇坊生物科技有限公司首席财务官，上海则一供应链管理有限责任公司首席财务官。现任华懋科技董事会秘书兼财务总监。

资料来源：公司年报，华创证券

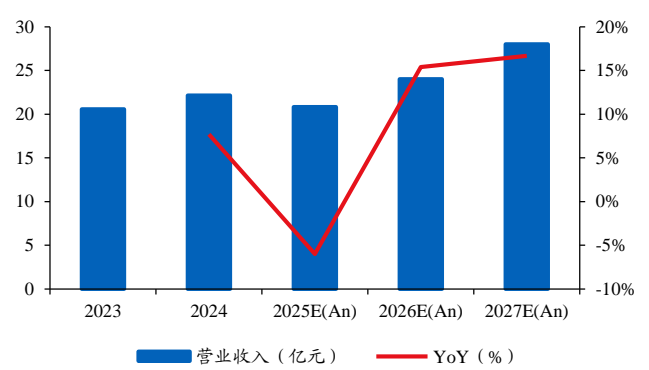
**绑定骨干员工与企业利益，强化长期激励。**2024年11月，华懋科技发布2024年员工持股计划，股票来源为公司回购专用账户回购的华懋科技A股普通股股票，参与员工持股计划的人员范围为公司的董事、监事、高级管理人员、业务骨干及核心技术人员。该员工持股计划在2025年-2027年会计年度中，分年度对公司的业绩指标进行考核，以达到业绩考核目标作为持有人解锁对应批次标的股票的条件之一。从公司25-27年营业收入考核目标值来看，公司25-27E收入增速目标分别为17.49%/15.38%/16.67%。

图表 8 公司 25-27E 营业收入考核目标（目标值）



资料来源：公司公告，华创证券

图表 9 公司 25-27E 营业收入考核目标（触发值）

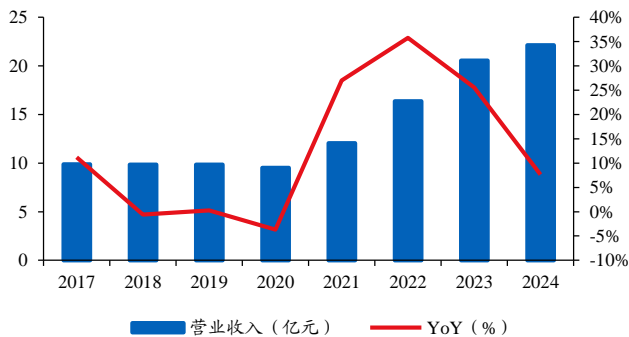


资料来源：公司公告，华创证券

### （三）经营情况稳健，费用管控优异

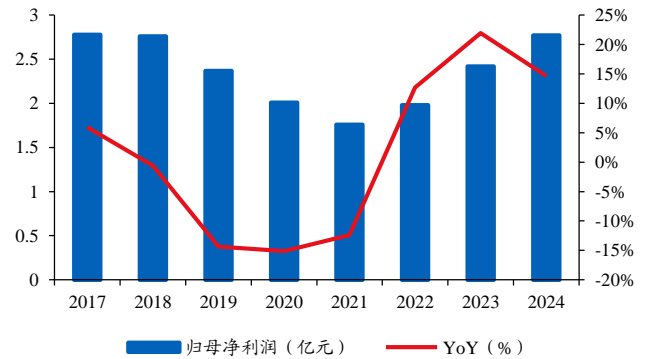
下游企业领域稳中向好，公司业绩持续增长。2024 年我国汽车工业及消费整体延续稳中向好的增长态势，并且新能源车、国产品牌的市场占有率逐步提升，促使公司的汽车被动安全业务实现持续增长。公司稳步推进各项业务，保证产品质量，提升研发响应及服务质量，巩固市场份额。2024 年公司实现营业收入 22.13 亿元，同比增长 7.67%，营业收入继续创历史新高；归属于上市公司股东的净利润 2.77 亿元，同比增长 14.64%。

图表 10 公司营收及增速



资料来源：Wind，华创证券

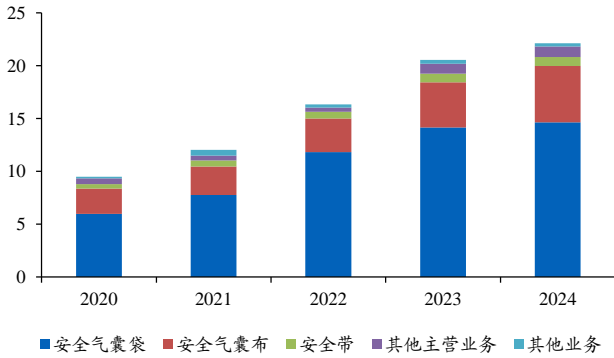
图表 11 公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，华创证券

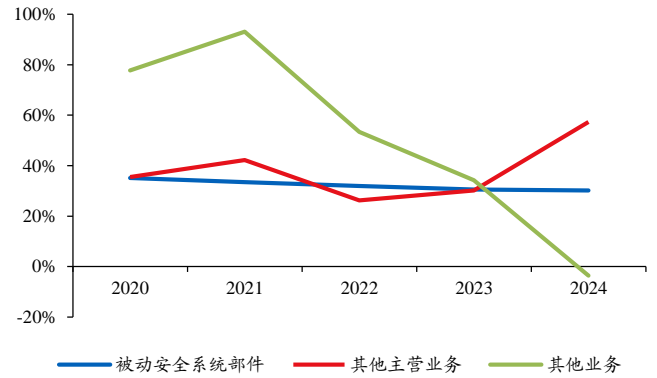
汽车被动安全业务贡献最大收入来源，毛利率略受整车厂年降影响。从公司收入结构来看，公司主要收入均来自于汽车被动安全业务，其中汽车被动安全业务又分为安全气囊袋、安全气囊布和安全带三部分主要产品，其中安全气囊袋业务占据最大收入部分（24 年总营收占比 66.15%）。分业务毛利率来看，公司汽车被动安全业务近年毛利率略有下降，主要原因系收到下游整车厂商年降的影响。

图表 12 华懋科技分业务营业收入/亿元



资料来源：公司年报，华创证券

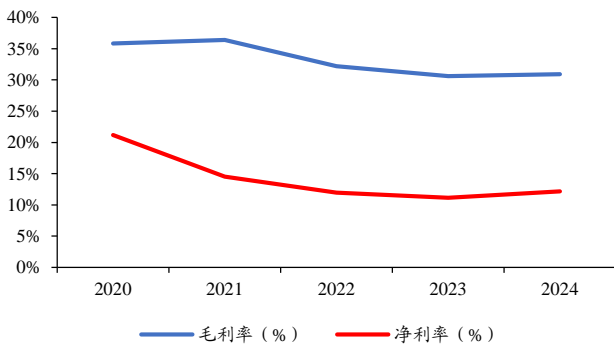
图表 13 华懋科技分业务毛利率



资料来源：公司年报，华创证券

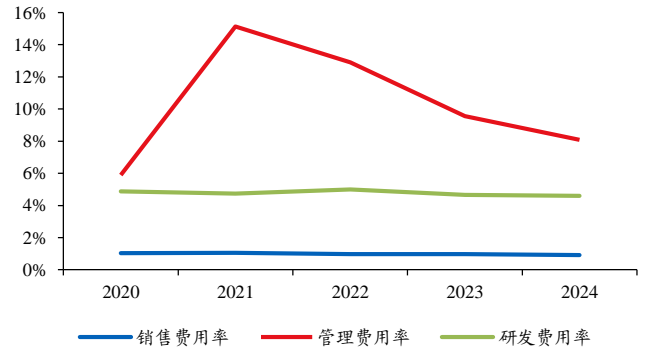
费用管控水平优异，除股份支付费用影响外费用率基本维稳。由于公司产品是根据车型定制生产、下游车企议价能力高，下游车企将因市场竞争导致的降价的压力转嫁给上游，导致公司毛利率近年有所下滑。费用率来看，除管理费用率受股权激励计划带来的股份支付费用影响有所提高外，研发费用率和销售费用率基本维持稳定。

图表 14 公司毛利率及净利率



资料来源：Wind，华创证券

图表 15 公司三项费用率



资料来源：Wind，华创证券

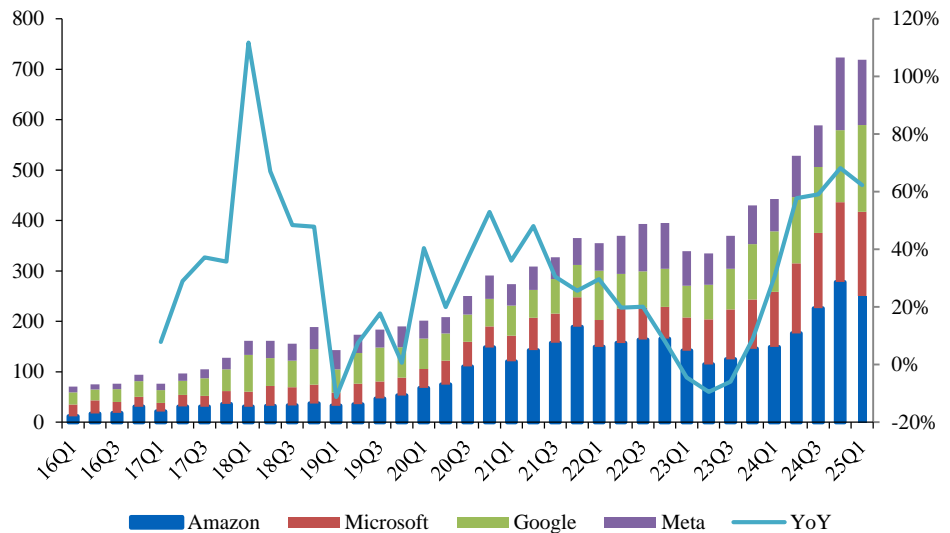
## 二、大模型迭代带动算力需求高涨，泛 AI 业务打造第二增长曲线

### （一）AI 迎爆发式发展，算力基础设施需求高增

#### 1、国内外 AI 基础设施建设加速，均大幅提高资本开支

AI 算力成为此轮 AI 发展的核心驱动力，海外大厂加快算力基础设施建设。ChatGPT 掀起新一轮的 AI 发展浪潮，大模型的性能遵守 Scaling law 法则即大模型的最终性能主要与计算量、模型参数量和训练数据量三者的大小相关，AI 算力成为此轮 AI 发展的核心驱动力。北美科技巨头纷纷加码 AI 相关投入，投资于数据中心、服务器和网络设备等基础设施。2024 年北美云厂商 Meta、亚马逊、谷歌、微软 CapEx 总和达 2283.42 亿美元（YoY+54.86%），且 2025Q1 依然保持高增态势，2025 年一季度北美云厂商合计 CapEx 达 719.02 亿美元（YoY+62.35%）

