

信义山证汇通天下

证券研究报告

新材料

骏鼎达 (301538.SZ)

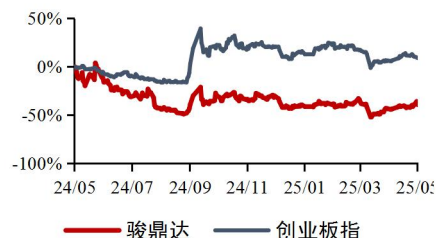
买入-B(首次)

功能性保护套管领军者,“单丝自供+研发创新”打造护城河

2025 年 5 月 28 日

公司研究/深度分析

公司上市以来股价表现



市场数据: 2025 年 5 月 27 日

收盘价(元):	51.85
总股本(亿股):	0.78
流通股本(亿股):	0.31
流通市值(亿元):	16.19

基础数据: 2025 年 3 月 31 日

每股净资产(元):	23.50
每股资本公积(元):	9.21
每股未分配利润(元):	12.81

资料来源: 最闻

分析师:

冀泳洁 博士

执业登记编码: S0760523120002

邮箱: jiyongjie@sxzq.com

冯瑞

执业登记编码: S0760524070001

邮箱: fengrui@sxzq.com

研究助理:

申向阳

邮箱: shenxiangyang@sxzq.com

投资要点:

➤ 国内先进高分子材料生产企业,深耕功能性保护套管二十年。公司成立于 2004 年,自成立以来专注于高分子改性保护材料产品,已成为国内功能性保护套管领军企业,产品广泛应用于汽车、轨道交通、通讯电子、工程机械等领域,为其线束系统、流体管路等零部件提供安全防护。同时,公司积极向功能性保护套管上游延伸,布局功能性单丝,纵向扩展实现一体化。2024 年公司实现营业收入 8.65 亿元,同比增长 34.30%,其中汽车为主要下游领域占比 65.60%,实现归母净利润 1.76 亿元,同比增加 26.01%。

➤ 下游需求增长强劲,国产替代加速进行。国内汽车产业复苏趋势强劲,新能源汽车持续维持高景气,2015-2024 年国内新能源汽车销量由 33 万辆增长至 1286 万辆,CAGR 为 50.17%,预计 2025 年市场销量将达到 1500 万辆以上。2020-2024 年新能源汽车市场渗透率由 5.40%提升至 40.91%,汽车电动化必将是市场发展的核心趋势。需求驱动下,汽车功能性保护套管有望实现快速扩容,根据测算 2024 年新能源/燃油汽车功能性保护套管市场规模分别可达 49.32 亿元/29.42 亿元,同比变化 34.78%/-10.62%。海外方面,公司布局墨西哥、摩洛哥工厂就近服务北美、欧洲客户,海外市场需求有望快速增长。从供给格局来看,功能性保护套管市场集中度偏低,国外企业凭借技术优势占据市场主导地位,但随着国内企业研发能力提高,国内外技术差距正逐步缩小,国产替代进程或将加快。

➤ “单丝自供+研发创新”打造护城河,苏州项目投产开启新成长。公司掌握 PET、PA 等材料的改性配方技术,具备功能性单丝的自主生产能力,采用自产为主、外购为辅的生产战略,自产单丝数量占比超 90%,能有效保证单丝性能的稳定性,显著降低套管生产成本。公司持续进行技术研发,核心产品性能比肩国外先进厂商,具备完善的产品、产业布局,可满足客户定制化需求,同下游客户达成紧密合作关系,构建起产品护城河,具备稳定的盈利能力。随着 2024 年 8 月募投项目年产 2.76 亿米功能性保护套管项目逐步投产,产能相对不足的问题将得以缓解,未来公司成长空间打开,为公司业绩提供新增量。

盈利预测、估值分析和投资建议: 我们预测 2025 年至 2027 年,公司分别实现营收 10.55/12.85/15.39 亿元,同比增长 22.0%/21.8%/19.7%;实现归母净利润 2.14/2.73/3.36 亿元,同比增长 21.4%/27.8%/23.0%,对应 EPS 分别为 2.73/3.48/4.28 元,PE 为 19.0/14.9/12.1 倍,首次覆盖给予“买入-B”评级。

风险提示: 原材料价格波动风险,国际贸易摩擦风险,市场竞争风险,市场



请务必阅读股票评级说明和免责声明 1



需求波动风险。

财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	644	865	1,055	1,285	1,539
YoY(%)	23.3	34.3	22.0	21.8	19.7
净利润(百万元)	140	176	214	273	336
YoY(%)	22.3	26.0	21.4	27.8	23.0
毛利率(%)	43.4	42.8	41.2	42.3	42.5
EPS(摊薄/元)	1.78	2.24	2.73	3.48	4.28
ROE(%)	21.6	13.9	14.7	16.3	17.1
P/E(倍)	29.1	23.1	19.03	14.89	12.11
P/B(倍)	6.3	3.2	2.8	2.4	2.1
净利率(%)	21.7	20.4	20.3	21.2	21.8

资料来源：最闻，山西证券研究所

目录

1. 功能性保护套管领军者，纵向扩展实现一体化.....	6
1.1 聚焦高分子改性保护材料，深耕行业二十年.....	6
1.2 成长性强劲，盈利能力出色.....	7
2. 新能源高景气提升下游需求，全球布局打开海外市场.....	9
2.1 功能性保护套管性能优异，是线束系统、流体管路重要防护材料.....	9
2.2 新能源车套管价值量翻倍，结构性调整推动行业规模扩容.....	11
2.3 国外厂商占据主导地位，布局全球进军海外市场.....	17
3. 单丝自供提振盈利能力，技术创新推动持续发展.....	20
3.1 垂直一体化生产体系，成本优势显著.....	20
3.2 以技术促发展，募投项目落地打开增长空间.....	22
3.3 产业布局完整，下游客户粘性强.....	27
4. 盈利预测与估值.....	28
4.1 盈利预测.....	28
4.2 估值分析.....	30
5. 风险提示.....	31

图表目录

图 1： 公司发展历程.....	6
图 2： 公司股权结构情况.....	7
图 3： 公司营收增长稳健.....	8
图 4： 归母净利润表现长期向好.....	8
图 5： 营收主要来源于功能性保护套管.....	8
图 6： 主营业务收入下游占比.....	8

图 7: 盈利能力高于可比公司.....	9
图 8: 公司费用率变化情况.....	9
图 9: 公司产业链整体情况.....	10
图 10: 全球汽车产销情况.....	12
图 11: 国内汽车产销情况.....	12
图 12: 中国燃油汽车产销情况.....	12
图 13: 中国燃油汽车出口量.....	12
图 14: 国内新能源汽车产量及增速情况.....	13
图 15: 国内新能源汽车销量及增速情况.....	13
图 16: 国内新能源汽车市场渗透率.....	14
图 17: 国内新能源汽车市场规模及增速情况.....	14
图 18: 2020-2024 年公司燃油汽车和新能源汽车营收及增速情况.....	15
图 19: 2019-2024 年中国数据中心市场规模及增速.....	16
图 20: 全国铁路客运量创新高.....	17
图 21: 全国铁路固定资产投资回升.....	17
图 22: 功能性保护套管市场竞争格局.....	18
图 23: 功能性单丝来源与用途.....	20
图 24: 2020-2023H1 单丝每千克成本盈利情况.....	22
图 25: 2020-2023H1 公司单丝毛利率情况.....	22
图 26: 2019-2023H1 公司套管产能情况.....	25
图 27: 2019-2024 年公司套管产量和销量情况.....	25
图 28: 公司套管产能利用率情况.....	25
图 29: 公司套管产销率情况.....	25

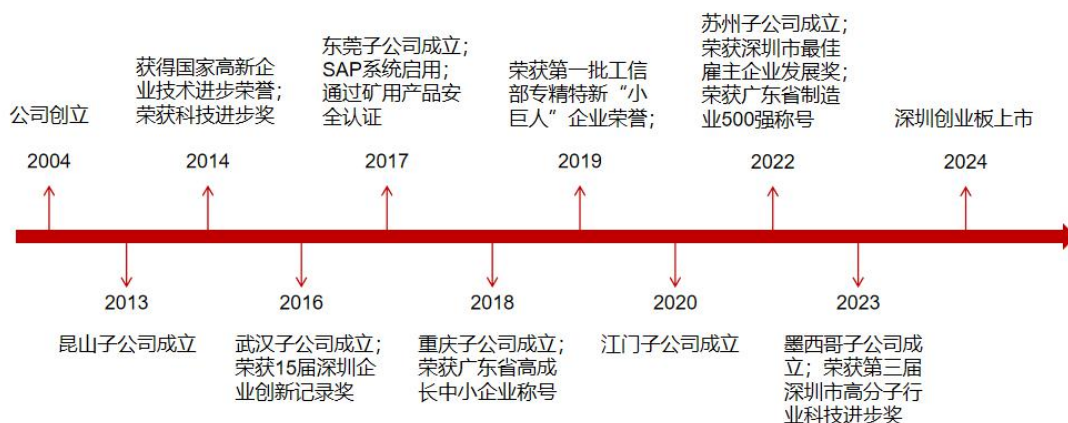
图 30: 原油价格走势.....	26
图 31: 公司套管销售均价、成本、毛利情况.....	26
表 1: 功能性保护套管产品在燃油汽车的应用.....	10
表 2: 功能性保护套管产品在新能源汽车的应用.....	11
表 3: 燃油汽车和新能源汽车领域功能性保护套管国内市场规模测算.....	14
表 4: 公司主要竞争对手情况.....	18
表 5: 单丝来源以自产为主.....	21
表 6: 单丝自供具有成本优势.....	21
表 7: 公司部分核心技术.....	22
表 8: 量产阶段在研项目.....	23
表 9: 性能指标比肩外资领先厂商同类产品水平.....	24
表 10: 募投项目情况介绍.....	26
表 11: 公司主要客户.....	27
表 12: 盈利预测.....	29
表 13: 可比公司经营范围（对应日期 20250527）.....	30
表 14: 可比公司估值.....	30

1. 功能性保护套管领军者，纵向扩展实现一体化

1.1 聚焦高分子改性保护材料，深耕行业二十年

国内先进高分子材料生产企业，主要从事高分子改性保护材料的设计、研发、生产与销售。公司成立于 2004 年，于 2024 年 3 月在深圳证券交易所创业板上市，是国家高新技术企业和第一批工信部专精特新“小巨人”企业，荣获“最佳雇主企业发展奖”、“第六届深圳市自主创新百强中小企业”等多项荣誉，还具备完善的质量管理体系，先后通过了 ISO9001、IATF16949 和 ISO14001 等国内外管理体系认证。

