

川环科技（300547）

证券研究报告
2025 年 05 月 08 日

汽车管路龙头，进军 AIDC 液冷可期

公司基本情况：公司成立于 2002 年，自设立以来一直专注于车用胶管系列产品，主营业务包括传统燃油汽车、新能源汽车、摩托车用橡塑软管及总成，产品涵盖燃油系统胶管、冷却系统胶管、制动系统胶管、动力转向胶管等，目前已和国内 50 多家主机厂、50 多家摩托车厂商、200 多家二次配套厂商建立稳定供配关系，并已开始批量供货储能冷却系统管路产品。

公司业绩方面：受益于新能源汽车行业需求增长，公司 2022-2024 年分别实现收入 9.07/11.09/13.63 亿元，yoy+16.81%/+22.31%/+22.88%；分别实现净利润 1.22/1.62/2.03 亿元，yoy+16.60%/+32.32%/+25.15%。

主业方面：下游汽车需求带动管路行业增长，公司产品及客户覆盖齐全

行业方面，2024 年国内新能源汽车销量为 1285.8 万辆，同比增长 35.42%。我们预计未来汽车行业持续向节能、环保、轻量化、总成化、智能化、网联化方向发展，行业整体发展趋势良好。

目前公司对橡胶和尼龙两种类型的产品均可设计、开发和生产，技术路线覆盖全面；客户方面，公司拥有 50 多家汽车主机厂、50 多家摩托车厂以及上百家二次配套厂商的客户群体。

增量业务-数据中心：积极进军 AIDC 行业的液冷管路及接头，有望受益液冷趋势

2024 年以来，公司积极布局进军 AIDC 行业，管路产品已通过 UL 认证，并获得批量订单、进入多个液冷服务器相关公司的供应商体系。同时公司积极研发液冷相关接头产品，截至 2025 年 4 月已研发完成初样、处于客户验证和问题征集改善阶段，预计后续有望进一步横向开拓产品、打开下游市场空间。

当前海内外主要 CSP 厂商进行 AIDC 军备竞赛，行业空间显著增长。过去风冷系统通过让冷源更靠近热源，或密封冷通道/热通道的方案，来适应更高的热密度散热需求。但是，随着机架密度升至 20kW 以上，多种液冷技术应运而生，从而满足高热密度机柜的散热需求。

盈利预测

我们预计公司 25-27 年营收分别达 17.80/22.88/29.23 亿元，yoy+30.5%/+28.6%/+27.8%，归母净利润分别为 2.60/3.71/4.60 亿元，yoy+28.43%/+42.52%/+24.00%。

我们选取国内汽车零部件相关企业拓普股份、双林股份，及主营业务同样为汽车用流体管路的溯联股份作为可比公司，根据 WIND 一致预期，可比公司 2025 年平均 PE 37.55X；考虑公司主业汽车胶管的竞争优势及下游行业增速，以及 AIDC 行业相关产品的积极开拓，给予公司 2025 年 37.55X PE，对应目标价 45.07 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动风险；汽车行业政策风险；汽车零配件行业账期风险；产品价格波动风险；数据中心市场开拓不及预期风险；文中测算具有一定的主观性，仅供参考。

投资评级

行业	汽车/汽车零部件
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	33.36 元
目标价格	45.07 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	216.91
流通 A 股股本(百万股)	178.22
A 股总市值(百万元)	7,235.99
流通 A 股市值(百万元)	5,945.54
每股净资产(元)	5.75
资产负债率(%)	19.78
一年内最高/最低(元)	46.08/13.10

作者

孙潇雅 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520080009
sunxiaoya@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,109.33	1,363.15	1,779.52	2,288.03	2,923.44
增长率(%)	22.31	22.88	30.54	28.58	27.77
EBITDA(百万元)	258.20	298.53	338.16	464.67	565.16
归属母公司净利润(百万元)	161.99	202.73	260.37	371.08	460.14
增长率(%)	32.32	25.15	28.43	42.52	24.00
EPS(元/股)	0.75	0.93	1.20	1.71	2.12
市盈率(P/E)	44.67	35.69	27.79	19.50	15.73
市净率(P/B)	6.65	6.03	5.17	4.32	3.58
市销率(P/S)	6.52	5.31	4.07	3.16	2.48
EV/EBITDA	13.43	19.18	20.98	15.01	12.38

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1.公司基本情况：国内汽车胶管行业主流供应商.....	4
2.主业情况：下游汽车需求带动管路行业增长，公司客户覆盖齐全.....	11
2.1.汽车行业：全国新能源汽车需求持续增长，市场空间广阔.....	11
2.2.公司业务：下游需求旺盛，公司产品覆盖胶管、尼龙等多种技术.....	12
3.增量业务：积极进军 AIDC 行业，有望受益液冷趋势.....	13
3.1.公司液冷管路已通过 UL 认证并获批量订单，积极开拓接头产品横向打开市场 ...	13
3.2.机柜高功率化带来散热需求，液冷市场空间有望加速向上.....	14
4.盈利预测与估值.....	15
5.风险提示.....	16

图表目录

图 1：公司股权结构示意图（截至 2025 年一季报）.....	4
图 2：公司发展历程.....	6
图 3：公司 2022 年-2025 年一季度营业收入及同比增速（单位：亿元，%）.....	7
图 4：公司 2022-2024 年营业收入结构（单位：%）.....	8
图 5：公司 2022-2024 年汽车燃油系统软管业务营业收入、毛利率（单位：亿元，%）...8	
图 6：公司 2022-2024 年汽车冷却系统软管业务营业收入、毛利率（单位：亿元，%）...8	
图 7：公司 2022-2024 年汽车附件系统及制动软管业务营业收入、毛利率（单位：亿元，%）.....8	
图 8：公司 2022-2024 年摩托车软管业务营业收入、毛利率（单位：亿元，%）.....9	
图 9：公司 2022-2024 年综合毛利率（单位：%）.....9	
图 10：公司 2022-2024 年期间费用率（单位：%）.....9	
图 11：公司 2022-2024 年各费用率（单位：%）.....9	
图 12：公司 2022 年-2025 一季度净利润及同比增长率（单位：亿元，%）.....10	
图 13：公司 2021 年-2025 一季度净利率（单位：%）.....10	
图 14：公司 2022 年-2024 年汽车燃油系统软管产量（单位：万件）.....10	
图 15：公司 2022 年-2024 年汽车冷却系统软管产量（单位：万件）.....10	
图 16：公司 2022 年-2024 年汽车附件系统及制动软管产量（单位：万件）.....10	
图 17：公司 2022 年-2024 年摩托车软管及其他产量（单位：万件）.....10	
图 18：我国 2024 年汽车销量及同比增长率（单位：万辆，%）.....11	
图 19：我国 2024 年新能源汽车销量及同比增长率（单位：万辆，%）.....12	
图 20：机架密度超过 20kW 时，风冷系统失效，此时可采用液冷方法.....14	
图 21：中国液冷服务器市场规模预测（2024-2028 年）.....15	

