

鹏翎股份 (300375.SZ)

2023年07月12日

橡胶管路龙头，受益汽车轻量化大势
——中小盘首次覆盖报告
投资评级：买入（首次）

日期	2023/7/11
当前股价(元)	3.93
一年最高最低(元)	4.98/3.32
总市值(亿元)	29.69
流通市值(亿元)	19.85
总股本(亿股)	7.55
流通股本(亿股)	5.05
近3个月换手率(%)	76.5

任浪（分析师）

renlang@kysec.cn

证书编号：S0790519100001

● 聚焦汽车流体管路及密封件，新能源及汽车轻量化打开成长空间

公司是国内汽车胶管龙头，聚焦流体管路及密封件研发、生产、销售。公司产品覆盖整个汽车管路系统，可提供热管理系统、燃油系统、进气系统、车身其他附件管路及总成等四大类产品。而汽车密封件作为标准品，适用于天窗、车门、车窗等多种场景。公司客户覆盖南北大众、沃尔沃、比亚迪、极氪等主机厂，随着新能源车渗透率及轻量化提速，公司不断拓展新客户并实施精细化管理，业绩有望实现稳健增长，我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 0.70/0.97/1.18 亿元，对应 EPS 分别为 0.09/0.13/0.16 元/股，当前股价对应 2023-2025 年的 PE 分别为 41.3/29.8/24.5 倍，公司行业龙头地位稳固，首次覆盖给予“买入”评级。

● 汽车轻量化和国产替代背景下，汽车胶管及密封件行业市场广阔

随着新能源车渗透率的提升，续航里程和重量问题使得汽车轻量化成为新能源汽车发展的未来趋势，因此汽车流体管及密封条也需要满足主机厂“轻量化”、低碳环保等要求。同时，车用胶管产量逐年增加，国内胶管和密封件供应商发展较晚且数量较少，国内汽车胶管及密封件行业前景广阔，国产替代趋势明显。我们预计 2025 年我国车用胶管和密封件市场规模分别有望达 134/148 亿元，2023-2025 年 CAGR 为 1.81%/5.72%，公司作为优质胶管及密封件供应商有望充分受益。

● 在手定点项目充足，汽车轻量化驱动稳健增长

客户方面，公司已有一汽大众、上汽大众、长城汽车、比亚迪汽车、一汽集团、长安汽车等 50 多家国内汽车整车厂、发动机厂和电池厂配套供应，并不断开发新客户。研发方面，公司拥有自主专有技术、丰富的经验和 Know-how，完善的与客户同步设计开发能力及数字化仿真集成能力，并成功开发了**流体管路**：TPV 材料柔性管路和半柔性管路、多层/单层塑料管路；**密封件**：欧式呢槽密封条和零面差结构密封条，持续提升单车价值量。随着汽车胶管的景气度不断提升，公司凭借客户资源及技术等优势，有望继续增厚业绩。

● 风险提示：原材料价格波动；产品销量不及预期；客户拓展不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,657	1,698	1,743	1,952	2,147
YOY(%)	-1.1	2.5	2.7	12.0	10.0
归母净利润(百万元)	62	76	70	97	118
YOY(%)	190.8	21.3	-7.8	38.7	21.8
毛利率(%)	22.3	22.1	20.7	21.7	22.1
净利率(%)	3.8	4.5	4.0	5.0	5.5
ROE(%)	3.3	3.9	3.6	4.7	5.5
EPS(摊薄/元)	0.08	0.10	0.09	0.13	0.16
P/E(倍)	46.2	38.1	41.3	29.8	24.5
P/B(倍)	1.4	1.5	1.5	1.4	1.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

中小盘研究团队

目录

1、深耕汽车零部件三十余年，聚焦胶管和密封条业务.....	4
1.1、深耕行业三十余年，稳坐汽车胶管龙头.....	4
1.2、核心管理层年富力强，股权结构集中稳定.....	4
1.3、产品结构优化，汽车流体管路和密封件为主要业务.....	5
1.4、市场端与研发端优势显著，推动业务规模提升.....	6
2、车用胶管产量逐增，国产替代趋势明显.....	8
2.1、车用胶管产量逐步增加，市场空间有望突破 130 亿.....	8
2.2、胶管龙头产品种类丰富，客户持续增加.....	11
3、汽车密封件需求持续增长，橡胶密封件比重提升.....	13
3.1、密封件需求持续增长，橡胶密封件比重提升.....	13
3.2、公司专注密封系统，持续推出扩充新品类.....	15
4、在手定点项目充足，汽车轻量化驱动稳健增长.....	16
4.1、深耕汽车市场，产品销售渠道持续拓宽.....	16
4.2、Know-how 积累丰富，推动研发和产品升级.....	17
4.3、新能源汽车“轻量化”，指引公司新方向.....	19
5、盈利预测与投资建议.....	21
6、风险提示.....	22
附：财务预测摘要.....	23

图表目录

图 1：公司成立距今已超过 30 年历史.....	4
图 2：公司股权结构稳定，管理层持股集中.....	5
图 3：公司密封条以标准品为主，产品种类丰富.....	6
图 4：流体管路产品共有 4 大类别，覆盖汽车主要场景.....	6
图 5：2021 年归母净利润恢复增长.....	7
图 6：汽车密封部件及总成营收占比不断提升.....	7
图 7：公司毛利率维持在 21% 以上.....	7
图 8：2022 年主营业务毛利率显著提升.....	7
图 9：公司费控水平保持良好.....	8
图 10：2020 年起我国汽车胶管增长提速.....	8
图 11：车用胶管位于产业链中游.....	9
图 12：车用胶管在汽车上的应用场景较多.....	9
图 13：2022 年公司流体管路及总成产品收入提升.....	11
图 14：2022 年流体管路重点开发项目以热管理系统为主.....	11
图 15：冷却水管、燃油胶管总成制作相对简单.....	12
图 16：空调胶管总成生产工艺流程比冷却水管、燃油胶管总成更复杂.....	12
图 17：2020 年中国密封件需求量增长提速.....	13
图 18：2020 年中国密封件市场规模增速提升.....	13
图 19：橡胶密封件具备较好的弹性、机械强度等优势，逐步成为市场主流.....	14
图 20：密封条在汽车中应用场景多.....	14
图 21：公司已成功开发欧式呢槽密封条产品.....	16
图 22：公司无边框密封条已成功定点长安深蓝品牌.....	16
图 23：2022 年汽车密封件业务保持稳定增长.....	16
图 24：2022 年密封件重点开发项目以日韩系车门零部件总成为主.....	16
图 25：公司客户矩阵图，已覆盖国内主要主机厂.....	17
图 26：公司产品设计经验丰富.....	18
图 27：公司研发费用率稳步提升，持续推出新产品、新工艺、新配方.....	18
图 28：近年新能源汽车销量及渗透率增长迅速.....	20
图 29：汽车轻量化趋势存在诸多好处.....	20
图 30：公司新能源汽车产品的销售收入增长迅速.....	21

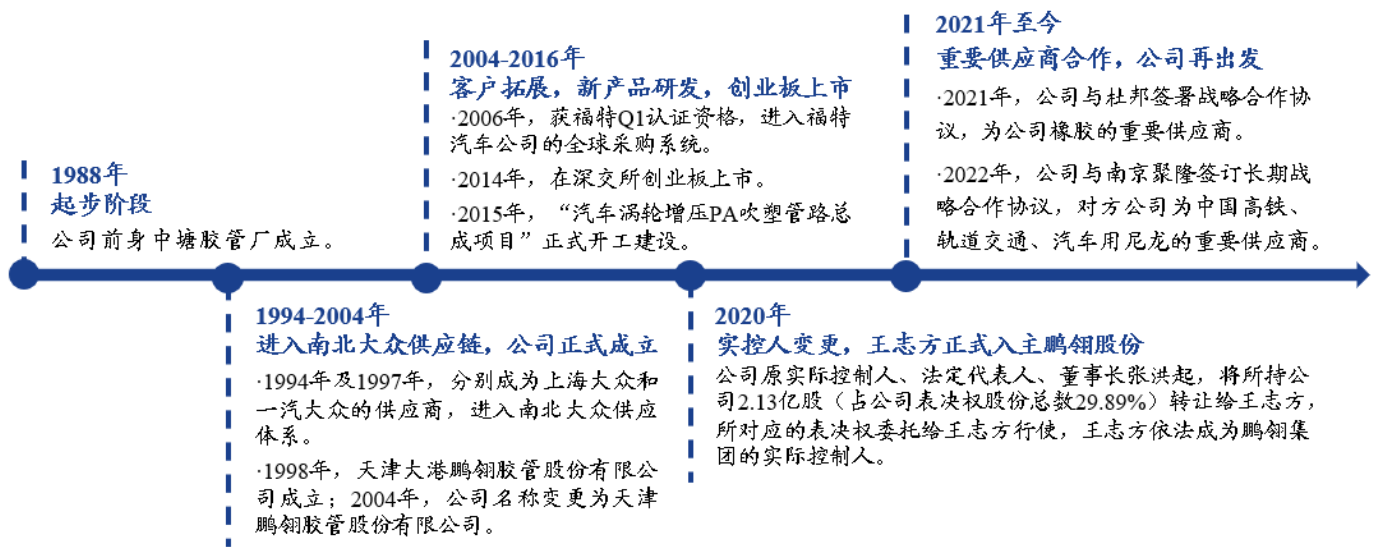
表 1: 核心管理层年富力强, 工作经验丰富.....	4
表 2: 国内车用胶管厂商发展迅速	10
表 3: 2025 年汽车胶管行业空间有望到 134 亿元.....	10
表 4: 在胶管业务方面, 公司将原九大类产品重新归纳分类为新四大系统.....	11
表 5: 近三年公司均位列《中国橡胶工业百强企业》胶管业第一.....	13
表 6: 国内密封件企业发展迅速	15
表 7: 2025 年汽车密封件市场将达到 148 亿元.....	15
表 8: 公司不同产品对应的主机厂客户	17
表 9: 公司持续研发新产品.....	19
表 10: TPV 等、PVC、EPDM 三类材料的优缺点及应用场景对比.....	19
表 11: 2035 年燃油和电动乘用车的轻量化系数分别比 2020 年降低 25%/35%.....	20
表 12: 公司业绩拆分与盈利预测	21
表 13: 可比公司盈利预测与估值 (截至 2023/7/10)	22

1、深耕汽车零部件三十余年，聚焦胶管和密封条业务

1.1、深耕行业三十余年，稳坐汽车胶管龙头

公司前身为天津大港区中塘胶管厂（1988年成立），是国内较早从事汽车胶管生产的企业，早在20世纪90年代就成为上海大众和一汽大众供应商，进入大众的供应体系。1998年公司正式设立，2004年更名为天津鹏翎胶管股份有限公司。2014年公司于深交所创业板上市，公司发展进入新篇章。2020年，公司实控人变更，王志方先生入主鹏翎股份。公司当前公司主营业务为汽车流体管路和汽车密封部件，旗下工厂分布在天津、成都、江苏泰州、西安、河北、重庆等地。