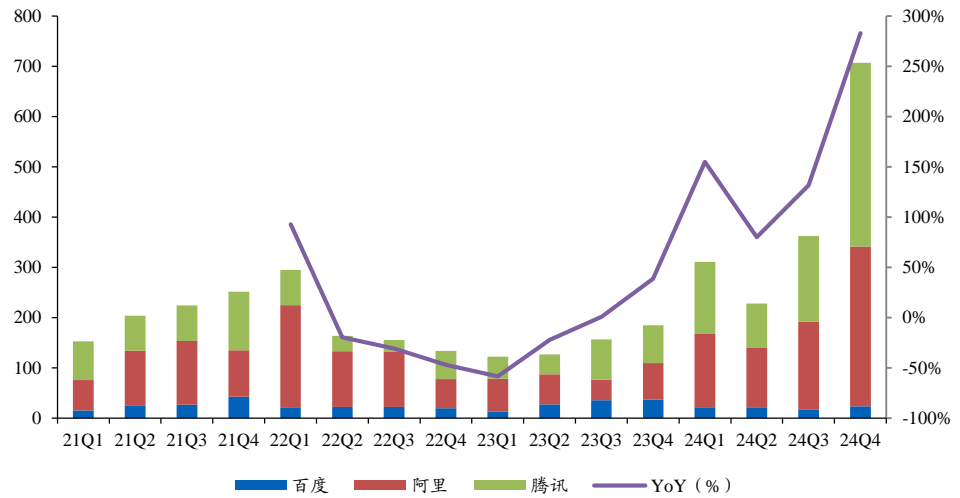
图表 16 北美科技巨头资本开支快速上行（亿美元）



资料来源：Bloomberg，华创证券

自研大模型驱动算力需求增长，24 年为国内 AI 建设元年。与海外相比，阿里、腾讯、百度等国内厂商的资本开支高速增长阶段相对滞后于海外，2024 年才开始高增阶段（多个季度同比增速超 100%）。2024 年四季度三家国内厂商合计资本开支达 706.86 亿人民币，实现同比增长 282.71%；2024 年全年三家国内厂商合计资本开支 1607.81 亿元（YoY+172.60%）。24 年国内云厂商资本开支大幅增长的背后，主要原因系国内云厂商纷纷自研大模型并持续迭代，包括阿里的通义千问、百度的文心一言、腾讯的混元大模型以及字节跳动豆包，此外众多终端应用宣布接入 Deepseek，有望驱动国产算力需求。

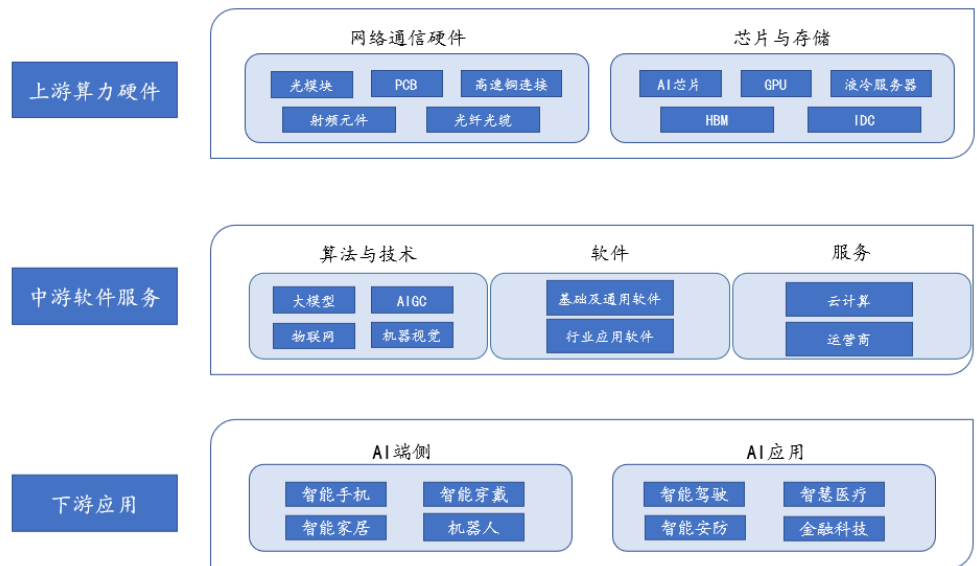
图表 17 百度、阿里、腾讯资本开支总和变化情况（亿人民币）



资料来源：各公司官网，彭博，华创证券

**AI 产业链各环节紧密关联，上游算力硬件是核心基础。** AI 产业链是围绕人工智能技术研发、生产、应用及配套服务的产业集群。上游算力硬件是 AI 产业的核心基础，帮助实现 AI 大模型对海量数据的训练和推理，产品包括光模块、GPU、AI 芯片等。中游软件服务是 AI 产业链的核心赋能层，链接上游算力和下游应用，负责将上游的硬件和数据资源整合为大模型，为下游应用提出具体的解决方案和技术支持。包括云计算和数据中心等。下游应用是 AI 产业链的关键落地阶段，应用服务涵盖了交通、医疗、安防、家居、金融等多个方面。

图表 18 AI 产业链



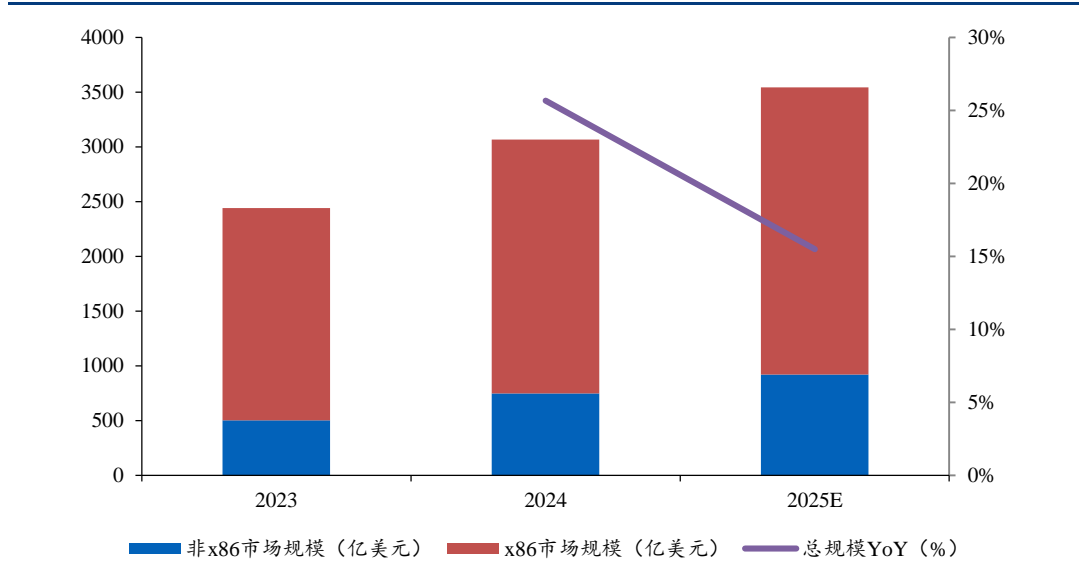
资料来源：中商产业研究院，华创证券

## 2、服务器出货及市场规模高增，国产服务器厂商逐步崛起

**全球服务器市场规模持续扩大。** 据 IDC 数据，得益于超大规模企业和其他大型 IT 买家持续大规模部署 GPU 服务器，2024Q4 全球服务器市场支出同比增长 89%，2024 年全年增长 73.5%。据 IDC 预测，即使更高效的模型需要更少的资源，但由于当前基础设施

仍然无法满足新用例的需求，2025年服务器市场仍将以两位数的速度增长。预计2025年全球服务器市场规模将达3542.12亿美元（YoY+15.48%），其中x86服务器占据主要市场（规模占比74.01%）。

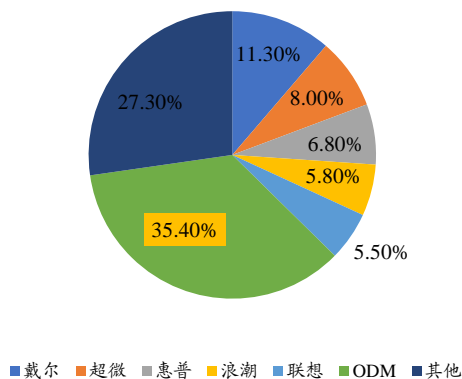
图表 19 全球服务器市场规模



资料来源：IDC，华创证券

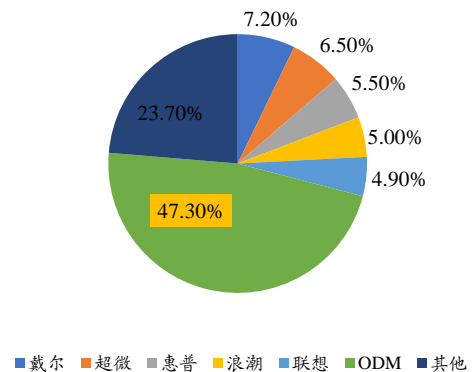
**服务器市场以白牌为主，份额提升趋势显著。**白牌服务器是指没有经过厂商预装操作系统、软件以及没有特定品牌标识的服务器硬件，通常由原始设计制造商（ODM）根据客户需求进行定制生产。与传统品牌服务器相比，白牌服务器具有高度定制化和成本方面的优势。（1）**定制化方面**，用户可以根据自身需求选择服务器的各个组件，如处理器、内存、硬盘类型和容量、网络适配器等，从而实现性能的最优化配置，满足特定的应用场景。（2）**成本方面**，由于去除了品牌溢价、预装软件的费用以及减少了中间销售环节，白盒服务器通常具有更低的价格，为注重成本控制的数据中心和企业提供了更具吸引力的选择。从市场份额变化趋势来看，2023Q4 ODM 占据服务器市场份额 35.4%，2024Q4 ODM 占据市场份额 47.3%（YoY+11.9pct），份额大幅提升。