表 1：公司部分高管及核心成员背景.....	4
------------------------	---

表 2：公司业务及产品情况 6

表 3：PTFE、PA12、EPDM 材料性能比较 13

表 4：2024 年全球 PFAS 监管重要时间结点 13

表 5：公司 2025-2026 年盈利预测 15

表 6：可比公司 EPS、PE（2025 年 5 月 7 日，可比公司数据来自 WIND 一致预期） 16

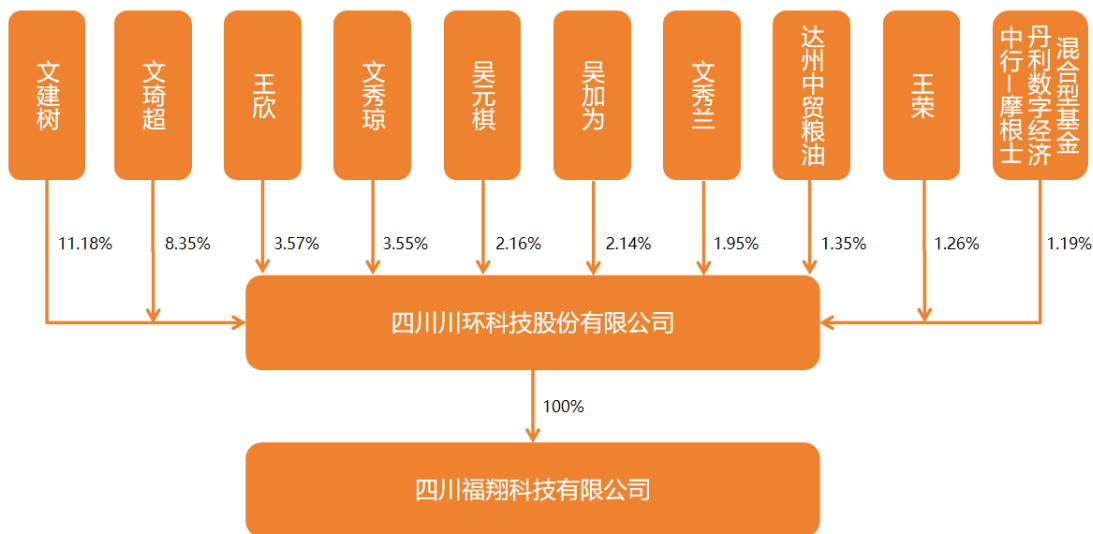
1. 公司基本情况：国内汽车胶管行业主流供应商

公司前身为四川川环科技有限公司，成立于 2002 年 6 月 21 日。川环有限 2005 年 4 月整体变更为四川川环科技股份有限公司，并于 2016 年 9 月 30 日在深圳证券交易所挂牌上市。

公司隶属于汽车零部件行业，自设立以来一直专注于研发、生产和销售车用胶管系列产品，核心业务是为各大汽车整车制造厂商提供配套汽车橡胶软管产品，产品范围涵盖燃油系统胶管、冷却系统胶管、制动系统胶管、动力转向胶管、车身附件系统胶管、进排气系统胶管。

公司股权结构稳定集中，实际控制人为文建树和文琦超父子，两人合计持有公司 19.53% 的股份。其中，文建树是公司的第一大股东，持股比例为 11.18%。

图 1：公司股权结构示意图（截至 2025 年一季报）



资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

公司的核心成员均在橡胶工业行业深耕多年，多数高管从基层做起，与公司一同成长。2020 年 5 月起，文琦超担任公司董事长；蒋青春担任公司总经理；张富厚、蒋青春、毛伯海、王宗武、罗丰友担任公司董事；罗丰友、周贤华、欧如飞、邹勇、文勇、毛伯海、邱广友担任公司副总经理，进入公司前已有丰富的行业相关经验。

表 1：公司部分高管及核心成员背景

姓名	职务	背景
文琦超	董事长	2014 年 7 月至 2017 年 4 月任公司董事长助理；2017 年 4 月至 2020 年 5 月任公司副董事长，2020 年 5 月至今任公司董事长。文琦超先生是大竹县第十九届人大常委会常委，达州市第五届人大代表，达州市工商联第五届执委会副主席，四川省工商联第十一届执委会常委，四川省工商联第十二届执委会常委，中国橡胶工业协会胶管胶带分会第十届理事会副理事长。
张富厚	董事	1985 年至 1999 年在大竹县丝绸厂工作；1999 年起任四川省川环橡胶工业有限公司办公室主任；2002 年起任四川川环科技有限公司办公室主任；2005 年起任公司办公室主任，2011 年 4 月起任公司董事会秘书，2011 年 11 月取得由深圳证券交易所颁发的董事会秘书资格证书，2012 年 6 月起任公司董事，董事会秘书。
蒋青春	董事，总经理	1993 年至 1998 年任大竹县橡胶厂统计员；1998 年起任四川省川环橡胶工业有限公司挤出分厂厂长；2002 年起任四川川环科技有限公司挤出分厂厂长；2005 年起任公司副总经理；2008 年起任公司挤出分厂厂长，2011 年起至 2017 年 4 月任公司副总经理，2017 年 4 月至今任公司董事，总经理。
毛伯海	董事，副总经理	1997 年至 2002 年任四川省川环橡胶工业有限公司车间班长，车间主任；2002 年至今任公

		司质检科长，生产部长，分厂厂长，总经理助理;2014 年起至 2017 年 4 月任公司副总经理，2017 年 4 月起任公司董事，副总经理。
王宗武	董事	1987 年至 1996 年任大竹县橡胶厂工人，车间主任；1997 年至 2002 年任四川省川环橡胶工业有限公司挤出分厂副厂长;2002 年至 2005 年任公司技术开发部部长，2005 年至 2011 年任公司一分厂厂长，2011 年至 2016 年任四川福翔科技有限公司总经理，2016 年至 2020 年 4 月任公司总经理助理兼任四川福翔科技有限公司总经理。2020 年 5 月起任公司董事，四川福翔科技有限公司总经理。
罗丰友	董事，副总经理	2001 年 10 月至 2010 年 12 月任公司销售部办公室职员;2011 年 1 月至 2014 年 12 月任公司销售部副部长;2015 年 1 月至 2020 年 7 月任公司销售部部长;2020 年 7 月起任公司副总经理，2023 年 5 月起任公司董事，副总经理。
周贤华	副总经理	2007 年 12 月进入公司工作，历任上市办主任证券事务代表等职务。2023 年 5 月起任公司副总经理董事会秘书，证券事务代表。周贤华先生于 2012 年 2 月取得由深圳证券交易所颁发的董事会秘书资格证书，2012 年 12 月通过了中国证券业协会组织的证券发行保荐与承销证券交易，证券投资基金等从业资格考试。
欧如飞	副总经理	1998 年至 2001 年任四川川环橡胶工业有限公司车间班长，2002 年至 2010 年任公司品质部副部长兼质量体系办主任，2011 年至 2019 年任公司品质部部长 2020 年至 2022 年任公司质量监察委员会主任，2023 年 5 月起任公司副总经理。
邹勇	副总经理	1993 年至 1995 年任大竹县橡胶厂新品车间员工；1995 年至 1998 年任大竹县橡胶厂库管员，1998 年至 1999 年任四川川环橡胶工业有限公司库管员，1999 年至 2002 年任四川川环橡胶工业有限公司技术员，2002 年至 2005 年任四川川环科技有限公司技术部副部长，2005 年至 2011 年任公司技术部副部长，2001 年至 2017 年 4 月任公司技术部部长。2017 年 4 月起任公司副总经理。
文勇	副总经理	1993 年至 1998 年任大竹县橡胶厂技术员;1998 年起先后任四川省川环橡胶工业有限公司技术部部长，副总经理;2002 年起任四川川环科技有限公司副总经理 2005 年起任公司副总经理。
邱广友	副总经理	1993 年至 1998 年任大竹县橡胶厂车间班长 1998 年至 2002 年任四川省川环橡胶工业有限公司车间班长，车间主任，2002 年至 2006 年任四川川环科技有限公司生产分厂车间主任，2006 年起任公司分厂厂长，2023 年 5 月起任公司副总经理。

资料来源：Wind，天风证券研究所

公司始终坚持“科技兴企”的宗旨，走科技创新之路，组建了“四川川环科技股份有限公司技术中心”、“四川省汽车特种橡胶制品工程技术研究中心”，具有强有力的技术支撑和新产品研发实力。其中公司研制成功拥有独立知识产权的“混合动力新能源汽车发动机燃料管路系统”等 8 项新产品均被国家科技部等部委列为“国家重点新产品”。公司已取得了 40 多项国家专利，牵头或参与制修订国家、行业标准。

产品方面，公司建立了完善的质量保证体系，先后通过了 ISO14001 环保认证、OHSAS18001 职业健康安全认证、IATF16949 质量体系认证、福特 Q1 认证、美国 CARB 认证和欧盟的 ROHS 认证，为川环产品进入国际市场建立了绿色通道。