图 1：公司发展历程



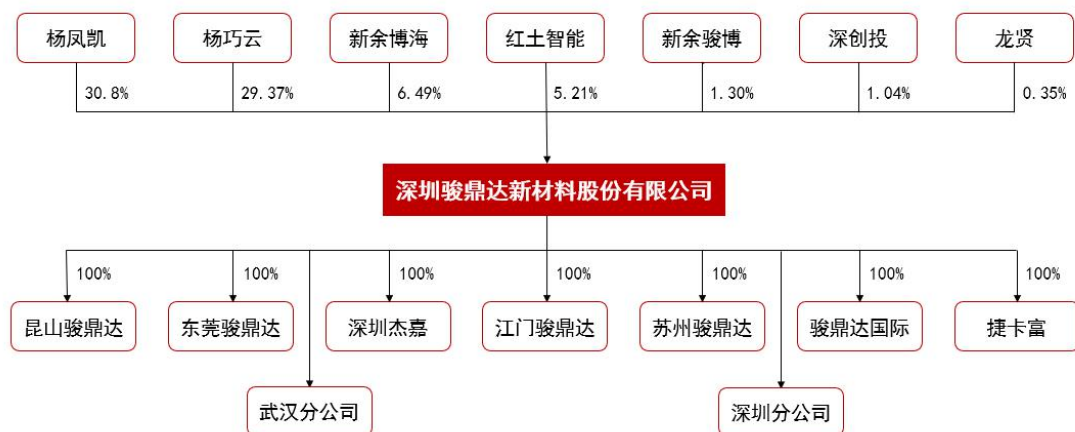
资料来源：骏鼎达官网，山西证券研究所

依托垂直一体化生产体系，专注于高分子改性保护材料产品。公司主要产品包括功能性保护套管和功能性单丝。其中，功能性保护套管可分为挤出套管、编织套管、纺织套管和复合套管四类，凭借优异的阻燃、抗腐蚀等性能，可广泛应用于汽车、轨道交通、通讯电子、工程机械领域，为其线束系统、流体管路等零部件提供安全防护。功能性单丝为功能性保护套管的上游原材料，公司已实现单丝自供，形成垂直一体化生产体系。除了作为功能性保护套管的中间产品外，根据市场需求情况，公司也会对外销售部分功能性单丝产品，主要用于厨卫领域。

公司股权结构集中，建立员工持股平台调动积极性。杨凤凯担任公司董事长、总经理，杨巧云担任公司董事、副总经理，夫妻股权合计占比 60%，共同构成公司实际控制人。新余骏博和新余博海为公司员工持股平台，公司通过实施股权激励，建立、健全激励机制，充分调动了中高层管理人员及骨干员工的工作积极性。另外，公司根据国内客户分布情况，建立了深圳、

东莞、昆山（苏州）、武汉、重庆、江门六大生产基地，可以为各地区客户提供快速的服务和支持，实现就近生产，有效缩短交付周期。

图 2：公司股权结构情况

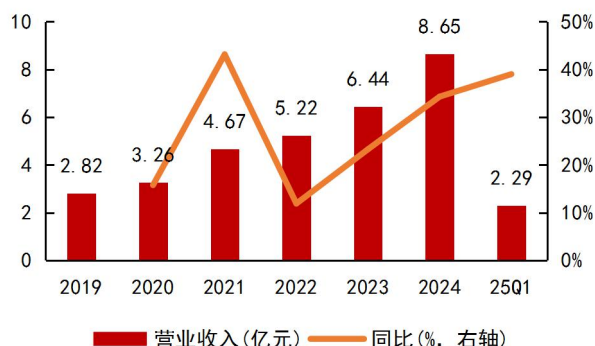


资料来源：Wind，公司招股说明书，公司 2024 年报，山西证券研究所

1.2 成长性强劲，盈利能力出色

利润、营收稳健增长，2024 年同比增速均超 25%。2022 年受俄乌冲突和安波福等客户停工影响，公司实现营收 5.22 亿元，同比增速放缓为 11.90%，归母净利润 1.14 亿元，同比增长 15.90%；2023 年得益于新能源汽车等下游行业驱动，功能性保护套管营收增速有所复苏，实现营收 6.44 亿元，同比增长 23.28%，归母净利润 1.40 亿元，同比增长 22.28%；2024 年汽车行业、通讯电子、工程机械和轨道交通四大主要应用领域的销售额持续增加，公司实现营业收入 8.65 亿元，同比增长 34.30%，实现归母净利润 1.76 亿元，同比增加 26.01%。2025Q1 公司业绩维持增长趋势，实现营业收入 2.29 亿元，同比增长 39.00%，实现归母净利润 0.47 亿元，同比增加 3.24%

图 3：公司营收增长稳健



资料来源：Wind，山西证券研究所

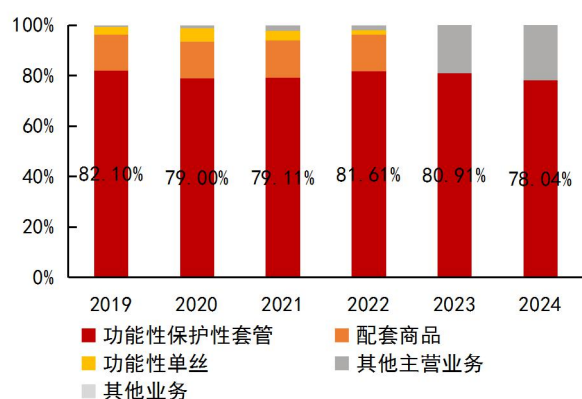
图 4：归母净利润表现长期向好



资料来源：Wind，山西证券研究所

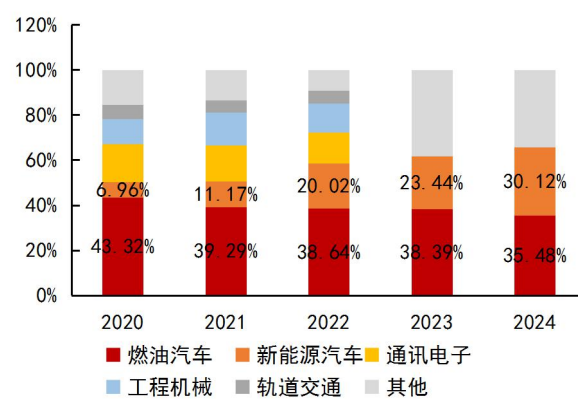
功能性保护套管营收占比 80%左右，下游需求以汽车为主。按照产品分类来看，公司营收以功能性保护套管为主，2024 年实现营收 6.75 亿元，占总营业收入的比例分别为 78.04%。按下游应用领域来看，公司主营业务收入主要来源于汽车领域。2021-2024 年，汽车领域营收占比由为 50.47%提升至 65.60%。其中，新能源汽车领域营收占比由 11.17%提升至 30.12%，期间营业收入保持 40%以上的高增长，远超其他领域。

图 5：营收主要来源于功能性保护套管



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 6：主营业务收入下游占比

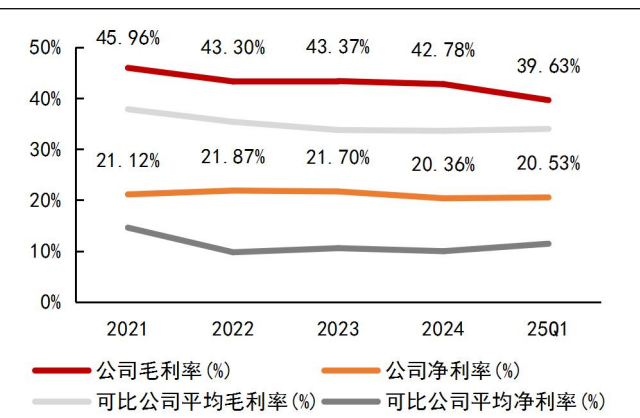


资料来源：骏鼎达会计师回复意见(2022 年报财务数据更新版)，公司 2023-2024 年报，山西证券研究所

盈利能力稳定，毛利率、净利率均高于可比公司平均水平。2021-2024 年，公司的毛利率均维持在 40%以上，净利率维持在 20%以上，盈利能力出众。2024 年公司毛利率达到 42.78%，高于可比公司平均水平 9.17pcts，净利率达到 20.53%，高于可比公司平均水平 10.39pcts。主要

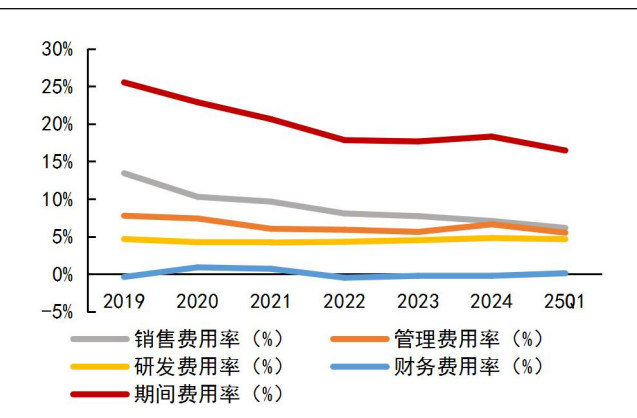
原因在于公司所处细分市场处于良性竞争和国产化替代阶段，能享受到产品价格红利；公司逐步向产业链条上游延伸，具有为客户提供一站式和个性化服务的能力，客户和订单持续性较强。费用端看，2019-2025Q1，公司研发费用率始终维持在 4% 以上，重视产品研发。2024 年，公司管理费用率略有增加，达到 6.63%，主要由于薪酬福利费和中介服务费用增加所致。2025Q1，公司管理费用已得到显著改善，管理费用率降低至 5.52%。

图 7：盈利能力高于可比公司



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 8：公司费用率变化情况



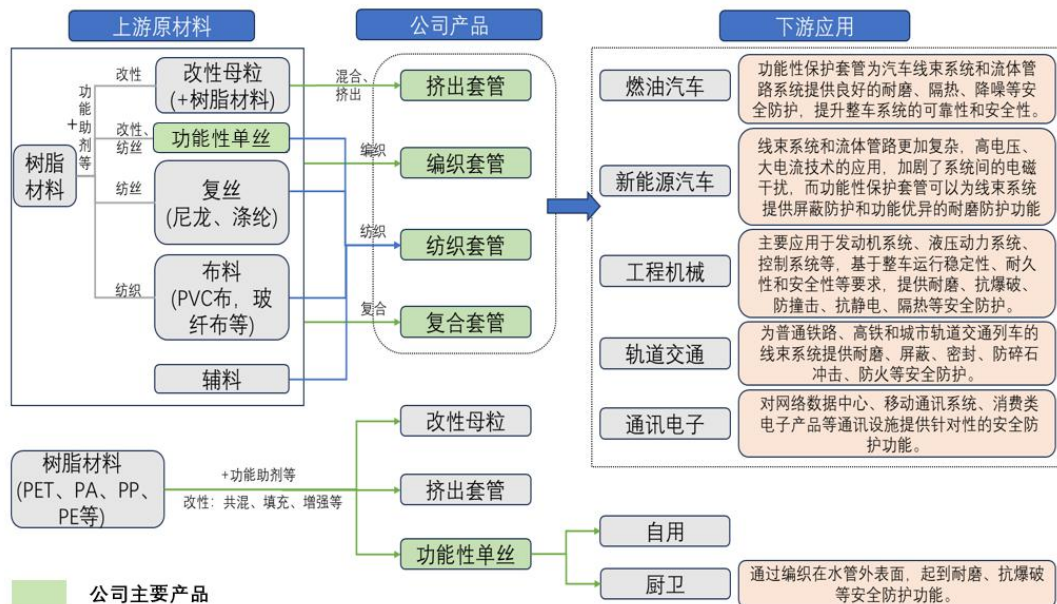
资料来源：Wind，山西证券研究所

2. 新能源高景气提升下游需求，全球布局打开海外市场

2.1 功能性保护套管性能优异，是线束系统、流体管路重要防护材料

功能性保护套管位居产业链中游，可为线束系统、流体管路等提供安全防护作用。公司功能性保护套管以 PET、PA 等树脂材料为基础，辅以公司自主研发的功能助剂配方，通过纺丝、编织、纺织、挤出、复合等工艺加工成型。依托良好的耐温性、抗 UV 性、阻燃性、耐化学腐蚀性等性能，对各大领域的线束系统、流体管路等提供耐磨、隔热、防撞击、屏蔽、抗爆破、防火、降噪等安全防护作用。