图1：公司成立距今已超过30年历史



数据来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

1.2、核心管理层年富力强，股权结构集中稳定

核心管理层年富力强，工作经验丰富。董事长兼总裁王志方加入公司之前任职于赤山集团，管理经验丰富。王华杰和魏泉胜财务和审计经验丰富，田进平先后任职于武汉赛尔橡塑有限公司、哈金森（武汉）汽车橡胶制品有限公司、河北星源汽配集团、河北新华欧亚汽配集团等公司，具有丰富的产业经验。公司核心管理层平均年龄不超过45岁，年富力强，具有进取精神，不断驱动公司持续推进经营管理体系建设，提升运营管理能力。

表1：核心管理层年富力强，工作经验丰富

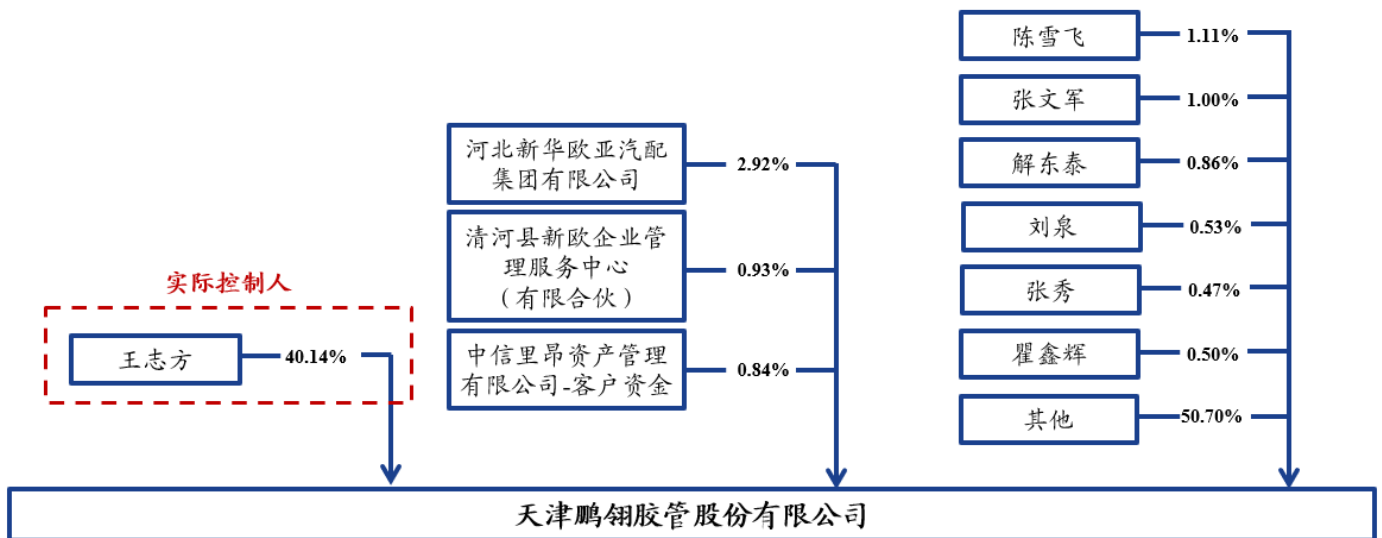
姓名	年龄	职位	工作经历
王志方	44	董事长、总裁	大学学历，毕业于中国农业大学。自2002年起曾任赤山集团有限公司项目总监、房地产开发分公司总经理，赤山集团副总经理，现任赤山集团党委副书记；并兼任中国青年企业家协会理事、山东省工商联执委、山东省青年企业家协会常务理事等。
王华杰	48	副董事长	曾任中国工商银行环翠区支行会计科会计、威海分行核算中心会计员、人事科科员、再就业服务中心副主任，赤山集团有限公司财务处副处长、处长、总经理助理，现任赤山集团副总经理；同时现任公司副董事长。
魏泉胜	41	董事、副总裁	毕业于南京审计学院，2004年起任职于公司，历任公司出纳、会计、公司华苑工厂财务科长、公司证券事务代表、董事会秘书，现任公司董事、副总裁。
田进平	45	董事、副总	毕业于武汉化工学院，先后任职于武汉赛尔橡塑有限公司、哈金森（武汉）汽车橡胶制品有限

姓名	年龄	职位	工作经历
		裁	司、河北星源汽配集团、河北新华欧亚汽配集团。2018 年入职河北新欧汽车零部件科技有限公司，现任执行董事；同时担任公司董事、副总裁。

资料来源：Wind、开源证券研究所

公司股权结构清晰，管理层持股集中。公司于 2023 年 3 月，以 3.08 元/股的价格向公司控股股东王志方增发 0.91 亿股，募集资金总额为 2.79 亿元，用于补充流动资金；王志方自 2020 年成为公司的新实控人，截止 2023Q1，持股 40.14%。股东欧亚集团、清河新欧、解东泰为一致行动人，合计持股 4.71%。陈雪飞、张文军、张秀分别通过华福证券、中国银河证券、申万宏源证券的客户信用交易担保证券账户分别持股 1.11%、1.00%、0.47%。截至 2022 年 12 月 31 日，公司旗下子公司包括成都鹏翎、江苏鹏翎、西安鹏翎、天津新欧、河北新欧、上海技术中心，以及孙公司重庆新欧（河北新欧全资子公司）。

图2：公司股权结构稳定，管理层持股集中

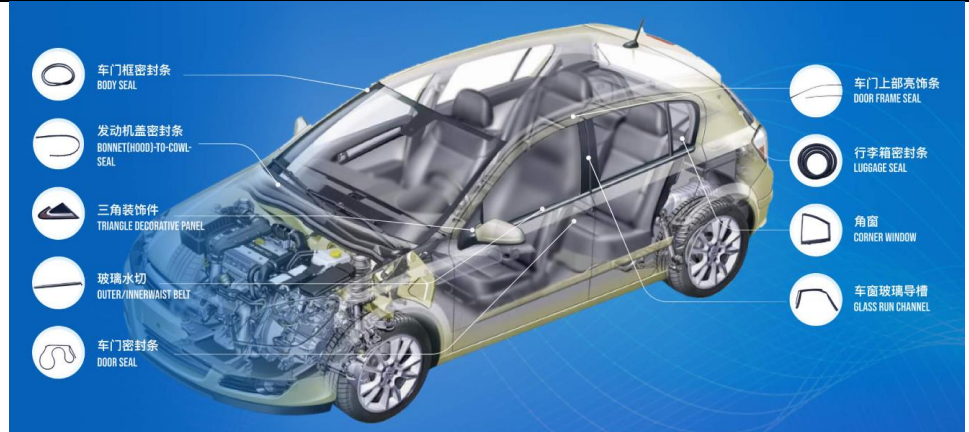


数据来源：公司公告、开源证券研究所（截止 2023 年一季度）

1.3、产品结构优化，汽车流体管路和密封件为主要业务

公司主营业务为汽车流体管路和汽车密封部件的设计、研发、生产和销售，是国内较早从事汽车管路产品和汽车密封件产品研发和制造的供应商。**流体管路：**随着新能源汽车行业的发展，公司产品涵盖整个汽车管路系统，根据不同车型的需求，将原本的九大类产品重新分类：热管理系统管路及总成、燃油系统管路及总成、进气系统管路及总成、车身其他附件管路及总成。**汽车密封件：**产品主要为标准品，包括汽车整车密封条，包括门框密封条、窗框密封条、车门内外水切、前后挡风玻璃密封条、发动机舱密封条、行李箱密封条、天窗密封条、车顶饰条。

图3：公司密封条以标准品为主，产品种类丰富



资料来源：公司官网

图4：流体管路产品共有4大类别，覆盖汽车主要场景

类别	产品名称	产品介绍	产品示例
热管理系统	汽车冷却系统管路及总成	通过多层复合挤出技术、波纹管模块化设计、集成智能化接头设计等设计理念，在降低产品成本、缩短开发周期、辅助热管理系统控制策略上发挥重要作用。	
	汽车空调管路及总成	采用尼龙材料作为管路内层，极大降低了制冷剂的渗透；独特的二氧化碳冷媒空调管路，具有超高的爆破压力和“零渗透”的产品特性，技术国内领先。	
	汽车动力总成燃油管路	动力总成燃油管具备氟橡胶及氟树脂双阻隔层，具有极低的燃油介质透过性，管路具备导电特性，有效避免燃油流经产生静电荷导致的车辆自燃风险。	
燃油系统	汽车油箱加油管路	加油管路可选THV或CPT作为渗透阻隔层，满足“国六”及“国七”法规需求，独特的一体化无芯法生产工艺，最大限度规避分段、带芯法挤出的过程风险。	
	汽车通气管路	/	
进气系统	汽车底盘燃油管路及总成	/	
	汽车增压管路及总成	增压管路及总成，可降低增压后的高温空气温度、以降低发动机的热负荷，提高进气量，进而增加发动机的功率，材料种类丰富，覆盖-50℃至260℃的工况，同时可满足传统燃油车中新排放法规特殊的耐酸要求，保证管路更广的适用范围。	
	汽车空滤管路及总成	空滤管路及总成，包括空滤进气、空滤出气管路，材料上采用轻量化的多种塑料材料解决方案，拥有先进的自动化设备，过程工艺参数稳定同时全过程监控。	
车身其他附件	汽车变速箱冷却管路及总成	油冷却管路连接变速箱与散热器，输送变速箱油，实现变速箱散热。	
	汽车天窗排水管路及总成	天窗排水系统管路连接天窗排水槽和底盘板筋，将天窗排水槽的水引向地面。	
	汽车真空管路及总成	真空制动管路连接发动机进气系统与真空助力器，将来自于进气系统的负压传递至真空助力器，高制动力，同时对发动机各工况负压调节。	
	汽车尾气系统管路及总成	汽车尾气处理系统管路包括GPF、低压EGR等管路。可根据客户需求，匹配-40℃~250℃全温度等级需求，同时兼具优异的耐发动机尾气酸性介质能力，提供全工况尾气处理系统管路解决方案。	

