

溯联股份 (301397.SZ) 汽车尼龙管路老兵，受益轻量化与国产替代

2024年02月08日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

任浪（分析师）

李俊逸（联系人）

renlang@kysec.cn

lijunyi1@kysec.cn

证书编号：S0790519100001

证书编号：S0790122080014

日期	2024/2/7
当前股价(元)	27.30
一年最高最低(元)	55.68/24.21
总市值(亿元)	27.31
流通市值(亿元)	6.83
总股本(亿股)	1.00
流通股本(亿股)	0.25
近3个月换手率(%)	452.19

● 国内领先汽车尼龙管路企业，受益客户订单放量在即

公司成立于1999年，主营业务为汽车尼龙管路、控制件及紧固件。受益于汽车电动化、轻量化和智能化三大趋势，以及“国六”标准实行的政策利好，公司持续获得比亚迪、长安汽车、赛力斯等客户定点，单车价值量提升明显。公司配套问界M7、M9等多款车型，深度服务长安汽车电动化转型，在手定点项目充足，业绩增长确定性较高，因此我们预计2023-2025年归母净利润分别为1.67/2.16/2.80亿元，对应EPS分别为1.66/2.16/2.80元/股，当前股价对应2023-2025年的PE分别为16.4/12.6/9.7倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 排放标准趋严以及电动智能化推动汽车尼龙管路市场规模提升

尼龙由于结构稳定性高、成本较低、加工工艺简单，逐渐成为冷却润滑管路的主要使用材料。随着国六b排放标准的实行和电动智能化的趋势加速，燃油车和新能源车对尼龙管路的需求持续提升，我们假设2022年燃油车和新能源车尼龙管路ASP平均分别为440/800元，预计2027年乘用车尼龙管路市场规模有望达185.30亿元，2023-2027年CAGR为6.14%，其中新能源车将贡献69%的份额，成为主要驱动因素。尽管外资企业占主导地位，但溯联股份（2022年市场份额约7%）等本土企业有望以成本和服务优势脱颖而出，实现市场份额持续提升。

● 核心客户重点车型持续放量，自研关键部件提高毛利率

客户端，（1）比亚迪与公司合作的车型为王朝、海洋系列，2022年成为公司第一大客户；（2）公司与长安汽车合作长达24年，自主新能源品牌深蓝汽车、启源、阿维塔将持续带来业绩增量；（3）公司目前与赛力斯的华为智选SF5、问界M5、M7、M9等车型合作，有望持续受益；（4）公司计划在2025年内完成溧阳工厂的建设，这将提高公司在华东地区的市场拓展能力和对客户的响应速度。**成本端**，公司持续开发技术，建立了自制的工装、模具设计制造能力，并自研自产关键零部件，2022年公司毛利率提升至32.72%，处于可比公司领先地位。

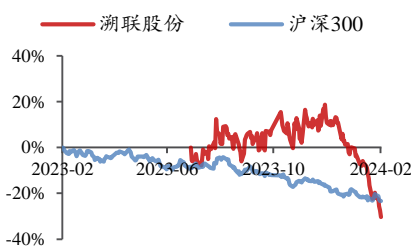
● 风险提示：原材料价格波动、行业竞争加剧、公司产品研发进度不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	726	849	1,019	1,345	1,749
YOY(%)	24.1	17.0	20.0	32.0	30.0
归母净利润(百万元)	110	153	167	216	280
YOY(%)	26.5	38.6	8.9	29.7	29.7
毛利率(%)	30.5	32.7	31.1	30.6	30.2
净利率(%)	15.2	18.0	16.3	16.1	16.0
ROE(%)	23.8	24.7	21.5	21.7	21.9
EPS(摊薄/元)	1.10	1.53	1.66	2.16	2.80
P/E(倍)	24.7	17.9	16.4	12.6	9.7
P/B(倍)	5.8	4.4	3.5	2.7	2.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源：聚源

目 录

1、深耕尼龙管路行业，充分受益汽车电动化.....	4
1.1、深耕尼龙管二十余年，新能源转型迅速.....	4
1.2、业绩快速增长，盈利能力优秀.....	5
2、轻量化和电动化，驱动汽车尼龙管路发展.....	7
2.1、尼龙材料优势明显，符合轻量化和降本需求.....	7
2.2、尼龙管路优势明显，单车用量和单车价值量持续提升.....	8
2.2.1、汽车排放标准趋严带动燃油车尼龙管路用量提升.....	8
2.2.2、轻量化、电动化和智能化推动新能源车尼龙管路单车价值量提升.....	9
2.3、尼龙管路行业由海外公司主导，国产替代空间广阔.....	11
2.3.1、行业进入壁垒高，海外企业居主导地位.....	11
2.3.2、2027年市场空间有望达185亿，国产替代空间广阔.....	13
3、客户资源丰富叠加自研关键部件，有望实现量利齐升.....	14
3.1、同步开发能力强，自主品牌客户资源丰富.....	14
3.1.1、第一大客户比亚迪，提供稳定业绩支撑.....	16
3.1.2、定点长安多个新能源品牌，打开长期成长空间.....	17
3.1.3、配套赛力斯全系车型，充分受益问界放量.....	18
3.1.4、新建溧阳基地，开拓华东市场.....	18
3.2、关键部件自制率高，降本增效提升利润.....	18
3.3、布局储能、氢能热管理，打开长期增长天花板.....	19
4、盈利预测与投资建议.....	20
5、风险提示.....	22
附：财务预测摘要.....	23

图表目录

图 1：公司产品种类丰富，提供管路、控制件、紧固件等.....	5
图 2：未来公司将受益于新能源客户订单的放量.....	5
图 3：蒸发排放管路和新能源热管理系统管路总成营收占比均实现较大提升.....	6
图 4：公司新能源产品收入占比处于可比公司领先水平.....	6
图 5：2022年公司新能源热管理系统管路总成毛利率高达38%.....	6
图 6：2018年以来，公司净利率维持上升趋势.....	6
图 7：2018年以来，期间费用率呈下降趋势.....	6
图 8：尼龙管采用挤出工艺，管壁厚度仅1-1.5mm.....	7
图 9：传统橡胶管3层结构，管壁厚度约3-4mm.....	7
图 10：尼龙材质冷却水管重量较胶管可减重约50-60%.....	8
图 11：更严格的汽车排放标准于2023年7月实施.....	9
图 12：随着国六标准落地，燃油车的尼龙管使用量不断增加.....	9
图 13：汽车轻量化带来诸多好处.....	10
图 14：规划2035年新能源乘用车相比2019年减重35%.....	10
图 15：新能源车热管理管路比传统车更多.....	10
图 16：新能源汽车电动化大势推动单车尼龙管路和连接件用量成倍增长.....	11
图 17：新能源汽车智能化推动尼龙管路需求持续上升.....	11

图 18: 国内外尼龙管路竞争对手成立时间及基本情况.....	12
图 19: 我们预计 2027 年乘用车尼龙管路市场规模将达到 185 (单位: 亿元)	14
图 20: 公司客户覆盖国内主要主机厂和锂电池供应商.....	15
图 21: 2022 年同步开发收入占比高达 76%.....	16
图 22: 2022 年比亚迪和长安汽车为公司前两大客户.....	16
图 23: 比亚迪王朝系列 2023 年累计销量 149.2 万, 同比增长 31.8%.....	17
图 24: 长安主品牌贡献稳定收入, 深蓝汽车推动新增长.....	17
图 25: 华为与赛力斯积极推出新车型, 公司有望持续受益.....	18
图 26: 公司的研发费用率处于可比公司较高水平.....	19
图 27: 公司毛利率处于可比公司领先地位.....	19
图 28: 公司储能热管理管路总成可配套多种储能应用场景.....	20
表 1: 深耕管路行业二十余年, 充分受益电动化大潮.....	4
表 2: 工程塑料在多方面优于橡胶和金属	8
表 3: 溯联股份作为国内尼龙管路领先企业, 2022 年国内市场份额约 7%.....	13
表 4: 公司配套以乘用车为主, 覆盖多个畅销车型.....	15
表 5: 公司业绩拆分与盈利预测	21
表 6: 可比公司盈利预测与估值 (截至 2024/2/1)	22

1、深耕尼龙管路行业，充分受益汽车电动化

1.1、深耕尼龙管二十余年，新能源转型迅速

深耕尼龙管路业务，以新能源客户为新增长点。公司于1999年在重庆市成立，并于2023年在深交所创业板上市，主营业务为汽车用塑料流体管路产品及其零部件的设计、研发、生产及销售，适用于燃油车及新能源车。公司经过二十多年的技术积累和市场开拓，成功凭借其产品优势，成为了国内少数同时进入国产与合资品牌整车厂供应体系的汽车流体管路企业之一。目前，公司已成为长安汽车、上汽通用五菱、比亚迪、宁德时代、赛力斯等整车厂和汽车零部件供应商合作。