公司重要发展时点包括：

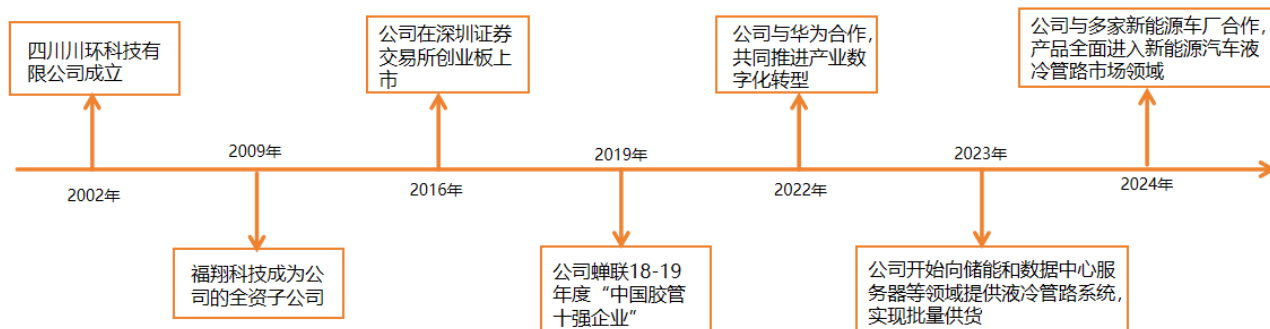
- 1) 2002 年，四川川环科技有限公司成立；
- 2) 2009 年，福翔科技成为公司的全资子公司；
- 3) 2016 年，公司在深圳证券交易所创业板上市；
- 4) 2019 年，公司蝉联 2018-2019 年度“中国胶管十强企业”荣誉称号，副董事长文琦超被评为年度行业优秀企业家；
- 5) 2022 年，川环科技与华为技术有限公司签署全面合作协议，双方在企业数字化、企业

管理、供应链、智能制造等方面展开深度合作，共同推进产业数字化转型；

6) 2023 年，公司成立储能领域项目开发组，将储能业务列为重点工程，并开始向储能和数据中心服务器等领域提供液冷管路系统，实现批量供货。

7) 2024 年，公司持续拓展新能源汽车市场，与长安汽车、比亚迪、广汽埃安、赛力斯等多家新能源车企建立合作关系，产品全面进入新能源汽车液冷管路市场领域。

图 2：公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，中国证券网，天风证券研究所

公司主营业务为传统燃油汽车、新能源汽车、摩托车用橡塑软管及总成的研发、设计、制造和销售。目前已经构建了自有国际知名品牌、自营销售网络、自主研发设计及制造生产基地的成熟稳定体系，综合实力较强。公司经过多年积累，配方设计及工艺制造技术经验成熟，产品质量稳定。公司和国内 50 多家主机厂、50 多家摩托车厂商，以及 200 多家二次配套厂商建立了稳定的供配关系。近年来，公司前瞻性技术研究开发储能和数据中心行业，将橡胶管+尼龙管+接头运用于液冷系统，2024 年取得显著成效，将成为未来收入新增长点。

公司主要产品范围涵盖汽车燃油系统胶管及总成、汽车冷却系统胶管及总成、汽车附件、制动系统胶管及总成、汽车多层复合尼龙软管、汽车涡轮增压管路总成、汽车真空制动管路总成、汽车天窗排水管路、汽车模压管路总成、摩托车胶管及总成等九大系列，产品涵盖整个汽车管路系统。产品满足国六汽车排放标准，是国内规模较大的专业汽车胶管主流供应商之一，同时也是国内摩托车胶管系列产品的主要供应商之一。

储能产品有批量供货，后续将成为公司经营业绩新的增长点。冷却系统管路产品目前主要以国外进口产品为主，川环率先填补国内空白具有后续进口替代，实现该业务快速增长的优势。

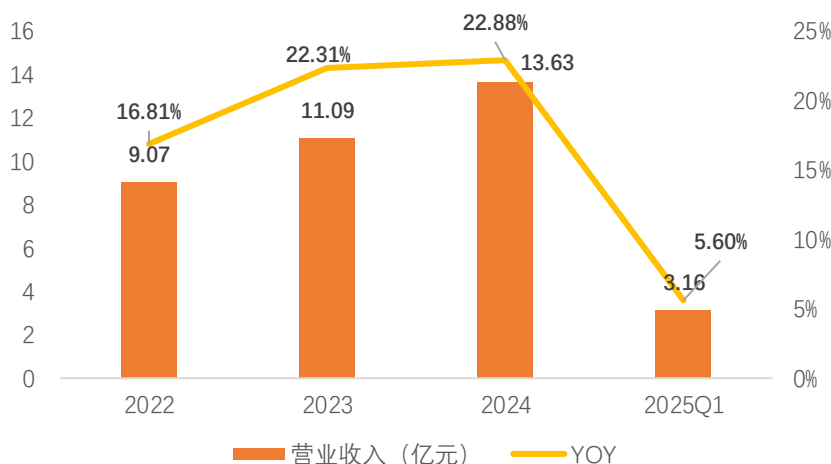
表 2：公司业务及产品情况

产品名称	产品图示	产品名称	产品图示
车身附件系统及总成		制动系统胶管及总成	
冷却系统胶管及总成		动力转向系统胶管及总成	
燃油系列胶管及总成		尼龙管及总成	
油冷管及总成		进出系统胶管及总成	
涡轮增压管路及总成		车身附件系统及总成	

资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司 2022 年-2025 年一季度分别实现收入 9.07/11.09/13.63/3.16 亿元，2022 年-2025 年一季度 yoy+16.81%/+22.31%/+22.88%/+5.60%。受益于汽车行业，特别是新能源汽车行业需求增长，产业链供需增强，公司充分发挥业务规模效应，销售业绩大幅提升。

图 3：公司 2022 年-2025 年一季度营业收入及同比增速（单位：亿元，%）

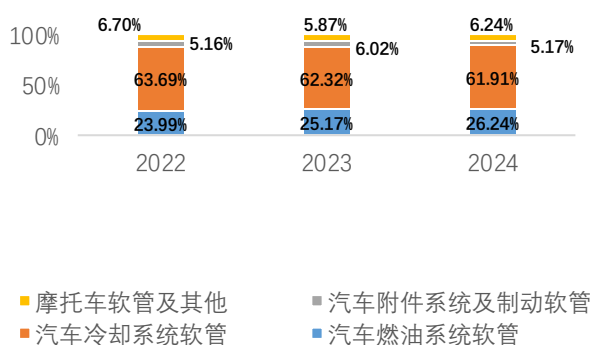


资料来源：公司公告，天风证券研究所

分业务看，近年来公司各项主营业务营收占比大体保持稳定，汽车冷却系统软管营收占比最高，2022-2024 连续三年超过 60%。公司汽车燃油系统软管业务 2022 年至 2024 年营收占比分别为 23.99%/25.17%/26.24%；汽车冷却系统软管业务在 2022 年至 2024 年营收占比分别为 63.69%/62.32%/61.91%；汽车附件系统及制动软管业务和摩托车软管及其他业务在 2022 年至 2024 期间的营收占比均在 6%上下。

- **汽车燃油系统软管业务：**2022 年-2024 年业务营收分别为 2.18/2.79/3.58 亿元，yoy-2.50%/+28.34%/+28.09%，毛利率分别为 26.90%/34.54%/ 26.10%。
- **汽车冷却系统软管业务：**2022-2024 年业务营收分别为 5.78/6.91/8.44 亿元，yoy+34.59%/+19.68%/+22.08%；毛利率分别为 21.75%/22.98%/ 26.12%。
- **汽车附件系统及制动软管业务：**2022-2024 年业务营收分别为 0.47/0.67/0.70 亿元，yoy+7.77%/+42.64%/+5.46%；毛利率分别为 20.44%/17.58%/ 14.11%。
- **摩托车软管业务：**2022-2024 年业务营收分别为 0.61/0.65/0.85 亿元，yoy-12.98%/+7.26%/+30.49%；毛利率分别为 29.67%/23.58%/11.14%。

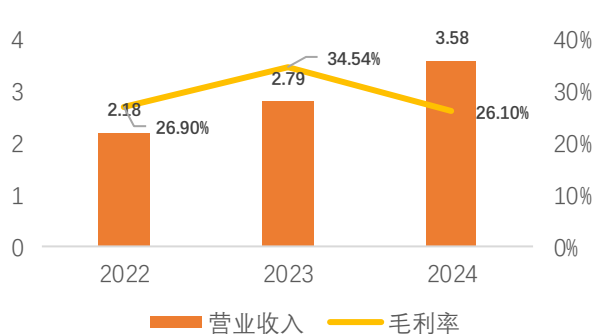
图 4：公司 2022-2024 年营业收入结构（单位：%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

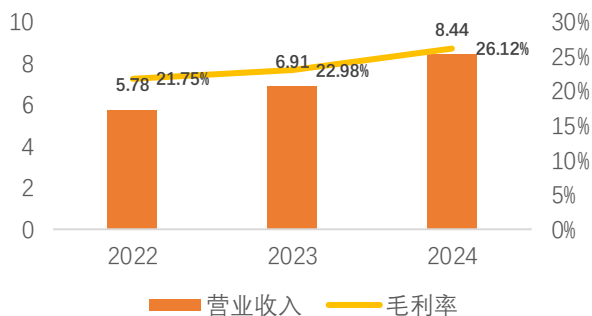
图 6：公司 2022-2024 年汽车冷却系统软管业务营业收入、毛利率（单位：亿元，%）