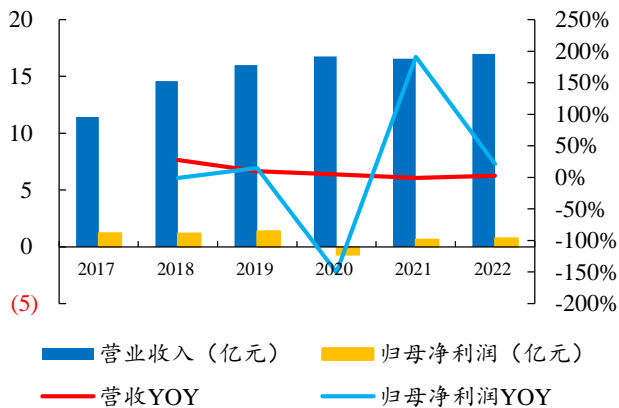
资料来源：公司官网、开源证券研究所

1.4、市场端与研发端优势显著，推动业务规模提升

国内外客户拓展和新产品研发推动业绩稳健增长。2022年度，中国汽车市场在逆境下整体复苏向好，公司实现营业收入 16.98 亿元，同比增加 2.47%；归母净利润为 0.76 亿元，同比增加 21.34%。分产品来看：汽车流体管路及总成，2022 年业务获新产品定点 1,355 种，新客户覆盖至大众安徽、极氪等厂商，为公司主要业务板块，营收占比持续在 70%以上，2022 年营收为 12.14 亿，同比增长 2.34%。随着公司以新能源车型需求为导向的产品路线，拓展了比亚迪、长安马自达等新客户，汽车密封部件及总成，2022 年实现收入 4.65 亿元，同比增长 5.04%，营收占比提升

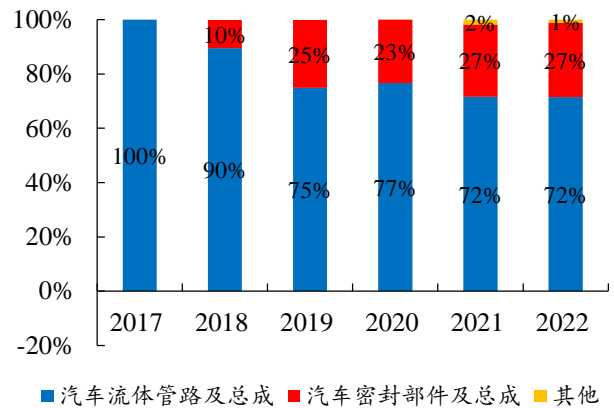
至 27.37%，是营收增长主要驱动因素之一。

图5：2021年归母净利润恢复增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

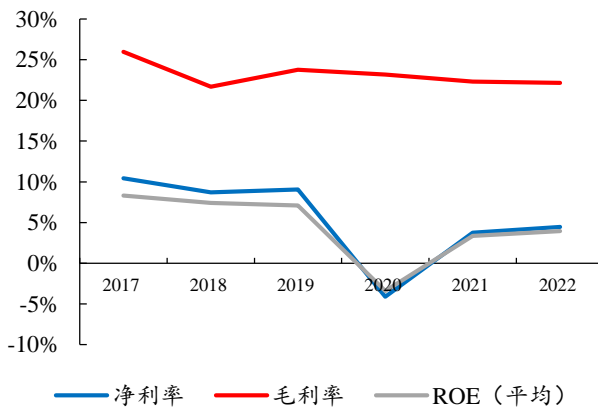
图6：汽车密封部件及总成营收占比不断提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

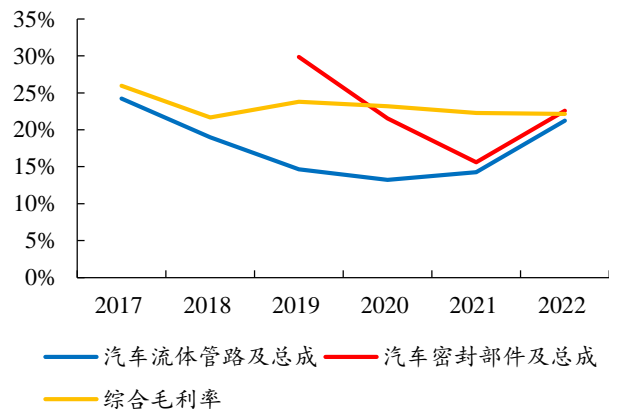
主营业务复苏推动整体利润率稳中有增。2020年公司毛利率、净利率分别为23.17%、-4.10%，净利率跌至负数主要因为公司对前期收购河北新欧形成的商誉进行了减值测试，计提商誉减值3.83亿元，较2019年同期增加过多；公司主要产品管路和密封部件产品毛利率分别下降了1.44pcts、8.31pcts。2022年，公司毛利率、净利率分别为22.15%、4.46%，实现了主营业务复苏。公司新客户拓展顺利，汽车流体管路及总成和汽车密封部件及总成的毛利率分别为21.25%、22.60%，同比分别高增7.00pcts、7.00pcts。

图7：公司毛利率维持在21%以上



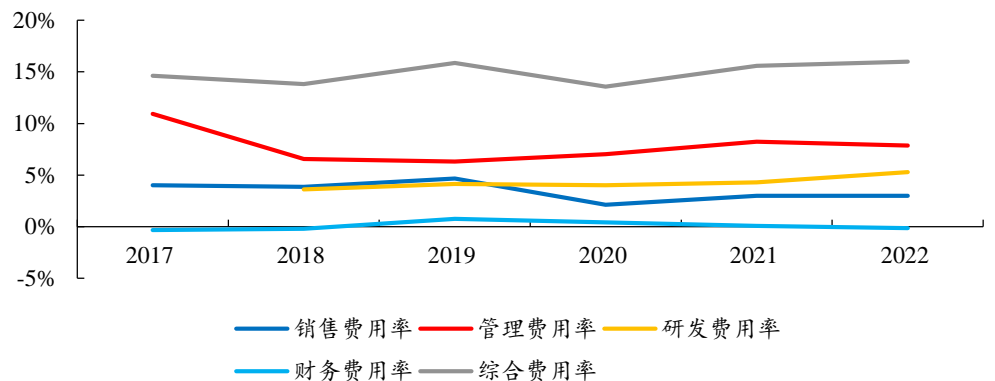
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2022年主营业务毛利率显著提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

销管费率处于较低水平，费控水平良好。2022年，公司销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率和综合费用率分别为2.98%、7.87%、5.29%、-0.15%、15.99%，销管费用率处于较低水平，且同比分别下降了0.02pcts、0.36pcts；公司市场部拓宽业务渠道增加了客户及产品类别，同时对热管理系统、动力电池包管路优化设计、新能源汽车管路轻量化材料及制造技术等方向展开了深入研究，提高了研发投入。总体而言，综合费用率持续保持在16%以下，处于较低水平。

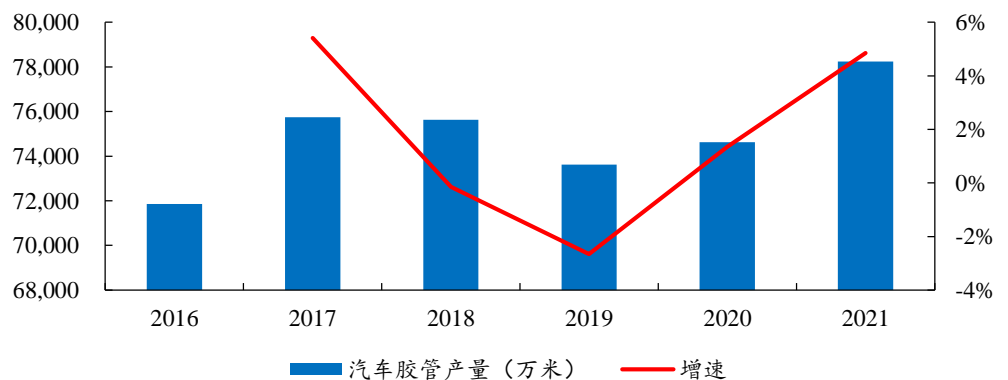
图9：公司费控水平保持良好


资料来源：Wind、开源证券研究所

2、 车用胶管产量逐增，国产替代趋势明显

2.1、 车用胶管产量逐步增加，市场空间有望突破 130 亿

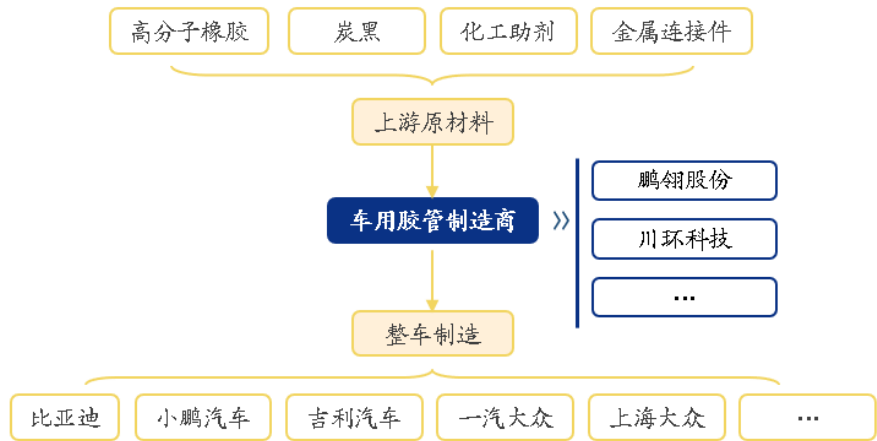
近年车用胶管产量逐步增加，国产替代趋势明显。以尼龙管、橡胶管为主的汽车软管属于汽车零部件，因此其发展主要依赖于汽车行业的繁荣。而近年来，受汽车整车产量波动影响，2018-2019 年汽车胶管有所下降，2020 年逐渐回暖，2021 年，汽车胶管产量为 7.82 亿米，同比增长 4.86%。

图10：2016-2021 年，我国汽车胶管产量震荡上升


数据来源：Wind、开源证券研究所

车用胶管产业链：车用胶管上游原材料主要是高分子橡胶、炭黑、化学助剂和金属连接件等，下游为整车厂商，比如比亚迪、小鹏汽车等。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。