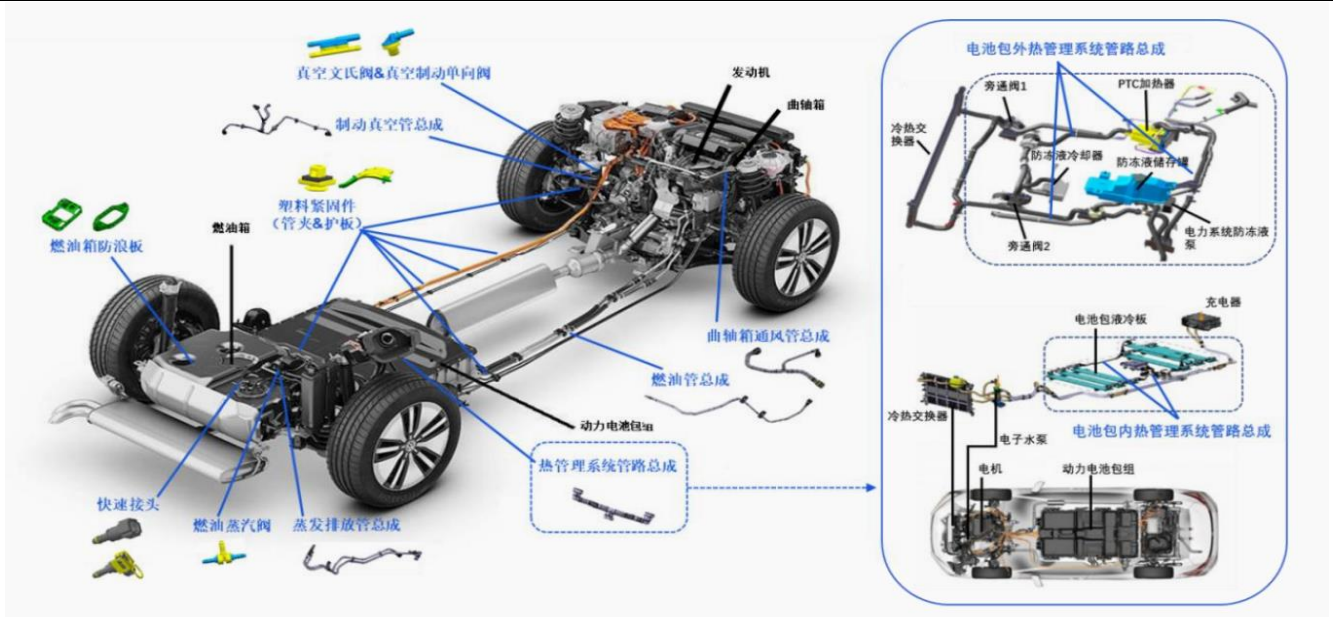
表1：深耕管路行业二十余年，充分受益电动化大潮

发展阶段	年份	公司大事
发展初期，持续拓宽产品线	1999年	公司于重庆市成立，以生产单层管管材、塑料管夹等紧固件产品为主
	2003年	获得拉扣式快速接头专利，应用于长安汽车
	2005年	取得按钮式快速接头专利、成功开发真空制动软管总成。
	2009年	开发三层管，符合国四标准
	2011年	开发曲轴通风管
	2013年	开发PVC材质天窗排水管产品、开发五层管
	2015年	开发导电五层管、拉式快速接头取得专利
	2016年	真空制动软管单向阀开发成功、双向阀产品开发成功
新能源汽车领域稳步推进	2017年	氟塑料为内层的多层管、开发真空制动软管文氏阀产品
	2018年	大口径快速接头和大规格管材，增加压力传感器和导通性监测装置、新能源汽车电池冷却管路零部件及管材研发成功，开发塑料波纹管类产品
	2019年	新能源热管理系统水管产品开始批量供货
	2020年	新能源热管理系统的相关检测实验设备，实现从设计、研发、验证到批量生产的闭环
储能领域实现突破	2021年	开发电网储能电池模组冷却管路、获得氢能源燃料电池管路产品定点
	2022年	储能及燃料电池管路产品进入量产阶段

资料来源：公司公告、开源证券研究所

专注热管理领域，提供汽车尼龙管路总成。公司主要产品包括以尼龙材料为主要原材料的管路总成以及汽车流体控制件及紧固件，主要应用于汽车燃油系统、制动系统、新能源汽车电池热管理系统及储能系统等。（1）**流体管路总成**：为汽车燃油系统、蒸发排放系统、真空制动系统、新能源汽车热管理系统的关键组成部分；（2）**流体控制件**：用于连接及控制上述各系统管路总成产品的关键零部件；（3）**塑料紧固件**：用于汽车管路的紧固、连接与保护。

图1: 公司产品种类丰富, 提供管路、控制件、紧固件等

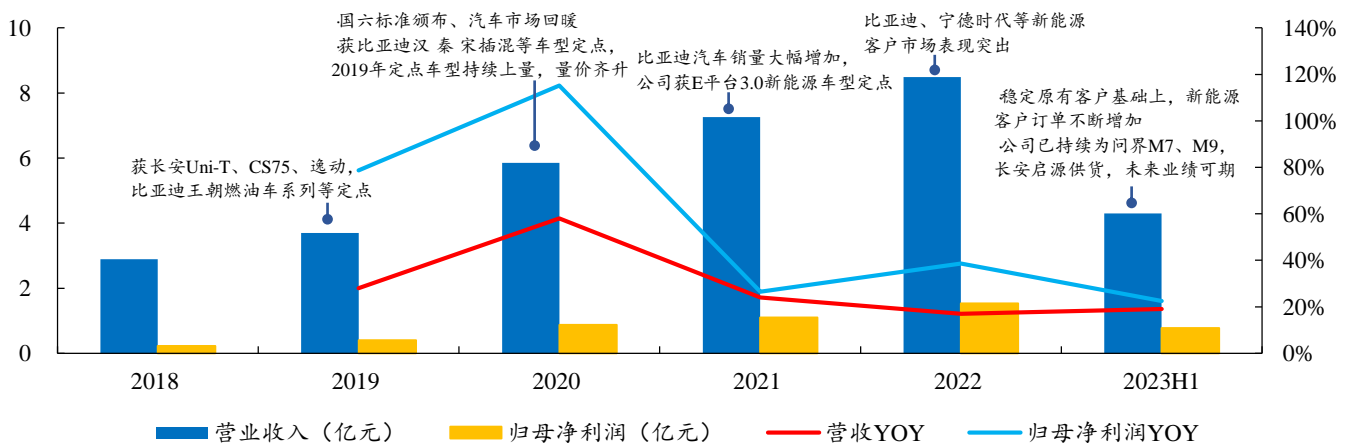


资料来源: 公司公告

1.2、业绩快速增长, 盈利能力优秀

公司业绩快速增长, 2018 年营收为 2.89 亿元, 2022 年营收实现 8.49 亿元, 2018-2022 年 CAGR 为 30.92%。受益于汽车行业电动化进程加速, 同时在“国六”标准实行下, 公司持续获得比亚迪、长安汽车、赛力斯等客户新车型项目定点并拓展新能源客户, 因此公司的蒸发排放管路和新能源热管理系统管路总成等实现了量价齐升, 2023 年上半年营收占比相较于 2018 年分别提升了 15pct 和 18pct。2023 年上半年, 新能源客户订单持续增加, 公司营收实现 4.30 亿元, 同比增加 19.02%; 归母净利润实现 0.77 元, 同比提升 22.57%。**2023H1, 公司新能源产品收入占比高达 41%, 处于可比公司领先水平。**截至 2022 年, 公司已广泛布局 30 多家新能源产业链客户, 遍布整车、动力电池、热管理系统、储能等领域, 形成了较为完善的新能源客户结构。目前, 公司已为问界 M7、M9 供货, 并陆续长安汽车开发应用于阿维塔、SDA 平台的新能源热管理系统, 公司将受益于新能源客户订单放量而实现业绩落地。

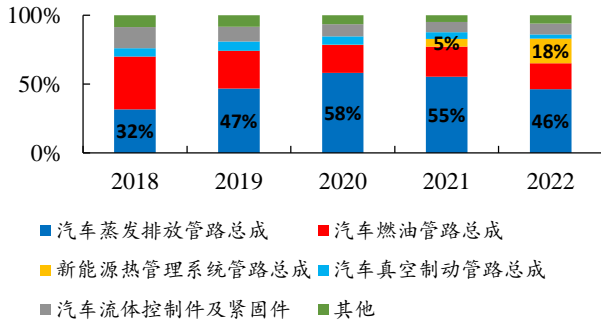
图2: 未来公司将受益于新能源客户订单的放量



数据来源: Wind、公司公告、开源证券研究所

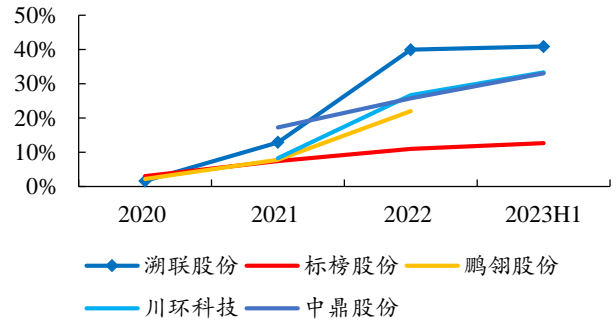
请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

图3：蒸发排放管路和新能源热管理系统管路总成营收占比均实现较大提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