图 9：公司产业链整体情况



资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

功能性保护套管能有效提升传统燃油汽车系统的可靠性和安全性。燃油汽车结构复杂、布局紧凑，具备发动机系统、底盘系统等多系统，需通过线束系统和流体管路进行连接协同工作。但线束穿梭于整车各系统之间，易受到钣金件、金属零部件等的磨损伤害，以及发动机系统和进排气系统的高温热伤害，可能致使汽车发生安全事故。流体管路也容被磨损或热伤害，进而导致汽车发动机、刹车、转向等系统功能失效。因此，燃油汽车线束系统和流体管路系统均需使用功能性保护套管来提供安全防护，以降低汽车可能存在的安全隐患。

表 1：功能性保护套管产品在燃油汽车的应用

产品类别	具体应用
自卷式套管	主要用于发动机线束、仪表盘线束、车身线束等，起耐磨、隔热、降噪、整理等安全防护作用
波纹管	主要用于发动机线束、仪表盘线束、车身线束等，起耐磨、整理等安全防护作用
复合套管	主要用于发动机线束及发动机周边流体管路系统、排气管路系统的保护，起隔热安全防护作用
编织套管	主要用于燃油管路系统、冷却管路系统、进气管路系统、制动管路系统、转向管路系统等，起耐磨安全防护作用
热收缩纺织套管	主要用于燃油管路系统、冷却管路系统、进气管路系统等，起耐磨、降噪等安全防护作用

资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

功能性保护套管也是新能源汽车不可或缺的核心部件。新能源汽车相比于燃油汽车有着更为复杂的线束系统和流体管路，新增了“三电系统”需要通过高压线束进行互联互通，进而导致碰撞后高压线束短路、系统间的电磁干扰等问题严重；同时，插电式混合动力、增程式混合动力等车型需要配备燃油和电动的双动力系统，两大动力系统常置于一个半封闭的机舱内，各子系统间相互干扰加剧。而功能性保护套管具备对耐磨、隔热、屏蔽、防撞击、防火多重性能，可有效提升各系统的安全性、可靠性，已成为新能源汽车的重要部件，具备广阔的增长空间。

表 2：功能性保护套管产品在新能源汽车的应用

产品类别	具体应用
自卷式套管	主要用于新能源汽车高压线束（采用橙色警示设计）、仪表盘线束，车身线束等的保护；新能源汽车（混动车型）发动机周边流体管路系统的保护。
波纹管	主要用于新能源汽车高压线束（采用橙色警示设计）、仪表盘线束，车身线束等的保护。
热收缩纺织套管	主要用于新能源汽车热管理管路系统保护；新能源汽车电池包线束保护。
编织套管	主要用于新能源汽车高压线束、仪表盘线束、车身线束等的保护；新能源汽车热管理管路系统、制动管路系统、转向管路系统、进/排气管路系统（混动车型）等的保护。

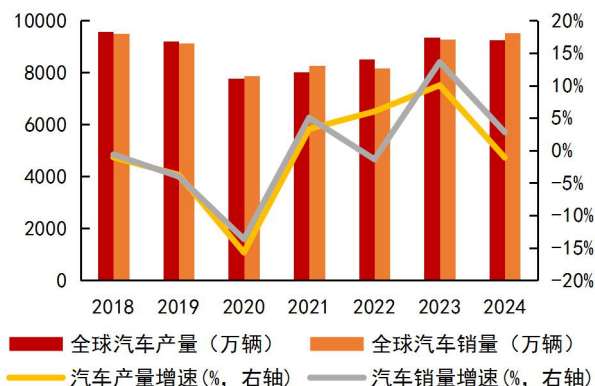
资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

功能性保护套管同样可为工程机械、轨道交通、通讯电子等领域产品提供保护。在工程机械领域，功能性保护套管主要应用于发动机系统、液压动力系统、控制系统等；轨道交通领域，则主要应用在普通铁路、高铁和城市轨道交通列车的线束系统；在通讯电子领域，主要用于对网络数据中心、移动通讯系统、消费类电子产品等通讯设施提供针对性的安全防护功能。

2.2 新能源车套管价值量翻倍，结构性调整推动行业规模扩容

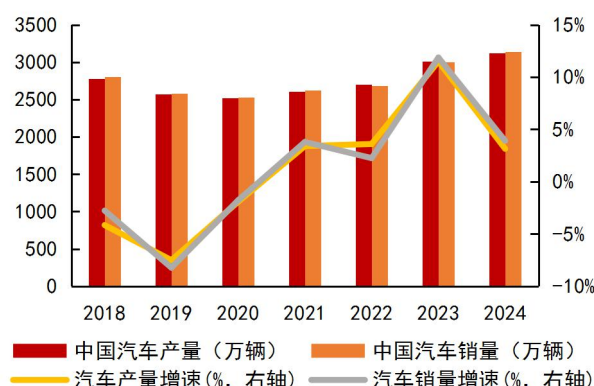
汽车产业复苏趋势强劲，2021-2024 年国内汽车产销量复合增速超 6%。2021 年以来，随着疫后全球经济的稳步复苏，行业生产回归正常化，汽车市场也重回增长阶段。2021-2024 年，全球汽车产销量由 8021/8276 万辆增长至 9250/9531 万辆，期间复合增速可达 4.87%/4.82%。国内市场方面，2021-2024 年，产销量由 2608/2627 万辆提升至 3126/3143 万辆，期间复合增速为 6.22%/6.16%。预计 2025 年市场销量有望突破 3200 万辆，未来市场整体将维持稳中有增的发展态势。

图 10：全球汽车产销情况



资料来源：公司招股说明书，OICA，山西证券研究所

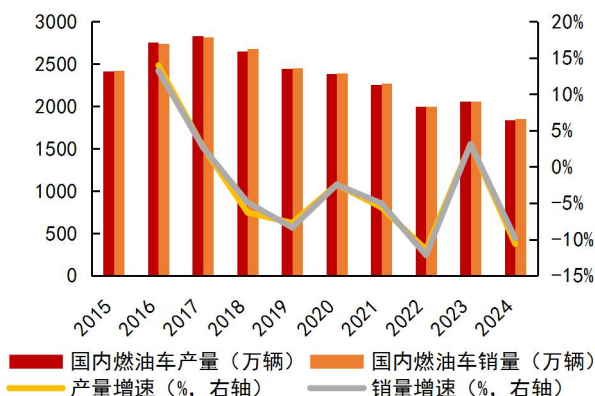
图 11：国内汽车产销情况



资料来源：公司招股说明书，Wind，《中国汽车工业年鉴（2021 年）》，中国汽车工业协会，山西证券研究所

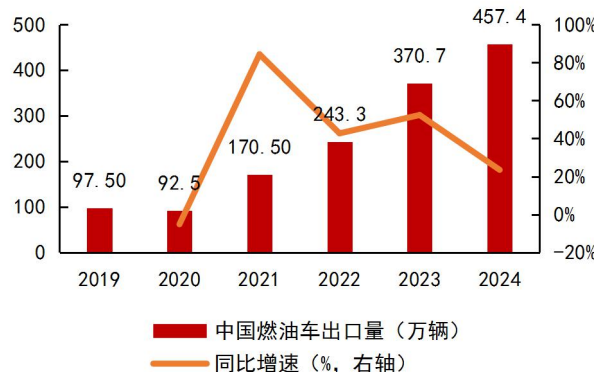
出口加速，为燃油汽车注入新活力。近年来燃油车国内产销量逐渐下降，但由于中国产品全球竞争力持续提升，叠加欧美汽车逐步退出俄罗斯，市场被中国取代，中国燃油汽车出口量逐年上升。2021-2023，燃油汽车出口量由 170.5 万辆增长至 370.7 万辆，增幅高达 117%，2024 年实现出口量 457.4 万辆，同比增长 24%。出口成为了车企新的增量路径，未来随着中国燃油汽车出口强劲增长，汽车领域核心零部件功能性保护套管需求有望进一步提升。

图 12：中国燃油汽车产销情况



资料来源：Wind，中国汽车工业协会，山西证券研究所

图 13：中国燃油汽车出口量



资料来源：中国汽车工业协会，中国汽车报，中国新闻网，广州市汽车服务协会，环球网，中国新闻

网，新京报，山西证券研究所

新能源汽车市场渗透率突破 40%，汽车电动化成为市场发展的核心趋势。得益于国内政策支持，产业结构优化升级以及技术水平持续进步，新能源汽车发展迅速。根据公司招股说明书和 Wind 数据，2015-2024 年国内新能源汽车产量从 34 万辆增长到 1287 万辆，CAGR 为 49.72%，销量从 33 万辆增长到 1286 万辆，CAGR 为 50.17%，产销率保持在 97%以上。根据汽车工业协会和中国汽车报数据，预计 2025 年市场销量仍会维持 20%以上的增长，销量有望达到 1500 万辆以上。从市场渗透率看，2020 年起新能源汽车步入黄金阶段，2020-2024 年市场渗透率由 5.40%提升至 40.91%；2020-2023 市场规模也由 0.34 万亿提升至 1.15 万亿，CAGR 达到 50.11%，预计到 2025 年市场规模将达到 2.31 万亿，未来增长空间广阔。公司作为汽车功能性保护套管龙头企业，已与特斯拉等大型新能源汽车厂商达成紧密的合作关系，随着产业高速发展，公司业绩有望充分受益。

图 14：国内新能源汽车产量及增速情况



资料来源：Wind，公司招股说明书，《中国汽车工业年鉴（2021 年）》，中国汽车工业协会，山西证券研究所

图 15：国内新能源汽车销量及增速情况



资料来源：Wind，公司招股说明书，《中国汽车工业年鉴（2021 年）》，中国汽车工业协会，山西证券研究所

图 16：国内新能源汽车市场渗透率

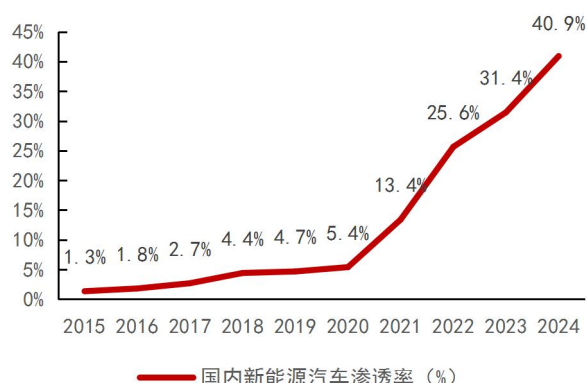


图 17：国内新能源汽车市场规模及增速情况



资料来源：Wind，公司招股说明书，《中国汽车工业年鉴（2021 年）》，中国汽车工业协会，山西证券研究所

资料来源：艾媒咨询，山西证券研究所

功能性保护套管在新能源车的单车价值量约为燃油车两倍。根据公司会计师回复意见披露数据，功能性保护套管占汽车线束和管修成本比例为 7%/9.5%，结合燃油汽车和新能源汽车产量情况和线束/管修单位价值、毛利率，可测算得出燃油和新能源汽车，功能性保护套管单车价值分别为 159.95 元/383.25 元，新能源车的价值量约为燃油车 2 倍。考虑到新能源汽车具备复杂的电气结构以及动力系统的调整，对功能性保护套管有着更大的单车需求以及更严苛的产品标准，预计新能源汽车单车价值将长期维持在燃油汽车 2 倍以上。