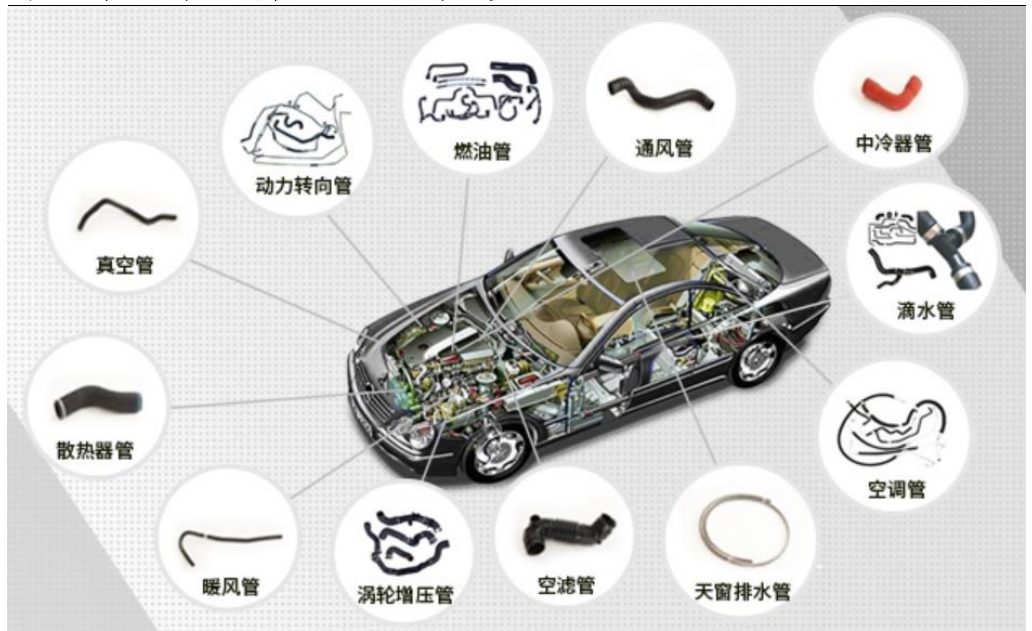
图11：车用胶管位于产业链中游



资料来源：开源证券研究所

胶管产品在整车中应用广泛。目前胶管产品在汽车整车装配领域的应用非常广泛，覆盖冷却、燃油、进气、制动、天窗排水、风窗及大灯洗涤、空调、尾气净化、动力转向等各个系统。

图12：车用胶管在汽车上的应用场景较多



资料来源：川环科技官网

国产替代趋势下，国内车用胶管厂商迅速发展。在车用胶管行业，国外的企业，如哈金森、康迪泰克、住友理工等，由于先发优势产品已广泛在全球使用，并成为细分行业的龙头。随着汽车零部件国产替代化的不断渗透，国内车用胶管企业后来追上，川环科技、美晨生态、天普股份以及鹏翎股份等优秀的国内企业成为了该领域的主流供应商，由于成本、技术等优势获得了广大正常厂商和 Tier1 厂商的认可，并进入了供应商体系。

表2：国内车用胶管厂商发展迅速

竞争对手	成立时间	主营业务	公司介绍
国外			
哈金森	1853年	金属橡胶类减震件	公司有 150 多年减震系统的设计，研发和生产经验，产品广泛用于国防、航空、铁路、船舶和汽车等工业市场。
康迪泰克	1871年	由橡胶、塑料、金属和织物组成的产品、系统及智能组件	2004 年，公司已发展成为世界非轮胎橡胶业中最大型企业。自 1996 年起，康迪泰克就与中国公司建立了紧密的合作关系，目前在中国拥有多家子公司。
住友理工株式会社	1929年	汽车用减震器和各种汽车用胶	公司在汽车减震器行业的生产和研发居世界第一。产品供货于丰田、本田、日产等日本著名汽车厂家，并远销欧美各地，市场占有率在全球名列前茅，在全球 20 多个国家和地区开展业务。
国内			
川环科技	2002年	汽车软管制品	主要产品为燃油系统胶管和冷却系统胶管。目前公司在车用胶管市场已取得较高的信誉度，已成为该领域的主流供应商。
美晨生态	2004年	汽车非轮胎橡胶制品	主要产品为基于高弹性体材料共混、改性、复合、配方而成的减震和流体胶管制品，现阶段主要应用于汽车工业，并为其他行业少量配套，是国内商用车市场领先的减震和流体系统解决方案供应商之一。
天普股份	2009年	汽车胶管及密封件总成	主要客户包括日产投资、东风日产、日本仓敷、江铃汽车、英瑞杰、邦迪等，位于国内汽车胶管行业第二梯队，拥有明显的规模效应。
丰茂远东	1972年	汽车橡胶制品	公司主要产品：主要有配套、维修、外贸三个市场。公司已经为长安福特、一汽大众、海马汽车、长安汽车、上汽通用五菱、比亚迪等国内大型主机厂配套。
上海尚翔	2001年	汽车胶管	上海尚翔汽车胶管有限公司是由上海橡胶总厂转制形成。公司主要生产轿车冷却系统水管，配套车型包括：奥迪 A6、帕萨特 B5、通用别克、尼桑云豹、菲亚特帕里奥、大众 POLO 及国产桑塔纳、捷达、富康。Tier1 厂商：上海德尔福、上海康迪泰克、盛士达、一汽捷克赛尔。

资料来源：天普股份招股书、标榜股份招股书、康迪泰克官网、爱企查、开源证券研究所

2025 年汽车胶管市场空间可达 134 亿元。汽车胶管为汽车零部件板块，因此市场容量取决于主机厂的配套数量与维修市场供货数量。近两年，新能源车增速较显著，传统燃油车产量有所下降，新车市场产量保持在稳定增长的状态，因此车用胶管增长较稳定。根据我们测算，2025 年胶管市场空间将达到 134 亿元，2023-2025 年 CAGR 为 3.66%。其中，新能源车为 77 亿元，传统燃油车为 57 亿元。随着新能源汽车产量快速增长，预计市场未来对于汽车冷却流体管路的需求将得到一定提升。

表3：2025 年汽车胶管行业空间有望到 134 亿元

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
新车市场（万辆）					
汽车总量	2,625	2,685	2,760	2,837	2,894
YoY		2%	3%	3%	2%
新能源车	351	687	900	993	1,071
YoY		96%	31%	10%	8%
渗透率	13%	26%	33%	35%	37%
传统燃油车	2,274	1,998	1,860	1,844	1,823
YoY		-12%	-7%	-1%	-1%
配件维修市场（万辆）					
配件维修合计	136	148	166	176	188
新能源车	18	38	54	62	70
传统燃油车	118	110	112	114	119
全行业市场（万辆）					
合计	2,761	2,833	2,926	3,013	3,082
新能源车	369	725	954	1,055	1,140
传统燃油车	2,392	2,108	1,972	1,958	1,942
胶管单车价值量（元）					

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
新能源车	707	700	693	686	679
传统燃油车	303	300	297	294	291
胶管市场空间（亿元）					
合计	99	114	125	130	134
YOY		16%	9%	4%	3%
新能源车	26	51	66	72	77
YOY		95%	30%	9%	7%
传统燃油车	72	63	59	58	57
YOY		-13%	-7%	-2%	-2%

数据来源：中国汽车工业协会、2023 国际新能源智能网联汽车创新生态大会、川环科技投资者问答、开源证券研究所

2.2、胶管龙头产品种类丰富，客户持续增加

2022 年公司流体管路及总成产品收入提升。在新能源汽车行业持续成长的趋势下，公司调整了产品结构，将原九大类产品重新归纳分类为新四大系统，包含在公司流体管路大类中。2017-2022 年公司流体管路及总成产品收入存在较大波动，2022 年实现收入 12.14 亿元，同比增长 2.34%。期间，公司不断研发和开拓新客户：2022 年正在开发的新项目有 412 个，正在开发新产品 2,374 种，完成批量转产项目 102 个，批量转产产品 511 种，预计产品全生命周期内产值可达约 15.7 亿元；新客户包括：大众安徽汽车、零跑汽车、集度汽车、极氪、东风岚图、哪吒汽车等，同时公司通过了一汽奥迪新能源技术和质量等审核，进入供应商体系。

表4：在胶管业务方面，公司将原九大类产品重新归纳分类为新四大系统

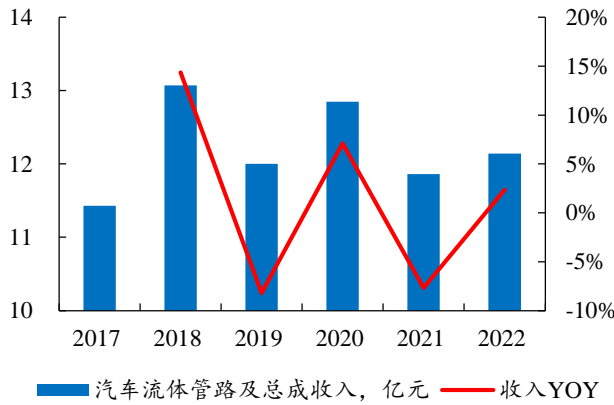
原九大系统分类	新四大系统分类	基本介绍
汽车冷却管路总成	热管理系统管路及总成	(1) 整车热管理系统通过冷却系统管路和空调系统管路，对整车上各个区域的热量进行搬运和循环，既保障了发动机、动力电池、电动机以及汽车控制系统可以在适宜温度下工作，又为乘员舱提供了加热和制冷需求，增强了驾驶的舒适体验。
汽车空调管路总成		(2) 通过对整车的热量平衡，也可行而有效的提高续航里程。
汽车燃油管路总成	燃油系统管路及总成	应用于汽车燃油系统，连接发动机、油泵、油箱、碳罐等主要零部件，输送燃油或燃油蒸汽，实现介质流通。
汽车涡轮增压管路总成	进气系统管路及总成	应用于汽车发动机进气系统，连接增压器、中冷器、进气歧管等主要零部件，将经过涡轮增压器增压的热空气传递至中冷器降温后传递至进气歧管，为发动机燃烧提供充足的空气，增加燃烧效率。
汽车变速箱油冷却管路总成	车身其他附件管路及总成	/
汽车天窗排水管路		
汽车真空制动管路及总成		
汽车油气管路总成		