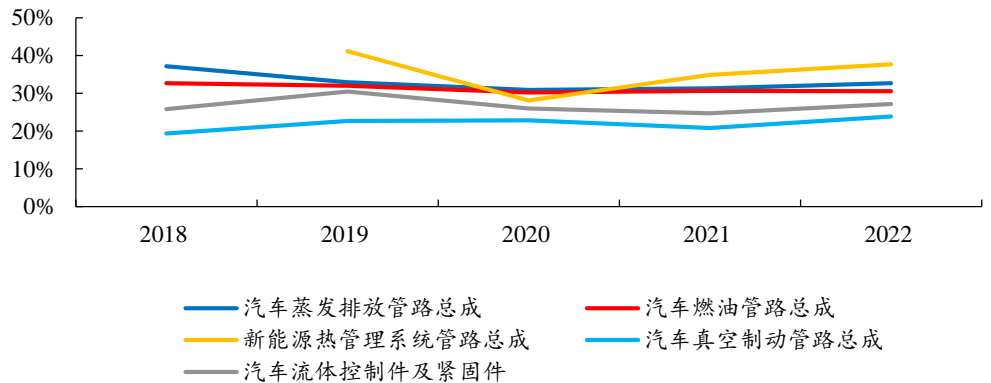
图4：公司新能源产品收入占比处于可比公司领先水平



数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

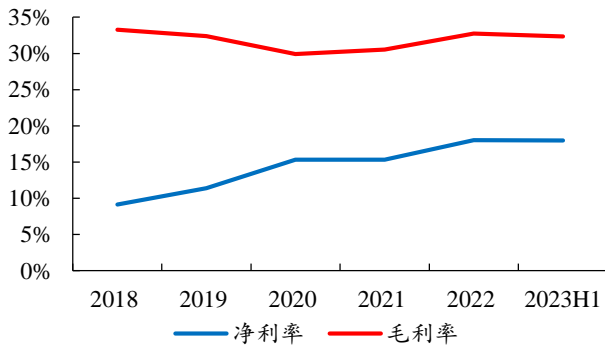
毛利率保持在30%以上，费控水平优秀驱动净利率持续提升。2021年开始，随着蒸发排放和新能源热管理系统管路总成等高毛利产品的销售增加，加之关键零部件自制率提升，公司综合毛利率持续提升，2022年/2023H1毛利率分别为32.72%/32.34%，同比分别提升2.19pct/0.31pct。此外，公司规模效应进一步显现，并持续降本增效，期间费用率从2018年的17.90%降低到2022年的12.13%，2022年净利率实现18.02%，维持在较高水平。

图5：2022年公司新能源热管理系统管路总成毛利率高达38%



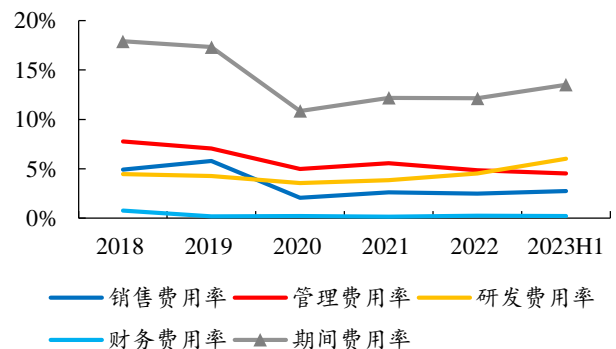
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2018年以来，公司净利率维持上升趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2018年以来，期间费用率呈下降趋势



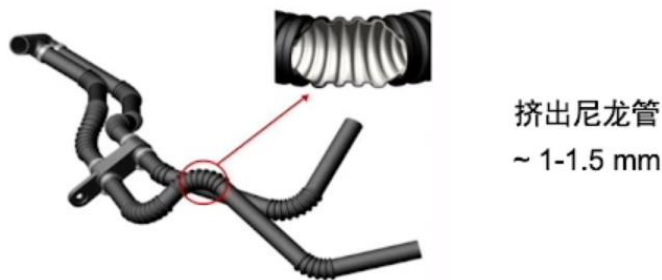
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、轻量化和电动化，驱动汽车尼龙管路发展

2.1、尼龙材料优势明显，符合轻量化和降本需求

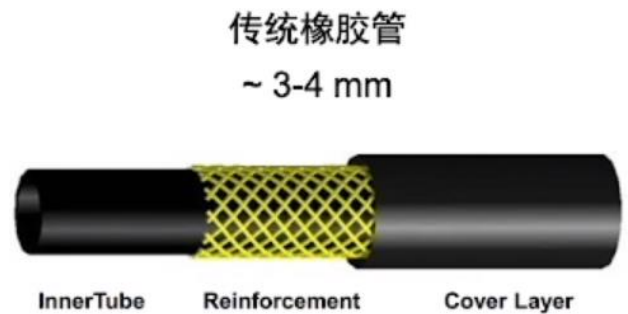
就管路而言，橡胶管混炼硫化后分子结构稳定性低，耐腐蚀渗透能力差，寿命低，污染高。国五以后在燃油车的油路和蒸发排放系统里面几乎都是尼龙管路，胶管主要应用于发动机冷却水管；在新能源汽车中，尼龙管首先应用于狭窄电池包内，因为其体积更小，液体分子阻隔性能更好，且电池包内部无法维护，寿命要求更长。随着整车域控制技术升级，动力、三电、空调等各大模块的热管理系统呈一体化趋势，功能高度集成，管路接口、材料将进一步整合。而尼龙作为工程塑料的一种，因其密度小、壁厚小等优势减重效果明显。根据杜邦新能源数据，传统冷却管材料以 EPDM 三元乙丙橡胶为主，通常有 3 层结构，通过管芯定型后放入硫化罐成型，壁厚通常为 3-4mm，EPDM 橡胶管优势在于材质较软，便于弯曲装配。尼龙管壁厚通常 1-1.5mm，且密度较低，减重效果明显。

图8：尼龙管采用挤出工艺，管壁厚度仅 1-1.5mm



资料来源：杜邦新能源汽车公众号

图9：传统橡胶管 3 层结构，管壁厚度约 3-4mm



资料来源：杜邦新能源汽车公众号

根据杜邦公司数据，使用尼龙材质的冷却水管重量较胶管可减重约 50-60%。图 10 中不同材料的冷却水管，1 号管全部使用塑料挤出管和若干快插接头，在转弯处可使用尼龙波纹管，便于组装和连接，重量 83g；图中 2 号管使用部分塑料挤出管、橡胶管和快插接头或卡箍，重量 122g，在转弯处使用橡胶，具有较好的弯曲度和安装性能；3 号管使用全胶管和卡箍连接，整体重量 241g，具有优异的弯曲度，但重量也较大。此外，尼龙管不需要硫化工艺，且可以回收使用，因此在成本上也低于橡胶管。

图10：尼龙材质冷却水管重量较胶管可减重约 50-60%


资料来源：杜邦新能源汽车公众号

冷却管路作为新能源汽车上的重要零部件，需要满足耐水解、耐油、耐高温、轻量化等多种要求。新能源汽车冷却系统按照冷却介质可分为气冷、液冷和相变材料。液冷是目前新能源汽车冷却的主要方式，包括水冷和油冷。近年来，越来越多新能源汽车，尤其是纯电动和混合动力汽车推向市场，其中大部分采用水冷方案对电驱动和动力电池系统进行冷却。由于新能源汽车的冷却系统水温较低，如电驱动水冷系统水温低于 70℃，电池水冷系统水温低于 50℃。同时，大部分尼龙材料的工作温度小于 120℃，而尼龙管由于重量轻，加工工艺简单，能够满足冷却系统的耐温要求，逐渐成为冷却润滑管路的主要使用材料。尼龙类冷却液管路也将是未来新能源汽车上冷却液管路最主要的产品类型。

表2：工程塑料在多方面优于橡胶和金属

性能	橡胶	金属（铜或铝）	工程塑料
重量	中	重	轻
性能稳定性	中	中	高
成本	高	中	低
环保及可回收性	差	中	优
排放水平	中	中	优
安装便利性	慢	慢	快

资料来源：公司公告、开源证券研究所

2.2、尼龙管路优势明显，单车用量和单车价值量持续提升

2.2.1、汽车排放标准趋严带动燃油车尼龙管路用量提升

国六排放标准 6b 阶段的实施为管路行业带来新增量。2023 年 5 月，生态环境部、工信部等 5 部门发布《关于实施汽车国六排放标准有关事宜的公告》：自 2023 年 7 月 1 日起，全国范围轻型汽车全面实施国六排放标准 6b 阶段，禁止生产、进口、销售不符合国六排放标准 6b 阶段的汽车。随着排放标准的严格化，燃油车管路的复杂度、集成度的提升带动了尼龙管路使用量的提高。

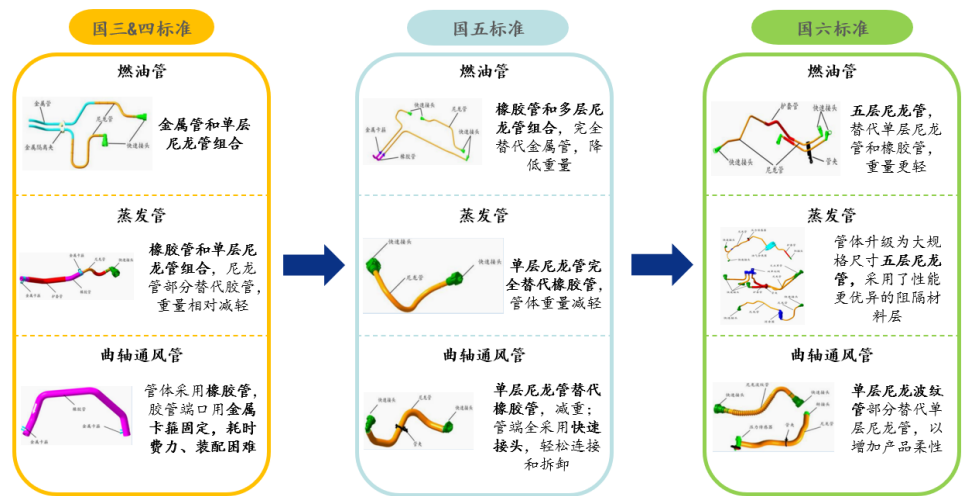
图11: 更严格的汽车排放标准于 2023 年 7 月实施

车型	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
轻型汽车	柴油车	国四			国五			国六a		国六b
	汽油车	国四			国五			国六a		国六b
	气体燃料车	国四			国五			国六a		国六b