图 5：公司 2022-2024 年汽车燃油系统软管业务营业收入、毛利率（单位：亿元，%）

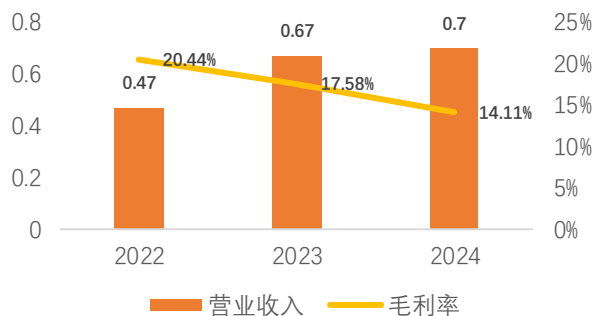


资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：公司 2022-2024 年汽车附件系统及制动软管业务营业收入、毛利率（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

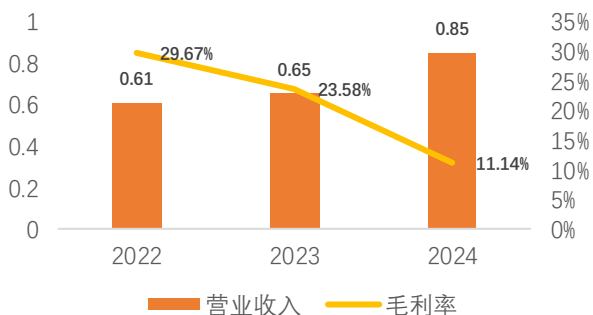


资料来源：公司公告，天风证券研究所

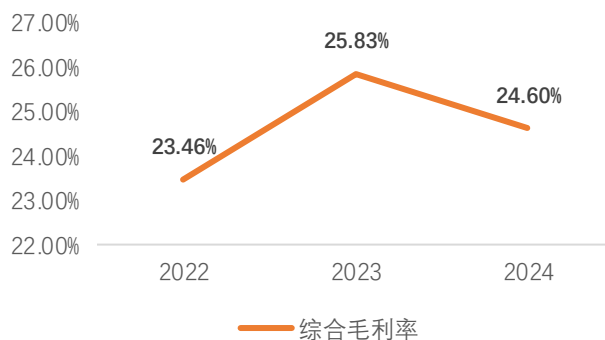
盈利能力方面，2022-2024 年公司毛利率分别为 23.46%/25.83%/24.60%，整体较为平稳。分业务看，公司汽车附件系统及制动软管业务和摩托车软管业务毛利率均下降趋势明显，汽车冷却系统软管业务毛利率逐年上升，汽车燃油系统软管业务毛利率近三年有一定振幅。

图 8：公司 2022-2024 年摩托车软管业务营业收入、毛利率（单位：亿元，%）

图 9：公司 2022-2024 年综合毛利率（单位：%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所



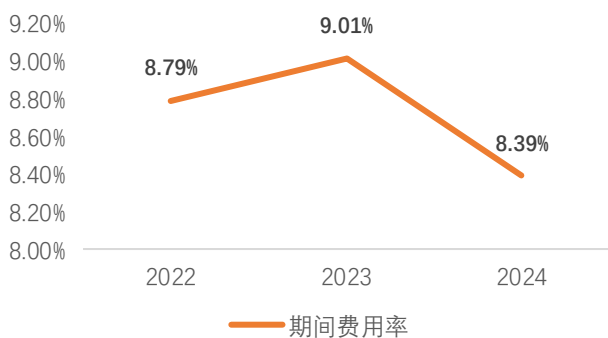
资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司期间费用率整体呈下降趋势，2023 年略有反弹，2024 年下降明显。2022 年至 2024 年，期间费用率分别为 8.79%/9.01%/8.39%，主要系近三年公司管理费用率和销售费用率有一定程度下降，其中管理费用率降幅超过 0.5pcts。

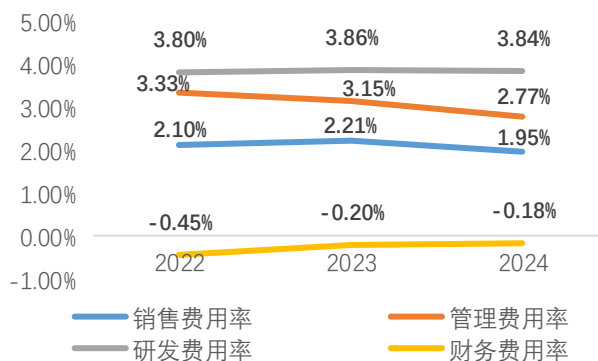
2022 年-2024 年公司研发费用支出分别为 3447.35/4277.57/5233.52 万元，分别同比增长 7.15%/24.08%/22.35%，研发费用金额整体呈现上升趋势。公司高度重视核心技术的研发及开发工作。截止 2024 年 12 月，公司累计获得国家授权专利 149 项，其中发明专利 18 项；PCT2 项；计算机软件著作权 2 项。

图 10：公司 2022-2024 年期间费用率（单位：%）

图 11：公司 2022-2024 年各费用率（单位：%）



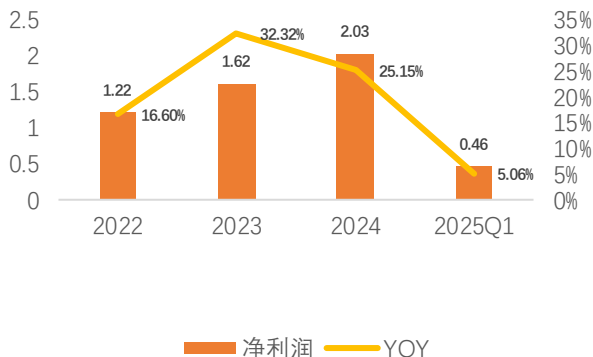
资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

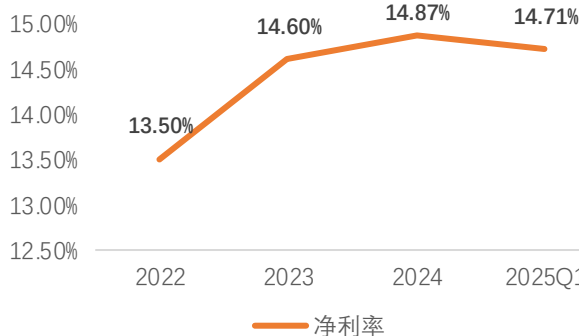
2022 年-2025 一季度公司实现净利润分别为 1.22/1.62/2.03/0.46 亿元，
yoy+16.60%/+32.32%/+25.15%/+5.06%；净利率分别为 13.50%/14.60%/14.87%/14.71%。
2022-2025 一季度净利润和净利率均呈现稳步增长趋势。

图 12：公司 2022 年-2025 一季度净利润及同比增长率（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 13：公司 2021 年-2025 一季度净利率（单位：%）

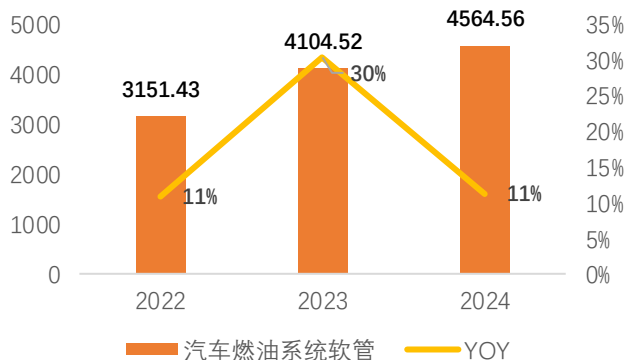


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2022 年-2024 年，公司产量大体呈现增长趋势，其中 2024 年汽车冷却系统软管产量增长明显，同比增长超过 40%。2022 年-2024 年，公司汽车燃油系统软管产量分别为 3151.43/4104.52/4564.56 万件；汽车冷却系统软管产量分别为 5040.58/4210.21/5915.72 万件；汽车附件系统及制动软管产量分别为 825.83/841.53/902.54 万件；摩托软管及其他产量分别为 5196.54/5348.62/5628.72 万件。