资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

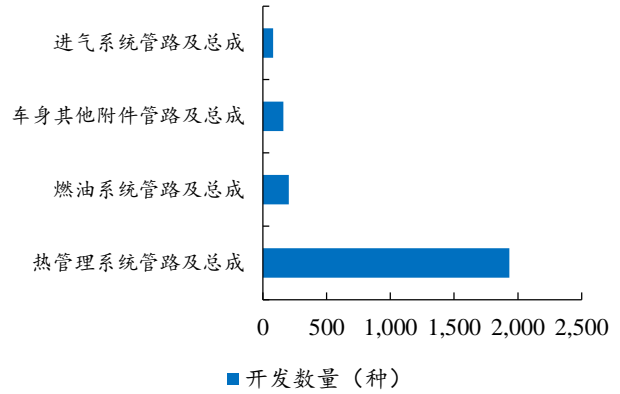
图13：2022 年公司流体管路及总成产品收入提升

图14：2022 年流体管路重点开发项目以热管理系统为

主



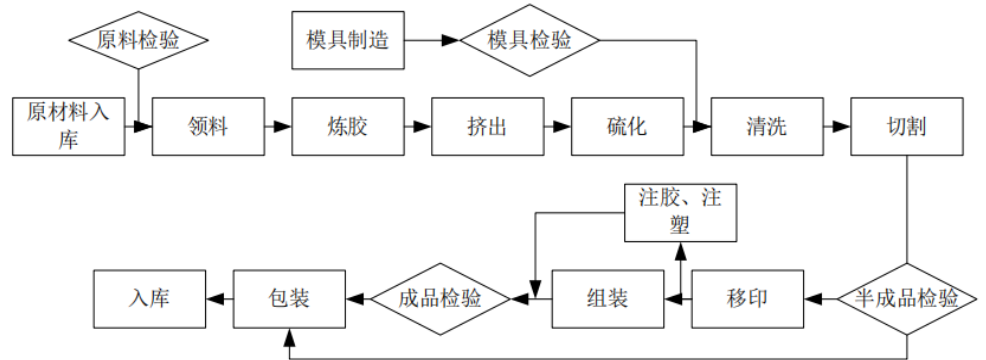
数据来源：公司公告、开源证券研究所



数据来源：公司公告、开源证券研究所

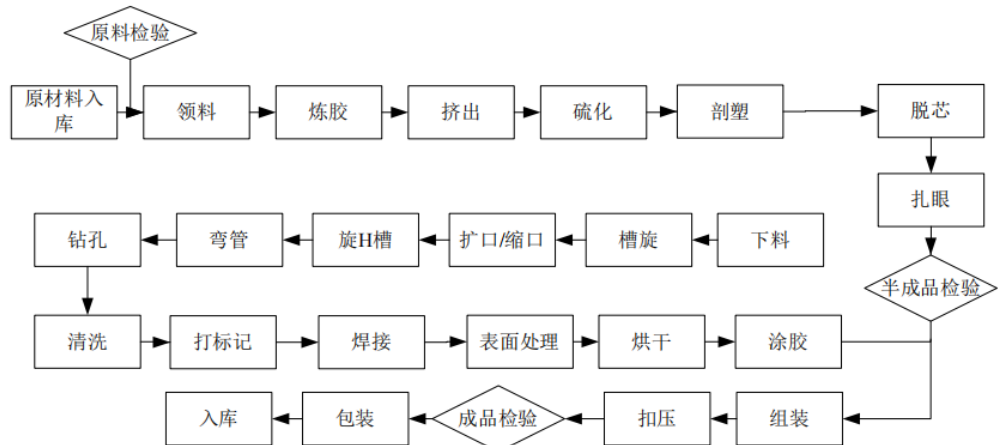
公司生产的汽车用橡胶软管一般经过炼胶、挤出、硫化和组装等四道主要工序，对于某些软管类型，挤出工序中还包括编织程序。

图15：冷却水管、燃油胶管总成制作相对简单



资料来源：公司公告

图16：空调胶管总成生产工艺流程比冷却水管、燃油胶管总成更复杂



资料来源：公司公告

公司汽车流体管路业务始终处于国内领先地位。根据中国橡胶工业协会发布的《中国橡胶工业协会百强企业》名单，公司在胶管子行业中始终排名第一。近三年公司均位列《中国橡胶工业百强企业》胶管业第一，领先于竞争对手。

表5：近三年公司均位列《中国橡胶工业百强企业》胶管业第一

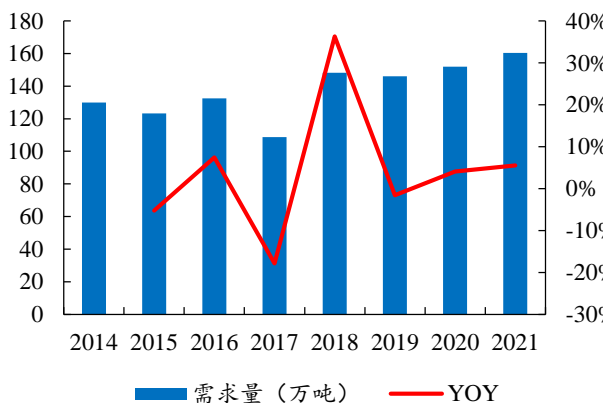
排名	2023年	2022年	2021年
1	天津鹏翎集团股份有限公司	天津鹏翎集团股份有限公司	天津鹏翎集团股份有限公司
2	浙江峻和科技股份有限公司	浙江峻和科技股份有限公司	浙江峻和科技股份有限公司
3	四川川环科技股份有限公司	四川川环科技股份有限公司	山东美晨工业集团有限公司
4	青岛三祥科技股份有限公司	山东美晨工业集团有限公司	四川川环科技股份有限公司
5	南京利德东方橡塑科技有限公司	南京利德东方橡塑科技有限公司	青岛三祥科技股份有限公司
6	山东美晨工业集团有限公司	青岛三祥科技股份有限公司	南京利德东方橡塑科技有限公司

资料来源：中国橡胶杂志公众号、中橡协信息会展部公众号、开源证券研究所

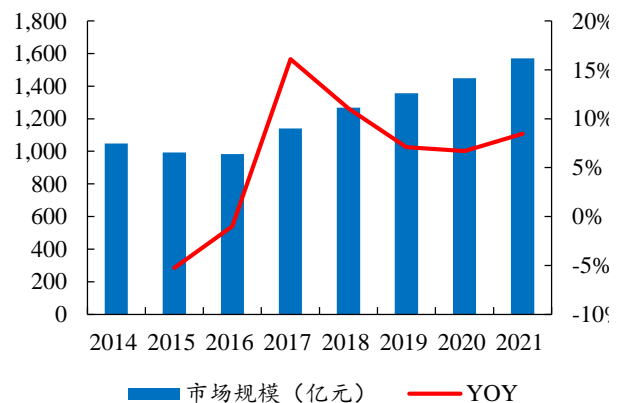
3、汽车密封件需求持续增长，橡胶密封件比重提升

3.1、密封件需求持续增长，橡胶密封件比重提升

密封件作为基础材料，重要性较高，市场规模持续扩大。密封件是防止流体或固体微粒从相邻结合面间泄漏以及防止外界杂质如灰尘与水分等侵入机器设备内部的零部件的材料或零件。中国密封件需求量不断增加，市场规模保持稳定增长。根据智研咨询数据，2021年中国密封件需求量约为160.30万吨，市场规模达1,571亿元，同比增长8.48%。

图17：2020年中国密封件需求量增长提速


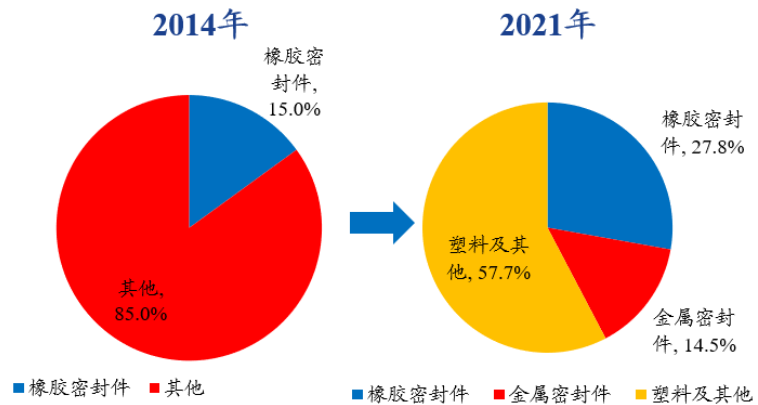
数据来源：智研咨询、开源证券研究所

图18：2020年中国密封件市场规模增速提升


数据来源：智研咨询、开源证券研究所

橡胶密封件占总密封件比重显著提升。密封件行业发展至今，已经从当年的小作坊、主机厂的车间或分厂发展壮大成为基本可以满足中国各种装备要求大行业。目前，在密封件制造业中，金属密封件仍占主导位置，但市场占比不断下降。随着技术的推进，许多产品逐步迈向高端化，对密封件的技术要求越来越苛刻，而橡胶密封件由于具备较好的弹性、机械强度等优势，逐步代替金属密封件成为市场主流，市场占比由2014年的15.0%提升至2021年的27.8%。

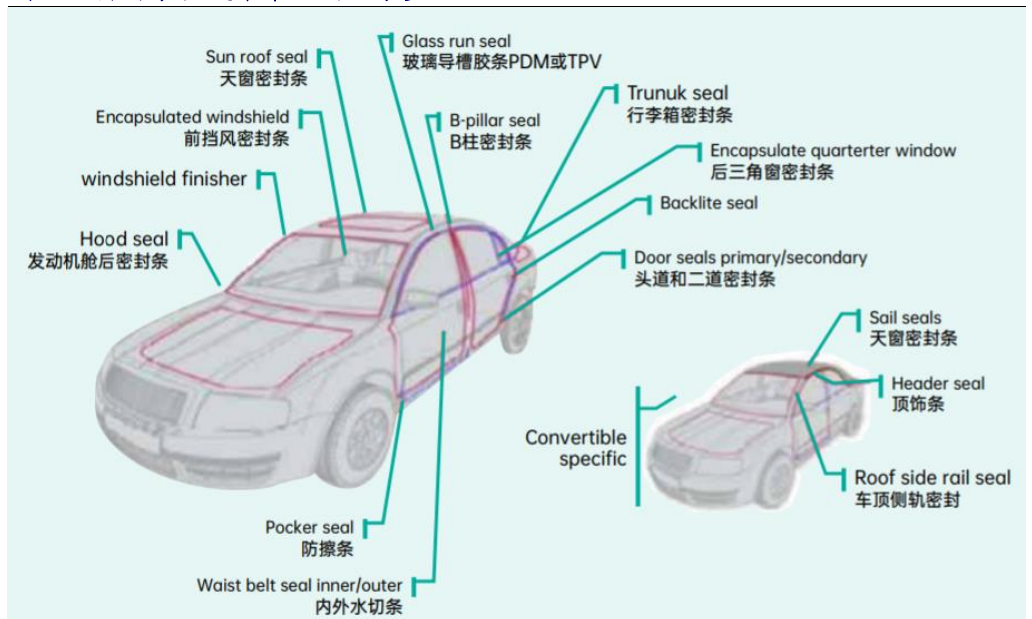
图19：橡胶密封件具备较好的弹性、机械强度等优势，逐步成为市场主流



数据来源：智研咨询、开源证券研究所

密封性是衡量汽车整车质量的重要指标，密封系统也是在汽车中应用最广泛的零部件之一。车密封系统可以分为零部件密封系统和车身密封系统。**零部件密封系统**：主要应用于发动机系统、传动系统、制动系统、电器系统、燃料系统等汽车内部零部件，具有密封、减震、隔音等作用，产品包括密封圈、油封、密封垫、密封罩、减震弹性元件等数百种；**车身密封系统**：具有车身密封、隔音、防尘、防水、减震、装饰等功能，利于提高车内的舒适性和安全性、保护车体和车内部件。