资料来源: 生态环境部官网、《中国移动源环境管理年报(2022年)》、开源证券研究所

根据公司公告, 随着国六标准的发布, 尼龙管路在燃油管、蒸发管以及曲轴通风管中完成了橡胶管的替代, 趋严的排放标准推动了尼龙管路的用量和单车价值量。

图12: 随着国六标准落地, 燃油车的尼龙管使用量不断增加

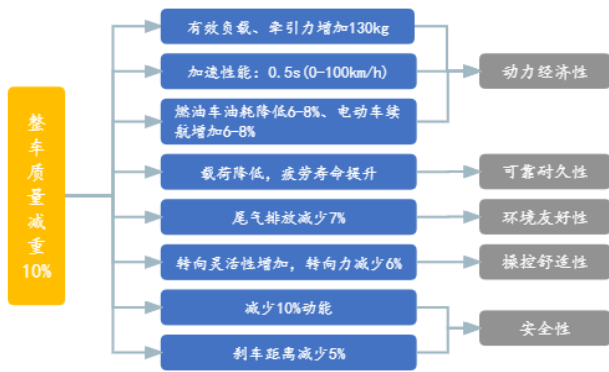


资料来源: 公司公告、开源证券研究所

2.2.2、轻量化、电动化和智能化推动新能源车尼龙管路单车价值量提升

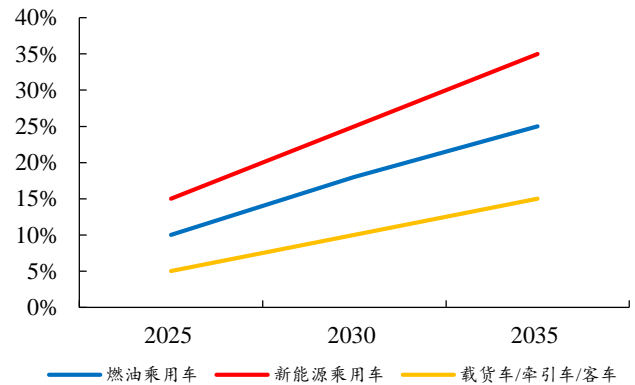
轻量化技术可以在满足车辆安全性要求的前提下, 减轻零部件质量, 提高行驶距离, 降低部件损耗。据中国汽车协会披露, 若汽车整车重量降低 10%, 燃油效率可提高 6%-8%; 汽车整车重量每减少 100 公斤, 百公里油耗可降低 0.4-1.0 升; 据《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》, 到 2035 年, 燃油乘用车和新能源乘用车的轻量化系数, 分别比 2019 年降低 25%/35%, 汽车轻量化将提升续航里程, 减少损耗。

图13: 汽车轻量化带来诸多好处



资料来源:《汽车车身的轻量化设计探讨》、开源证券研究所

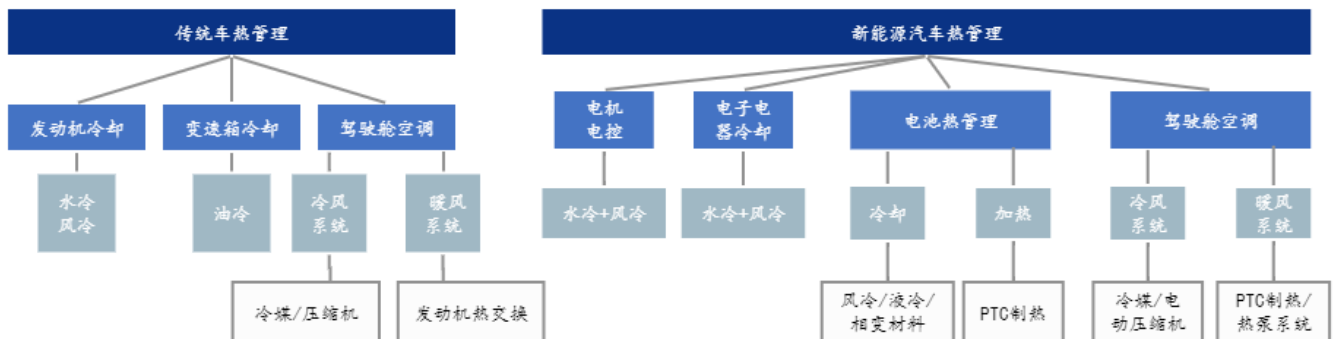
图14: 规划 2025 年新能源乘用车相比 2019 年减重 35%



数据来源: 中国汽车工程学会《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》、开源证券研究所

新能源车热管理管路比传统车使用量更多。新能源汽车由于取消了发动机、变速箱等部件, 新增了电池、电机、电控和减速器, 热管理系统就包括了电池热管理系统、汽车空调系统、电机电控冷却系统及减速器冷却系统等四部分。与传统燃油汽车相比, 新能源汽车对热管理系统的集成度及温控管理提出了更高要求, 过高或过低的温度均会影响电池、驱动电机等部件的性能及使用寿命, 因此新能源车新增了动力电池、电控、电机等相关的热管理管路。



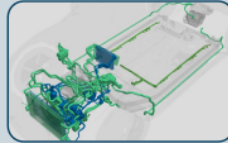
图15: 新能源车热管理管路比传统车更多



资料来源: 艾邦高分子公众号、开源证券研究所

据 TI Fluid Systems 官网数据, 传统燃油车冷却管路系统长度约 5 米, 纯电车型电池包外的冷却管路系统长度可达 12-20 米, 混动车型约为 22 米, 新能源车型单车尼龙管路用量可达传统燃油车的 2.4-4.4 倍。此外, 随着管路系统长度增加, 管路接头等连接件的用量也有较大增长。传统燃油车单车使用约 15 个接头, 纯电车型使用量为 65 个, 混动车型用量可达 75 个, 新能源车型的管路接头等连接件用量可达传统车油车 4-5 倍。受益于电动化和轻量化大趋势, 尼龙管路、连接件的单车用量和市场空间有望持续增长。

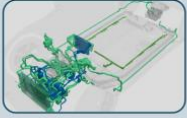
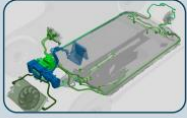

图16: 新能源汽车电动化大势推动单车尼龙管路和连接件用量成倍增长

	Base ICE		PHEV		BEV	
						
	Refrigerant	Coolant	Refrigerant	Coolant	Refrigerant	Coolant
Tube Length	~ 5m	~ 5m	~ 6m	~ 22m	~ 6m	12-20m
Weight, including auxiliaries	~ 11kg	~ 4kg	~ 12kg	~ 12kg	~ 22kg	~ 7kg
# Connectors		~ 15		~ 75		~ 65

资料来源: Ti Fluid Systems 官网

随着新能源汽车智能化进程提速,智能驾驶、智能座舱等科技功能在消费者购车决策中的权重持续提高,支撑智能化功能的感知、决策和执行系统中高算力芯片、智驾域控、座舱域控,以及未来的舱驾一体域控、中央域控等零部件的热管理难度和需求也在快速提升。根据邦迪管路预测,配备高级别自动驾驶功能的高阶智能车型冷却管路单车用量有望达到 40 米,较普通电车汽车 20 米用量实现翻倍增长,随着管路用量增加,连接件数量也有望达到 85 个,智能化硬件底座拉动的尼龙管路和连接件需求增量远超冷却管路系统集成化模块化产生的减量,支撑尼龙管路系统单车用量和价值量的持续提升。

图17: 新能源汽车智能化推动尼龙管路需求持续上升

	BEV Lines & Connectors		BEV Modularised Thermal System		Autonomous BEV ADAS	
						
	Refrigerant	Coolant	Refrigerant	Coolant	Refrigerant	Coolant
Tube Length (m)	~ 6m	12-20m	~ 5m	8-14m	~ 5m	40m
Weight, including auxiliaries (kg)	~ 22kg	~ 7kg	~ 18kg	~ 4kg	~ 18kg	~ 9kg
# Connectors		~ 65		~ 45		~ 85
Add on Thermal Management peak performance	~ 15kW		~ 12kW		~ 18kW	

资料来源: Ti Fluid Systems 官网

从单车价值量来看,以发动机燃油系统管路和热管理系统管路为例,发动机燃油系统的单车价值总量约 300-500 元,燃油车的冷却水管约 200-400 元(目前主要为橡胶管),新能源汽车相关管路单车价值量约 500-1200 元,价值主要分布在混动发动机、电池、电机电控、底盘以及空调暖通、热泵部分。

2.3、尼龙管路行业由海外公司主导,国产替代空间广阔

2.3.1、行业进入壁垒高,海外企业居主导地位

汽车用塑料流体管路具有一定的进入壁垒,主要是客户壁垒、技术壁垒、资金壁垒。

(1) 客户壁垒:客户要求严格,导入期在 2-4 年。车用塑料流体管路属于汽车安全件,质量直接关系到整车的质量和安全,各大整车厂对供应商的选择严格审慎,供

供应商需要通过第三方的 IATF16949 质量管理体系认证，还要各整车厂质量认证、综合评审考核等多道程序，考核通常需要持续 1-2 年。供应商通过考核后，从产品开发制造样件到最终批量生产，仍需 1-2 年。因此长期合作的供应商对整车厂有更深入、完整的理解，可以快速熟练地响应整车厂的开发要求，大幅降低生产成本。