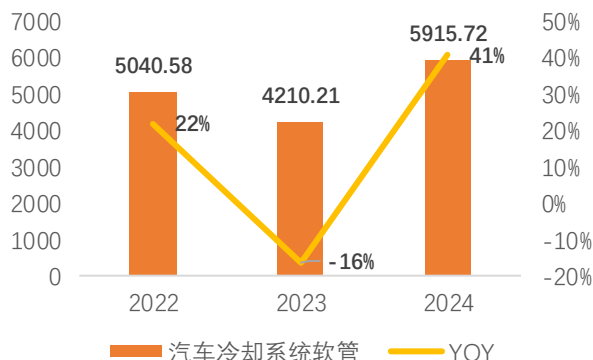
根据公司发展战略规划，并结合未来汽车产业发展趋势以及公司业务经营的实际情况，2021 年公司新征土地 200 亩投资建设“传统汽车与新能源汽车零部件增量（制造）扩能”项目，设计新增 10000 吨胶管生产能力，设计产能 20 亿元，2024 年项目全部完成竣工并投入生产使用。

图 14：公司 2022 年-2024 年汽车燃油系统软管产量（单位：万件）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

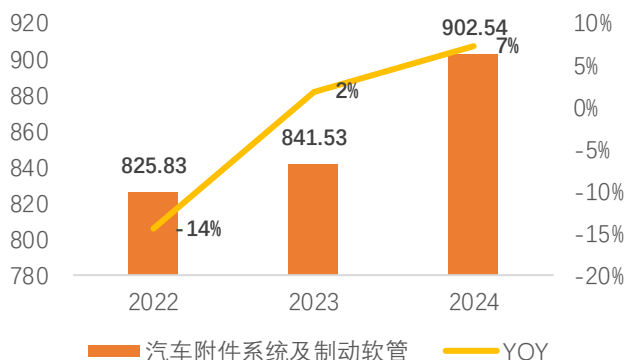
图 15：公司 2022 年-2024 年汽车冷却系统软管产量（单位：万件）



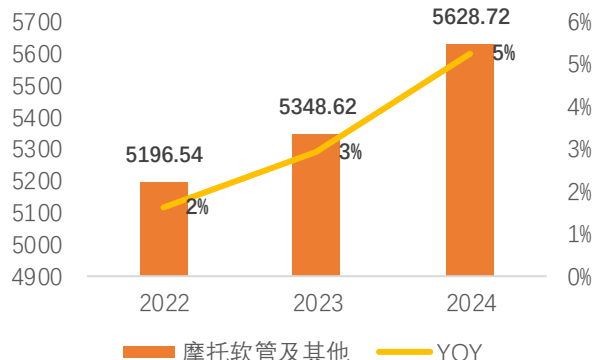
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 16：公司 2022 年-2024 年汽车附件系统及制动软管产量（单位：万件）

图 17：公司 2022 年-2024 年摩托软管及其他产量（单位：万件）



资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

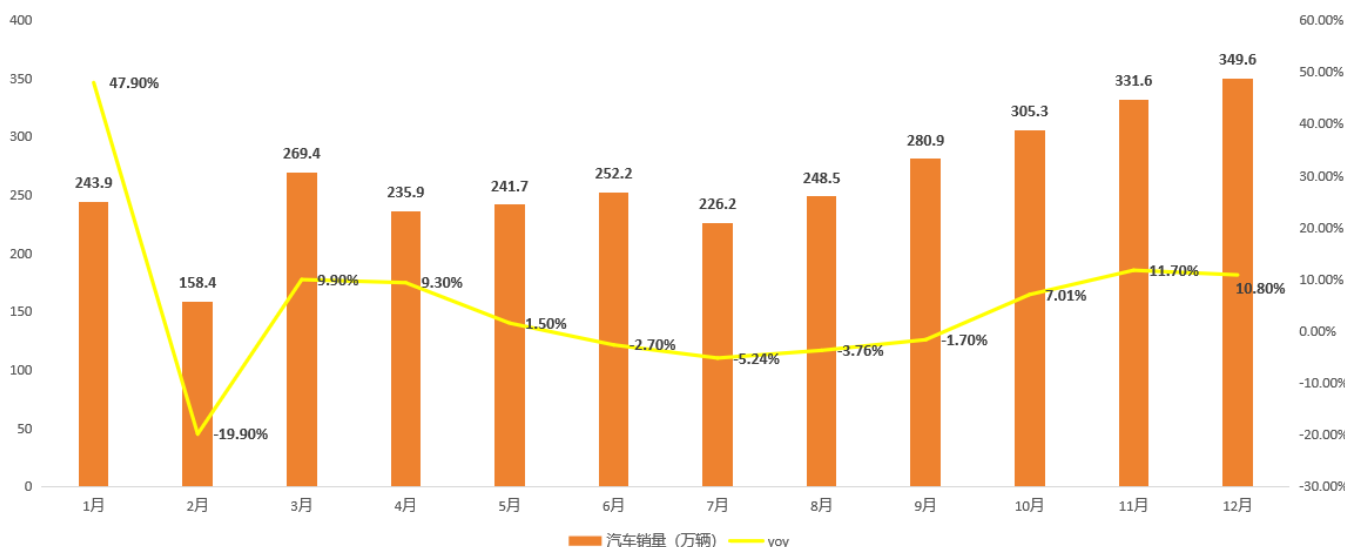
2. 主业情况：下游汽车需求带动管路行业增长，公司客户覆盖齐全

2.1. 汽车行业：全国新能源汽车需求持续增长，市场空间广阔

汽车产业是国民经济的重要支柱产业。2009 年中国汽车产销量首次双突破 1000 万辆大关，成为世界汽车产销第一大国。2013 年突破 2000 万辆，2017 年产销量达到阶段峰值。随后市场连续三年下降，进入转型调整期。2021 年结束“三连降”开始回升，2023 年初受传统燃油车购置税优惠和新能源汽车补贴政策退出、春节假期、部分消费提前透支等因素影响，汽车消费恢复相对滞后。后期在国家及地方政策推动下，加之地方购车促销活动等措施延续，市场需求逐步释放，汽车市场向好态势超出预期。

2024 年汽车产销分别完成 3128.2 万辆和 3143.6 万辆，同比分别增长 3.7%和 4.5%。其中 2024 年新能源汽车销量为 1285.8 万辆，同比增长 35.42%。2023 年《财政部税务总局工业和信息化部关于延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策的公告》（财政部税务总局工业和信息化部公告 2023 年第 10 号）规定了 2024 年至 2027 年新能源汽车车辆购置税减免政策。新能源补贴政策、地方配套设施的完善推动了新能源汽车行业发展，让中国成为了全球第一新能源汽车市场。

图 18：我国 2024 年汽车销量及同比增长率（单位：万辆，%）

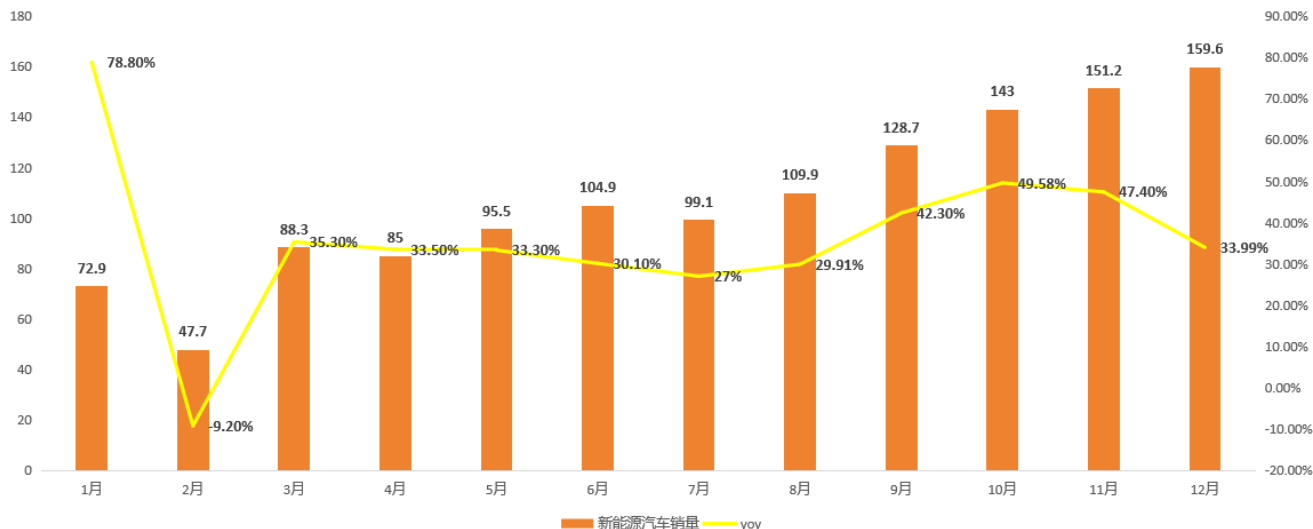


资料来源：中国汽车工业协会，天风证券研究所

为贯彻《中华人民共和国环境保护法》、《中华人民共和国大气污染防治法》，2016 年底环境保护部、国家质检总局发布《轻型汽车污染物排放限值及测量方法(中国第六阶段)》（俗称国六排放标准）。2020 年 7 月 1 日国六 A 标准正式实施，2023 年 7 月 1 日国六 B 标准正式实施。2020 年 9 月我国首次提出要在 2030 年实现碳达峰，2060 年实现碳中和的目标（简称“双碳”），拉动了新能源汽车产业发展。