图20：密封条在汽车中应用场景多



资料来源：浙江仙通 2021 年 ESG 报告

国内密封件企业发展迅速。外资企业主要为瀚德（中国）等公司，内资企业包括贵航股份、建新赵氏集团、浙江仙通和鹏翎股份。随着内资密封条企业不断增强降本和技术优势、积极拓展客户，国产替代有望加速。

表6：国内密封件企业发展迅速

公司	密封条客户	简介
合资企业		
瀚德（中国）	一汽大众奥迪、捷达、宝来、一汽红旗、上汽通用别克、上汽大众波罗等	成立于 1995 年，由美国瀚德和贵航股份合资成立。美国瀚德客户涵盖所有的汽车 OEM 客户，并在北美、南美、欧洲和亚洲设有工厂，在全球拥有 8 700 名员工。
内资企业		
贵航股份	上汽、江陵、上汽通用五菱、东风等	成立于 1999 年，在贵州和上海设有分支机构，2022 年实现营收 21.53 亿元。公司产品开发能力较强，具备全产业链的设计、制造和管理能力，并且具备与汽车主机厂的同步设计开发的能力。
建新赵氏集团	一汽大众、上海大众、奥迪、华晨宝马、神龙富康等	公司前身创立于 1984 年，目前拥有宁波建新像塑有限公司、宁波建新密封条有限公司，宁波建新底盘系统有限公司等 10 余家子公司、现有总员工 600 人，子公司 300 余人。目前公司拥有美国 MTS 三轴向动静弹性体测试仪、8 通道整车试验台等一批国际开发试验设备。
浙江仙通	一汽大众、上汽大众、上汽通用、东风日产、吉利、长安等	成立于 1994 年，已成为中国本土汽车密封条行业龙头。

资料来源：爱企查、各公司官网、盖世汽车社区、开源证券研究所

随着新能源车的渗透率不断提升，整车厂对于密封条的需求量不断提升。据浙江仙通招股书，每辆车平均需要的密封条为 45 米，因此假设从 2017 年开始，每辆车所需密封条的长度以每年 3% 的比例增加，到 2025 年，汽车密封条市场空间将达到 148 亿元，2023-2025 年 CAGR 为 5.72%。

表7：2025 年汽车密封件市场将达到 148 亿元

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
汽车行业需求量（万辆）					
合计	2,761	2,833	2,926	3,013	3,082
新车市场汽车产量	2,625	2,685	2,760	2,837	2,894
YOY		2%	3%	3%	2%
配件维修市场汽车数量	136	148	166	176	188
YOY		8%	12%	6%	7%
密封件单车价值量（元）					
	426	439	452	465	479
车用密封件市场空间（亿元）					
合计	118	124	132	140	148
新车市场需求量	112	118	125	132	139
YOY		5%	6%	6%	5%
配件维修市场需求量	6	6	7	8	9
YOY		11%	16%	9%	10%

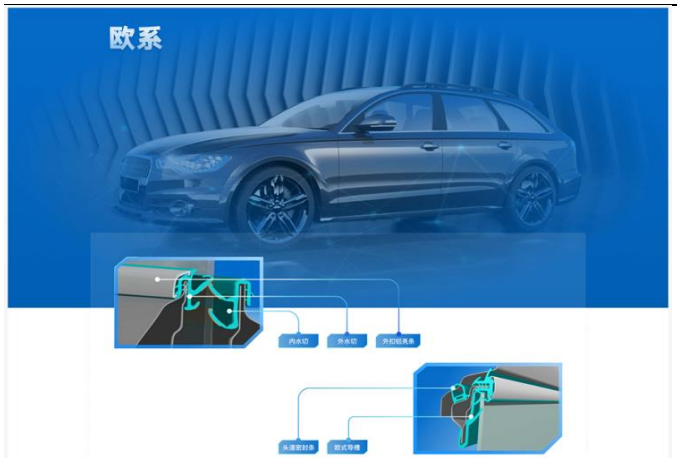
数据来源：中国汽车工业协会、2023 国际新能源智能网联汽车创新生态大会、浙江仙通招股书、开源证券研究所

3.2、公司专注密封系统，持续推出扩充新品类

公司专注于汽车密封系统三十年。公司是国宾车密封胶条设计和生产的专业厂家，可以同步研发欧系、日韩系、无边框、零阶差等密封系统。公司的密封条，具有耐老化、耐低温、耐水汽、耐化学腐蚀、耐臭氧老化、寿命长达 30 年等优点，产品主要应用于汽车前后风挡、车门、车窗、发起机舱、后备箱等车身部位，填补车身部件之间的间隙，具有减震、防水、防尘、隔音、装饰等作用。**欧式呢槽密封条**产品开发成功，丰富了公司产品结构，是原有日韩系密封条玻璃呢槽产品的升级产品，因其在车门密封、隔音、降噪、关门力等方面有更优势的表现，未来将受到更多新能源车型、自主高端品牌的青睐。**无边框车门**为满足消费者对个性化的追求而推出，近年来已成为新能源车的卖点。公司已成功实现无边框密封条从概念设计

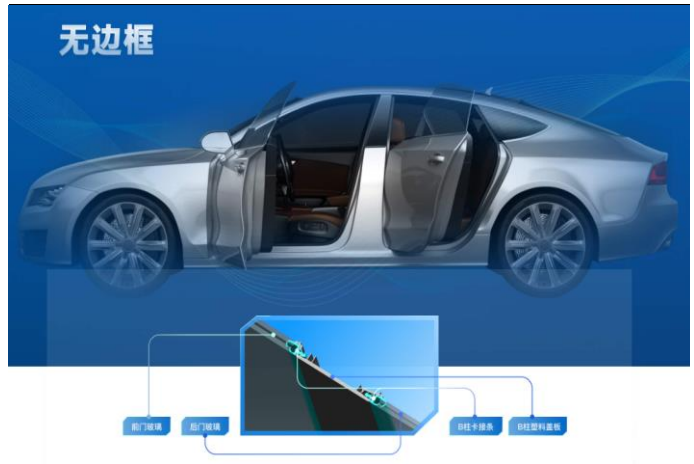
到产品的转化，预计 2023 年在长安深蓝品牌上进行量产，首款车型的 NVH 获得了客户的高度肯定，开发期间积累了大量的过程经验，为后序的项目拓展打下坚实的基础。**零面差结构**相较于传统车门，有更加美观、风噪小的优点。公司自主研发的零面差结构密封条已经完成立项、方案评审等相关工作，并已申请专利保护，预计在 2023 年完成性能测试及成果转化。

图21：公司已成功开发欧式呢槽密封条产品



资料来源：公司官网

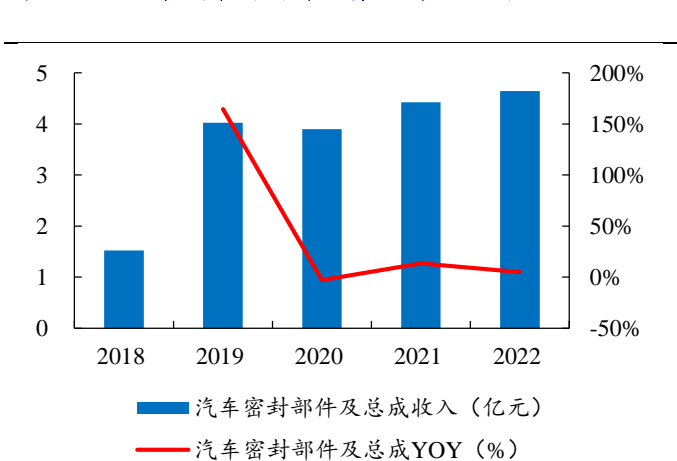
图22：公司无边框密封条已成功定点长安深蓝品牌



资料来源：公司官网

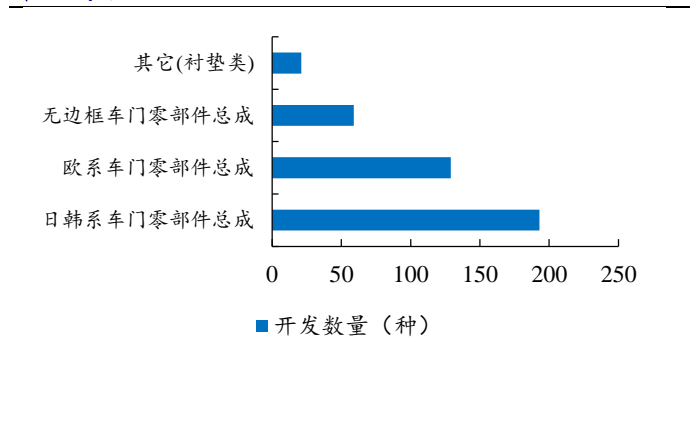
2022 年公司汽车密封件业务保持稳定增长。2022 年公司汽车密封件业务实现收入 4.65 亿元，同比增长 5.04%。其中，密封件事业部已完成批量转产项目 25 个，批量转产产品数量 185 种，预计产品生命周期内产值可达约 9.7 亿元；正在开发新项目 54 个，正在开发新产品数量 402 种。

图23：2022 年汽车密封件业务保持稳定增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图24：2022 年密封件重点开发项目以日韩系车门零部件总成为主



数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、在手定点项目充足，汽车轻量化驱动稳健增长

4.1、深耕汽车市场，产品销售渠道持续拓宽

公司深耕汽车市场，客户资源稳定。公司和市场上各大头部整车厂形成了稳固的合作伙伴关系，积累了庞大的优质客户资源，主要客户已经涵盖一汽大众、上汽大众、长城汽车、比亚迪汽车、一汽集团、长安汽车等五十多家国内汽车整车厂、发动机厂、电池厂配套供应。