下游需求驱动汽车功能性保护套管快速扩容，2024 年国内市场规模有望超过 75 亿。2021-2023 年间，燃油汽车功能性保护套管市场规模由 36.03 亿元降低至 32.91 亿元，CAGR 为-4.42%，新能源汽车功能性保护套管市场规模由 13.59 亿元提升至 36.60 亿元，CAGR 为 64.12%。根据中国汽车工业协会数据，2024 年燃油汽车和新能源汽车产量分别为 1839 万辆/1287 万辆，可得对应功能性保护套管市场规模分别为 29.42 亿元/49.32 亿元，同比变化 -10.62%/34.78%。

表 3：燃油汽车和新能源汽车领域功能性保护套管国内市场规模测算

指标	燃油汽车				新能源汽车			
	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
汽车产量 (万辆)	2,252	1,996	2,058	1,839	355	706	955	1,287
汽车单位线束价值 (元/辆)	2000	2000	2000	2000	5000	5000	5000	5000

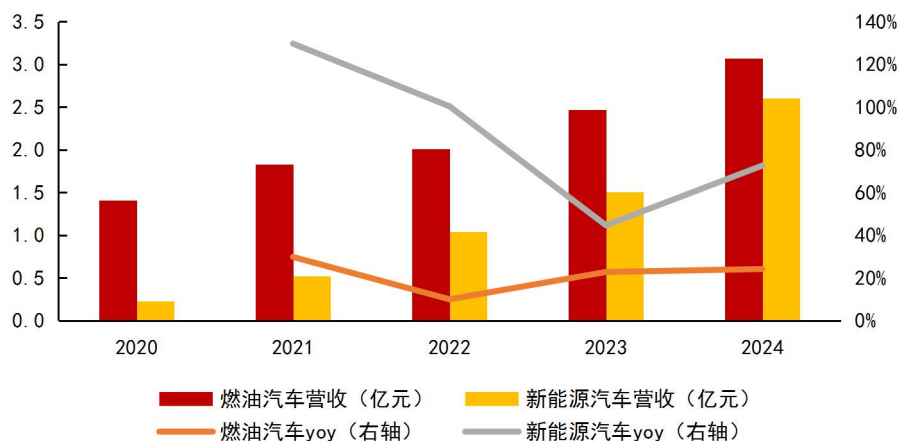


指标	燃油汽车				新能源汽车			
	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
汽车线束毛利率	9.50%	9.50%	9.50%	9.50%	9.50%	9.50%	9.50%	9.50%
功能性保护套管占汽车线束成本比例 (%)	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
汽车单位管修价值 (元/辆)	500	500	500	500	1000	1000	1000	1000
汽车管修毛利率	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
功能性保护套管占汽车管修成本比例 (%)	9.50%	9.50%	9.50%	9.50%	9.50%	9.50%	9.50%	9.50%
单车功能性保护套管价值 (元)	159.95	159.95	159.95	159.95	383.25	383.25	383.25	383.25
市场规模 (亿元)	36.03	31.92	32.91	29.42	13.59	27.05	36.60	49.32

资料来源：骏鼎达会计师回复意见(2022 年报财务数据更新版)，公司招股说明书，Wind，中国汽车工业协会，《中国汽车工业年鉴（2021 年）》，国家统计局，EV WIRE，山西证券研究所

高单车价值量的新能源车型市占率稳步提升，2020-2024 公司汽车领域收入 CAGR 超 35%。得益于新能源汽车需求增长，公司汽车领域营收高速发展。2020-2024 年，新能源汽车营收由 0.23 亿元提升至 2.60 亿元，CAGR 为 84.10%，汽车整体营收由 1.64 亿元提升至 5.67 亿元，CAGR 为 36.42%。未来随着高单车价值量的新能源汽车市占率进一步提升，功能性保护套管市场规模预计将快速提高，公司汽车领域套管营收将继续维持高水平增速。

图 18：2020-2024 年公司燃油汽车和新能源汽车营收及增速情况

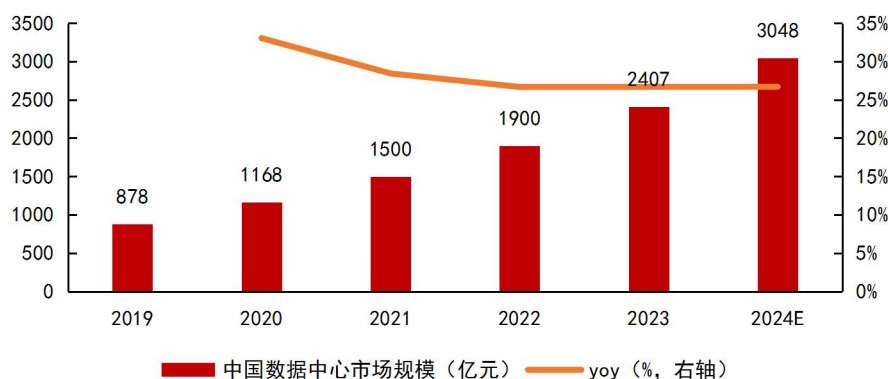


资料来源：骏鼎达会计师回复意见(2022 年报财务数据更新版)，公司 2023-2024 年报，山西证券研究所

2024 年数据中心市场规模增速超 25%，通讯电子套管产品有望受益。受新基建、数字化转型及数字中国愿景目标等国家政策促进，我国数据中心市场规模持续高速增长。根据中商产

业研究院数据，2023 年中国数据中心市场规模约为 2407 亿元，同比增长 26.68%，预计 2024 年中国数据中心市场规模将维持高增速，达到 3048 亿元，同比增长 26.63%，有望带动通讯电子领域套管产品需求量进一步提高。

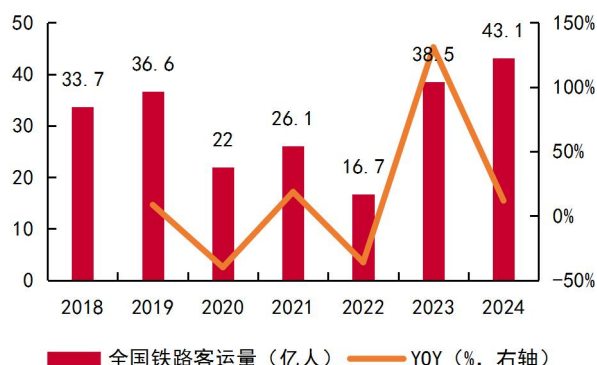
图 19：2019-2024 年中国数据中心市场规模及增速



资料来源：中商产业研究院，山西证券研究所

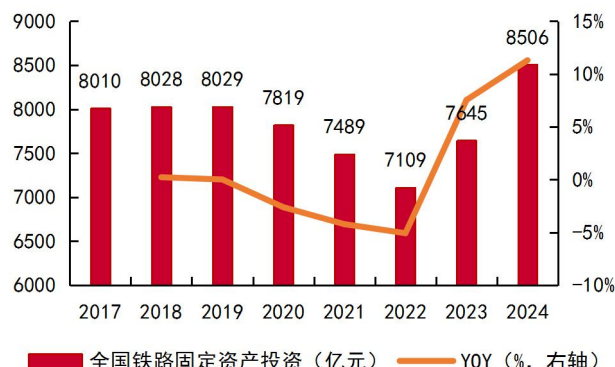
在强劲的客流支撑下，全国铁路投资和动车组购置需求开始回升。2024 年全国铁路客运量达到 43.1 亿人次，同比增长 11.86%，超过 2023 年全年的 38.5 亿人次，再达到历史新高。依托于全国轨交客流复苏，全国铁路固定资产投资与动车组购置需求结束了 2019-2022 年间的下跌，进入复苏阶段。2023 年，全国铁路固定资产投资达到 7645 亿元，同比增长 7.54%；对应的动车组采购 233 组，同比增长 468.29%。2024 年，全国铁路固定资产投资进一步提高达到 8506 亿元，同比增长 11.3%，动车组购置需求持续回升。2024 年动车组首次招标 165 组已超过 2023 年全年，此后又陆续招标动车组 99 组，全年同比增长 60.98%。

图 20：全国铁路客运量创新高



资料来源：Wind，国家统计局，山西证券研究所

图 21：全国铁路固定资产投资回升



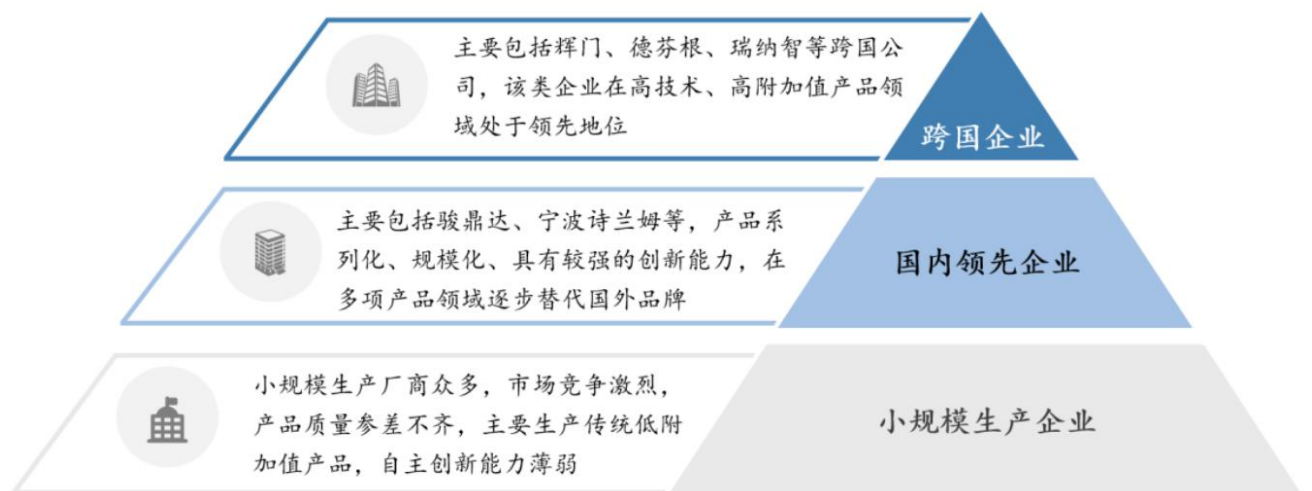
资料来源：国铁集团，山西证券研究所

以旧换新推动轨交装备更新，大修将至带动轨交市场增长。2024 年 2 月，国家铁路局局长表示，我国铁路排放主要来源于内燃机，未来要加快推动新能源机车推广，落实党中央关于推进大规模设备更新的具体行动。轨道车辆每 15 年进行一次翻新改造，以动车组为例，起检修分为五个等级，一二级修为运用检修，三至五级为高级修。五级检修是对全车进行分解检修，需对轨交装备进行更换。随着 2008 年“四万亿”时期列车组进入五级修阶段，未来公司在轨道交通维保市场相关业务有望受益。