国家已发布《新能源汽车产业发展规划（2021—2035 年）》，明确提出“到 2025 年我国新能源汽车市场竞争力明显增强，新能源汽车销售量达到汽车销售总量的 20%左右。”新能源汽车产业发展持续向好，2024 年新能源汽车销量为 1285.8 万辆，同比增长 35.42%。未来汽车行业持续向节能、环保、轻量化、总成化、智能化、网联化方向发展，行业整体发展趋势良好。

图 19：我国 2024 年新能源汽车销量及同比增长率（单位：万辆，%）



资料来源：中国汽车工业协会，天风证券研究所

2.2. 公司业务：下游需求旺盛，公司产品覆盖胶管、尼龙等多种技术

汽车胶管是指在汽车上用于冷却系统、燃油系统、制冷系统、动力系统、制动系统、转向系统和空调系统等橡胶软管，是汽车管路的主要组成部分。胶管内部传输燃油、润滑油、制冷剂和水，帮助汽车各子系统实现其功能。汽车胶管在汽车中要长期工作在较为复杂的工况下，受各种环境因素的影响。虽然胶管用途不一，但对耐高低温、压力、气候以及传输液体的腐蚀性均有一定要求。

我国汽车胶管企业众多，但起步较晚，整体技术力量较为薄弱，生产工艺和设备比较落后，新产品开发缓慢。但近年来在汽车、工程机械等下游行业旺盛需求的推动下，部分企业通过自主研发或引进技术并在消化吸收的基础上继续开发创新，在产品品质、工艺技术、生产设备、测试设备等方面已接近或达到国际先进水平，特种橡胶和新材料的发展也为汽车胶管的发展提供了空间。

川环科技已积累 40 余年车用软管及总成开发和产业化的成熟经验，众多成功应用案例。在管路安全环保、集成化、轻量化、可靠性、耐久性，舒适性、相关性等研发方面，拥有自主知识产权，形成大批专有技术和关键诀窍（Know-How）。特别是在材料配方、结构设计、复合技术、先进工艺、试验检测等方面有较扎实的研究开发基础，完全具备与 OEM 同步设计和开发的能力。公司积极参与制、修订国家、行业和团体标准，具有行业标准话语权。

客户方面，目前公司拥有 50 多家汽车主机厂、50 多家摩托车厂以及上百家二次配套厂商的客户群体。鉴于汽车行业特点，进入主机厂的供配体系所需较长周期的认证，而公司已建立品牌信誉优势、较完善的营销策略、畅通的国内外销售渠道；公司与一汽大众、上汽大众、比亚迪、长安、吉利、长城、广汽、长安福特、长安马自达、上汽通用五菱、东风、奇瑞、江淮、北汽等整车制造厂，以及比亚迪（王朝系列、海洋系列等）、广汽埃安（AION 系列等）、五菱（MiniEV 等）、合众（哪吒等）、北汽新能源（极狐等）、长安新能源（深蓝、阿维塔等）、金康赛力斯（问界 M 系列等）、吉利新能源（领克、极氪等）、东风新能源（岚图等）、理想智造等新能源汽车厂家建立了长期稳定的合作关系，同时参与了未势能源、长城、庆铃等客户的氢能源车型相关配套管路研发工作，成为国内外众多整车制造企业的定点供配基地，还出口到美国、日本、欧盟、东南亚等国家和地区，形成了较为

明显的市场优势地位。

技术分类层面，目前车用胶管行业材料种类繁多，常见的有 PTFE、尼龙类（如 PA12）、橡胶类（如 EPDM）。目前公司储能电气、数据中心等新领域所使用的管路系统，是以橡胶类、尼龙类或两者相结合的方式供货，公司对于橡胶和尼龙两种类型的产品均可设计、开发和生产。

近年来公司重视研发关键材料，实现技术创新。近年来在实施的研发项目包括三元乙丙橡胶（EPDM）改性材料、改性输油管路材料、玄武岩纤维增强橡胶复合材料、液冷管路 TPV 材料、压延级氟橡胶材料等。乙丙橡胶有卓越的耐候性，耐臭氧性和耐热老化性；同时也具有较好的物理机械性能和综合性能。乙丙橡胶具有低密度和高填充性，密度为 0.87，可大量充油和加入填充剂，因而可降低橡胶制品的成本。

表 3：PTFE、PA12、EPDM 材料性能比较

管路材料	PTFE（聚四氟乙烯）	PA12	EPDM（三元乙丙橡胶）
抗耐性	通常具有极佳的化学稳定性，能够抵抗多种腐蚀性化学物质	在耐油和耐化学药品方面性能优于 PA6 和 PA66，且使用安全；耐冲击，耐摩擦	对多数化学品如醇、酸、碱等抗耐性较好，但在脂属和芳属溶剂中稳定性较差
耐热性	耐温性能也良好，但具体温度范围需要根据生产厂家的规格而定	使用温度范围广，耐热性优良，耐寒性好	适用温度范围为 -40℃ 至 150℃，适合输送高温流体

资料来源：利通科技官网，《尼龙 12 的性能及开发应用》汪多仁，天风证券研究所

近年来，全球多发全氟和多氟烷基物质（PFAS）污染，成为受关注污染物。PFAS 有着极好的热稳定性和耐降解性，被广泛地运用在我们的日常生活用品材料中，然而 PFAS 具有持久性、远距离迁移性、生物累积性、生物毒性等危害，能对环境生物及人体健康产生长期不良影响，是目前世界上发现的很难降解的有机污染物之一，而聚四氟乙烯（PTFE）属于 PFAS 家族。

鉴于 PFAS 物质对人类和环境的危害，全球针对 PFAS 的管控日趋严格，执法机构对于此类物质的执法力度也逐渐加大，越来越多的 PFAS 化合物被纳入或即将纳入到法规的管控。在全球 PFAS 法规对于含氟物质的管控背景下，化学性能与之相当的 EPDM 有望成为 PTFE 的替代品之一。

表 4：2024 年全球 PFAS 监管重要时间结点

时间	国家或地区	法规或政策内容
2024年1月1日	科罗拉多州、康涅狄格州、马里兰州、明尼苏达州和罗德岛州	州政府对故意添加PFAS作为接触材料的限制开始生效
2024年3月1日	缅因州和明尼苏达州	行业提交的PFAS当前不可避免使用议案咨询结束
2024年3月11日	欧盟	修订后的欧盟F-gas法规生效，该法规规定到2025年完全淘汰氢氟碳化物（HFC）消费
2024年5月1日	华盛顿州	对食品包装中PFAS的限制生效
2024年6月3日	英国	向健康与安全执行局提交消防泡沫中PFAS证据的截止日期
2024年10月1日	美国	国防部发布停止使用含PFAS的水性成膜泡沫（AFFF）灭火器的截止日期
2024年11月12日	美国	美国环保局根据有毒物质控制法案第8（a）（7）条PFAS报告规则启动了报告提交期，该规则要求制造商详细说明其自2011年以来使用的1460多种PFAS化合物
2024年12月31日	夏威夷州	对食品包装中PFAS的限制生效