图表 20 全球服务器市场份额（2023Q4）



资料来源：IDC，转引自 199IT，华创证券

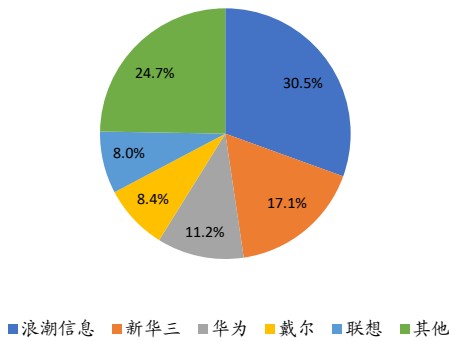
图表 21 全球服务器市场份额（2024Q4）



资料来源：IDC，转引自 199IT，华创证券

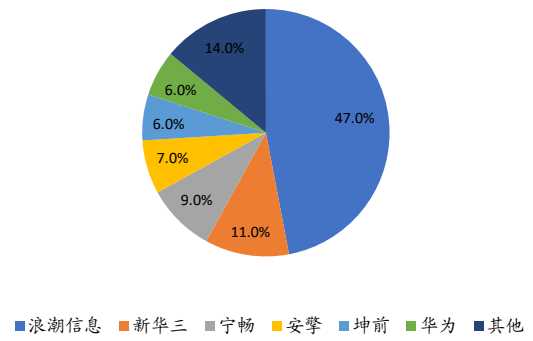
国产服务器厂商崛起，技术创新驱动市场重塑。在 AI 服务器领域，随着生成式 AI 浪潮席卷全球，围绕计算能耗的液冷等技术创新日益成熟，催生出专用服务器，成为互联网企业和运营商采购的重点。尽管海外 AI 芯片厂商在全球市场依然占据垄断地位，但近年来中国的 AI 服务器技术已跻身世界前列。其中，国内市场方面，2022 年浪潮以 47% 的市场份额遥遥领先，稳居首位；新华三和宁畅则分别以 11% 和 9% 的份额位列第二、第三。

图表 22 2022 年中国服务器市场竞争格局



资料来源：中商情报网，华创证券

图表 23 2022 年中国 AI 服务器市场竞争格局

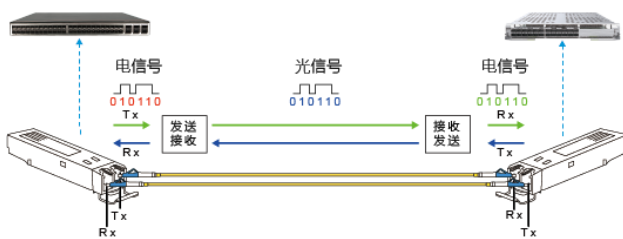


资料来源：中商情报网，华创证券

### 3、AI 算力带动光模块量价齐升，Finisar 全球地位领先

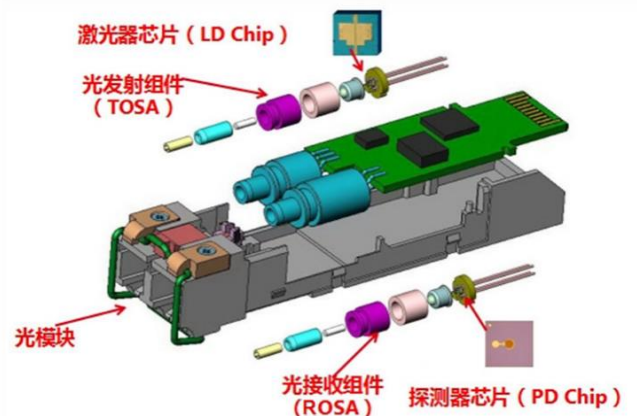
光模块可实现数据的高速、低功耗、低损耗传输，在数据中心、电信网络、基站等领域优势明显。光模块是用于通信设备之间数据传输完成光电/电光转换的载体，是数据中心和通信网络的核心组件，广泛应用于数据中心、电信网络、网络基站等领域。光模块的优势在于：1) 实现大容量数据的高速传输。随着 AI 技术的发展，数据规模指数级增长，传统网线无法满足高宽带需求，而以光模块为核心的光纤通信可以实现数据高速传输。2) 低功耗高密度。光模块的功耗远低于同等速率的电信号传输方案。3) 低损耗。电信号在铜缆中传输会因为电阻和电磁干扰而衰减，而光纤通信可实现数百公里低损耗传输。

图表 24 光模块工作原理图



资料来源：面包板社区微信公众号

图表 25 光模块的外观结构（SFP+封装为例）

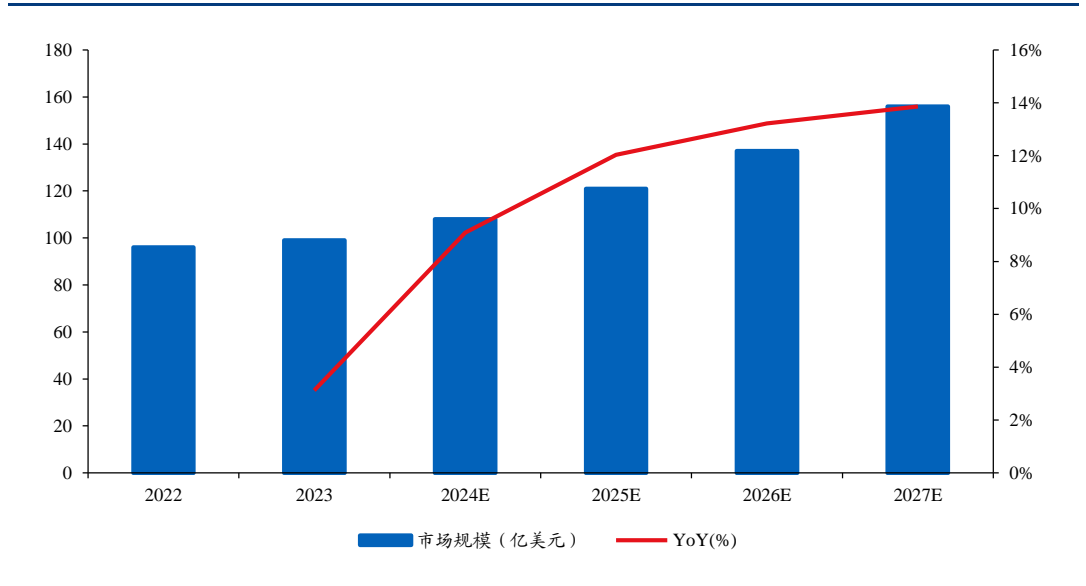


资料来源：MT-2020（5G）推进组《5G 承载光模块白皮书》

AI 需求旺盛带动光模块市场需求，市场规模稳步增长。随着生成式人工智能的出现，以 ChatGPT 为代表的超大算力时代来临，进一步拉动光传输的需求。云网络对 400G 和更高速光模块的需求加速，AI 驱动光模块往 400G/800G/1.6T 的高速率技术方向迭代，从而

推动光模块及相关器件产品的需求，光模块产业将得到快速发展。据中商产业研究院数据，2023 年全球光模块市场规模达到 99 亿美元（YoY+3%），预计 2027 年达到 156 亿美元，2023-2027 年复合增长率 12.04%。

图表 26 全球光模块市场规模



资料来源：中商产业研究院，华创证券

**光模块速率及性能不断演进，带动 PCBA 价值量提高。**PCBA 的 A 是 Assembly（组装）的意思，代表在 PCB 印刷电路上安装各类电子器件。近年来，随着光模块从 10G 向 100G、400G 速率演进，也带动光模块 PCBA 环节的价值量提升。从成本角度来看，高速率光模块需要更先进的芯片、更精密的电路设计和更高质量的材料来保证信号的稳定传输，都带来了更高成本。从工艺角度来看，集成度的提高导致元器件尺寸越来越小，也增加了 PCBA 制造的难度和成本。

**菲尼萨保持光模块市场领先地位，国产厂商逐步崛起。**据 LightCounting 发布的 2010~2023 年全球前十光模块企业榜单，菲尼萨作为光模块市场龙头企业，市场份额始终领先。国产光模块市场发展迅速，国产光器件和模块供应商凭借技术迭代和成本优势，在全球光模块市场占据主导地位，在 2023 年全球光模块前十中占据七个席位。

图表 27 全球光模块市场份额排名（部分年份）

排名	2010	2016	2018	2020	2021	2022	2023
1	Finisar	Finisar	Finisar	Finisar	Finisar&Innolight	Finisar&Innolight	Innolight
2	Opnext	Hisense	Innolight	Innolight			Finisar
3	Sumitomo	Accelink	Hisense	Huawei	Huawei(Hisilicon)	Cisco(Acacia)	Huawei(Hisilicon)
4	Avago	Acacia	Accelink	Hisense	Cisco(Acacia)	Huawei(Hisilicon)	Cisco(Acacia)
5	Source Photonics	FOIT(Avago)	FOIT(Avago)	Cisco	Hisense	Accelink	Accelink
6	Fijitsu	Oclaro	Lumentum/Oclaro	Broadcom	Broadcom(Avago)	Hisense	Hisense
7	JDSU	Innolight	Acacia	Intel	Eoptolink	Eoptolink	Eoptolink
8	Emcore	Sumitomo	Intel	Accelink	Accelink	HGG	HGG
9	WTD	Lumentum	AOI	Eoptolink	Molex	Intel	Source Photonics