2.3 国外厂商占据主导地位，布局全球进军海外市场

国外企业依托先发优势占据领先地位，国内企业快速成长、进口替代持续加快。从行业的市场竞争格局看，国内市场上的功能性保护套管企业可划分为三大梯队。**第一梯队是技术领先的跨国公司**，如辉门、德芬根等，在原材料质量和产业规模上均具有巨大优势，同时起步较早、具有多年的研究和技术积累设备自动化程度非常高，单位产品附加值高，在尖端产品处于优势地位。**第二梯队为骏鼎达等国内领先企业**，随着近年来国家政策的大力支持、国内企业研发能力的持续提高，与国外企业间的差距逐渐缩小，凭借成本低、贴近客户、反应灵活等优势，市场份额逐步扩大。**第三梯队是小规模生产企业**，产品类别单一，基本不具备体系化研发能力，在市场竞争中处于不利地位。

图 22：功能性保护套管市场竞争格局



资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

竞争对手多元化，市场集中度较低。公司功能性保护套管主要应用于汽车、工程机械、轨道交通及通讯电子等领域，直接竞争对手大多为国外知名功能性保护套管企业，并在各行业中与不同的对手展开直接竞争。其中，汽车行业直接竞争对手为辉门、德芬根、瑞纳智和宁波诗兰姆；轨道交通领域直接竞争对手为文依电气和必得科技；通讯电子领域直接竞争对手为美国公司 Techflex, Inc.；工程机械领域直接竞争对手为芬兰公司 Safeplast Oy。根据公司 IPO 会计师回复意见数据，2022 年汽车行业功能性保护套管市场规模 58.98 亿元，而公司身为第二梯队公司，2022 年汽车功能性保护套管收入为 2.66 亿元，汽车领域市场占有率不足 5%，在一定程度上表明功能性保护套小规模生产企业众多，市场集中度相对较低。

表 4：公司主要竞争对手情况

主要竞争领域	企业名称	主要对标产品
汽车	辉门（Federal-Mogul）	编织套管、复合套管、纺织套管
	德芬根（DelfingenIndustry）	编织套管、复合套管、纺织套管、挤出套管
	瑞纳智（Relats,S.A.）	编织套管、复合套管、纺织套管
	宁波诗兰姆汽车零部件有限公司	挤出套管
轨道交通	上海文依电气股份有限公司	挤出套管
	江苏必得科技股份有限公司	编织套管、复合套管
通讯电子	Techflex, Inc	编织套管、纺织套管
工程机械	Safeplast Oy	挤出套管、纺织套管

资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

产品技术壁垒高，认证周期长，客户粘性高，行业护城河稳固。功能性保护套管研发生产涉及到产品配方、过程控制、工艺精度等多环节，具有较高的技术壁垒。一方面，改性配方的开发以及工艺技术的精进需长时间的调试和摸索，承担较高的试错成本，缺乏技术积累的新企业难以短期内具备相应的技术水平。另一方面，为缩短整体开发时间，下游客户往往要求供应商在主机产品策划和概念开发阶段就参与到产品开发中，方案设计能力不足的新企业难以在短时间内形成竞争力。此外，由于下游对运行安全可靠性的要求较高，资质认证严格，认证周期长，不利于客户积累薄弱的新企业进行客户拓展。而公司经过近 20 年的发展，已经积累较强的技术研发能力、方案设计能力，可以有效保证产品质量，拥有优秀的客户资源，具备较强的市场竞争力。

“小批量、多批次”供货模式，一体化程度要求高。由于不同领域、应用场景对防护需求具有较大差异性，功能性保护套管厂商需要根据客户的具体要求选择和开发相应的配方、材料等，定制化程度强，对生产企业的创新能力、技术能力和服务能力提出了严格要求。此外，由于产品种类较多，供货具有小批量、多批次的特点，对厂商的一体化生产管理能力和产品线布局也有较高要求。因此生产规模大、产品布局较全、资金实力相对充足的一体化产业，有望凭借技术研发、原材料采购、生产管理和市场渠道等多方面优势，在长期竞争中脱颖而出。因此预计未来功能性保护套管市场集中度或将提升，小规模生产厂商生存空间将逐步减小，利好骏鼎达等头部企业。

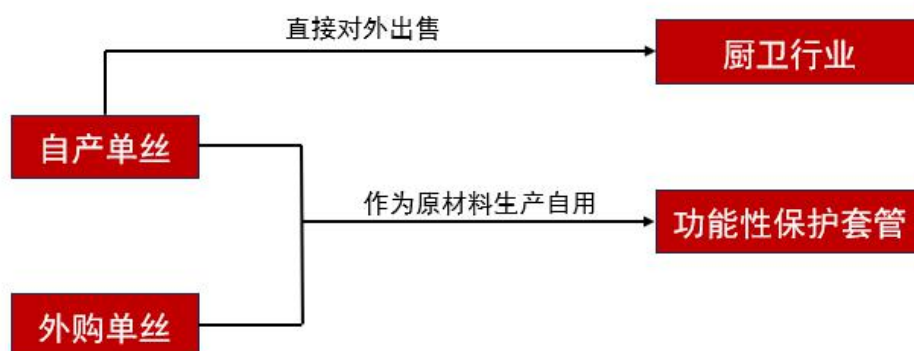
布局墨西哥、摩洛哥工厂就近服务客户，实现海内外协同发展。汽车制造企业为实现零部件快速响应及高效配套运输，对于零部件生产厂商会采取就近采购的原则。而公司针对汽车领域生产模式，实行就近设厂战略。围绕北美洲、南美洲等区域的客户，公司设立墨西哥工厂，帮助公司进一步拓展国际市场。针对欧洲等区域客户，公司拟投资不超过 1 亿元建设摩洛哥工厂。摩洛哥与全球 50 多个国家签署了自由贸易协定，并且具备地理位置优越，距离欧洲不超过 20 公里，为外资企业进入欧洲市场提供了有利的条件。**摩洛哥已拥有 240 多家汽车和汽车零部件生产企业，雷诺、比亚迪、长城等汽车制造商相继进入摩洛哥市场。**此外，贝特瑞、森麒麟等汽车产业配套公司，也均在摩洛哥投资建厂，已形成较为完整的汽车配套产业区域。未来公司有望依托摩洛哥工厂，嵌入当地汽车产业链，就近客户生产，有效地提升供给效率、降低综合成本，逐步提升欧洲市场占有率。目前，公司汽车板块收入主要来自国内客户，随着墨西哥、摩洛哥工厂的正式投产，公司境外业绩有望进入快速增长期，为公司贡献盈利增量。

3. 单丝自供提振盈利能力，技术创新推动持续发展

3.1 垂直一体化生产体系，成本优势显著

单丝自供实行垂直一体化生产，保证产品稳定一致。通过多年研发，公司掌握了 PET、PA、PP、PE 等材料的改性配方技术，具备功能性保护套管所用原材料单丝的自主生产能力，实现产业链上游延伸，建成了垂直一体化生产体系，能有效保证单丝性能的稳定性和一致性，减少外部采购带来的额外交易成本。同时，考虑到多颜色、多品种等单丝生产时，需面临清洗机器、频繁切换产线等问题，公司选择通过外购部分单丝用于生产补充，进一步提升公司单丝生产效率和效益。

图 23：功能性单丝来源与用途



资料来源：骏鼎达会计师回复意见(2022 年报财务数据更新版)，山西证券研究所

自产为主、外购为辅，2022 年自产单丝数量占比超 90%。根据公司计师回复意见数据，公司功能性单丝主要以自主生产为主，其中多数用于生产功能性保护套管，少部分直接对外出售。2021 年公司单丝的现有产能趋于饱和，但下游客户需求增加，为提高订单交付效率，公司增加了单丝外购比例，但随着 2022 年公司江门工厂完工投产，单丝产能充足，自产数量占比大幅上涨超过 90%。2023H1，在套管销量稳定增长的情况下，公司单丝外购金额降低至 7.51 万元，单丝供给基本完成全部自产。随着 2024 年苏州骏鼎达 6000 吨单丝新产能的逐步投产，公司单丝产能进一步提高，可有效满足功能性保护套管原材料需求，预计未来单丝外购数量和金额将持续维持低位，自产单丝数量占比超 90%将成为未来单丝供给常态。

表 5：单丝来源以自产为主

年度	外购				自产			
	数量（吨）	金额（万元）	单价（元/千克）	数量占比	数量（吨）	成本（万元）	单价（元/千克）	数量占比
2022 年	192.62	759.69	39.44	8.79%	1,999.24	2,306.24	11.54	91.21%
2021 年	825.44	1,623.85	19.67	31.38%	1,805.04	1,571.26	8.70	68.62%
2020 年	506.40	896.23	17.70	25.97%	1,443.91	1,336.74	9.26	74.03%

资料来源：骏鼎达会计师回复意见(2022 年报财务数据更新版)，山西证券研究所

单丝自供，成本优势显著。PET 和 PA66 单丝为公司主要原材料，采购金额合计占比维持在 80%以上。且 PET 和 PA66 单丝外购单价均高于自产成本，2022 年 PET 单丝自产具备 2.04 元/kg 价格优势，PA66 单丝自产具备 15.63 元/kg 价格优势，若 2022 年外购 PET 单丝、PA66 单丝均为自产，原材料成本将实现 185.49 万元的降低，降幅高达 29.58%。此外，从公司外销单丝毛利率来看，2020-2023H1 维持在 60%左右的较高水平，同样印证了公司单丝性能优异，市场价格高，单丝自产自用能较大程度的降低公司成本的结论。

表 6：单丝自供具有成本优势

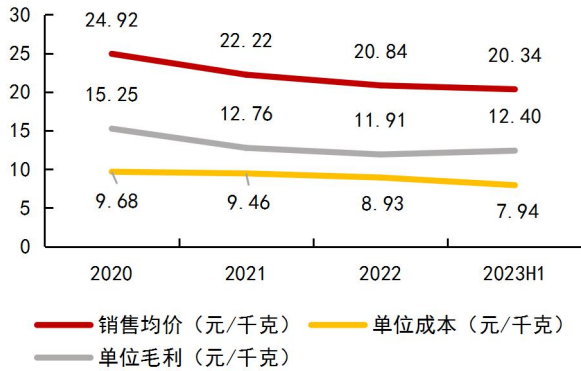
年度	类型	外购			自产		成本优势（元/kg）	模拟毛利率
		采购金额（万元）	占外购单丝的比例	采购单价（元/kg）	单位成本（元/kg）			
2022 年	PET	83.43	10.98%	12.43	10.39	2.04		16.40%
	PA66	543.63	71.56%	49.46	33.83	15.63		31.60%
	合计	627.06	82.54%	---	---	---		---
2021 年	PET	772.14	47.55%	11.59	7.54	4.05		34.94%
	PA66	754.12	46.44%	49.51	28.99	20.52		41.45%
	合计	1,526.26	93.99%	---	---	---		---
2020 年	PET	488.92	54.55%	11.16	7.87	3.29		29.48%
	PA66	298.76	33.34%	46.41	29.08	17.33		37.34%
	合计	787.68	87.89%	---	---	---		---