(2) 技术壁垒：快速接头被外资/合资垄断，需要较强的技术。以快速接头为主的管路连接件作为系统的关键零部件，主要掌握在少数几家外资（合资）紧固件品牌以及尼龙管路系统供应商手中。对于不具备受主机厂认可的连接件的生产能力的供应商，除了采购成本较高之外，大批量供货也需要较长的订单周期，且较难获得定制化的产品。而自主的连接件生产能力需要在主机厂得到相关认证，还要建立较强的模具加工能力以满足高性能、高精密的塑料连接件的开发和持续生产需求，同时快速接头的认证等级高于管体，因此需要有较强的研发技术。

(3) 资金壁垒：投资大、周期长，回报不确定。汽车流体管路行业需要较好的设备、建立完整的流体实验验证能力、建立大部分关键零部件自主能力和主要工装模具的自制能力。由于流体管路产品需要更长时间的实验认证，而且前期基础投入较大，产品本身单车价值不高，需要达到一定的批量才能得到足够回报，因此对于新进入者而言，投资大、周期长，且因质量问题和车型的市场风险会造成回报的不确定性。

图18：国内外尼龙管路竞争对手成立时间及基本情况



资料来源：各公司公告、各公司官网、爱企查、车质网、开源证券研究所

欧美及日本等发达国家最早开始尼龙管路在汽车上的应用，其通过数十年的发展，尼龙管路制造业成熟，市场集中度高，企业积累了很强的综合实力及研发能力，海外主要有邦迪、库博标准、三樱、弗兰克希等外资企业，国内布局尼龙管路的企业相较于海外更晚，且由于较高的壁垒企业数量更少，主要有标榜股份、湖联股份等民营企业、亚大汽车（凌云股份）等合资企业。进入新能源汽车热管理领域后，尼龙管企业与中鼎股份、川环科技、鹏翎股份等橡胶管企业开始了一定程度的市场竞争。随着新能源汽车渗透率增加，性能和技术要求也随着车型加速迭代而不断提高，热管理系统的结构和功能也进一步复杂，带来尼龙管路系统单车价值量的持续提高。

表3: 溯联股份作为国内尼龙管路领先企业, 2022年国内市场份额约7%

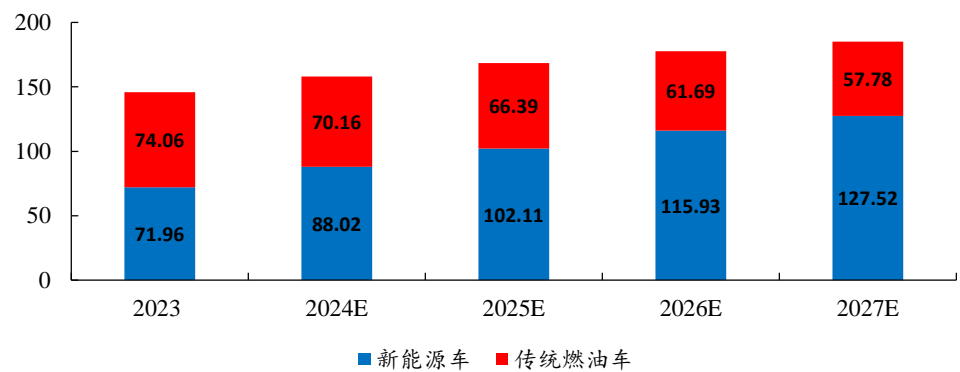
公司	国家	主要产品	客户情况	2022年总营收	2022年 尼龙管路收入	2022年 市场份额
邦迪 TI	英国	汽车用刹车管、燃油管、油箱、燃油泵	大众集团、Stellantis 集团、现代起亚汽车集团、奔驰、丰田集团、宝马、长城汽车等	32.68 亿欧元 (约 253.92 亿元)	6.70 亿欧元 (中国业务, 约 52.06 亿元)	约 44% (全球管路)
库博标准	美国	减震器、汽车专用紧固件、密封件、汽车操作系统、燃油输送系统等	帕卡、通用汽车、雷诺、大众集团、福特、蔚来、比亚迪、宝马等	10.84 亿美元 (管路业务, 约 77.84 亿元)	1.6 亿美元 (亚太管路业务, 11.58 亿元)	约 14% (全球管路)
亚大汽车	中国	塑料尼龙压力管及总成、液压管路及总成等	宝马、奔驰、奥迪、丰田等国际高端品牌	43.33 亿元 (汽车零部件子公司)	-	-
溯联股份	中国	燃油管路总成、新能源车热管理系统管路总成等、流体控制件及紧固件	比亚迪、长安汽车、赛力斯、上汽通用五菱等整车厂; 宁德时代、邦迪管路等零部件厂商	8.49 亿元	8.49	约 7% (中国尼龙管路)
标榜股份	中国	燃油管、AKF 管、电池冷却管、连接件等	大众、奥迪、比亚迪、沃尔沃、奔驰、宝马等整车厂; 上海大众动力总成、鹏翎股份等零部件厂商	5.18 亿元	5.18	约 4% (中国尼龙管路)
鹏翎股份	中国	汽车冷却管路总成、燃油管路总成、空调管路总成、油气管路总成等	一汽&上汽大众、长城、比亚迪、长安、上汽通用五菱、小鹏汽车等整车厂; 上海大众动力总成、宁德时代等零部件厂商	16.98 亿元	-	-
川环科技	中国	燃油系统/冷却系统/制动系统/动力转向/车身附件系统/进排气系统胶管	吉利、上汽五菱、长安、长安福特、北汽、广汽、比亚迪、奇瑞等整车厂	9.07 亿元	-	-

数据来源: 各公司公告、各公司官网、盖世汽车研究院公众号、Ti Fluid Systems 官网、Wind、开源证券研究所

2.3.2、2027年市场空间有望达185亿, 国产替代空间广阔

受益于新能源车轻量化需求和零部件国产替代化, 国内汽车尼龙管路市场规模稳步提升。据溯联股份招股书的数据, 我们假设 2022 年传统燃油车尼龙管路单车价值量为 440 元, 新能源车尼龙管路单车价值量为 800 元, 自 2023 年开始, 单车价值量在 2022 年的基础上以 1% 的年降进行调整, 我们测算 2023/2027 年的乘用车尼龙管路市场规模将分别为 146.01/185.30 亿元, 2023-2027 年 CAGR 为 6.14%, 其中新能源车为重要驱动力, 2023/2027 年新能源车尼龙管路市场规模将分别达到 71.96/127.52 亿元, 份额分别为 49%/69%。

根据我们测算, 2022 年溯联股份市场份额约 7%, 处于本土企业领先水平。随着中国新能源汽车渗透率提升以及自主汽车品牌市场份额提升, 溯联股份等本土尼龙管路企业有望凭借深厚的技术积累、优秀的成本控制能力、及时的客户响应以及广泛的自主品牌覆盖, 能够在国内汽车尼龙管路行业竞争中维持领先地位, 逐步提升市场份额, 实现国产替代。

图19：我们预计 2027 年乘用车尼龙管路市场规模将达到 185（单位：亿元）


数据来源：盖世汽车研究院公众号、Ti Fluid Systems 官网、公司公告、Wind、开源证券研究所

3、客户资源丰富叠加自研关键部件，有望实现量利齐升

同外资企业相比，公司在价格及快速响应客户需求方面具有比较优势，在行业内具有丰富的研发生产经验，与主要供应商拥有稳定的长期合作关系，可以有效控制各项成本。同内资企业相比，公司具有行业内丰富的设计、生产经验，客户众多，在技术研发、质量控制、成本控制、品牌认可度等方面具有一定优势。公司是国内最早实现汽车管路系统快速接头技术突破的公司之一。公司掌握多项快速接头核心技术并可自主生产相关产品，无需受制于外资专业插接紧固件供应商，并逐渐推出了控制阀、消音器等流体控制部件为了与对手形成更为明显的竞争差异，发行人继续深挖产业链上游，建立了 IN-HOUSE(自制) 的工装、模具设计制造能力，提高了产品开发的质量和反应时间，降低了成本，更解决了被上游子零件“卡脖子”的问题。通过深挖上游产业链的价值，公司形成了自己独特的竞争优势，业务得到长足发展。

3.1、同步开发能力强，自主品牌客户资源丰富

公司以传统车企客户为基石，积极向外拓展新能源客户。主要客户包括长安汽车、上汽通用五菱、比亚迪、北京汽车、奇瑞汽车、上汽通用、长安福特、吉利汽车、一汽解放和八千代、邦迪管路等，主要客户行业地位和信誉度较高。同时，公司在稳固现有品牌客户份额的基础上，紧跟行业趋势，深度参与新能源产业链业务布局：（1）以 Tier 1 的身份向比亚迪、长安、赛力斯、岚图、小鹏等车企供货，公司已与 2022 年新能源乘用车零售销量排名前 15 中大部分车企开展合作；（2）以 Tier 2 身份通过向宁德时代、欣旺达等企业交付电池冷却管路总成产品为蔚来、理想、北汽极狐、吉利、埃安、路特斯等厂商供货。2022 年前五大客户分别为比亚迪、长安汽车、上汽通用五菱、宁德时代和广汽集团，占营业收入比例分别为 26.46%、21.05%、11.25%、5.78%、4.23%，CR5 集中度为 68.77%。