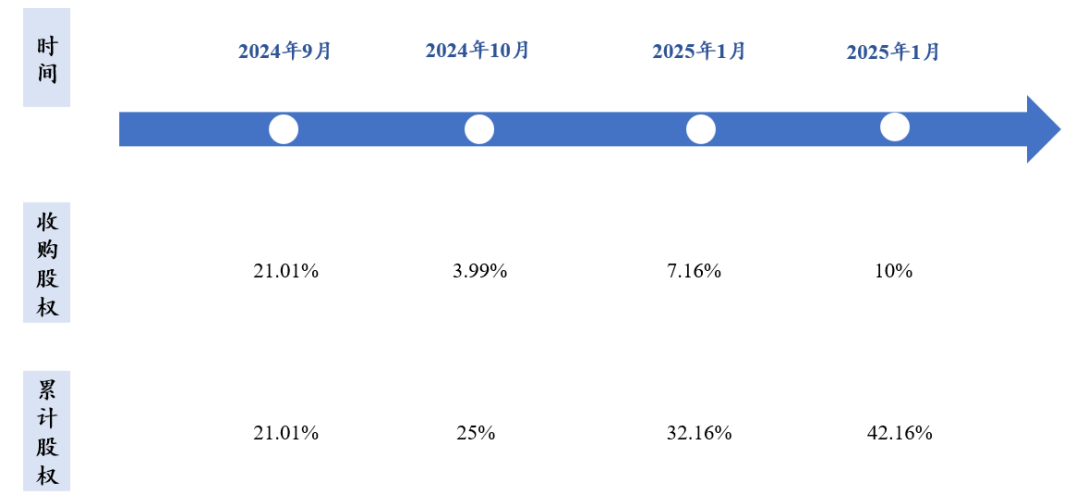
10	NeoPhotonics	Source Photonics	Sumitomo	HGG	Intel	Source Photonics	Marvell
----	--------------	------------------	----------	-----	-------	------------------	---------

资料来源: LightCounting, 转引自 C114 通信网、网络工程师俱乐部公众号、光通信之家、光纤在线, 华创证券 (注: 中国供应商已加粗标注; Source Photonics 控股股东为中国公司, 列为中国供应商)

**(二) 外延收购富创优越股权, 打造第二成长曲线**

华懋科技收购富创优越股权, 切入高增长赛道。深圳市富创优越科技有限公司 (富创优越) 主营涉及光模块的 PCBA 业务以及海事通信设备的研发生产。华懋科技分别于 2024 年 9 月、2024 年 10 月、2025 年 1 月三次分别收购富创优越 21.01%、3.99% 和 7.16% 的股权。2025 年 1 月 28 日, 公司再次发布公告, 将以 8500 万元现金再收购富创优越 10% 的股份。交易完成后, 公司合计持有深圳富创 42.16% 股权, 认缴注册资本 3,211.13 万元, 深圳富创成为公司联营企业。此次收购是华懋科技继新能源汽车材料领域布局后, 向光通信、海事通信及高端电子制造服务 (EMS) 赛道延伸的关键一步。深圳富创在光模块 PCBA、海事通信设备及汽车电子领域具备全产业链能力, 与华懋科技现有业务形成协同, 打造第二成长曲线。

**图表 28 华懋科技收购富创优越股权过程**



资料来源: 公司公告, 华创证券

富创优越深耕光通讯领域, 中国/马来西亚双制造基地布局。深圳富创成立于 2019 年, 总部位于深圳龙岗, 深耕光通信模块、海事通信设备及汽车电子等行业领域。富创优越在全球拥有近 30,000 平方的生产基地, 其中深圳生产基地拥有 15,000m<sup>2</sup> 占地面积, 作为富创优越的全球研发中心、采购和物流中心, 负责贴片和半成品 Box build; 马来西亚生产基地拥有 12,000+m<sup>2</sup> 占地面积, 主要负责邦定、光学校准、植球、光纤校准、光学组装和测试。

图表 29 富创优越深圳生产基地



资料来源：富创优越官网

图表 30 富创优越马来西亚生产基地



资料来源：富创优越官网

富创优越主要业务板块为光通信、海事通信和汽车电子，产业链布局深入。1) **光通信领域**，深耕光通信行业 18 余年，全球生产基地为光通信产品制造设立独立车间，其中富创优越马来西亚是马来西亚第一家也是唯一一家拥有光通信全产业链能力的公司，包括器件，PCBA，COB，组装，自动化测试，光耦合，盘纤等完整的 Know How。富创优越是国内及海外光通信和海事通信龙头客户的最优合作伙伴，为高可靠性要求的复杂光通信产品提供全产业链服务。2) **海事通信领域**，为海洋通信产品提供从设计开发、整机组装、产品测试到售后的可靠全产业链服务，具有成熟的甚高频无线电，AIS，智联船舶，海事仪表显示器，辅助泊船航海雷达，甚高频数据交换系统，综合导航系统等海事通信设备开发和制造能力。3) **汽车电子领域**，拥有十余年的电子制造服务经验，为汽车电子产品设立独立生产车间和定制化产线，满足汽车电子产品的高可靠性要求。

图表 31 深圳富创优越业务介绍

业务板块	代表产品	应用场景
光通信	全系列（4G-800G）光接收器 PCBA、光设备的成品组装	数据中心光互联、电信信息接入与传输、信息高速公路建设等
ODM 海事通信	甚高频无线电通讯机（VHF）、船舶自动识别系统（AIS）、黑盒子船台（BlackBox）、辅助泊船（Asisted Docking）、船用显示器（Display）、船用 4G 智能网关等的设计和制造	海事通讯、电子设备等
汽车电子	车身控制模块（中控系统等）、新能源三电系统（电池控制系统等）和智能驾驶（ADAS、LiDAR）	智能汽车制造等

资料来源：富创优越官网，华创证券

图表 32 富创优越海事通信 ODM 产品展示



资料来源：富创优越官网

图表 33 富创优越海事通信 ODM 产品展示（续）



资料来源：富创优越官网

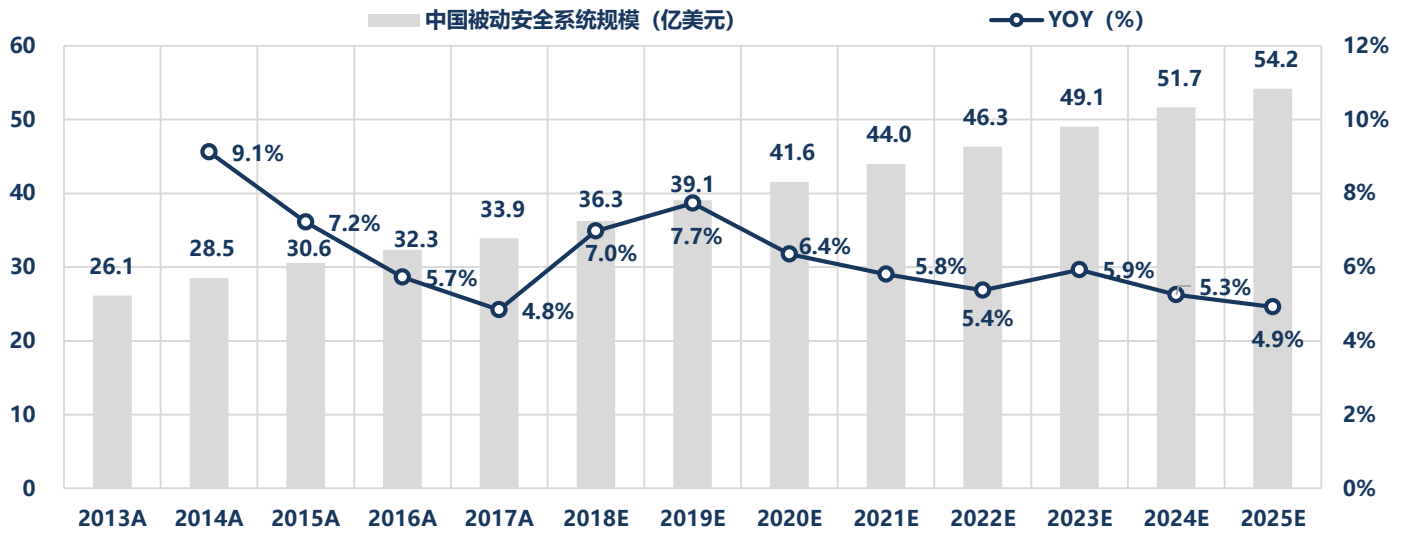
针对算力制造领域持续加大投入，打造新增长曲线。根据公司自身战略及资源禀赋，公司将加大在算力制造领域的业务布局。2025 年公司在已持有富创优越股权的基础之上，拟根据实际情况进一步深度整合，包括共同推进拓展在硅光、CPO 等下一代光通信领域技术和产业布局，有望持续加大在算力制造相关领域的投入及深度整合富创优越产业链上下游等。

### 三、汽车被动安全行业长坡厚雪，配置率提升驱动扩容

#### （一）全球安全气囊市场规模超百亿美元，单车配置率有望提升

被动安全系统市场：2024 年全球预计 250 亿美元，2025 年中国预计 54 亿美元。根据奥托立夫年报及其引用的 IHS Markit 数据，预计 2024 年全球汽车被动安全系统市场规模达 250 亿美元。此外，根据公司 2019 年年报披露，2017 年中国被动安全系统市场规模达 33.9 亿美元，有望增长至 2025 年 54.2 亿美元、CAGR 6.0%。