资料来源：骏鼎达会计师回复意见(2022 年报财务数据更新版)，山西证券研究所

外销单丝单吨毛利超 1.2 万元，扩产后产能充足，或将成为公司新增长点。2023H1，公司功能性单丝产能 1342.33 吨，对应产销量为 1190.78/243.41 吨，其中销量较低主要是由于大部分单丝被用于生产功能性保护套管，剔除自用部分后，功能性单丝基本实现全产全销。从盈利来看，2023H1 公司单丝毛利率达到 60.97%，单吨毛利为 1.24 万元，具备较强的盈利能力。随着未来 6000 吨单丝新产能的逐步投产，在满足公司单丝自用需求，预计仍有足够的产能支持

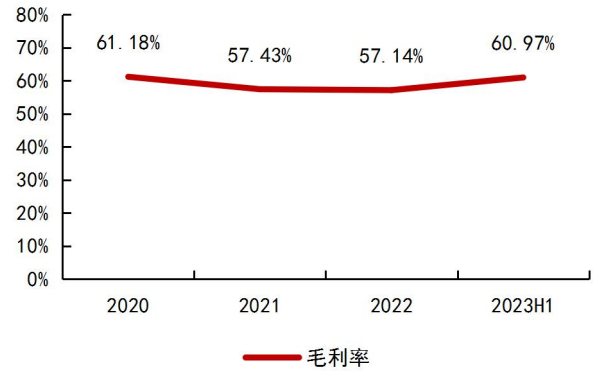
公司实现外销，单丝对外销量将实现稳步增长，叠加其稳定且出众的单吨盈利，外销单丝或将成为公司盈利新增长点。

图 24：2020-2023H1 单丝每千克成本盈利情况



资料来源：Wind，公司招股说明书，山西证券研究所

图 25：2020-2023H1 公司单丝毛利率情况



资料来源：Wind，公司招股说明书，山西证券研究所

3.2 以技术促发展，募投项目落地打开增长空间

公司拥有材料配方开发、产品结构设计及成型核心技术，科研实力雄厚。经过长期积累和持续的研发投入，公司已形成了成熟的研发体系，截至 2024H1 公司已获授权发明专利 29 项，实用新型专利 115 项，开发并掌握多种高性能高分子改性保护材料的配方，可以有效提升基础材料的韧性、强度、拉伸性、抗冲击性、阻燃性等性能，具备为客户提供定制化解决方案的能力。其中尼龙材料耐磨改性技术、聚酯单丝的阻燃改性技术等功能性单丝配方设计更是公司的关键核心技术，已成为公司在功能性保护套管市场中区别其他国内厂商的主要竞争优势之一。

表 7：公司部分核心技术

类别	技术/配方名称	技术先进性和具体表征	技术来源	产品类别	对应专利/专有技术
材料配方	尼龙材料的耐磨改性技术	通过选用尼龙树脂为基材，并对润滑剂、扩链剂、抗氧剂、阻燃剂等功能助剂进行适配性筛选，同时结合单丝的冷却、牵引拉伸和热定型工艺技术，来提升单丝材料的耐磨性能；制备的尼龙单丝具有良好的耐磨、耐温、阻燃等特性	自主研发	功能性单丝	技术秘密
开发	聚酯单丝的阻燃改	通过对聚酯材料与阻燃剂的筛选，设计共混工艺路线，并结合单丝拉伸工艺过程中的阻燃涂覆技术，使单丝表面形成阻燃膜，制	自主研发	功能性单	发明专利：阻燃单丝的制备方法以及阻



类别	技术/配方名称	技术先进性和具体表征	技术来源	产品类别	对应专利/专有技术
	性技术	备的单丝阻燃性能更优		丝	燃单丝等
产品结构设计和成型	耐磨保护产品结构和制造技术	通过选用自研的高倍收缩 PE 单丝与阻燃纤维材料，并设计合理的制造工艺及后处理浸涂工艺，制备径向比为 2:1 的收缩套管，此套管对于管路的弯折部位具有良好的保护效果，产品的耐磨指标已达到 TL52668 标准要求	自主研发	纺织套管	发明专利：热收缩结构、套管、保护带及热收缩结构生产方法等
	隔热保护产品结构和制造技术	针对隔热保护套管材料和工艺研究，设计内层织物结构，外层隔热绝缘的高弹、抗撕裂热塑性树脂材料；采用可连续扩充真空热定型工艺，将织物与外层热塑性树脂挤出复合，制备的产品具有高弹、耐热、绝缘、隔热的功能	自主研发	挤出套管	发明专利：管材的制备方法等

资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

重视研发创新，部分在研项目已进入量产阶段。公司为创新新产品、拓宽产品品类，提升产品核心技术和市场竞争力，围绕材料配方和产品结构设计、成型方面的核心技术，以优质客户的先进需求为导向，结合行业发展趋势和未来业务规划进行技术和产品开发。超高耐磨型编织套管的开发与生产技术、耐热老化型空心纺织套管的开发与生产技术等多个项目已进入量产阶段，未来随着公司各在研项目稳步推进，产品品类、性能有望实现进一步提高，公司业绩或将快速增长。

表 8：量产阶段在研项目

项目名称	技术研发目标	项目进展	拟达到的目标
耐盐雾腐蚀性金属编织套管的开发与生产技术	通过对特种装备领域线束应用的研究，设计开发满足超长耐盐雾腐蚀、电磁屏蔽要求的金属材料；同时，设计复合编织结构及稳定的后处理工艺，可实现稳定化批量生产。	量产阶段	实现金属编织套管材料超长 1000 小时耐盐雾腐蚀的性能；优化金属编织套管生产工艺实现稳定化批量生产
超高耐磨型编织套管的开发与生产技术	通过选用高分子量聚酯、尼龙树脂为基材，对阻燃剂等功能性助剂进行适配性筛选和共混复配技术的系统性研究，同时结合单丝可纺性对牵引与热定型技术的要求，设计开发满足超高耐磨性能应用场景的编织套管，实现批量生产。	量产阶段	优化聚酯、尼龙树脂材料单丝超高耐磨性能；实现超高耐磨编织套管结构设计、批量生产
耐热老化型空心纺织套管的开发与生产技术	通过对工程设备、车辆场景的研究，针对高分子材料耐热老化性的分析，设计开发更高、更长耐久性的纺织套管，已保证功能性部件生命周期内的稳定性与安全性。	量产阶段	实现尼龙纤维材料超长耐热老化性能的提升；突破空心纺织套管多工序工艺瓶颈，缩短工艺流程
异形嵌入式软管接头的开发与生产技术	通过对风电、轨道交通装备等领域电器柜电缆安装的研究，设计开发满足超强抗振动、电磁兼容等要求的金属材料；同时，设计金属材料嵌入塑胶包塑，结合双材质粘合结构的加工工艺，满足高频振动条件下的应用要求。	量产阶段	实现金属材料嵌入塑胶的接头产品结构；满足超强抗振动及电磁兼容应用场景下的工况要求

项目名称	技术研发目标	项目进展	拟达到的目标
薄壁型 TPU 软管 的开发与生 产技术	通过对特种耐化学品应用工况条件下线束防护方案的研究，设计开发高耐磨、绝缘、耐化学品等的复合型高性能材料；同时，结合挤出定型工艺及复合加工的成型工艺，可设计多种结构，便于安装，满足稳定、批量化生产需求。	量产阶段	实现薄壁型 TPU 软管材料高耐磨、绝缘、耐化学品等特性要求；建立连续稳定的成型工艺体系，满足批量化生产需求

资料来源：公司 2023 年报，山西证券研究所

性能超越外资领先厂商，推动产品逐步实现国产替代。公司核心产品已取得多个下游应用领域关于技术和性能指标的测试或认证，且部分产品性能指标高于外资领先厂商同类产品水平。在耐磨性能方面，公司自卷式套管可承受大于 40 万次摩擦（8 级），高于外资厂商产品 20 万次摩擦（8 级）的水平；在隔热效能方面，公司隔热型复合套管温度数值达到 187℃，同样远高于外资厂商产品 110℃ 的水平。未来公司有望依托优异的产品性能，加速国产替代的步伐，持续提升公司市场份额。

表 9：性能指标比肩外资领先厂商同类产品水平

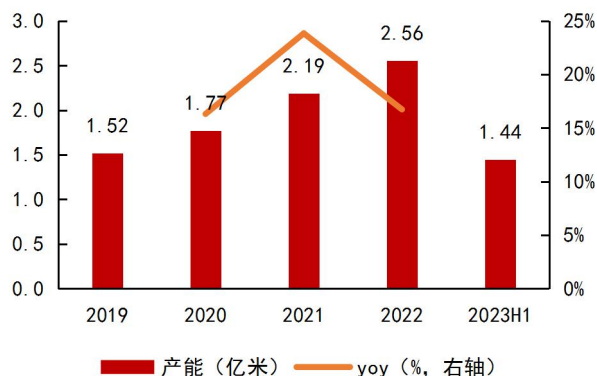
对比指标	产品类型	公司产品指标	外资厂商产品指标
耐磨性	自卷式套管	大于 40 万次摩擦，达到 8 级	大于 20 万次摩擦，达到 8 级
		>100 万次摩擦，达到 E 级	>100 万次摩擦，达到 E 级
	热收缩纺织套管	109467~114877 次摩擦，达到 7 级	36788~63124 次摩擦，达到 6 级
	尼龙编织套管	83862~88241 次摩擦，达到 6 级	37961~60092 次摩擦，达到 6 级
隔热效能	隔热型复合套管	187℃	110℃
防撞击	自卷式套管	65J，达到 E 级	50J，达到 E 级
防动态切割	自卷式套管	平均值为 1,766.8N	平均值为 650N
屏蔽效能	自卷式套管	当测试频率 0.15MHz~18MHz 时的屏蔽效能 为 30.3~77dB	当测试频率 0.15MHz~18MHz 时的屏蔽效能 为 9.3~36.1dB
阻燃性	尼龙编织套管	37.6%，达到 HL3 级别	大于 32%，达到 HL3 级别

资料来源：公司首次公开发行股票审核问询函回复，山西证券研究所

依托优异产品性能，2019-2024 年功能性保护套管产销量 CAGR 均突破 20%。2019-2022 年，公司功能性保护套管产能由 1.52 亿米增长至 2.56 亿米，2023H1 产能进一步扩张为 1.44 亿米（对应 23 全年产能 2.88 亿米）。在产能扩张的驱动下，公司依托产品性能优势，业绩实现稳步增长，**2019-2024 年，产量由 1.36 亿米增长至 3.57 亿米，CAGR 为 21.25%，销量由 1.34 亿米增长至 3.52 亿米，CAGR 为 21.30%。**2019-2022 年，产能利用率、产销率始终保持在 90% 左右，基本满产满销，2023H1 在江门骏鼎达产能爬坡的情况下，产能利用率超过 80%，充分体现出公司套管市场需求强劲，产能仍亟待快速扩张。2024H2，苏州、墨西哥工厂顺利投产，