图20：公司客户覆盖国内主要主机厂和锂电池供应商


资料来源：公司公告、各公司官网、开源证券研究所

表4：公司配套以乘用车为主，覆盖多个畅销车型

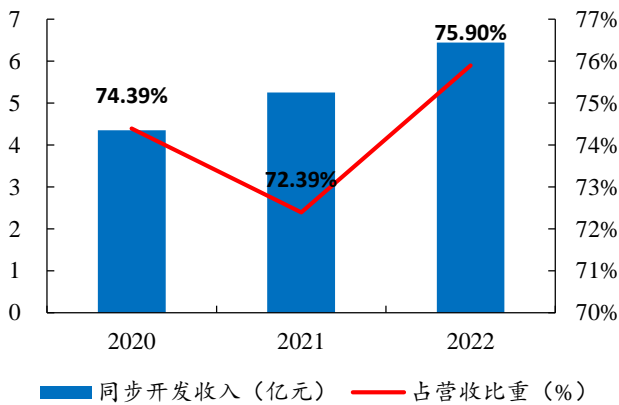
汽车类别	车企	车型
乘用车	长安汽车	长安 CS 系列、长安欧尚系列、长安新能源、深蓝、阿维塔
	上汽通用五菱	宝骏系列、五菱宏光系列等
	比亚迪	王朝系列（汉、唐等）、海洋系列（海鸥、海豚等）
	赛力斯	风光系列、赛力斯、问界等
	广汽集团	影豹、GS 系列
	上汽集团	凯迪拉克 XT 系列、CT 系列，别克昂科威/君威/君越/英朗/威朗/GL8，雪佛兰迈锐宝、科沃兹等
	长安福特	福克斯、蒙迪欧、金牛座、锐界、探险家、林肯飞行家等
	北京汽车	BJ 系列
	奇瑞汽车	捷途系列、艾瑞泽系列
	一汽解放	一汽奔腾
	华晨鑫源	斯威系列
	小鹏汽车	P7、P5、G9 等
	岚图汽车	FREE、梦想家、追光
	东风日产	启辰系列
	广汽本田、东风本田	锋范、思铂睿、雅阁、CR-V、皓影、杰德、思域、奥德赛、艾力绅等
	吉利汽车	帝豪、豪越、缤越、ICON、嘉际、领克
	北京现代	雅绅特、名图
	长城汽车	欧拉系列电动车
	蔚来汽车	ES8、ES6、ET7 等
	理想汽车	理想 ONE、L9 等
广汽埃安	AIONY 等	
商用车	长安汽车	长安凯程、长安跨越
	上汽通用五菱	五菱荣光系列、五菱之光系列等

赛力斯	C 系列等
北京汽车	威旺
奇瑞汽车	开瑞优优系列
华晨鑫源	金杯 T 系列、金杯 X 系列

资料来源：公司公告、开源证券研究所

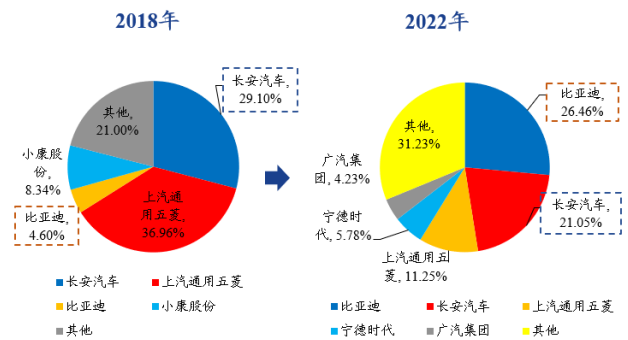
积极响应客户需求，比亚迪和长安汽车为公司前两大客户。2022 年，公司快速响应同步开发，同步开发取得的收入为 6.44 亿元，占营收比重提升到 75.90%，同比提升了 3.50pct。2022 年公司前两大客户为比亚迪和长安汽车，收入贡献占比分别为 26.46%/21.05%。

图21：2022 年同步开发收入占比高达 76%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图22：2022 年比亚迪和长安汽车为公司前两大客户



数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.1.1、第一大客户比亚迪，提供稳定业绩支撑

第一大客户比亚迪为公司提供稳定业绩。公司与比亚迪合作的车型为王朝、海洋系列，2018-2022 年，比亚迪对公司收入贡献占比从 4.60%提升至 26.46%，成为公司第一大客户。此外，公司成功自主研发出新能源汽车电池冷却管路快速接头后，于 2019 年向比亚迪小批量供应新能源热管理系统管路总成产品，比亚迪逐渐成为公司的主要新能源客户。2023 年比亚迪完成 302.4 万辆销售，同比增长 61.9%。其中比亚迪王朝系列全年销售 149.2 万辆，同比增长 31.8%。公司配套比亚迪旗下多个品牌，重点配套比亚迪多款王朝系列车型，有助于公司业绩稳定增长。

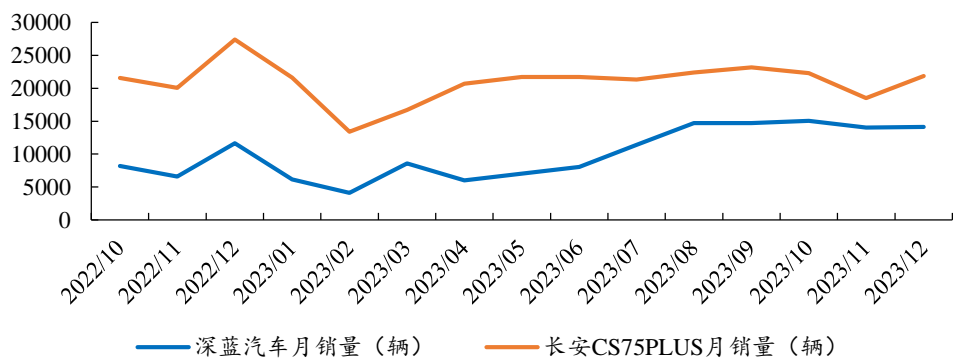
图23：比亚迪王朝系列 2023 年累计销量 149.2 万，同比增长 31.8%



3.1.2、定点长安多个新能源品牌，打开长期成长空间

与长安汽车合作长达 24 年，自主新能源品牌深蓝汽车、启源、阿维塔有望持续带来业绩增量。公司自 1999 年成立起，便与长安汽车合作，目前合作已达 24 年，2022 年公司来自长安汽车的收入占比为 21.05%。2023 年长安汽车销量超过 255 万辆，其中自主品牌新能源超 47 万辆，旗下长安启源定位数智进化新汽车，深蓝汽车定位年轻科技数字品牌，阿维塔科技定位高端情感智能品牌，3 大电动车品牌是长安汽车新能源“香格里拉”计划的重要支撑。2023 年下半年，长安 CS75PLUS 月销量稳定在 2 万辆以上，成为公司稳定的收入来源之一。此外，据深蓝汽车公众号，深蓝 S7 上市 2 个月连续交付破万，同时深蓝汽车 14 个月销量突破 10 万辆，成为自主新能源品牌最快突破 10 万销量新纪录的公司。公司已配套深蓝多款车型，有望为公司带来新的业绩增量。

图24：长安主品牌贡献稳定收入，深蓝汽车推动新增长



数据来源：车主之家、开源证券研究所

3.1.3、配套赛力斯全系车型，充分受益问界放量

公司充分受益问界系列车型持续放量。问界新 M7 发布 4 个月，大定数已超 13 万辆；问界 M9 于 2023 年 12 月 26 日发布，上市七天累计大定突破 30,000 辆，2023 全年 AITO 问界系列累计交付 94,380 辆。作为重庆本地企业，公司自 2005 年就与赛力斯（前身金康汽车）合作，配套的产品为汽车燃油管路总成、汽车蒸发排放管路总成、汽车真空制动管路总成、其他流体管路及流体控制件、塑料紧固件、其他部件等，乘用车方面合作的车型包括华为智选 SF5、问界 M5、M7、M9。此外，问界将于 2024 年推出 M8，公司有望持续与问界新车型合作。

图25：华为与赛力斯积极推出新车型，公司有望持续受益



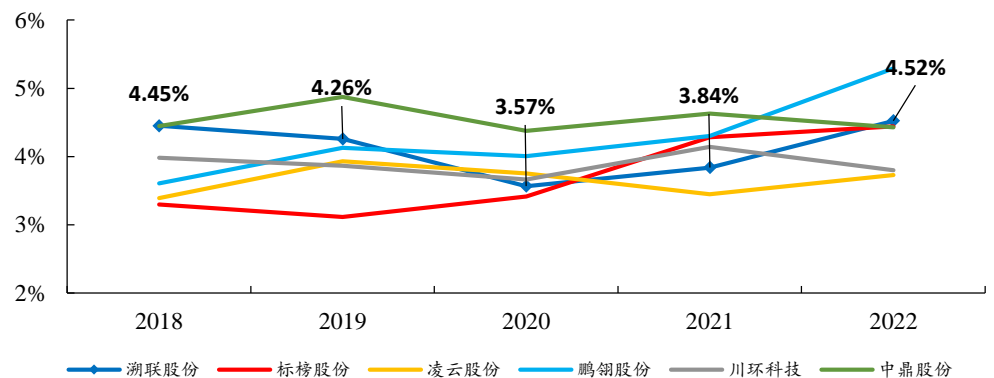
资料来源：华为官网、问界官网、第一电动汽车网公众号、开源证券研究所

3.1.4、新建溧阳基地，开拓华东市场

2023 年 8 月，公司通过《关于拟签订投资合作协议暨对外投资的议案》，同意与江苏省溧阳经济开发区管理委员会签订《投资合作协议》，拟在溧阳经济开发区投资人民币 2.8 亿元，通过设立全资子公司建设新能源汽车流体管路系统智能化工厂项目。公司已于 2023 年 9 月完成工商注册登记手续并取得营业执照，完成新能源汽车流体管路系统智能化工厂可研报告、环评报告等文件的编制工作。计划于 2023 年内完成项目备案和土地招拍挂工作，2024 年春节前完成入场准备，预计在 2025 年内完成建设，预计新增产值 5 亿元以上。另外，过渡厂房的装修和生产准备工作也计划在 2024 年春节前完成，预计新增价值 1 亿元以上的尼龙管路总成的产能建设。溧阳工厂的建立将显著提高公司在华东地区吉利、奇瑞、上汽大众等多个主机厂的市场拓展能力和及时响应速度，更好发挥公司技术和成本优势，为后续新车型定点的获取和长期业绩增长提供强力支撑。