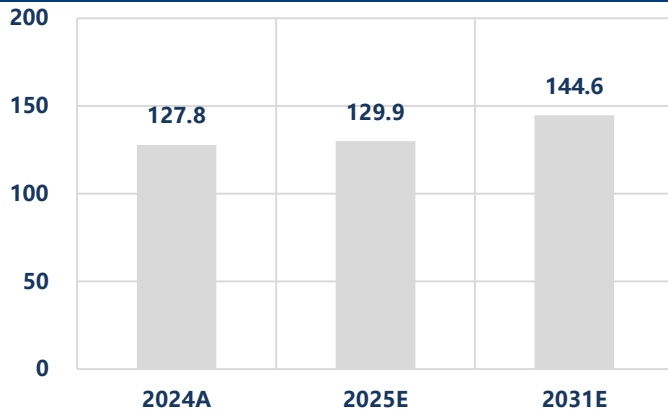
图表 34 2013-2025 年中国被动安全系统规模及增速（亿美元、%）



资料来源：公司公告、华创证券

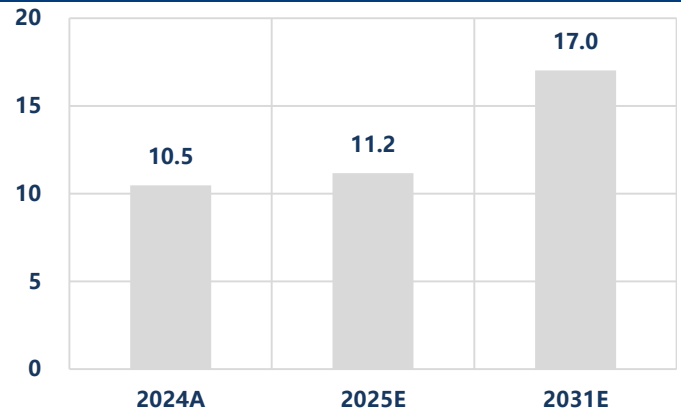
2024 年全球安全气囊市场规模 127.8 亿美元，有望增长至 2031 年 144.6 亿美元。安全气囊是一种能够有效保护司乘人员安全的被动防护装置，在汽车被动安全中技术含量较高。全球安全气囊市场未来存在量价齐升趋势，根据 QYResearch，全球安全气囊市场规模有望从 2024 年 127.8 亿美元增长至 2031 年 144.6 亿美元、CAGR 为 1.8%；作为安全气囊市场重要组成部分之一，全球安全气囊布市场规模有望从 2024 年 10.5 亿美元增长至 2031 年 17.0 亿美元、CAGR 为 7.2%。

图表 35 全球安全气囊市场销售额及预测（亿美元）



资料来源：QYResearch《2025 年全球及中国安全气囊企业出海开展业务规划及策略研究报告》，华创证券

图表 36 全球安全气囊布市场销售额及预测（亿美元）



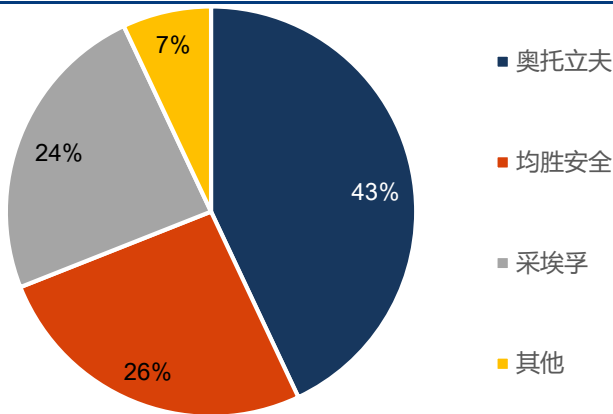
资料来源：QYResearch《2025-2031 全球及中国安全气囊布行业研究及十四五规划分析报告》，华创证券

**单车安全气囊数量、配置率有望提升。**测试表明，安全气囊能够在汽车碰撞时大大减轻乘员受到的伤害，其单独使用可以减少 18% 的死亡率，与安全带配合使用时可以减少 47% 的死亡率。汽车安全气囊作为保护司乘人员安全的被动防护装置，从单一保护司乘人员的头、胸部逐渐发展到保护头、胸、颈、腿、膝等部位，配置数量已经大幅提升，据盖世汽车公众号，小米 SU7 配备 7 个安全气囊，问界 M9 配备 9 个安全气囊，甚至部分高端车型配备了 24 个安全气囊。需求端，随着安全意识增强和安全法规的不断完善，消费者对汽车安全性能的要求越来越高；供给端，车市竞争加剧也使主机厂更加注重安全方面配置的升级，未来汽车内安全气囊安装数量、配置率有望进一步提升。

**（二）奥托立夫稳居 Tier 1 龙头，Tier 2 市场华懋和日韩企业差异化突围**

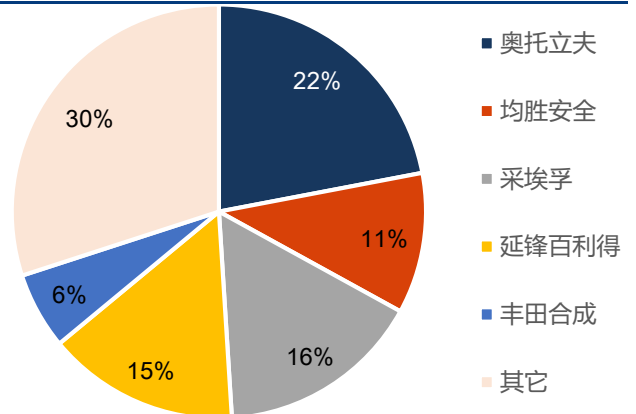
国内外安全气囊市场均由奥托立夫、均胜安全、采埃孚三大 Tier 1 主导。全球主要国家的安全气囊应用技术已经非常成熟，主要一级供应商包括瑞典的奥托立夫、德国的采埃孚、中国的均胜安全等，分别依次占据 2021 年全球安全气囊市场份额 TOP3、2019 年中国侧面安全气囊市场份额 TOP3。奥托立夫为全球最大的安全气囊供应商，在 2021 年全球安全气囊市场份额占比达 43%，在 2019 年中国侧面安全气囊市场占比达 22%。此外，在日本、巴西、韩国和中国还有一些本土安全气囊一级供应商，通常与本土汽车品牌合作关系较为紧密，包括日本的丰田合成、富拉司特和芦森工业、巴西的 Chris Cintosde Seguranca、韩国的摩比斯和 Samsung、中国的延锋和锦恒等。

图表 37 2021 年全球安全气囊市场各企业市占率（%）



资料来源：Marklines、华创证券

图表 38 2019 年中国侧面安全气囊市场各企业市占率（%）



资料来源：Marklines、华创证券

公司竞争对手主要为中外合资企业或海外企业在中国的子公司。安全气囊布、安全气囊袋市场为安全气囊市场上游，公司的竞争对手主要为日韩企业，包括韩国可隆、韩国晓星、韩国杜奥尔及日本帝人、日本东洋纺、日本丸井织物等。当时国内安全气囊布及安全气囊袋生产基本处于空白阶段，多数竞争对手在 21 世纪初进入中国市场设立子公司，并于 2017 年左右开始在越南、泰国、墨西哥等地新建工厂。

图表 39 华懋科技在中国市场安全气囊袋/安全气囊布产品竞争对手信息

国内竞争对手	所属集团	生产基地	设立/扩产日期
可隆（南京）特种纺织品有限公司	韩国可隆	中国（轮胎帘子布及安全气囊袋）	2004 年设立，2015 年扩产
		越南（安全气囊袋）	2009 年设立，2017 年扩产
		墨西哥（安全气囊袋）	2016 年设立

日岩帝人汽车安全用布（南通）有限公司	日本帝人	中国（安全气囊布）	2011年设立，2014年及2019年注册资本增加
		墨西哥（安全气囊布、汽车座椅布、橡胶材料）	2016年设立
吉丝特汽车安全部件（常熟）有限公司	韩国晓星	中国（安全气囊布）	2004年设立，2019年注册资本增加
		罗马尼亚（安全气囊布）	2015年设立
		墨西哥（安全气囊布）	2017年竣工
东洋纺汽车饰件（常熟）有限公司	日本东洋纺	中国（安全气囊布）	2011年设立
		泰国（安全气囊布）	2017年设立
江阴杜奥尔汽车用纺织品有限公司	韩国杜奥尔	中国（安全气囊布）	2008年设立
常州昌瑞汽车部品制造有限公司	常州华利达	中国（安全气囊袋）	2004年设立
丸井织物（南通）有限公司	日本丸井织物	中国（安全气囊布）	2004年设立

资料来源：公司公告、华创证券

#### 四、汽车被动安全产品国内市占率领先，海外扩张加速

##### （一）以优异产品力与优质客户资源为基，国内市占率领先

公司是国内汽车被动安全领域的领先企业。公司是国内本土企业中较早实现安全气囊布规模商业化生产的企业之一，2005年具备安全气囊布规模化生产能力，经过20年的发展，公司在核心技术、客户资源、产品质量和公司管理等方面已建立起较大优势，在国内安全气囊行业中逐步建立领先地位。2022年，公司在国内安全气囊布市场市占率达35.66%。

公司安全气囊已形成多维度、场景化的产品矩阵。按照保护对象不同，安全气囊可分为驾驶员气囊（DAB）、副驾驶气囊（PAB）、侧气囊（SAB）、膝部气囊（KAB）、帘式气囊（CAB），分别折叠在方向盘中央、手套箱上方、座椅外侧、车内面板或挡风玻璃两侧钢梁内侧，在车辆碰撞时保护驾驶员、乘客身体免受车内物体撞击。

图表 40 安全气囊产品细分及主要功能

分类	用途
驾驶员气囊（DAB）	通常安置于方向盘中央，在车辆发生撞击事故的瞬间弹出，达到缓冲的作用，保护驾驶员的安全。
副驾驶气囊（PAB）	通常安置于手套箱上方，在车辆发生撞击事故的瞬间弹出，达到缓冲的作用，保护副驾驶座乘员的安全。
侧气囊（SAB）	通常安置于座椅外侧，目的是减缓侧面撞击造成的伤害。
膝部气囊（KAB）	发生碰撞时隔离膝部与面板直接撞击，缓冲膝部因冲击产生的位移惯性，降低乘员在二次碰撞中车内饰对乘员膝部的伤害。
帘式气囊（CAB）	通常安置于挡风玻璃两侧钢梁内侧，发生碰撞时，对相关人员的头部产生保护。