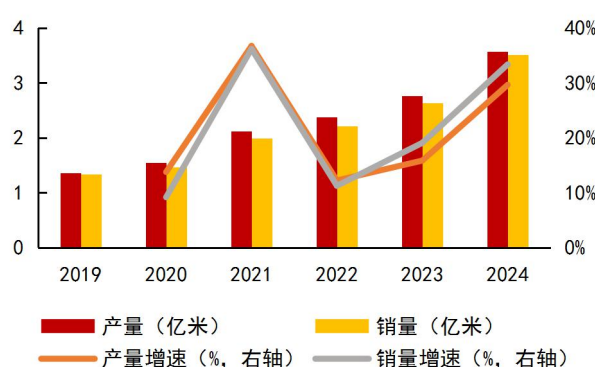
若未来两大新基地实现满产，保守估计下公司产能可达到 5 亿米以上，预计产能足以满足未来 2 年公司生产需要。

图 26：2019-2023H1 公司套管产能情况



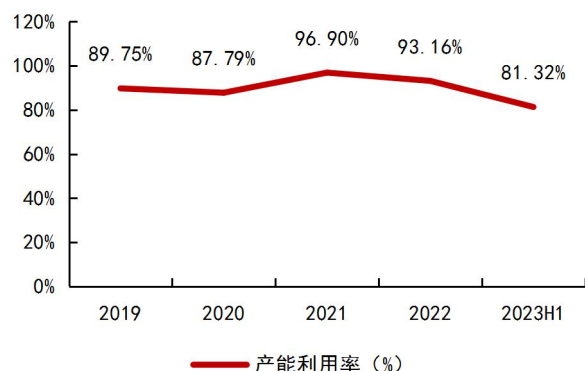
资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

图 27：2019-2024 年公司套管产量和销量情况



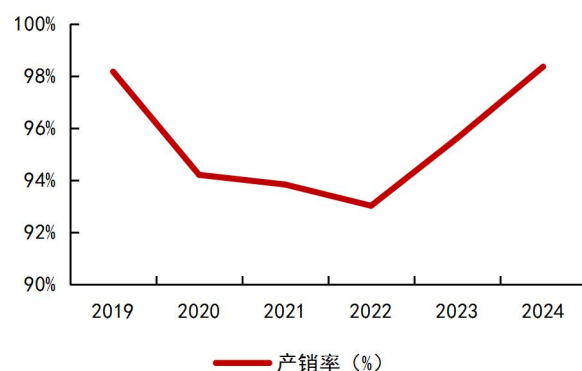
资料来源：公司招股说明书，公司 2023-2024 年报，山西证券研究所

图 28：公司套管产能利用率情况



资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

图 29：公司套管产销率情况

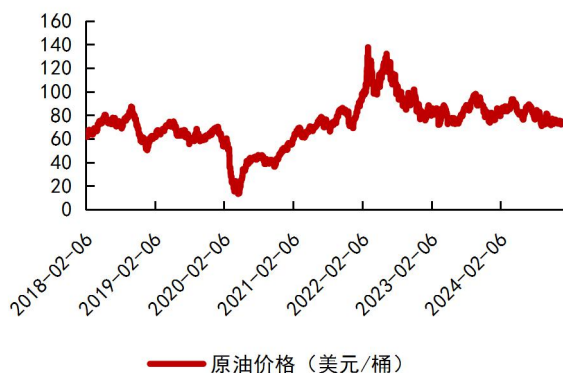


资料来源：公司招股说明书，公司 2023-2024 年报，山西证券研究所

销售均价稳步提升抵消原油波动影响，功能性保护套管单吨盈利总体稳定。公司产品的原材料包括树脂材料、复丝等石油化工下游产品，原材料成本与石油价格变动趋势相匹配。2020-2023 年，受上游石油化工产品上涨、产品销售结构变化、江门工厂建成导致折旧增加等因素影响，套管成本持续增长。但公司定制化新品持续推出为销售均价提供有力支撑，加之通

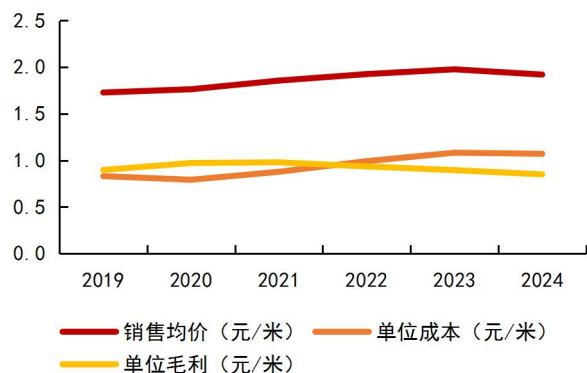
过商务谈判等方式将上游成本压力合理向下游传导，公司套管价格稳中有升，抵消部分套管成本增长带来的不利影响。2024 年，虽然公司销售均价略有下滑，但单吨毛利仍维持在 0.85 元/米的较高水平，功能性保护套管盈利能力总体稳定。

图 30：原油价格走势



资料来源：Wind，金联创，山西证券研究所

图 31：公司套管销售均价、成本、毛利情况



资料来源：Wind，公司招股说明书，公司 2023-2024 年报，山西证券研究所

募投项目年产 2.76 亿米功能性保护套管助力产能扩张，公司市占率有望持续增长。公司公开发行股票募集资金 5.6 亿元，其中 3 亿元用于投资“生产功能性保护材料华东总部项目”，项目年产能包括单丝 6000 吨，编织网管 12000 万米，纺织套管 5300 万米，挤出类套管 10000 万米，复合套管 300 万米和 500 万（件，pcs），已于 2024 年 8 月阶段性投产。未来随着募投项目产线的逐步投产，公司产能实现大幅提升，公司将更好地满足市场对功能性保护套管的需求，解决市场需求旺盛与公司产能不足的矛盾，进一步提高公司产品在各应用领域的市场占有率。

表 10：募投项目情况介绍

项目名称	产能	项目总投资(万元)	建设期	实施主体
生产功能性保护材料华东总部项目	单丝 6000 吨/年	30000.00	1.5 年	苏州骏鼎达
	编织网管 12000 万米/年			
	纺织套管 5300 万米/年			
	挤出类套管 10000 万米/年			
	复合套管 300 万米/年			
	复合套管 500 万 pcs/年			
研发中心及信息化建设项目	-	13614.80	3 年	江门骏鼎达

项目名称	产能	项目总投资(万元)	建设期	实施主体
补充流动性资金项目	-	12200.00	不适用	深圳骏鼎达
合计	-	55814.80	-	-

资料来源：新建生产功能性保护材料华东总部项目环境影响报告表，公司招股说明书，山西证券研究所

3.3 产业布局完整，下游客户粘性强

资质认证严格、耗费时间长，上下游合作关系长期稳定。功能性保护套管下游应用领域对运行安全可靠性的要求较高，对进入供应链体系的资格认证较为严格。业内企业需要具备相关体系认证，同时产品还需要符合各大主机厂的产品技术标准，在资质认证过程当中，下游用户会围绕规模实力、工艺水平、质量稳定性、交付能力等多方面进行评审，待各项评审通过后，客户才会根据自身需求下达订单，开展合作，整个认证周期可长达数年。因此，下游客户通常会与被纳入合格供应商体系的功能性保护套管生产企业形成较为稳固的长期合作关系。

客户资源优质，核心客户多为全球领先的大型公司。公司客户主要为终端主机厂上游的零部件供应商，核心客户均处于行业领先地位。汽车领域，住友电工属全球汽车线束行业第一梯队，比亚迪为国际一流的新能源汽车主机厂；工程机械领域，盖茨工业是工业传动和液压系统领域的领导者。公司经过多年的技术积累和市场开拓，凭借自身的产品和服务优势，与客户建立了长期紧密的合作关系，盖茨工业、住友电工等核心客户与公司合作均已超过3年；此外，公司也取得多家合资品牌和国内自主品牌终端主机厂的认证，是国内少数同时进入国产、合资与外资品牌主机厂供应链体系的功能性保护套管企业之一，客户资源优势显著。

表 11：公司主要客户

产品类型	应用领域	直接客户	终端品牌
功能性保护套管	燃油汽车	安波福、Zippertubing、住友电工、古河电工等外资厂商；鹏翎股份、凌云股份等国内厂商	上汽通用、东风本田、广汽本田、东风日产、长安汽车、长城汽车
	新能源汽车	安费诺等外资厂商；比亚迪、八达光电、中航光电等国内厂商	比亚迪、蔚来汽车、小鹏汽车、理想汽车、特斯拉、广汽埃安、宁德时代等
	工程机械	盖茨工业等外资厂商；三一重工等国内厂商	卡特彼勒、山猫机械、三一重工等
	轨道交通	时代电气等	中车集团等
	通讯电子	莫仕、泰科电子等外资厂商；特发信息等国内厂商	
功能性单丝	自用、厨卫	杜凯软管、纽珀等	科勒、宜家等

资料来源：招股说明书，山西证券研究所

产品种类多样，可满足客户定制化、一体化需求。由于下游客户需求具有很强的多样性和变化性，终端产品种类多、更新换代快，需要不断地研发创新以满足配套要求，产品定制化较高。而公司具有丰富的产品线布局，能够提供超过 20000 种不同规格型号的产品，并能提供定制化的保护功能技术解决方案，以满足客户个性化需求。此外，公司可提供了产品设计、工艺开发、批量生产等一体化配套服务方案，减少客户因向多家采购付出额外的认证和配套成本，可以有效满足下游客户一站式采购需求，客户和订单持续性较强。

4. 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

根据公司年报，我们将公司业务划分为功能性保护套管、功能性单丝、配套商品、其他产品四个板块。

- 1) **功能性保护套管**：功能性保护套管性能优异，可为线束系统、流体管路等提供安全防护作用。下游应用广泛，在汽车、通讯电子等领域驱动下，国内功能性保护套管需求量有望保持增长。公司作行业龙头，拥有材料配方开发、产品结构设计及成型等关键技术，核心产品性能超越外资厂商，产品竞争力强劲，国产替代进程持续加快；具备单丝自供能力，盈利能力稳定。因此我们预计 2025-2027 年公司功能性保护套管营收分别为 8.19、9.98 和 12.14 亿元，毛利分别为 3.49、4.39、5.39 亿元。
- 2) **功能性单丝**：公司向上游产业链布局功能性单丝，确保高品质原料供应和低成本生产，形成了垂直一体化的产业格局。2024 年以前，功能性保护单丝产能较少，多数用于功能性保护套管的生产，仅有小部分用于外售，但随着苏州骏鼎达 6000 吨单丝新产能的逐步投产，在满足公司单丝自用需求后，预计仍有足够的产能支持公司实现外销，或将推动单丝对外销量实现稳步增长，有望为公司带来盈利增量。因此我们预计 2025-2027 年公司功能性单丝营收分别为 0.57、0.76 和 0.75 亿元，毛利分别为 0.26、0.34、0.34 亿元。
- 3) **配套商品**：公司为满足客户一站式采购需求以及配合公司自制产品更好地实现安全防护功能，自产或采购部分套管接头、玻纤管等产品用于向客户配套销售，随着功能性保护套管业绩持续增长，配套产品营收有望随之稳步提升。我们预计 2025-2027 年公司配套商品营收分别为 1.46、1.78 和 2.16 亿元，毛利分别为 0.44、0.53 和 0.65 亿元。