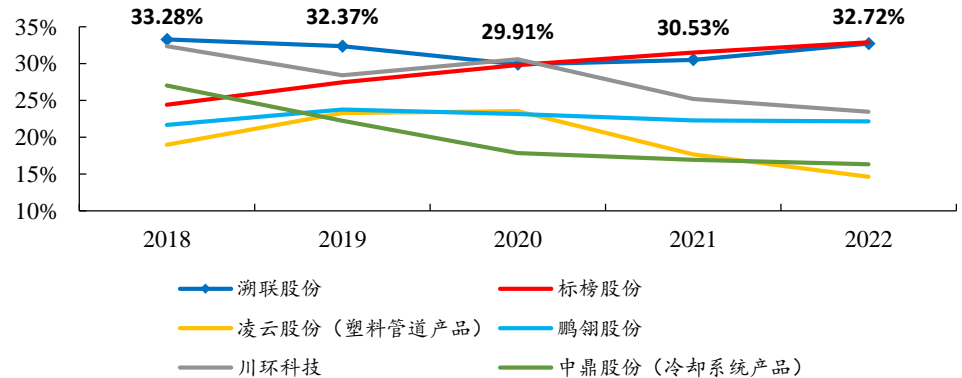
3.2、关键部件自制率高，降本增效提升利润

持续开发技术，减少上游产业链的依赖。公司积极向产业链上游延伸，建立了自制的工装、模具设计制造能力，截至 2023 年 6 月 19 日，公司发明专利数为 20 项，合计专利数为 88 项。公司持续对技术进行开发和创新，可有效解决及满足客户对于流体管路关键零部件在连接可靠性、噪音控制、阀门低压开启与持久密封性等方面的要求，逐步降低对上游产业链的依赖，具备较强的自主创新能力及行业竞争力。2022 年，溯联股份/标榜股份/凌云股份/鹏翎股份/川环科技/中鼎股份研发费用率分别为 4.52%/4.44%/3.73%/5.29%/3.80%/4.43%，公司处于可比公司较高水平。

图26：公司的研发费用率处于可比公司较高水平


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司核心技术主要可分为流体管路用快速接头锁紧结构技术及其核心生产工艺技术、流体管路控制阀技术与消音器及其核心生产工艺技术、流体管路制备核心工艺技术及核心工艺装置三大类，公司已掌握多项快速接头核心技术并可自主生产相关产品，并且逐渐推出控制阀、消音器等流体控制部件。部分零部件自研自产有助于公司维持较高毛利率，2022年公司毛利率提升至32.72%，同比增加2.19pct，处于可比公司领先地位。

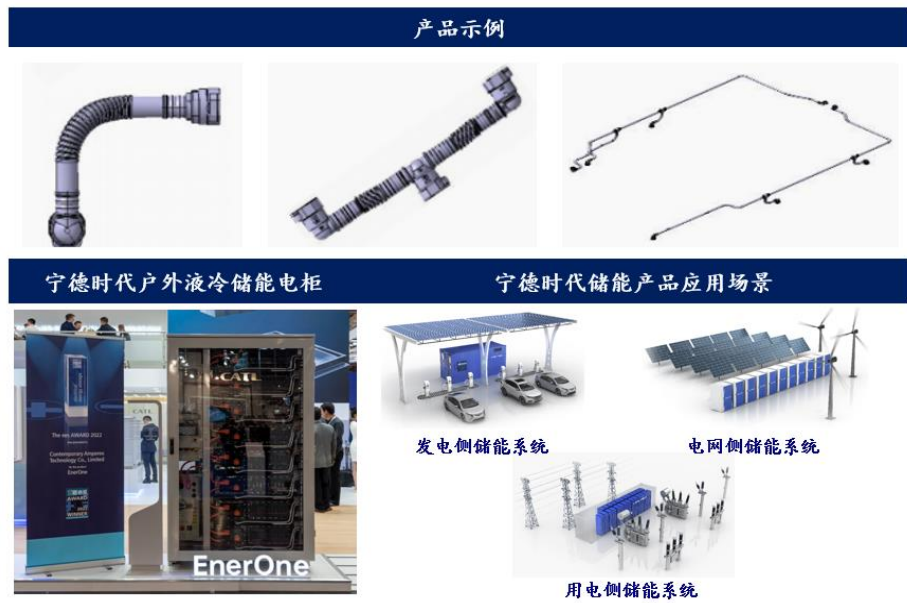
图27：公司毛利率处于可比公司领先地位


数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

3.3、布局储能、氢能热管理，打开长期增长天花板

公司的热管理系统管路总成产品能广泛应用在储能模块中，相比汽车级产品规格更大，回路更复杂，能耐极寒天气以及长时间的高温工况。储能模块主要用在野外作业、社区、别墅、工地、通讯、光伏和风力发电等基础设施中，市场前景广阔。公司的储能产品目前已经向客户小批量供货。2019年，公司开发出电池包内专用水管快换接头，该产品较同类外资产品尺寸更小，结构更方便拆装，解决了能量密度大幅提升趋势下电池包内空间减少、不利于热管理系统设计布局的问题，并以性价比和高的可靠性，成为宁德时代电池包平台的指定二级配件，可为其动力电池和储能系统供货。宁德时代的产品可用于储能发电侧、输配电侧、用电侧等场景，其户外液冷储能电柜 EnerOne 具有长寿命、高集成和高安全的特点。

图28：公司储能热管理管路总成可配套多种储能应用场景



资料来源：宁德时代官网、公司公告、开源证券研究所

公司紧跟新能源汽车技术发展趋势，开发氢能源燃料电池领域，开拓新的增长点。目前，公司为客户同步开发的燃料电池乘用车专用排氢管、电堆出气管等产品已实现小批量交付。同时，公司正与某全球零部件巨头合作开发应用于商用车氢燃料输送中压管道，可应用于氢气燃料电池、内燃机和存储、运输系统。根据商用车碳中和平台公众号，氢燃料电池商用车相较于内燃机商用车，具有能源利用效率高、排放物无污染等优势；相较于纯电动商用车，具有续驶里程长、载货效率高、补能时间短等优势，是商用车实现零碳转型的重要技术路线之一。随着氢燃料电池商用车向中长途运输场景渗透，公司长期布局的氢能源燃料电池产品有望受益。

4、盈利预测与投资建议

新能源汽车发展方兴未艾，在轻量化、电动化、智能化趋势下，汽车尼龙管路凭借更轻重量、更低成本和较好的耐久性和可靠性表现，有望在新能源汽车流体管路系统中实现单车价值量和渗透率的双重提升。我们认为溯联股份凭借深厚的技术积累、优秀的成本控制能力、及时的客户响应以及广泛的自主品牌覆盖，能够在国内汽车尼龙管路行业竞争中维持领先地位，逐步提升市场份额，实现国产替代。凭借核心客户比亚迪、长安汽车（启源、深蓝、阿维塔）、赛力斯问界、广汽埃安等车型销量快速增长，公司业绩有望持续兑现。我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 10.19、13.45、17.49 亿元；总营收增长率分别为 20.03%、32.00%、29.98%，综合毛利率分别为 31.07%、30.59%、30.23%。分业务情况如下：

(1) 汽车流体管路总成：受益于汽车电动化、轻量化和智能化的行业趋势，汽车流体管路总成的单车价值量持续提升。随着公司募投项目新增产能持续落地和比亚迪、长安汽车、赛力斯等大客户订单的稳定交付，汽车流体管路总成业务将迎来较快的增长，我们预计该业务 2023-2025 年营收增长率分别为 19.97%、32.05%、29.82%，销售毛利率分别为 31.05%、30.49%、30.12%。

(2) 汽车流体控制件及紧固件：基于电动智能化背景下市场对流体控制件和紧固件的需求持续提升，同时考虑到公司募投项目的 300 万件汽车流体控制件和 8,000 万件

紧固件的产能扩张,我们预计该业务 2023-2025 年营收增长率分别为 21.10%、30.01%、30.00%, 销售毛利率分别为 28.05%、29.40%、29.90%。

(3) 管材: 随着国六标准 6b 阶段排放标准进程的加速和新能源汽车需求景气度持续提升,管材收入将迎来快速增长期,我们预计该业务 2023-2025 年营收增长率分别为 24.96%、68.34%、55.78%, 销售毛利率分别为 19.54%、19.44%、19.25%。