图25：公司客户矩阵图，已覆盖国内主要主机厂



资料来源：公司官网

表8：公司不同产品对应的主机厂客户

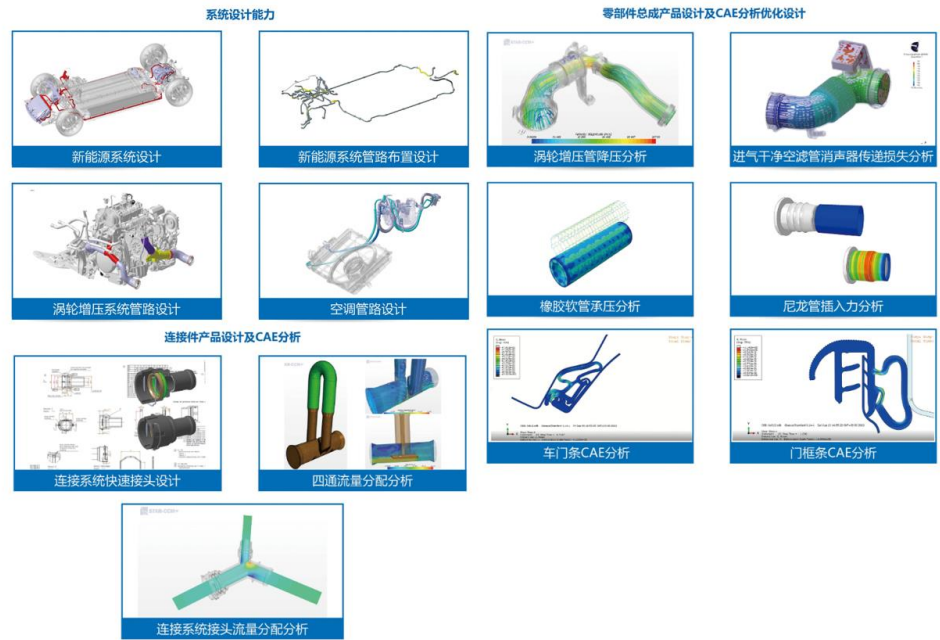
产品种类	重点客户	
流体管路	热管理系统管路及总成	一汽大众、上汽大众、长城汽车、一汽红旗、东风本田、广汽本田、比亚迪、北京小桔、小鹏汽车、领克汽车、集度汽车
	燃油系统管路及总成	长城汽车、一汽大众、上汽大众、比亚迪
	车身其他附件管路及总成	长城汽车、吉利汽车、领克汽车、一汽轿车、一汽红旗
	进气系统管路及总成	长城汽车、一汽红旗、一汽轿车、比亚迪
密封件	日韩系车门零部件总成	长安汽车、比亚迪、一汽丰田、一汽轿车、郑州日产
	欧系车门零部件总成	上汽通用、比亚迪、一汽大众、一汽红旗、长城汽车、一汽轿车
	无边框车门零部件总成	长安汽车、阿维塔
	其它（衬垫类）	一汽解放

资料来源：公司公告、开源证券研究所

4.2、Know-how 积累丰富，推动研发和产品升级

公司拥有丰富的经验和**技术 Know-how**。公司设立技术中心，专注于流体输送系统产品设计及研发、新能源热管理产品设计及研发，致力于配方设计与工艺设计，设计研发经验超过 30 年，同时拥有自主专有技术、丰富的经验和**技术 Know-how**，完善的与客户同步设计开发能力及数字化仿真集成能力。公司具备与客户进行前沿性联合设计、开发的能力，可以为国内外主机厂提供系统化、模块化解决方案。

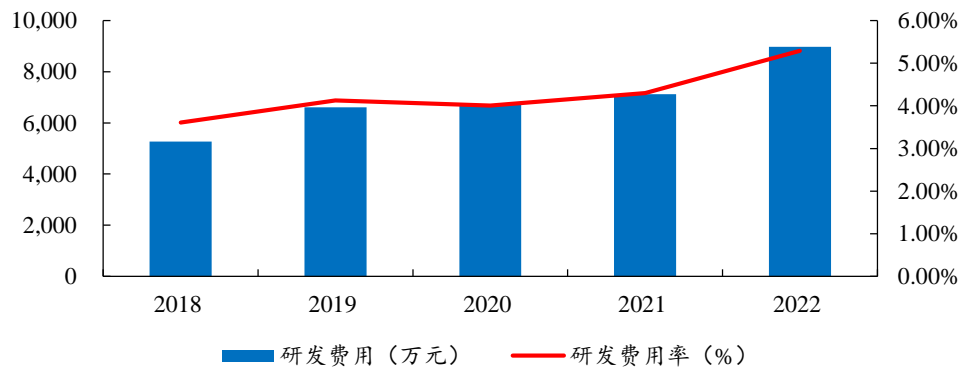
图26：公司产品设计经验丰富



资料来源：公司官网

公司研发费用率有所提升。2018-2022年，公司研发费用率分别为3.61%、4.13%、4.01%、4.30%、5.29%，持续提高研发强度：**流体管路产品方面**，公司专注热管理系统、动力电池包管路优化设计、新能源汽车管路轻量化材料及制造技术，共完成了14种新材料、新配方、新工艺结构的特种橡胶管路的研发工作；8种塑料新材料、新产品的研发工作；**密封件产品方面**，聚焦密封件前沿技术和新能源汽车产品的开发，围绕新产品、新结构、新材料和新工艺申请专利7项，完成了欧式呢槽密封条产品设计开发、过程开发，成功匹配客户车身；成功实现了首款无边框项目开发落地、零面差结构密封条的原创设计及专利申请。

图27：公司研发费用率稳步提升，持续推出新产品、新工艺、新配方



数据来源：Wind、开源证券研究所

表9：公司持续研发新产品

	新产品	优势
流体管路	TPV 材料柔性管路和半柔性管路	TPV 材料：(1) 与橡胶材料管路相比，具有可回收利用，比重小的特点；(2) 挤出加工工艺更加简单，减少能源消耗。
	多层/单层塑料管路	将烯烃类材料引入管路的整体设计中，极大降低了材料成本。
	波纹管路	(1) 攻克电池热管理系统的热量传递要求，解决狭窄空间内复杂管路总成的布置和连接问题； (2) 通过模块化的波型创新结构设计，不仅减少模具投入，缩短开发时间，降低成本； (3) 利用波纹管的柔性，吸收连接公差，实现快速装配，提高产品一致性和质量稳定性，并吸收整车振动，提升驾驶舒适感。
	快插接头	快插接头产品类别的扩展，弥补了管路总成关键连接件上的技术短板。
密封件	欧式呢槽密封条	是原有日韩系密封条玻璃呢槽产品的升级产品，在车门密封、隔音、降噪、关门力等方面更有优势。
	无边框车门	预计 2023 年在长安深蓝品牌上进行量产。
	零面差结构密封条	相较于传统车门，有更加美观、风噪小的优点，预计在 2023 年完成性能测试及成果转化。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司研发成功的 TPV 材料产品性能更优。目前汽车密封条所使用的材料包括 TPV 等热塑性弹性体材料、PVC、EPDM。随着汽车及材料工业的发展，越来越多的新型材料被应用于汽车密封条的加工生产中，用在汽车密封条产品上的材料主要是聚烯烃类（TPV、TPO）热塑性弹性体材料，这类材料与玻璃的摩擦系数小、耐磨性能好，可作为汽车玻璃导槽、车门玻璃内外密封条及部分辅助密封条用料。

表10：TPV 等、PVC、EPDM 三类材料的优缺点及应用场景对比

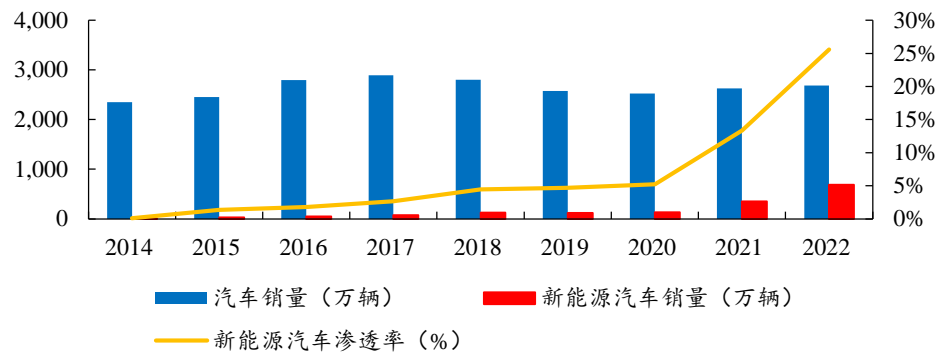
	TPV 等热塑性弹性体材料	PVC	EPDM
优点	<ul style="list-style-type: none"> 密度较小 可以回收 容易加工，较 EPDM 加工成本低 耐低温性能中等 颜色多样 材料环保 	<ul style="list-style-type: none"> 可以回收 容易加工，制造成本较低 颜色多样 	<ul style="list-style-type: none"> 机械性能好 低温性能好 耐候性能好 使用寿命长(可达 30 年) 回弹性好
缺点	<ul style="list-style-type: none"> 弹性一般 机械性能中等 与 EPDM、PVC 等材料相比价格偏高 	<ul style="list-style-type: none"> 机械性能低 除改性 PVC 外，耐候性能较差 含有卤素，环保型差 	<ul style="list-style-type: none"> 不能回收 不能熔接 颜色单一 密度较 TPE/TPV 大
主要应用	静态密封部位以及对回弹性要求不高的部位，如车顶饰条、导槽等	静态密封部位，如水切、前挡装饰条三角窗、车顶饰条等	门窗外侧以及经常开关的部位，如发动机舱盖、行李箱等

资料来源：浙江仙通招股书、开源证券研究所

4.3、新能源汽车“轻量化”，指引公司新方向

新能源汽车渗透率提升加速，未来市场空间广阔。根据中国汽车工业协会数据披露，2014-2022 年，新能源汽车销量增长迅速，由 2.18 万辆增长至 687.23 万辆，CAGR 为 105.25%，渗透率提升至 25.60%。新能源汽车行业迎来新发展阶段，未来市场继续保持增长态势，传统汽车电动化加速。伴随着新能源技术快速发展，市场认可度逐步提升、补贴适当退坡，新能源汽车进入到良性持续发展阶段。

图28：近年新能源汽车销量及渗透率增长迅速



数据来源：中国汽车工业协会、开源证券研究所

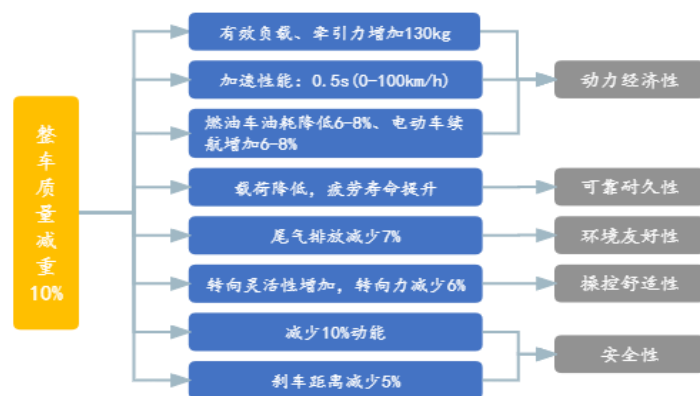
汽车轻量化趋势明确。随着政策扶持、技术进步和消费者认可度的提升，新能源车的渗透率越来越高，同时也面临续航里程短、三电系统带来的重量增大等问题。轻量化技术可以在满足车辆安全性要求的前提下，减轻零部件质量，提高行驶距离，降低部件损耗。据中国巨石公司公告，若汽车整车重量降低 10%，燃油效率可提高 6%-8%；汽车整车重量每减少 100 公斤，百公里油耗可降低 0.3-0.6 升；汽车重量降低 1%，油耗可降低 0.7%。据《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》，到 2035 年，燃油和电动乘用车的轻量化系数分别比 2020 年降低 25%/35%，而新能源车当前面临着续航不足的问题，汽车轻量化会更大程度上提升新能源车销量的增加。