公司是国内先进高分子材料生产企业，围绕功能性保护套管，向上游功能性单丝进行布局，形成垂直一体化制造体系，能有效保证产品品质，具有显著的成本优势。公司技术实力雄厚，产品性能优异，并能够根据不同领域客户要求，提供满足其差异化需求的产品以及服务，在功能性保护套管领域处于领先地位。我们看好公司强劲的研发实力以及优秀的产业链布局，未来通过全面推进各业务发展，进一步提升市场份额和盈利能力。我们预计 2025-2027 年公司分别实现营收 10.55/12.85/15.39 亿元，同比增速为 22.03%/21.81%/19.74%，实现毛利 4.35、5.43、6.55 亿元，同比增速为 17.61%、24.95%、20.43%。

表 12：盈利预测

		2023	2024	2025E	2026E	2027E
功能性保护套管	营业收入（亿元）	5.21	6.75	8.19	9.98	12.14
	YoY(%)	22.23%	29.53%	21.38%	21.89%	21.64%
	毛利（亿元）	2.36	2.99	3.49	4.39	5.39
	YoY(%)	14.00%	26.67%	16.86%	25.92%	22.73%
	营收占比	80.91%	78.04%	77.62%	77.67%	78.91%
	毛利占比	84.45%	80.74%	80.22%	80.85%	82.39%
	毛利率（%）	45.26%	44.26%	42.61%	44.02%	44.42%
功能性单丝	营业收入（亿元）			0.57	0.76	0.75
	YoY(%)				33.21%	-1.11%
	毛利（亿元）			0.26	0.34	0.34
	YoY(%)				33.21%	-1.11%
	营收占比			5.38%	5.88%	4.86%
	毛利占比			5.87%	6.26%	5.14%
	毛利率（%）			45.00%	45.00%	45.00%
配套商品	营业收入（亿元）			1.46	1.78	2.16
	YoY(%)				21.89%	21.64%
	毛利（亿元）			0.44	0.53	0.65
	YoY(%)				21.89%	21.64%
	营收占比			13.84%	13.84%	14.06%
	毛利占比			10.07%	9.82%	9.92%
	毛利率（%）			30.00%	30.00%	30.00%
其他收入	营业收入（亿元）			0.33	0.33	0.33
	YoY(%)				0.00%	0.00%
	毛利（亿元）			0.17	0.17	0.17
	YoY(%)				0.00%	0.00%
	营收占比			3.17%	2.60%	2.17%
	毛利占比			3.84%	3.07%	2.55%
	毛利率（%）			50.00%	50.00%	50.00%

		2023	2024	2025E	2026E	2027E
总体	营业收入（亿元）	6.44	8.65	10.55	12.85	15.39
	YoY(%)	23.28%	34.30%	22.03%	21.81%	19.74%
	毛利（亿元）	2.79	3.70	4.35	5.43	6.55
	YoY(%)	23.52%	32.49%	17.61%	24.95%	20.43%
	毛利率(%)	43.37%	42.78%	41.23%	42.29%	42.54%

资料来源：Wind，山西证券研究所

4.2 估值分析

公司主要产品包括功能性保护套管和功能性单丝，可广泛应用于汽车、轨道交通、通讯电子、工程机械领域，为其线束系统、流体管路等零部件提供安全防护。根据公司招股说明书数据，公司共有必得科技、天普科技等七家可比公司，但其中四家缺少市场一致预期。因此综合考虑公司产品类型、上下游产业链以及同行业上市公司等情况，我们选取了沃尔核材、泛亚微透、科创新源为可比公司。

我们预测 2025 年至 2027 年，公司分别实现营收 10.55/12.85/15.39 亿元，同比增长 22.0%/21.8%/19.7%；实现归母净利润 2.14/2.73/3.36 亿元，同比增长 21.4%/27.8%/23.0%，对应 EPS 分别为 2.73/3.48/4.28 元，PE 为 19.0/14.9/12.1 倍，首次覆盖给予“买入-B”评级。

表 13：可比公司经营范围（对应日期 20250527）

可比公司		市值（亿元）	主营业务
002130.SZ	沃尔核材	243.92	热缩套管、标识管、双壁管、母排管等高分子核辐射改性新材料及系列电子、电力、电线新产品
688386.SH	泛亚微透	38.99	膨体聚四氟乙烯膜等微观多孔材料及其改性衍生产品、密封件、挡水膜等产品
300731.SZ	科创新源	32.40	高性能特种橡胶密封材料的研发、生产和销售，并为客户提供高端的防水、绝缘、防火、密封等一站式综合解决方案
301538.SZ	骏鼎达	40.65	挤出套管、编织套管、纺织套管和复合套管功能性保护套管和功能性单丝

资料来源：Wind，公司招股说明书，山西证券研究所

表 14：可比公司估值

可比公司	股价	每股收益（EPS，元）					市盈率（PE，倍）			
	2025/5/27	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
002130.SZ	沃尔核材	19.36	0.68	0.99	1.35	1.78	28.47	19.65	14.39	10.90
688386.SH	泛亚微透	55.70	1.42	2.06	2.66	3.39	39.23	27.06	20.92	16.44
300731.SZ	科创新源	25.63	0.14	0.62	0.90	1.18	183.07	41.02	28.42	21.67
	平均值		0.75	1.22	1.64	2.12	/	29.25	21.24	16.34

可比公司		股价	每股收益（EPS，元）				市盈率（PE，倍）			
301538.SZ	骏鼎达	51.85	2.24	2.73	3.48	4.28	23.10	19.03	14.89	12.11

资料来源：Wind，山西证券研究所（骏鼎达为山证预测值，其余为 Wind 一致预期）

5. 风险提示

原材料价格波动风险。公司树脂材料、复丝等原材料仍需要对外采购。2024 年，公司功能性保护套管产品直接材料占营业成本比例达到 76.02%，原材料在公司成本中的比重较大。如果未来公司主要原材料价格未来受上游石油价格波动等因素影响，出现大幅上涨，使得公司产品单位成本进一步上升，且公司无法相应提升产品售价，可能会对公司业绩造成一定的冲击。

国际贸易摩擦风险。公司存在部分境外业务，2024 年，公司外销营业收入为 1.72 亿元，占比 19.91%，海外收入占比较高，且公司产品属于美国加征关税范围。在国际政治、经济形势日益复杂的背景下，若未来全球贸易摩擦升级，跨国管控的风险陡增，则可能对公司产品国际销售带来不利影响，进而可能对公司整体经营业绩产生一定的不利影响。

市场竞争风险。国内市场使用的高分子改性保护材料主要由辉门、德芬根等外资厂商供应，占据市场领先地位。虽然，公司经过多年的技术积累，逐渐缩小了与外资跨国企业间的技术差距。但如果公司未来不能准确把握新能源汽车等新兴行业发展规律，持续保持产品技术和服务优势，可能将难以面临日趋激烈的行业竞争，从而对公司的盈利能力造成不利影响。

市场需求波动风险。按照下游应用领域来看，公司主营业务收入主要来源于汽车领域。2020-2024 年，汽车领域营收占比由为 50.28%提升至 65.60%。若未来宏观经济整体下行，可能导致国内外汽车市场需求出现波动、订单增量不及预期，进而影响公司销售目标的达成，公司可能面临经营业绩下滑的风险。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	506	1024	1153	1338	1584
现金	116	119	169	206	262
应收票据及应收账款	256	346	408	510	674
预付账款	2	7	5	10	7
存货	97	141	157	199	225
其他流动资产	35	413	415	414	416
非流动资产	318	479	625	711	786
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	180	324	422	472	521
无形资产	18	49	56	65	75
其他非流动资产	120	107	147	174	191
资产总计	825	1503	1778	2049	2371
流动负债	153	183	278	323	356
短期借款	24	0	67	92	60
应付票据及应付账款	77	111	147	162	222
其他流动负债	52	72	64	69	74
非流动负债	24	51	51	51	51
长期借款	15	0	0	0	0
其他非流动负债	9	51	51	51	51
负债合计	177	234	329	374	407
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	30	56	78	78	78
资本公积	58	516	494	494	494
留存收益	560	697	870	1091	1362
归属母公司股东权益	648	1269	1449	1675	1964
负债和股东权益	825	1503	1778	2049	2371

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	118	90	215	199	276
净利润	140	176	214	273	336
折旧摊销	28	35	44	57	69
财务费用	-1	-2	-2	0	-1
投资损失	0	-5	-2	-2	-3
营运资金变动	-70	-136	-39	-129	-125
其他经营现金流	21	21	-0	-0	-0
投资活动现金流	-82	-492	-189	-141	-141
筹资活动现金流	24	396	-13	-32	-31
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.78	2.24	2.73	3.48	4.28
每股经营现金流(最新摊薄)	1.50	1.15	2.75	2.54	3.52
每股净资产(最新摊薄)	8.26	16.19	18.48	21.37	25.05

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	644	865	1055	1285	1539
营业成本	365	495	620	742	884
营业税金及附加	6	7	9	11	13
营业费用	50	61	63	75	86
管理费用	36	57	59	69	80
研发费用	29	42	51	62	74
财务费用	-1	-2	-2	0	-1
资产减值损失	-10	-11	-14	-17	-20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	5	2	2	3
营业利润	161	207	251	320	394
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	160	206	251	320	394
所得税	20	30	37	47	58
税后利润	140	176	214	273	336
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	140	176	214	273	336
EBITDA	189	240	295	379	464

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	23.3	34.3	22.0	21.8	19.7
营业利润(%)	25.6	28.8	21.4	27.7	23.0
归属于母公司净利润(%)	22.3	26.0	21.4	27.8	23.0
获利能力					
毛利率(%)	43.4	42.8	41.2	42.3	42.5
净利率(%)	21.7	20.4	20.3	21.2	21.8
ROE(%)	21.6	13.9	14.7	16.3	17.1
ROIC(%)	20.0	13.2	13.7	15.1	16.3
偿债能力					
资产负债率(%)	21.4	15.6	18.5	18.3	17.2
流动比率	3.3	5.6	4.2	4.1	4.4
速动比率	2.5	4.4	3.3	3.3	3.6
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.7	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	3.0	2.9	2.8	2.8	2.6
应付账款周转率	6.8	5.2	4.8	4.8	4.6
估值比率					
P/E	29.1	23.1	19.0	14.9	12.1
P/B	6.3	3.2	2.8	2.4	2.1
EV/EBITDA	21.2	15.2	12.4	9.6	7.7

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一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,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:**上海**

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