资料来源：公司官网、公司公告、华创证券

公司安全气囊袋产品分平织布气囊袋和 OPW 气囊袋。传统平织布气囊袋为传统缝纫，依赖多片织物缝合，存在气密性差、工艺复杂等缺陷；而 OPW 气囊为一次成型气囊袋，直接在织机上利用双层织物的加工原理形成袋状，无需缝制，具有充气后保持时间长、气密性好的优点，主要应用于高档车型中。相比传统气囊，OPW 技术要求更高，附加值和毛利率也更高。

附加值更高的 OPW 作为公司核心战略产品，竞争优势突出。公司是国内最早进行 OPW 技术研发、OPW 气囊袋规模化生产的企业，拥有完整的 OPW 知识产权和成熟的生产工艺体系，2021、2022 年 OPW 气囊袋收入高增，同比增速分别 50% 和 94%。2023 年 9 月，公司计划投资 3.56 亿元用于实施厦门生产基地改建扩建项目，项目达产后预计年产 OPW 气囊袋 429 万个，安全气囊布 530 万米；计划投资 4.88 亿元用于越南生产基地建设项目（一期）建设，项目达产后预计年产安全气囊袋 1050 万个、OPW 气囊袋 214.5 万个，持续强化拳头产品的产能布局。

图表 41 公司安全气囊袋产品分品类量价拆分情况（亿元、万个、元/个）

收入（亿元）	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
安全气囊袋	5.44	6.14	5.98	7.77	11.84	14.15	14.64
平织布安全气囊	4.27	4.64	4.22	5.13	6.71	8.73	9.76
OPW	1.16	1.50	1.76	2.64	5.13	5.42	4.88
收入占比（%）	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
安全气囊袋	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

平织布安全气囊	79%	76%	71%	66%	57%	62%	67%
OPW	21%	24%	29%	34%	43%	38%	33%
<b>销量（万个）</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>
安全气囊袋			1,773	2,042	2,785		
平织布安全气囊			1,501	1,649	2,040		
OPW			271	393	746		
<b>单价（元/个）</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>
安全气囊袋			33.74	38.08	42.51		
平织布安全气囊			28.13	31.12	32.90		
OPW			64.77	67.16	68.81		

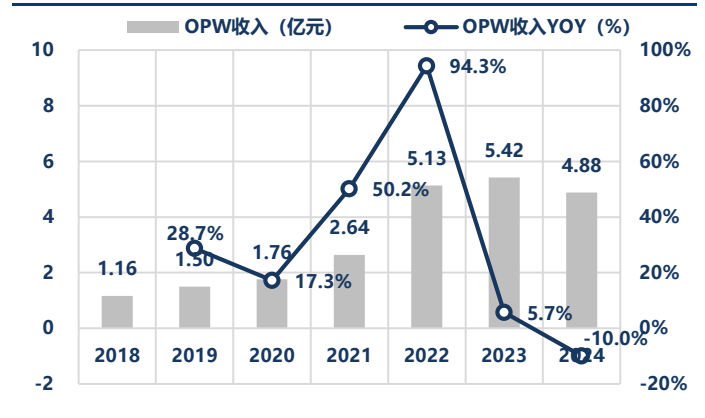
资料来源：公司公告、华创证券

图表 42 2018 至 2024 年公司平织布安全气囊收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、华创证券

图表 43 2018 至 2024 年公司 OPW 收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、华创证券

客户方面，公司 2021 年起已为国内绝大部分主流车型实现直接或间接配套。公司为被动安全业务 Tier 2 供应商，下游直接客户主要为国内外知名的汽车安全气囊系统供应商（奥托立夫、均胜、采埃孚、延锋、天合、丰田合成、锦恒等），通过 Tier 1 向主机厂供货；公司也为部分主机厂直接供货，如比亚迪。公司产品自 2021 年起已为国内绝大部分主流车型实现配套，包括：奥迪、本田、北汽、长城、长安、大众、福特、丰田、吉利、江淮、马自达、奇瑞、日产、上汽、通用、沃尔沃、一汽等车企车型，以及比亚迪、理想、赛力斯、特斯拉、蔚来、小鹏等新能源整车厂车型。

公司在十年前就已和延锋百利得、比亚迪、奥托立夫建立深入合作关系。公司客户集中度高，对前五大客户的营收占比合计从 2021 年的 82.18% 逐步提升至 23H1 的 89.19%。延锋百利得在 2011 年-2014 年上半年均为公司第一大客户、营收占比超 20%。比亚迪在 2012 年首次成为第五大客户、营收占比为 7.31%。奥托立夫早在 2013 年，就进入公司前五大客户，营收占比超 10%；2014 年上半年，奥托立夫迅速跃居公司第二大客户，营收占比达 26.31%；2023 年上半年，奥托立夫为公司第一大客户，营收占比达 32.42%。

图表 44 2011 年至 14H1、2021 年至 23H1 公司前五大客户营收及占比变化（亿元、%）

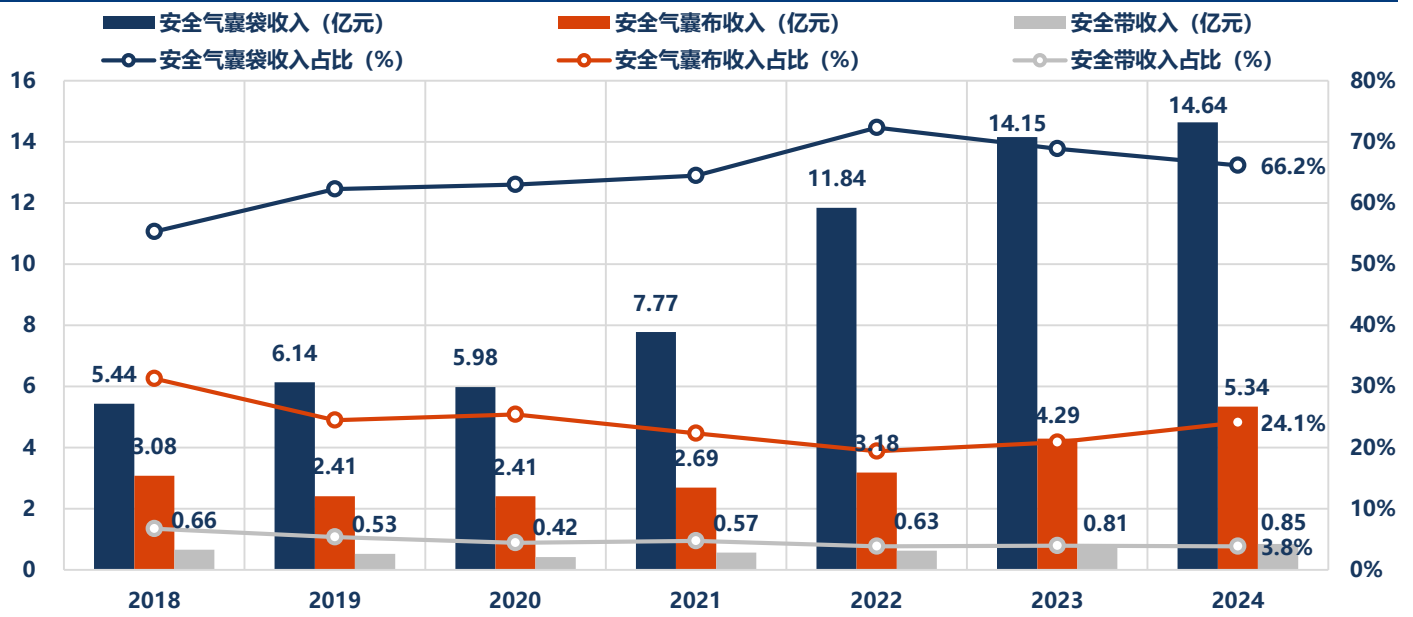
TOP	2011 年			2012 年			2013 年			14H1		
	客户	营收 (亿元)	占比 (%)	客户	营收 (亿元)	占比 (%)	客户	营收 (亿元)	占比 (%)	客户	营收 (亿元)	占比 (%)
1	延锋百利得	0.65	23.46%	延锋百利得	0.62	20.94%	延锋百利得	0.95	23.95%	延锋百利得	0.65	27.81%
2	吉丝特	0.52	18.80%	吉丝特	0.55	18.59%	吉丝特	0.61	15.26%	奥托立夫	0.61	26.31%
3	锦州锦恒	0.38	13.65%	上海惠太	0.36	12.09%	上海惠太	0.52	13.24%	吉丝特	0.29	12.62%
4	上海惠太	0.24	8.83%	锦州锦恒	0.34	11.37%	奥托立夫	0.40	10.16%	锦州锦恒	0.14	6.17%
5	东方久乐	0.18	6.41%	比亚迪	0.22	7.31%	比亚迪	0.35	8.94%	比亚迪	0.14	5.96%
/	合计	1.96	71.15%	合计	2.09	70.30%	合计	2.83	71.55%	合计	1.84	78.86%
TOP	2021 年			2022 年			23H1					
	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	客户一	3.06	25.37%	客户一	4.11	25.09%	奥托立夫	2.89	32.42%			
2	客户二	2.78	23.06%	客户二	3.36	20.50%	客户二	1.73	19.35%			
3	客户三	2.47	20.51%	客户三	3.10	18.94%	客户三	1.64	18.42%			
4	客户四	0.89	7.42%	客户四	2.53	15.45%	客户四	1.25	13.97%			
5	比亚迪	0.70	5.82%	客户五	1.08	6.60%	客户五	0.45	5.03%			
/	合计	9.91	82.18%	合计	14.17	86.58%	合计	7.96	89.19%			