资料来源：商务部，天风证券研究所

3.增量业务：积极进军 AIDC 行业，有望受益液冷趋势

3.1.公司液冷管路已通过 UL 认证并获批量订单，积极开拓接头产品横向打开市场

2024 年以来,公司积极布局进军 AIDC 行业,管路产品已通过 UL 认证,并获得批量订单、进入多个液冷服务器相关公司的供应商体系。2024 年 12 月,公司液冷服务器用液冷管路系统相关技术指标达到了 V0 标准、通过了美国 UL 认证。在液冷服务器领域:

- 1) 进入多个液冷服务器相关公司的供应商体系,包括迅强、兴奇宏、飞荣达、英维克、中航光电等。
- 2) 2024 年 12 月获得某服务器整体解决方案服务商的某项目采购订单,公司为本项目本批次提供 6 万套用于服务器的液冷管路系统,并已按照客户子订单的交付需求,开展液冷管路的批次交付工作。

除液冷管路外,公司积极研发液冷相关接头产品,截至 2025 年 4 月已研发完成初样、处于客户验证和问题征集改善阶段,预计后续有望进一步横向开拓产品、打开下游市场空间。

3.2. 机柜高功率化带来散热需求,液冷市场空间有望加速向上

当前海内外主要 CSP 厂商进行 AIDC 军备竞赛,行业空间显著增长。国内的腾讯、阿里巴巴、字节跳动在 2024 年均有大规模的 AIDC 资本开支,其中字节跳动 2024 年的 AIDC 资本开支预计达到 800 亿,2025 年增至 1600 亿元。同时,美国四大科技巨头微软、Meta、谷歌和亚马逊也在 AI 数据中心建设上持续加大投入。国内外的大规模资本开支将给 AIDC 基础设施行业带来显著的增量。

随单位服务器机柜包含的服务器数量增多,机柜发热量与日俱增,对散热冷却系统的要求不断提高。IT 设备将 99% 以上的电能转换为热能,而其中 70% 的热能需数据中心通过散热冷却系统移除,如何将数据中心的产热和散热冷却系统的移热速率匹配,成为了数据中心连续稳定运行的关键。

AI 技术快速发展推动 GPU 的功耗快速增长,如英伟达 2020 年推出的 A100 芯片功耗为 400W,2022 年推出的 H100 芯片功耗上升至 700W,2024 年发布的下一代 B200 芯片功耗将接近 1000W。芯片功率密度的攀升同时带来整柜功率密度的持续增长,如英伟达 GB200 NVL72 由 36 个 Grace CPU 和 72 个 Blackwell GPU 组成,功率高达 120kW,而在 2022 年已投用的数据中心机柜功率密度主要为 5-10kW/r,机柜功率上升明显。

散热冷却系统所采用的冷却介质、冷却方式不同,移热速率差距大。目前发展的散热冷却技术主要有风冷和液冷两大类,其中风冷包括自然风冷和强制风冷;液冷分为单相液冷和相变液冷。过去风冷系统通过让冷源更靠近热源,或密封冷通道/热通道的方案,来适应更高的热密度散热需求。但是,随着机架密度升至 20kW 以上,多种液冷技术应运而生,从而满足高热密度机柜的散热需求。

图 20 : 机架密度超过 20kW 时,风冷系统失效,此时可采用液冷方法

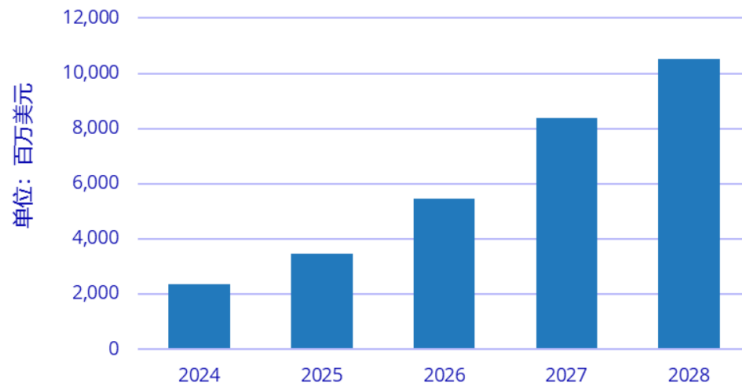


资料来源:《Vertiv 数据中心液冷解决方案白皮书》, 天风证券研究所

在零部件价格上涨、基础设施更新周期加快和智算基础设施建设加大投入等带动下,国内液冷服务器市场需求不断提升,市场规模增长迅速。据 IDC 发布的《中国半年度液冷服务器市场(2024 年上半年)跟踪》报告数据显示,中国液冷服务器市场在 2024 年上半年市场规模达 12.6 亿美元,yoy+98.3%。IDC 预计,2023-2028 年,中国液冷服务器市场年复

合增长率将达到 47.6%，2028 年市场规模将达到 102 亿美元。

图 21：中国液冷服务器市场规模预测（2024-2028 年）



资料来源：IDC 官网，天风证券研究所

4.盈利预测与估值

公司为国内汽车胶管头部企业，产品齐全，包括燃油系统胶管、冷却系统胶管、制动系统胶管、动力转向胶管、车身附件系统胶管、进排气系统胶管等；客户包括 50 多家汽车主机厂、50 多家摩托车厂以及上百家二次配套厂商，与比亚迪、长安、吉利、长城、赛力斯等汽车厂家建立了长期稳定的合作关系。

新业务方面，公司 2024 年以来积极布局进军 AIDC 行业，管路产品已通过 UL 认证，并获得批量订单、进入多个液冷服务器相关公司的供应商体系。同时公司积极研发液冷相关接头产品，截至 2025 年 4 月已研发完成初样、处于客户验证和问题征集改善阶段，预计后续有望进一步横向开拓产品、打开下游市场空间。

基于公司主业汽车胶管的竞争优势及下游行业增速，以及 AIDC 行业相关产品的积极开拓，我们预计公司 25-27 年营收分别达 17.80/22.88/29.23 亿元，yoy+30.5%/+28.6%/+27.8%，归母净利润分别为 2.60/3.71/4.60 亿元，yoy+28.43%/+42.52%/+24.00%。

盈利预测的主要假设如下：

汽车冷却系统胶管及总成：国内新能源汽车产业发展持续向好，预计未来汽车行业持续向节能、环保、轻量化、总成化、智能化、网联化方向发展；公司为国内汽车胶管头部企业、与 50 多家汽车主机厂建立长期稳定合作。我们预计 25-26 年公司业务营收分别为 10.55、12.66 亿元，yoy+25%/+20%，毛利率分别为 26.0%/25.5%。

汽车燃油系统胶管及总成、摩托车胶管及总成：我们预计跟随国内整体汽车及摩托车销量、保持平稳增长。我们预计 25-26 年汽车燃油系统胶管及总成业务营收分别为 4.11、4.52 亿元，yoy+15.0%/+10.0%，毛利率为 26.0%/25.5%；我们预计 25-26 年摩托车胶管及总成业务营收分别为 0.89、0.92 亿元，yoy+5.0%/3.0%，毛利率为 12.0%/11.0%。

其他业务：考虑公司 AIDC 相关的液冷管路产品已获得批量订单，且客户开拓顺利，同时我们预计 25-26 年公司在研发的液冷接头产品有望取得进展，因此我们预计 AIDC 液冷相关产品 25-26 年相关收入有望快速增长，带动 25-26 年公司其他业务收入分别达 1.5、4.0 亿元，yoy+2379.3%/166.7%，毛利率分别为 40.0%/43.0%。

表 5：公司 2025-2026 年盈利预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E
汽车冷却系统胶管及总成					
收入（亿元）	5.78	6.91	8.44	10.55	12.66
yoy（%）	34.7%	19.6%	22.1%	25.0%	20.0%
毛利率（%）	21.8%	23.0%	26.1%	26.0%	25.5%

汽车燃油系统胶管及总成

收入（亿元）	2.18	2.79	3.58	4.11	4.52
yoy（%）	-2.2%	28.0%	28.2%	15.0%	10.0%
毛利率（%）	26.9%	34.5%	26.1%	26.0%	25.5%

摩托车胶管及总成

收入（亿元）	0.61	0.65	0.85	0.89	0.92
yoy（%）	-12.9%	6.6%	30.8%	5.0%	3.0%
毛利率（%）	29.7%	23.6%	11.1%	12.0%	11.0%

汽车附件、制动系统胶管及总成

收入（亿元）	0.47	0.67	0.70	0.74	0.78
yoy（%）	9.3%	42.6%	5.1%	5.0%	5.0%
毛利率（%）	20.4%	17.6%	14.1%	15.0%	15.0%