表11：2035 年燃油和电动乘用车的轻量化系数分别比 2020 年降低 25%/35%

车型	2025	2030	2035
燃油乘用车	10%	18%	25%
纯电动乘用车	15%	25%	35%
载货车/牵引车/客车	5%	10%	15%

数据来源：《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》、开源证券研究所

图29：汽车轻量化趋势存在诸多好处

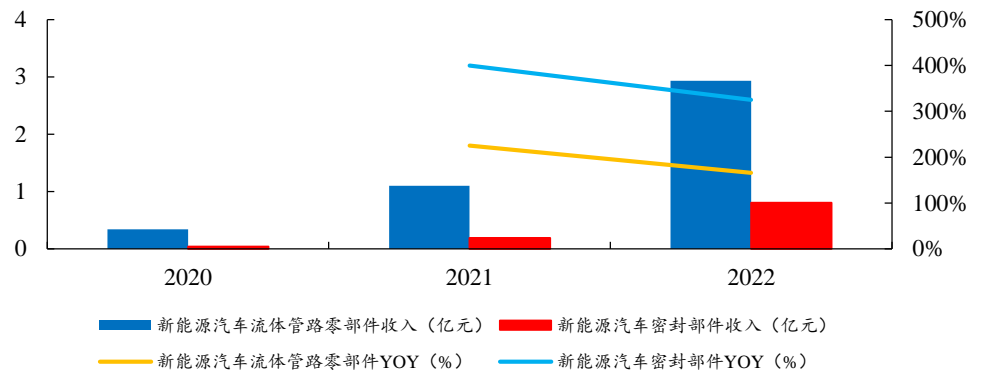


资料来源：《汽车车身的轻量化设计探讨》谢贵山等、开源证券研究所

新能源汽车“轻量化”的发展趋势明确，汽车流体管及密封条也需要满足主机厂“轻量化”、低碳环保等要求。通过与新能源汽车客户的深度合作，公司的核心产品在安全性、稳定性、轻量化等方面得到了进一步提升，获得了更多客户的认可：**流体管路**新客户覆盖大众安徽、极氪、哪吒汽车等，并进入一汽奥迪新能源供方体系；**密封部件**新增加阿波罗智能科技有限公司和合众新能源汽车，新能源汽车产品销售收入稳步增长。2022 年，新能源汽车流体管路零部件和密封部件收入均实现了高增长，收入分别为 2.93 亿元、0.81 亿元，同比高增 165.99%、324.93%。依托新

能源汽车业务的快速增长，公司盈利能力有望持续提升，实现稳健增长。

图30：公司新能源汽车产品的销售收入增长迅速



数据来源：Wind、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

汽车流体管路及总成产品：近三年公司汽车流体管路业务均位列《中国橡胶工业百强企业》胶管业第一，领先于竞争对手。同时，2022年拓展新客户：大众安徽汽车、零跑汽车、集度汽车、极氪、东风岚图、哪吒汽车等，并进入一汽奥迪供应商体系，我们预计2023-2025年营收增长率分别为-4.34%、11.49%、9.07%，销售毛利率分别为20.00%、20.82%、21.13%。

汽车密封部件及总成产品：公司专注于汽车密封系统数十年，可以同步研发欧系、日韩系、无边框、零阶差等密封系统。欧式呢槽、无边框车门、零面差结构密封条的研发成功及新客户的拓展，推动密封条营收及毛利率的提升，我们预计2023-2025年营收增长率分别为15.00%、13.00%、12.00%，销售毛利率分别为22.73%、22.96%、23.50%。

表12：公司业绩拆分与盈利预测

业务板块	指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
汽车流体管路及总成	营业收入 (亿元)	11.86	12.14	11.90	13.27	14.47
	营收 YoY		2.34%	-2.00%	11.49%	9.07%
	营业成本 (亿元)	10.17	9.56	9.52	10.50	11.41
	毛利率	14.25%	21.25%	20.00%	20.82%	21.13%
汽车密封部件及总成	营业收入 (亿元)	4.42	4.65	5.34	6.04	6.76
	营收 YoY		5.04%	15.00%	13.00%	12.00%
	营业成本 (亿元)	3.73	3.60	4.18	4.65	5.17
	毛利率	15.60%	22.60%	21.73%	22.96%	23.50%
其他	营业收入 (亿元)	0.28	0.19	0.19	0.22	0.24
	营收 YoY		-32.61%	0.00%	15.00%	10.00%
	营业成本 (亿元)	-1.03	0.06	0.13	0.13	0.14
	毛利率	465.84%	68.60%	33.60%	39.20%	39.97%

数据来源：Wind、开源证券研究所

估值分析：我们选取流体管路业务为主营业务之一的中鼎股份、热管理管路龙头川环科技、汽车密封条隐形冠军浙江仙通进行估值比较。公司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。公司以优质的客户和先进的技术成为国内汽车胶管的行业龙头，同时随着新能源车渗透率及轻量化提速，公司不断拓展新客户并实施精细化管理。尽管公司估值水平高于可比公司，但随着客户定点车型放量，产能利用率回升，公司存在困境反转机会，业绩有望实

现稳健增长。我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 0.70/0.97/1.18 亿元，对应 EPS 分别为 0.09/0.13/0.16 元/股，当前股价对应 2023-2025 年的 PE 分别为 41.3/29.8/24.5 倍，公司行业龙头地位稳固，首次覆盖给予“买入”评级。

表13: 可比公司盈利预测与估值 (截至 2023/7/10)

证券代码	证券简称	收盘价	EPS (元)			PE			PEG		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
000887.SZ	中鼎股份	13.3	1.0	1.2	1.4	14.0	11.3	9.4	0.5	0.5	0.5
300547.SZ	川环科技	16.5	0.9	1.2	1.5	18.4	13.5	11.5	0.3	0.4	0.7
603239.SH	浙江仙通	16.3	0.7	1.1	1.5	24.7	15.6	11.6	0.5	0.3	0.3
	平均					19.1	13.5	10.8	0.4	0.4	0.5
300375.SZ	鹏翎股份	3.8	0.1	0.1	0.2	41.3	29.8	24.5	-5.3	0.8	1.1

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

6、风险提示

原材料价格波动; 产品销量不及预期; 客户拓展不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1244	1376	977	1055	1164
现金	157	106	173	138	268
应收票据及应收账款	516	448	0	0	0
其他应收款	1	1	1	2	2
预付账款	9	28	10	32	14
存货	388	426	425	516	514
其他流动资产	175	368	368	368	368
非流动资产	1297	1347	1301	1307	1297
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	607	566	535	557	560
无形资产	119	114	113	105	98
其他非流动资产	571	667	654	645	639
资产总计	2542	2723	2278	2363	2462
流动负债	558	685	204	208	209
短期借款	0	109	109	109	109
应付票据及应付账款	361	478	0	0	0
其他流动负债	197	98	95	99	100
非流动负债	92	104	103	103	103
长期借款	0	0	-2	-1	-2
其他非流动负债	92	104	104	104	104
负债合计	650	789	307	310	312
少数股东权益	0	0	1	2	2
股本	711	665	665	665	665
资本公积	410	249	249	249	249
留存收益	977	1020	1073	1140	1211
归属母公司股东权益	1891	1934	1971	2051	2148
负债和股东权益	2542	2723	2278	2363	2462

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	215	225	128	64	225
净利润	62	76	71	97	119
折旧摊销	99	92	68	75	84
财务费用	1	-3	0	4	2
投资损失	-1	-4	-1	-2	-2
营运资金变动	10	34	-10	-110	24
其他经营现金流	44	31	-0	-0	-2
投资活动现金流	-251	-241	-21	-79	-72
资本支出	22	66	22	81	74
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-230	-175	1	1	2
筹资活动现金流	19	-37	-39	-20	-23
短期借款	0	109	0	0	0
长期借款	-100	0	-2	0	-0
普通股增加	0	-46	0	0	0
资本公积增加	0	-161	0	0	0
其他筹资现金流	119	61	-38	-20	-23
现金净增加额	-16	-53	68	-35	129

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1657	1698	1743	1952	2147
营业成本	1288	1322	1383	1529	1673
营业税金及附加	14	14	15	17	18
营业费用	50	51	63	68	75
管理费用	136	134	141	156	172
研发费用	71	90	96	103	112
财务费用	1	-3	0	4	2
资产减值损失	-30	-46	-28	-29	-32
其他收益	9	9	9	9	9
公允价值变动收益	-0	0	0	0	-0
投资净收益	1	4	1	2	2
资产处置收益	-0	-0	-0	-0	-0
营业利润	72	61	84	115	141
营业外收入	0	3	3	3	3
营业外支出	6	4	3	4	4
利润总额	65	60	84	114	140
所得税	3	-16	13	17	21
净利润	62	76	71	97	119
少数股东损益	0	0	1	0	1
归属母公司净利润	62	76	70	97	118
EBITDA	160	155	154	191	224
EPS(元)	0.08	0.10	0.09	0.13	0.16

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	-1.1	2.5	2.7	12.0	10.0
营业利润(%)	350.0	-14.7	37.2	37.0	22.5
归属于母公司净利润(%)	190.8	21.3	-7.8	38.7	21.8
获利能力					
毛利率(%)	22.3	22.1	20.7	21.7	22.1
净利率(%)	3.8	4.5	4.0	5.0	5.5
ROE(%)	3.3	3.9	3.6	4.7	5.5
ROIC(%)	2.8	3.8	3.4	4.5	5.2
偿债能力					
资产负债率(%)	25.6	29.0	13.5	13.1	12.7
净负债比率(%)	-0.2	2.7	-1.1	0.7	-5.4
流动比率	2.2	2.0	4.8	5.1	5.6
速动比率	1.5	1.3	2.6	2.4	3.0
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.8	0.9
应收账款周转率	4.9	5.4	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	5.1	5.1	9.6	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.08	0.10	0.09	0.13	0.16
每股经营现金流(最新摊薄)	0.29	0.30	0.17	0.08	0.30
每股净资产(最新摊薄)	2.78	2.56	2.61	2.71	2.84
估值比率					
P/E	46.2	38.1	41.3	29.8	24.5
P/B	1.4	1.5	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	15.3	15.0	14.6	12.0	9.7

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

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的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	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	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好	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	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