资料来源：公司公告、华创证券

**公司新能源收入占比已接近 30%。**公司产品战略定位高端化、国产化、新能源化。新能源转型方面，公司 2021 年来自新能源主要主机厂的收入占比仅 10% 左右，得益于气囊配置率的持续提升及新能源车渗透率的提高，2022 年/23H1 公司来自新能源汽车主要主机厂的收入增速分别达到 225.81%/81.28%。2022-2024 年公司来自新能源汽车主要主机厂（不包含传统能源车企的新能源部分）的收入占比均接近 30%（2021 年仅为 10% 左右）。

**2024 年安全气囊新定点项目数量高增，支撑未来持续成长。**2024 年公司安全气囊袋业务实现销售收入 14.64 亿元、同比+3.5%，安全气囊布实现销售收入 5.34 亿元、同比+24.5%，安全带实现销售收入为 0.85 亿元、同比+5.19%。公司 2024 年量产安全气囊袋项目 498 个、同比+0.6%，但新定点安全气囊袋项目 188 个、同比+68%，有望推动 2025、2026 年收入放量。

图表 45 公司被动安全产品收入拆分及占比（亿元、%）

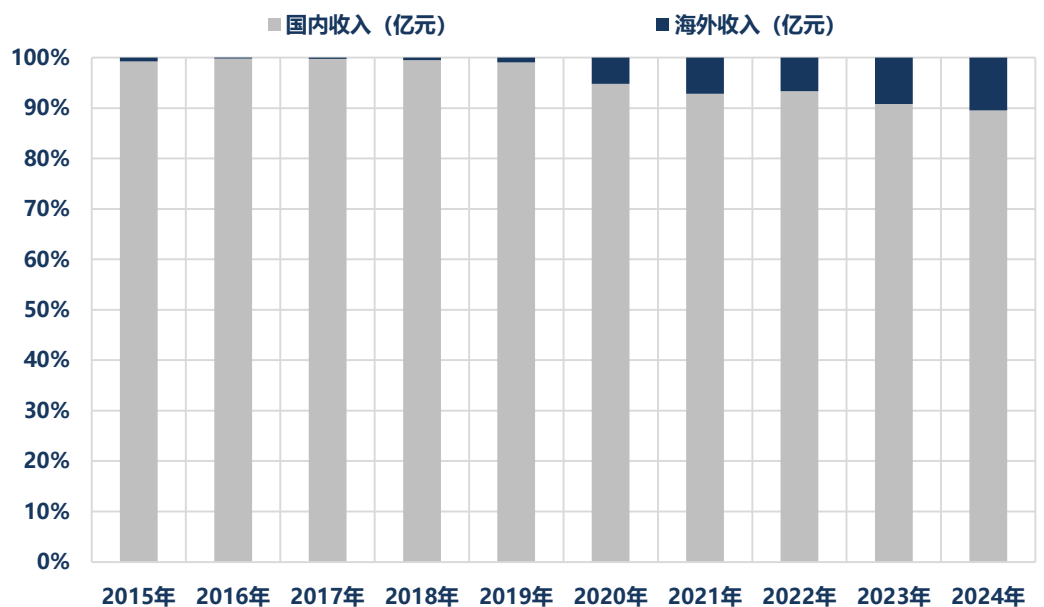


资料来源：公司公告、华创证券

### （二）海外布局稳步推进，2025 年海外收入有望快速增长

2024 年，公司海外业务收入规模已提升至 2.29 亿元。2019 年以前，公司海外业务收入不到千万元级别，收入占比在 1% 以内。随着公司越南业务逐步开拓，海外市场收入规模稳步增长，公司海外业务收入从 2019 年 900 万元提升至 2024 年 2.29 亿元、CAGR 达 90%。

图表 46 2015 至 2024 年公司国内外收入及占比（亿元、%）



资料来源：公司公告、华创证券

公司较早布局海外市场，2024 年越南子公司营收/净利分别 2.58/0.37 亿元。为拓展海外市场，充分利用中国-东盟自由贸易区的优惠关税政策、人力成本优势以及吸引外资的优惠税收政策，公司于 2018 年 9 月在越南海防市设立气袋生产工厂，投资总额为 1200 万

美元，设计年产能 1000 万个气袋，年产值 2.7 亿元，工厂于 19H2 正式投产。随越南基地新项目逐步量产，公司越南子公司收入从 2019 年 400 万元增长至 2024 年 2.58 亿元、CAGR +127%。2024 年越南子公司净利润实现 0.37 亿元，对应净利率 14.5%、盈利表现高于公司整体 12.5% 水平。

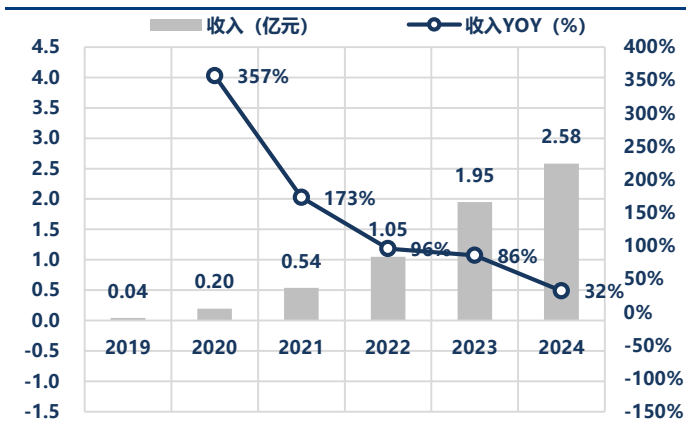
图表 47 公司计划开拓越南市场以来，越南基地项目建设计划及进展

时间	越南基地建设计划及进展
2018M9	在越南海防市设立气袋生产工厂，投资总额为 1200 万美元，设计年产能 1000 万个气袋，年产值 2.7 亿元。
2019H2	越南全资子公司开始量产，但投产初期产能不足。
2020 年	新冠疫情爆发，新项目由于国外客户无法到现场进行审核验厂，批准进度严重滞后，全资越南子公司产能利用率仅 10%。
2021 年	伴随海外新冠疫情好转，客户验证工作逐步恢复，凭借较强的产品竞争力和优质的客户资源，公司产品逐步进入国际市场，进入日本、韩国、马来西亚、波兰、美国、印度、巴西等市场。
2023 年 8 月 8 日	越南生产基地建设项目（一期）开始建设，是对越南子公司气袋生产线的进一步完善及扩充，计划总投资约 4.88 亿元，将越南现有切割缝纫工序升级为完整工序的安全气囊袋生产线，项目达产后预计年产安全气囊袋 1050 万个、OPW 气囊袋 214.5 万个。
2025 年 4 月 20 日	越南生产基地投产，规划产能约 20 亿元。

资料来源：公司公告、华创证券

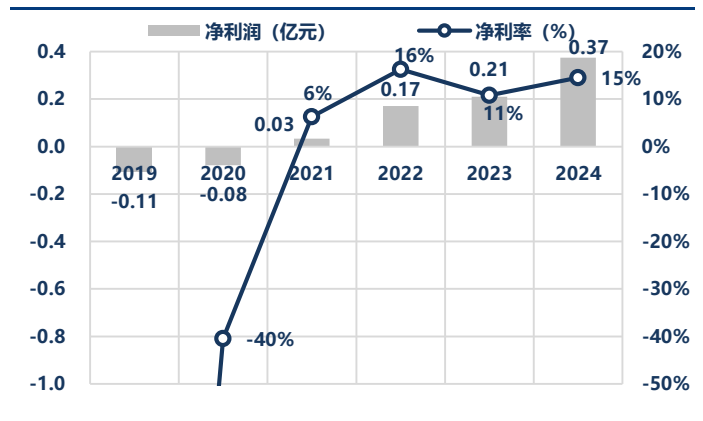
2023 年公司海外布局加速，2025 年越南新基地投产有望贡献较高增量。公司于 2023 年 8 月 8 日开始在越南建设新生产基地，将越南现有切割缝纫工序升级为完整工序的安全气囊袋生产线，实现越南地区本地化配套生产，有利于提升产品生产效率和稳定性，缩短交货周期，构建安全气囊袋及 OPW 气囊袋的海外供应能力。项目主要辐射东南亚、日韩、印度等地区，达产后预计年产安全气囊袋 1050 万个、OPW 气囊袋 214.5 万个，规划产能约 20 亿人民币。越南新基地已于 2025 年 4 月 20 日正式投产，有望于 25 年为公司贡献增量收入。

图表 48 2019 至 2024 年华懋越南子公司收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、华创证券

图表 49 2019 至 2024 年华懋越南子公司净利润及净利率（亿元、%）



资料来源：公司公告、华创证券

## 五、盈利预测与估值

我们进行盈利预测的关键假设为：**1）被动安全系统部件**：安全意识提升&法规趋严推动单车气囊数量/OPW 高附加值产品渗透率提升，汽车安全部件量价齐升驱动行业扩容。华懋科技依托 OPW 技术升级与海外产能释放，目前已为国内绝大部分主流车型实现配套，越南基地投产（规划产能约 20 亿元）加速抢占东南亚及全球市场，OPW 收入占比提升持续优化盈利结构。**2）光通信及算力（持股富创优越 42.16% 股权，计入投资收益）**：AI 算力需求爆发驱动光模块/GPU 市场高增，光模块作为数据传输核心环节受益于全球 IT 资本开支上行周期。华懋科技外延并购富创优越（持股 42.16%）整合光通信+海事通信能力，依托中马双基地与垂直产业链布局，协同汽车安全业务拓展泛 AI 领域，打造光模块 PCBA 及高端通信设备第二增长极。

图表 50 华懋科技业务拆分

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>被动安全系统部件</b>						
营业收入（亿元）	15.66	19.25	20.82	27.70	33.49	40.34
YoY(%)	41.87%	22.92%	8.16%	33.05%	20.91%	20.44%
毛利率（%）	31.91%	30.58%	30.13%	31.19%	31.13%	30.93%
毛利润（亿元）	5.00	5.89	6.27	8.64	10.43	12.48
<b>其他</b>						
营业收入（亿元）	0.71	1.30	1.31	1.38	1.44	1.52
YoY(%)	-30.34%	83.20%	0.50%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率（%）	38.11%	31.30%	43.48%	43.00%	43.00%	43.00%
毛利润（亿元）	0.27	0.41	0.57	0.59	0.62	0.65
<b>合计</b>						
营业收入（亿元）	16.37	20.55	22.13	29.08	34.94	41.86
YoY(%)	35.75%	25.54%	7.67%	31.39%	20.16%	19.80%
毛利率（%）	32.18%	30.63%	30.92%	31.75%	31.62%	31.37%
毛利（亿元）	5.27	6.29	6.84	9.23	11.05	13.13

资料来源：Wind，华创证券预测

图表 51 可比公司估值情况

公司	营收/亿元				归母净利润/亿元				PE			
	24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
松原安全	19.71	26.98	35.60	48.02	2.60	3.98	5.33	7.09	29.4	19.3	14.4	10.8
豪能股份	23.60	30.03	36.10	42.57	3.22	4.28	5.38	6.67	39.1	29.4	23.4	18.9
均胜电子	558.64	628.66	674.86	726.22	9.60	15.41	18.82	21.71	24.8	15.5	12.6	11.0
福达股份	16.48	24.71	31.35	37.26	1.85	2.95	3.88	4.89	56.2	35.2	26.8	21.3
<b>汽车业务平均</b>									<b>37.4</b>	<b>24.8</b>	<b>19.3</b>	<b>15.5</b>
华工科技	117.09	157.38	193.27	222.20	12.21	16.74	20.98	25.00	35.2	25.6	20.5	17.2
光迅科技	82.72	110.17	132.80	153.80	6.61	10.80	14.00	16.59	52.3	32.0	24.7	20.9
<b>光通讯业务平均</b>									<b>43.7</b>	<b>28.8</b>	<b>22.6</b>	<b>19.0</b>
华懋科技	22.13	29.08	34.94	41.86	2.77	5.90	7.48	9.34				

资料来源：wind，华创证券 注：除华懋科技外，其他公司预测数据均为wind一致预期，数据截至 2025.5.15

公司为国内汽车被动安全龙头，并依托海外产能释放加速抢占海外市场。泛 AI 业务上，华懋科技目前合计持股富创优越 42.16%，富创优越为光通信等领域头部客户最优合作伙伴，同时公司将持续投入加大在泛 AI 领域投入打造第二增长极。我们预计公司 25-27 年实现归母净利润 5.90/7.48/9.34 亿元。采用分部估值法，汽车被动安全业务选择松原安全、豪能股份等可比公司，给予公司 2025 年对应业务 25X PE；光通讯业务选取华工科技、光迅科技为可比公司，给予公司 2025 年对应业务 30X PE，目标价 46.99 元，对应 2025 年 26X PE，首次覆盖给予“强推”评级。

## 六、风险提示

### 1) 下游需求波动

华懋科技主营业务为汽车被动安全相关产品，目前已处于龙头地位，该部分业绩增长与终端汽车销量具有一定相关性，若整体汽车市场销量不及预期，可能会对公司业绩产生一定影响。

### 2) 整车厂商要求降价

由于整车厂商在汽车产业链占据着强势地位，有能力将因市场竞争导致的整车降价的压力转嫁给上游，一般而言整车厂商每年都会要求上游零部件厂商调低原有产品的价格。如果未来下游汽车厂商放缓新车型上市的节奏，公司原有产品价格将持续下降，可能会对公司毛利率造成一定影响。

### 3) 产业拓展风险

近年来公司在夯实汽车被动安全业务的同时延伸产业链条，逐步收购富创优越股权，布局更具成长性以及技术壁垒的算力相关业务。但相关行业及企业仍处于快速发展期，产品尚处于研发验证或市场拓展期，其产品及市场前景仍存在较大的不确定性。公司在产业拓展的过程中可能存在一定投入，若业务拓展进度不及预期，可能也会业绩有所影响。

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,135	1,041	1,375	1,885
应收票据	0	61	96	103
应收账款	837	919	1,145	1,382
预付账款	29	34	42	53
存货	281	365	439	528
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	182	491	570	656
流动资产合计	2,464	2,911	3,667	4,606
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	1,125	1,125	1,125	1,125
固定资产	944	1,120	1,115	1,111
在建工程	215	262	316	375
无形资产	85	92	100	111
其他非流动资产	536	537	538	542
非流动资产合计	2,906	3,136	3,195	3,264
<b>资产合计</b>	<b>5,371</b>	<b>6,047</b>	<b>6,862</b>	<b>7,870</b>
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	331	372	435	536
预收款项	0	0	0	0
合同负债	1	1	2	2
其他应付款	39	39	39	39
一年内到期的非流动负债	1	1	1	1
其他流动负债	167	224	273	328
流动负债合计	540	638	750	906
长期借款	0	0	0	0
应付债券	836	836	836	836
其他非流动负债	89	89	89	89
非流动负债合计	925	925	925	925
<b>负债合计</b>	<b>1,465</b>	<b>1,562</b>	<b>1,675</b>	<b>1,831</b>
归属母公司所有者权益	3,786	4,349	5,037	5,895
少数股东权益	120	136	150	145
<b>所有者权益合计</b>	<b>3,906</b>	<b>4,485</b>	<b>5,187</b>	<b>6,040</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>5,371</b>	<b>6,047</b>	<b>6,862</b>	<b>7,870</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	<b>663</b>	<b>144</b>	<b>384</b>	<b>505</b>
现金收益	392	719	899	1,076
存货影响	-6	-83	-75	-89
经营性应收影响	164	-462	-359	-354
经营性应付影响	144	98	112	156
其他影响	-30	-128	-194	-284
<b>投资活动现金流</b>	<b>-851</b>	<b>-353</b>	<b>-204</b>	<b>-225</b>
资本支出	-554	-382	-235	-245
股权投资	-264	0	0	0
其他长期资产变化	-34	29	31	20
<b>融资活动现金流</b>	<b>-171</b>	<b>115</b>	<b>155</b>	<b>230</b>
借款增加	46	0	0	0
股利及利息支付	-65	-67	-84	-104
股东融资	62	62	62	62
其他影响	-214	120	177	271

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	<b>2,213</b>	<b>2,908</b>	<b>3,494</b>	<b>4,186</b>
营业成本	1,529	1,985	2,389	2,873
税金及附加	15	18	21	25
销售费用	20	22	26	31
管理费用	179	233	280	331
研发费用	102	116	136	163
财务费用	0	-11	-9	-9
信用减值损失	-4	-10	-12	-14
资产减值损失	-19	-18	-17	-19
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	-30	132	205	296
其他收益	26	26	26	26
<b>营业利润</b>	<b>337</b>	<b>677</b>	<b>855</b>	<b>1,062</b>
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>338</b>	<b>677</b>	<b>855</b>	<b>1,062</b>
所得税	68	100	126	156
<b>净利润</b>	<b>269</b>	<b>577</b>	<b>729</b>	<b>906</b>
少数股东损益	-8	-13	-19	-28
<b>归属母公司净利润</b>	<b>277</b>	<b>590</b>	<b>748</b>	<b>934</b>
NOPLAT	269	568	722	898
EPS(摊薄) (元)	0.84	1.79	2.27	2.84

**主要财务比率**

	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	7.7%	31.4%	20.2%	19.8%
EBIT 增长率	33.6%	97.2%	27.0%	24.5%
归母净利润增长率	14.6%	112.7%	26.8%	24.8%
<b>获利能力</b>				
毛利率	30.9%	31.7%	31.6%	31.4%
净利率	12.2%	19.9%	20.9%	21.6%
ROE	7.3%	13.6%	14.9%	15.8%
ROIC	10.6%	17.7%	19.0%	19.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	27.3%	25.8%	24.4%	23.3%
债务权益比	23.7%	20.6%	17.9%	15.3%
流动比率	4.6	4.6	4.9	5.1
速动比率	4.0	4.0	4.3	4.5
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5
应收账款周转天数	118	109	106	109
应付账款周转天数	66	64	61	61
存货周转天数	66	59	61	61
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.84	1.79	2.27	2.84
每股经营现金流	2.01	0.44	1.17	1.54
每股净资产	11.51	13.22	15.31	17.91
<b>估值比率</b>				
P/E	44	21	16	13
P/B	3	3	2	2
EV/EBITDA	29	16	13	11

## 电子组团队介绍

### 副所长、前沿科技研究中心负责人：耿琛

美国新墨西哥大学计算机硕士。曾任新加坡国立大计算机学院研究员，中投证券、中泰证券研究所电子分析师。2019年带领团队获得新财富电子行业第五名，2016年新财富电子行业第五名团队核心成员，2017年加入华创证券研究所。

### 联席首席研究员：岳阳

上海交通大学硕士。2019年加入华创证券研究所。

### 高级分析师：熊翊宇

复旦大学金融学硕士，3年买方研究经验，曾任西南证券电子行业研究员，2020年加入华创证券研究所。

### 研究员：吴鑫

复旦大学资产评估硕士，1年买方研究经验。2022年加入华创证券研究所。

### 研究员：高远

西南财经大学硕士。2022年加入华创证券研究所。

### 研究员：姚德昌

同济大学硕士。2021年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：张文瑶

哈尔滨工业大学硕士。2023年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：蔡坤

香港浸会大学硕士。2023年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：卢依雯

北京大学金融硕士。2024年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：张雅轩

美国康奈尔大学硕士。2024年加入华创证券研究所。

### 研究员：董邦宜

北京交通大学计算机硕士，3年AI算法开发经验，曾任开源证券电子行业研究员。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
	张婷	华北机构销售副总监		zhangting3@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
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@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
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	张效源	销售经理		zhangxiaoyuan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	吴昱颖	销售经理		wuyuying@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	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	高级销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
上海机构销售部	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	zhangjian@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	高级销售经理		wufeiyang@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
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	张玉恒	销售经理		zhangyuheng@hcyjs.com
	章依若	销售经理		zhangyiruo@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	wange@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@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	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	地址：上海市浦东新区花园石桥路33号 花旗大厦12层
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-20572500
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572522