其他业务

收入（亿元）	0.04	0.07	0.06	1.50	4.00
yoy（%）	-63.6%	75.0%	-13.6%	2379.3%	166.7%
毛利率（%）	18.9%	61.6%	36.0%	40.0%	43.0%

合计

收入（亿元）	9.07	11.09	13.63	17.80	22.88
yoy（%）	16.8%	22.3%	22.9%	30.5%	28.6%
毛利（亿元）	2.13	2.87	3.35	4.63	6.32
毛利率（%）	23.5%	25.8%	24.60%	26.0%	27.6%

资料来源：Wind，天风证券研究所

我们选取国内汽车零部件相关企业拓普股份、双林股份，及主营业务同样为汽车用流体管路的溯联股份作为可比公司，根据 WIND 一致预期，可比公司 2025 年平均 PE 37.55X；考虑公司在国内汽车胶管行业中已于 50 多家汽车主机厂形成稳定合作，以及后续在数据中心行业的管路和接头开拓、打开新增量的可能性，给予公司 2025 年 37.55X PE，对应目标价 45.07 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 6：可比公司 EPS、PE（2025 年 5 月 7 日，可比公司数据来自 WIND 一致预期）

证券代码	可比公司	EPS			PE		
		24A	25E	26E	24A	25E	26E
601689.SH	拓普集团	1.78	2.10	2.61	27.53	24.94	20.11
300100.SZ	双林股份	1.24	1.28	1.53	22.29	60.92	50.80
301397.SZ	溯联股份	1.02	1.38	1.83	25.21	26.79	20.10
	平均值	1.35	1.59	1.99	25.01	37.55	30.34
300547.SZ	川环科技	0.93	1.20	1.71	34.89	27.17	19.06

资料来源：Wind，天风证券研究所

5.风险提示

原材料价格波动风险：随着近年来公司生产用主要原材料价格居高不下，用工成本不断增加，造成公司生产成本上升，产品毛利率下降，市场竞争力减弱的风险。

汽车行业政策风险：全球气候温室效应，汽车排放要求越发严格，未来汽车行业持续向节能、环保、轻量化、总成化、智能化、网联化方向发展，汽车产品周期短、换代快。汽车产业发展方向，直接影响着公司主营汽车零部件配套胶管行业发展方向。

汽车零配件行业账期风险：若宏观经济环境发生变化，单一客户因经营状况等发生重大不利变化导致货款回收不及时，甚至不能收回时，可能会造成公司货款损失的风险。

产品价格波动风险：近年来由于汽车市场竞争激烈，汽车主机厂要求供应商降低价格，而

目前汽车胶管行业产能有一定过剩，行业竞争加剧，可能造成公司产品销售价格下降。

数据中心市场开拓不及预期风险：公司数据中心液冷管路、接头产品尚处于较早期阶段，存在市场及客户开拓不及预期风险。

文中测算具有一定的主观性，仅供参考。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	147.60	230.19	111.28	233.78	215.59
应收票据及应收账款	405.83	525.06	609.21	882.31	1,039.53
预付账款	15.27	11.08	3.55	14.85	19.25
存货	278.58	292.58	586.72	477.50	852.62
其他	106.28	86.76	80.74	93.39	88.10
流动资产合计	953.55	1,145.66	1,391.50	1,701.83	2,215.10
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	334.49	356.12	370.37	379.87	379.26
在建工程	9.52	9.80	10.30	12.30	13.23
无形资产	43.60	44.04	42.33	40.74	39.38
其他	17.43	17.67	24.05	19.71	20.48
非流动资产合计	405.02	427.63	447.05	452.63	452.35
资产总计	1,358.58	1,573.29	1,838.55	2,154.45	2,667.45
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	185.40	218.37	322.31	358.57	507.16
其他	76.88	133.82	105.37	107.76	124.83
流动负债合计	262.28	352.19	427.68	466.32	632.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	7.05	19.30	11.37	12.57	14.42
非流动负债合计	7.05	19.30	11.37	12.57	14.42
负债合计	270.30	372.45	439.06	478.90	646.41
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	216.91	216.91	216.91	216.91	216.91
资本公积	184.44	184.44	184.44	184.44	184.44
留存收益	697.04	809.60	1,004.88	1,283.19	1,628.29
其他	(10.10)	(10.10)	(6.74)	(8.98)	(8.61)
股东权益合计	1,088.28	1,200.85	1,399.49	1,675.56	2,021.04
负债和股东权益总计	1,358.58	1,573.29	1,838.55	2,154.45	2,667.45

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	161.99	202.73	260.37	371.08	460.14
折旧摊销	29.88	33.99	37.53	39.97	41.98
财务费用	0.15	0.12	(2.22)	(2.24)	(2.83)
投资损失	(0.78)	(0.07)	(0.76)	(0.53)	(0.45)
营运资金变动	(134.02)	21.41	(297.10)	(141.18)	(368.82)
其它	43.69	(57.16)	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	100.92	201.04	(2.17)	267.10	130.01
资本支出	43.97	44.10	58.50	48.68	39.09
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(106.16)	(72.75)	(115.73)	(100.50)	(75.46)
投资活动现金流	(62.18)	(28.65)	(57.23)	(51.82)	(36.36)
债权融资	2.27	2.42	2.22	2.24	2.83
股权融资	(70.00)	(30.27)	(61.72)	(95.02)	(114.66)
其他	(2.51)	(62.41)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(70.24)	(90.26)	(59.51)	(92.78)	(111.83)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(31.50)	82.14	(118.91)	122.50	(18.18)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,109.33	1,363.15	1,779.52	2,288.03	2,923.44
营业成本	822.75	1,027.87	1,316.48	1,656.07	2,138.22
营业税金及附加	8.67	9.69	13.35	17.16	21.93
销售费用	24.53	26.63	37.37	48.05	61.39
管理费用	34.92	37.76	48.05	60.63	76.01
研发费用	42.78	52.34	69.40	86.95	108.17
财务费用	(2.27)	(2.42)	(2.22)	(2.24)	(2.83)
资产/信用减值损失	(23.21)	(12.85)	(15.00)	(15.00)	(15.00)
公允价值变动收益	(0.06)	0.04	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.78	0.07	0.76	0.53	0.45
其他	17.68	(3.67)	0.00	0.00	0.00
营业利润	182.75	227.71	282.85	406.94	506.01
营业外收入	0.05	0.06	10.50	11.00	12.00
营业外支出	0.68	0.35	0.80	1.00	1.00
利润总额	182.12	227.42	292.55	416.94	517.01
所得税	20.13	24.69	32.18	45.86	56.87
净利润	161.99	202.73	260.37	371.08	460.14
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	161.99	202.73	260.37	371.08	460.14
每股收益（元）	0.75	0.93	1.20	1.71	2.12

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	22.31%	22.88%	30.54%	28.58%	27.77%
营业利润	34.57%	24.60%	24.22%	43.87%	24.34%
归属于母公司净利润	32.32%	25.15%	28.43%	42.52%	24.00%
获利能力					
毛利率	25.83%	24.60%	26.02%	27.62%	26.86%
净利率	14.60%	14.87%	14.63%	16.22%	15.74%
ROE	14.88%	16.88%	18.60%	22.15%	22.77%
ROIC	20.56%	22.29%	26.20%	28.66%	31.71%
偿债能力					
资产负债率	19.90%	23.67%	23.88%	22.23%	24.23%
净负债率	-13.56%	-19.17%	-7.95%	-13.95%	-10.67%
流动比率	3.62	3.24	3.25	3.65	3.50
速动比率	2.56	2.42	1.88	2.63	2.16
营运能力					
应收账款周转率	3.15	2.93	3.14	3.07	3.04
存货周转率	3.83	4.77	4.05	4.30	4.40
总资产周转率	0.85	0.93	1.04	1.15	1.21
每股指标（元）					
每股收益	0.75	0.93	1.20	1.71	2.12
每股经营现金流	0.47	0.93	-0.01	1.23	0.60
每股净资产	5.02	5.54	6.45	7.72	9.32
估值比率					
市盈率	44.67	35.69	27.79	19.50	15.73
市净率	6.65	6.03	5.17	4.32	3.58
EV/EBITDA	13.43	19.18	20.98	15.01	12.38
EV/EBIT	15.19	21.64	23.59	16.42	13.37

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

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

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com