(4) 其他业务: 该业务收入占比较小,但考虑到公司部分募投资金将用于生产 800 万件其他流体管路、200 万件其他部件,我们保守估计该业务收入增速维持稳定小幅增长,毛利率基本保持不变,预计该业务 2023-2025 年营收增长率分别为 15.00%、15.00%、15.00%, 销售毛利率分别为 55.00%、55.00%、55.00%。

表5: 公司业绩拆分与盈利预测

业务板块	指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
汽车流体管路总成	营业收入 (亿元)	6.64	7.59	9.10	12.02	15.60
	营收 YoY		14.26%	19.97%	32.05%	29.82%
	营业成本 (亿元)	4.58	5.08	6.28	8.35	10.90
	毛利率	31.00%	32.97%	31.05%	30.49%	30.12%
汽车流体控制件及紧固件	营业收入 (亿元)	0.53	0.68	0.82	1.07	1.39
	营收 YoY		29.52%	21.10%	30.01%	30.00%
	营业成本 (亿元)	0.40	0.50	0.59	0.76	0.98
	毛利率	24.71%	27.14%	28.05%	29.40%	29.90%
管材	营业收入 (亿元)	0.08	0.09	0.11	0.18	0.28
	营收 YoY		10.69%	24.96%	68.34%	55.78%
	营业成本 (亿元)	0.06	0.07	0.09	0.14	0.23
	毛利率	22.04%	19.52%	19.54%	19.44%	19.25%
其他业务	营业收入 (亿元)	0.02	0.14	0.16	0.18	0.21
	营收 YoY		774.61%	15.00%	15.00%	15.00%
	营业成本 (亿元)	0.01	0.06	0.07	0.08	0.10
	毛利率	68.19%	54.38%	55.00%	55.00%	55.00%
营业总收入 (亿元)		7.26	8.49	10.19	13.45	17.49
总营收 YoY			17.00%	20.03%	32.00%	29.98%
营业总成本 (亿元)		5.04	5.71	7.03	9.34	12.20
综合毛利率		30.53%	32.72%	31.07%	30.59%	30.23%

数据来源: 公司公告、Wind、开源证券研究所

我们选取鹏翎股份(软管业务)、川环科技(软管业务)、标榜股份(尼龙管路业务)作为可比公司, **(1) 鹏翎股份:** 国内胶管龙头, 聚焦流体管路及密封件业务, 客户覆盖南北大众、沃尔沃、比亚迪、极氪等主机厂; **(2) 川环科技:** 主要业务为汽车和摩托车橡胶软管, 积极进行新能源转型, 与比亚迪、广汽埃安等自主品牌合作, 同时打造氢能源业务第二增长曲线; **(3) 标榜股份:** 主营业务为汽车尼龙管路及连接件, 客户包括南北大众、奥迪、通用、零跑等, 客户集中度相对较高, 以燃油客户为主; 除标榜股份外, 溯联股份与川环科技、鹏翎股份总市值接近, 溯联股份 2023 年 PE 预计为 18.9 倍, 处于可比公司较低水平; 归母净利润预计为 1.7 亿, 高于可比公司。受益于电动化、轻量化和智能化大势, 溯联股份凭借深厚的技术积累、优秀的成本控制能力、广泛的自主品牌覆盖, 能够在国内汽车尼龙管路行业竞争中维持领先地位, 并持续拓展新能源客户, 获得高价值量产品定点, 在“以塑代胶”和“以

塑代钢”的趋势之下，盈利能力持续向上，因此我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 1.67/2.16/2.80 亿元，对应 EPS 分别为 1.66/2.16/2.80 元/股，当前股价对应 2023-2025 年的 PE 分别为 16.4/12.6/9.7 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

表6：可比公司盈利预测与估值（截至 2024/2/1）

证券代码	证券简称	收盘价(元)	总市值 (亿元)	归母净利润(亿元)			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
300375.SZ	鹏翎股份	3.84	29.01	0.7	1.0	1.2	41.4	29.9	24.6
300547.SZ	川环科技	14.53	31.52	1.6	2.3	2.8	19.2	14.0	11.1
301181.SZ	标榜股份	20.18	23.61	1.6	1.9	2.2	14.8	12.8	11.0
	平均						25.2	18.9	15.5
301397.SZ	溯联股份	31.46	31.47	1.7	2.2	2.8	18.9	14.6	11.2

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：鹏翎股份、溯联股份盈利预测与估值来自开源证券研究所，其他公司盈利预测与估值均来自 Wind 一致性预期）

5、风险提示

原材料价格波动：公司产品主要原材料为进口的尼龙等高分子材料，石油价格、汇率、关税等会对原材料的采购产生影响，2020-2022 年尼龙类材料占公司采购金额的比重分别为 28.66%、24.06%、25.31%，比重较高，若未来出现中美贸易摩擦、俄乌冲突升级或原材料价格持续上涨等情况，公司业绩将受到不利影响。

客户导入或订单不及预期：(1) 汽车行业客户导入时间较长，整车厂对于零部件供应商的准入程序较严格，若难以开发新客户，公司规模将受到一定限制；(2) 若下游整车销量不及预期，公司所获订单缩减，生产经营将受到影响。

新产品开发风险：公司顺应全面电动化转型趋势，持续加大新能源汽车配套零部件的产品和技术研发，新产品开发周期较长，存在不确定性，倘若公司未完成相关产品创新或未通过整车厂认证，将对经营业绩产生影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	520	638	539	710	953
现金	30	90	218	255	432
应收票据及应收账款	213	255	0	0	0
其他应收款	2	1	2	2	4
预付账款	1	1	1	2	2
存货	165	231	256	391	455
其他流动资产	109	61	61	61	61
非流动资产	258	352	364	408	459
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	96	260	263	294	331
无形资产	33	33	38	43	43
其他非流动资产	129	59	62	72	86
资产总计	778	991	903	1118	1413
流动负债	295	360	103	101	112
短期借款	15	43	43	43	43
应付票据及应付账款	221	252	0	0	0
其他流动负债	59	65	61	58	70
非流动负债	16	10	9	8	8
长期借款	9	7	6	5	5
其他非流动负债	7	3	3	3	3
负债合计	311	370	112	109	120
少数股东权益	0	0	3	6	9
股本	75	75	75	75	75
资本公积	76	76	76	76	76
留存收益	316	469	639	858	1141
归属母公司股东权益	467	620	787	1003	1283
负债和股东权益	778	991	903	1118	1413

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	120	121	182	115	271
净利润	111	153	170	219	283
折旧摊销	23	26	40	48	57
财务费用	1	2	-13	-15	-16
投资损失	2	1	1	1	1
营运资金变动	-23	-65	-20	-145	-60
其他经营现金流	6	4	5	7	5
投资活动现金流	-70	-78	-52	-93	-110
资本支出	70	79	51	92	109
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	1	-1	-1	-1
筹资活动现金流	-44	14	-2	15	16
短期借款	10	28	0	0	0
长期借款	-1	-2	-1	-0	-0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-15	0	0	0	0
其他筹资现金流	-39	-12	-1	15	17
现金净增加额	6	57	128	36	178

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	726	849	1019	1345	1749
营业成本	504	571	703	934	1220
营业税金及附加	5	5	7	9	11
营业费用	19	21	27	34	44
管理费用	40	41	53	67	86
研发费用	28	38	50	64	83
财务费用	1	2	-13	-15	-16
资产减值损失	-3	-2	0	0	0
其他收益	4	2	4	4	3
公允价值变动收益	0	-0	-0	-0	-0
投资净收益	-2	-1	-1	-1	-1
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	126	168	192	247	318
营业外收入	0	1	0	0	0
营业外支出	0	0	1	1	0
利润总额	126	168	191	247	318
所得税	15	15	22	28	35
净利润	111	153	170	219	283
少数股东损益	1	0	3	3	3
归属母公司净利润	110	153	167	216	280
EBITDA	150	195	229	290	368
EPS(元)	1.10	1.53	1.66	2.16	2.80

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	24.1	17.0	20.0	32.0	30.0
营业利润(%)	20.3	33.0	14.2	29.0	28.5
归属于母公司净利润(%)	26.5	38.6	8.9	29.7	29.7
获利能力					
毛利率(%)	30.5	32.7	31.1	30.6	30.2
净利率(%)	15.2	18.0	16.3	16.1	16.0
ROE(%)	23.8	24.7	21.5	21.7	21.9
ROIC(%)	22.1	22.4	20.1	20.4	20.7
偿债能力					
资产负债率(%)	39.9	37.4	12.4	9.7	8.5
净负债比率(%)	1.7	-4.1	-21.3	-20.3	-29.6
流动比率	1.8	1.8	5.2	7.1	8.5
速动比率	1.2	1.1	2.7	3.2	4.4
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.0	1.1	1.3	1.4
应收账款周转率	5.0	4.9	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	3.0	3.5	8.2	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.10	1.53	1.66	2.16	2.80
每股经营现金流(最新摊薄)	1.20	1.21	1.82	1.15	2.71
每股净资产(最新摊薄)	4.67	6.20	7.87	10.03	12.83
估值比率					
P/E	24.7	17.9	16.4	12.6	9.7
P/B	5.8	4.4	3.5	2.7	2.1
EV/EBITDA	13.7	10.4	8.2	6.4	4.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

23 / 25

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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

股票投资评级说明

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

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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

法律声明

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

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

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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

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

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn