

溯联股份（301397）：新能源汽车热管理尼龙管路领军者

2023年7月21日

推荐/首次

溯联股份

公司报告

公司专注于汽车用尼龙管路总成。公司营收规模 2022 年约为 8.49 亿元，增长 17.0%，2018-2022 年营收复合增速为 30.9%。其中，汽车蒸发排放管路总成和汽车燃油管路总成是公司历年来主要收入来源。两项业务收入占比 2018-2021 年以来一直超过 70%。新能源汽车热管理系统管路总成业务 2021 异军突起，2022 年营收规模约 1.52 亿元，增长 288.9%，占比达到 17.9%。

新能源汽车打开尼龙管路市场空间。传统燃油车时代，尼龙管路主要应用在燃油、气的输送管路上。这与尼龙管路不能承受更高的温度有关，大部分尼龙材料的工作温度小于 120℃。新能源汽车三电冷却系统主流方案是采用水冷方案，电机电控和电池的工况温度基本都在 100℃ 以内，这正是尼龙管路适用的温度范围。同时，尼龙管路更优的轻量化、集成化优势使得其更适合作为新能源汽车热管理系统管路。新能源汽车热管路系统更为复杂，且电池包、电机电控和减速器都需要冷却系统，总体上，新能源汽车尼龙管路价值量高于传统燃油车。

汽车电动化重塑尼龙管路格局。传统汽车管路形成了以外资、合资企业为主的竞争格局。管路行业的多层认证体系也导致该领域相对封闭。与成熟的燃油车管路不同，目前新能源汽车在电池、电驱动及空调的热泵系统等主模块的技术标准并未统一。对上述部件的热管理系统冷却管路的材质、性能等技术要求也未趋于一致。因此，新增的尼龙管路产品、由自主车企主导新能源汽车市场有望打破原有的管路竞争格局。国内具备核心技术、强市场开拓能力和成本控制能力的优秀企业有望成为新能源汽车尼龙管路的的核心供应商。

溯联股份的竞争优势：1) 公司自主研发了多种管路快速接头锁紧结构技术、控制阀及管路消音器技术，具备核心部件研发和制造能力。2) 研发高效和快速的市场反应能力。公司研发步步为营，方向贴合行业发展趋势，不断取得核心产品的突破，并开拓更多的应用领域。2022 年公司在储能及氢燃料电池领域的管路产品已具备达到量产状态。3) 高毛利率，强成本控制能力。溯联股份的燃油管路和蒸发排放管路毛利率处于领先水平。4) 公司在新能源业务实现了更全面的客户拓展。传统燃油车时代，公司客户主要集中在长安汽车、上汽通用五菱和比亚迪。公司在新能源汽车领域，客户结构更加多元，既涵盖整车、电池龙头企业，如比亚迪、宁德时代，同时更多的新能源整车企业成为公司的客户，如小鹏汽车（P7/P5/G9 等）、岚图汽车、赛力斯（问界等）、长安系（深蓝、阿维塔）；间接配套长城欧拉、蔚来汽车（ES8\ES6\ET7）、理想汽车（L9 等）、广汽埃安（Aion Y）。

公司盈利预测及投资评级：受益新能源汽车行业发展，尼龙管路市场空间有望扩大，且原有竞争格局将得到重塑。溯联股份有望凭借较强的研发、市场开拓等能力，在新能源汽车尼龙管路市场取得更高的市场份额。我们看好公司中长期发展，预计公司 2023-2025 年将实现归母净利润 1.87 亿元、2.29 亿元和 2.81 亿元，对应 EPS 为 1.87、2.28 和 2.81 元，PE 为 24X、20X 和 16X。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：公司新能源汽车相关产品推广不及预期，新能源汽车行业发展不及预期，汽车行业景气度不及预期。

公司简介：

重庆溯联塑胶股份有限公司主营业务为汽车用流体管路及汽车塑料零部件的设计、研发、生产及销售。公司主要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、新能源汽车热管理系统管路总成、其他流体管路、汽车流体控制件及紧固件、其他部件 7 大类。

资料来源：公司公告、iFind

未来 3-6 个月重大事项提示：

2023-08-26 公布 2023 中报

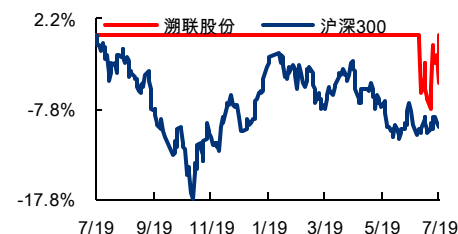
发债及交叉持股介绍：

无

交易数据

52 周股价区间（元）	45.35-41.6
总市值（亿元）	45.37
流通市值（亿元）	10.76
总股本/流通 A 股（万股）	10,004/10,004
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	18.9

52 周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：李金锦

010-66554142

lijj-yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521030003

财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	725.80	849.18	1,025.26	1,248.55	1,538.03
增长率(%)	24.07%	17.00%	20.74%	21.78%	23.19%
净归母净利润(百万元)	110.40	153.00	187.02	228.52	281.13
增长率(%)	26.53%	38.58%	22.23%	22.19%	23.02%
净资产收益率(%)	23.62%	24.66%	8.74%	9.65%	10.61%
每股收益(元)	1.10	1.53	1.87	2.28	2.81
PE	41.09	29.65	24.26	19.85	16.14
PB	9.71	7.31	2.12	1.92	1.71

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 专注于汽车尼龙管路总成	4
2. 新能源汽车打开尼龙管路市场空间	6
2.1 尼龙管路具备轻量化、可集成化优势	6
2.2 新能源汽车打开尼龙管路市场空间	6
3. 溯联股份的竞争力分析	8
3.1 汽车电动化重塑尼龙管路格局	8
3.2 溯联股份的竞争优势:研发、市场拓展的高效率与高毛利率	10
4. 盈利预测与估值	14
5. 风险提示	14
相关报告汇总	16

插图目录

图 1: 公司各类产品在汽车中的分布	4
图 2: 公司营业收入规模及增速 单位: 万元	4
图 3: 公司各类业务收入占比	5
图 4: 公司新能源汽车业务收入及增速	5
图 5: 上市后前十大股东	5
图 6: 实际控制人	5
图 7: 不同材质的管路优劣势对比	6
图 8: 传统燃油车的管路应用情况	6
图 9: 新能源汽车三电系统工况及适合管路材质	7
图 10: 新能源汽车管路应用领域	7
图 11: 新能源汽车电池包冷却系统中的管路	8
图 12: 公司新能源与发动机管路单价对比 元/件	8
图 13: 标榜股份原材料采购情况	8
图 14: 溯联股份原材料采购情况	8
图 15: 2023.1-5 纯电动乘用车 TOP10 销量占比	10
图 16: 2023.1-5 月插电混动乘用车 TOP10 销量占比	10
图 17: 主要管路上市公司研发费用对比 单位: 万元	12
图 18: 主要管路上市公司研发费用增速	12
图 19: 综合毛利率对比	12
图 20: 发动机尼龙管路毛利率对比	12
图 21: 溯联股份主要原材料采购金额占比-2020	13
图 22: 标榜股份主要原材料采购金额占比-2020	13
图 23: 2020-2022 年公司前五大客户营收占比	13

表格目录

表 1： 溯联股份 2021 年以来连接技术相关专利.....10

1. 专注于汽车尼龙管路总成

公司专注于汽车尼龙管路及相关零部件的设计、研发、生产及销售。公司营收按产品分成两大类业务，一类是汽车流通管路总成，包括动力系统的燃油管路总成、蒸发排放管路总成，以及真空制动管路总成、天窗排水管、新能源汽车热管理系统管路总成。第二类是管路总成中需要用到的塑料零部件，包括流体控制件及紧固件等零部件。公司主要产品的应用场景及功能如下：

汽车燃油管路总成：该管路用于连接燃油箱油泵至燃油滤清器及滤清器至发动机喷油嘴，将燃油箱内的燃油输送到发动机实现燃烧，产生动力。

汽车蒸发排放管路总成：主要包括燃油蒸发排放管路总成和曲轴箱强制通风管路总成。燃油蒸发排放管路总成用于连接燃油箱至碳罐，另一端连接发动机进气歧管或涡轮，将燃油箱内产生的燃油蒸汽进行收集并输送至发动机进行燃烧。曲轴箱强制通风管路总成用于连接曲轴箱至发动机进气歧管，循环将曲轴箱产生的废气（混合气体）输送至发动机进行燃烧。

真空制动管路总成：该管路用于连接发动机进气歧管或真空泵，另一端连接真空助力器，让真空助力器产生并保持足够的真空度，使真空助力器两侧腔室形成足够的压差，从而实现制动助力效应，确保行车安全。

新能源汽车热管理系统管路总成：公司的产品用于连接新能源汽车电池包水冷板以及驱动电机、减速器、变压器、电控系统等冷却水套，使冷却液不断循环，通过管路分配及冷却液流量设计，有效实现热量交换，使电池在使用过程中长期稳定地保持在设定温度，保持三电系统的运行稳定，提供续航里程和电池安全。

快速接头、控制阀类与紧固件：快速接头用于尼龙管材之间的连接，实现快速插接、锁紧和密封的功能。控制阀类主要用于燃油蒸发管路及真空制动管路，起到控制开启、关闭、密封及流量大小、压力调节的作用。紧固件包括管卡、管夹、塑料铆钉等，用于固定、隔离车身管路、线束，固定和连接车身、机舱及内饰各部件，具有锁紧、消音、减振等性能。

公司营收规模 2022 年约为 8.49 亿元，增长 17.0%，2018-2022 年营收复合增速为 30.9%。其中，汽车蒸发排放管路总成和汽车燃油管路总成是公司历年来主要收入来源。两项业务收入占比 2018-2021 年以来一直超过 70%。新能源汽车热管理系统管路总成业务 2021 异军突起，2022 年营收规模约 1.52 亿元，增长 288.9%，占比达到 17.9%。

图1：公司各类产品在汽车中的分布

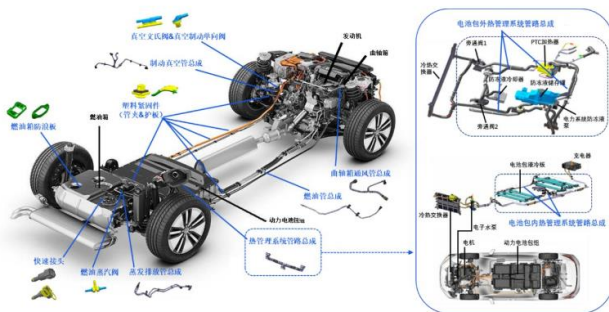
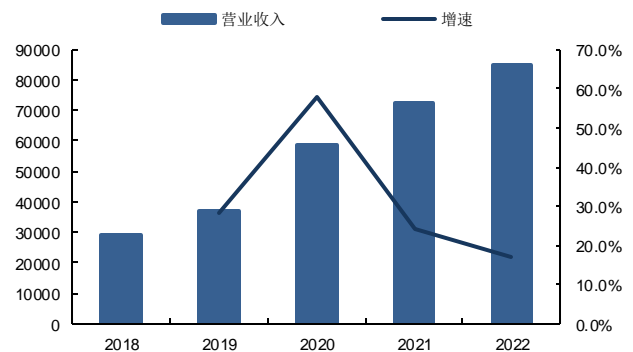
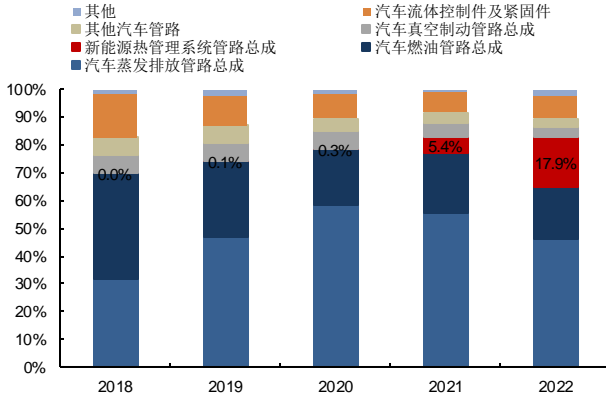


图2：公司营业收入规模及增速 单位：万元



资料来源：溯联股份招股说明书；东兴证券研究所

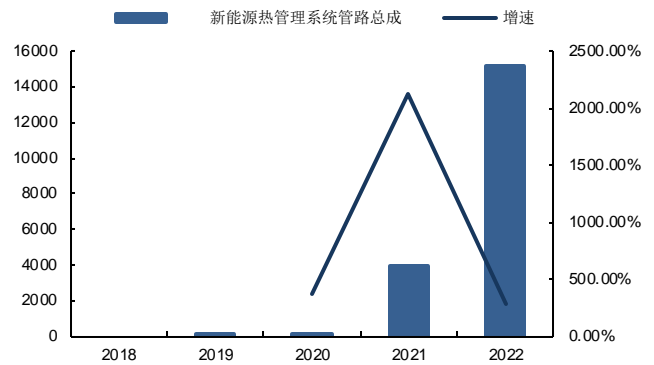
图3：公司各类业务收入占比



资料来源：iFinD；东兴证券研究所

资料来源：iFinD；东兴证券研究所

图4：公司新能源汽车业务收入及增速



资料来源：iFinD；东兴证券研究所

上市公司与子公司分工明确：公司有两个一级全资子公司，分别是溯联零部件、柳州溯联。溯联零部件旗下还有全资子公司溯联精工。上市公司及子公司定位、分工明确：

上市公司：完成主要对外销售，且主要客户供应商资质和项目定点均通过其获取。主动型、开拓型技术研发和重要项目产品研发均在上市公司进行。生产方面，上市公司承接管路总成产品的生产和装配。

柳州溯联：是公司设立在柳州的子公司，主要向柳州客户生产销售相关管路总成类产品。

溯联零部件：是公司核心的生产子公司，其经营受溯联股份直接管理，溯联零部件主要为溯联股份、柳州溯联提供管路总成生产及装配所需管路、流体控制件及其他附件。

溯联精工：主要为溯联零部件生产相关配套的模具。

控股股东与实际控制人：

2023年6月28日，溯联股份在创业板上市，实际控制人韩宗俊持股31.37%。实际控制人具备长期在汽车尼龙管路的从业经验。韩宗俊先后担任重庆长江塑料编织袋厂技术工程师以及恒强公司销售部部长及总经理职务。恒强公司从事的业务即生产汽车用尼龙管。韩宗俊于1998年创立溯联有限（上市公司前身）。

图5：上市后前十大股东

序号	股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)	限售期限
1	韩宗俊	31,380,000	31.37%	自上市之日起锁定36个月
2	韩啸	21,780,000	21.77%	自上市之日起锁定36个月
3	周庭涛	3,240,000	3.24%	自上市之日起锁定12个月
4	温氏成长壹号(珠海)股权投资合伙企业(有限合伙)	2,880,000	2.88%	自上市之日起锁定12个月
5	深圳南海成长同赢股权投资基金(有限合伙)	2,880,000	2.88%	自上市之日起锁定12个月
6	邱力泉	2,830,000	2.83%	自上市之日起锁定12个月
7	王海容	2,400,000	2.40%	自上市之日起锁定12个月
8	张兴莹	2,250,000	2.25%	自上市之日起锁定12个月
9	宁波梅山保税港区众力锐创业投资合伙企业(有限合伙)	1,430,000	1.43%	自上市之日起锁定12个月
10	唐国贞	600,000	0.60%	自上市之日起锁定12个月
	合计	71,670,000	71.64%	-

注：上表中合计数与明细数直接相加之和在尾数上如有差异，为四舍五入原因造成。

图6：实际控制人



资料来源：首次公开发行股票并在创业板上市之上市公告书；东兴证券研究所 资料来源：首次公开发行股票并在创业板上市之上市公告书；东兴证券研究所

2. 新能源汽车打开尼龙管路市场空间

2.1 尼龙管路具备轻量化、可集成化优势

尼龙是塑料的一种，是聚酰胺的俗称，简称 PA。包括 PA6、PA66、PA12、PA610、PA612 等。尼龙管路则是以尼龙为主要原材料加工而成的单层和多层管。据公司招股书，公司尼龙管路主要原材料为 PA12、PA6。

汽车管路根据材质不同大致分为金属管路（钢或铝）、橡胶管路及塑料管路。与金属、橡胶管路相比，尼龙管路具备明显轻量化优势。据《尼龙水管在新能源汽车上的应用》（万星荣），以常用的橡胶 EPDM 和尼龙 12（PA12）对比，EPDM 密度为 $1.2 \times 10^3 \text{ kg/m}^3$ ，尼龙 12 密度 $1.02 \times 10^3 \text{ kg/m}^3$ ，尼龙 12 密度较小。制成水管之后，尼龙水管壁厚较小。以内径 15mm~18mm 的水管为例，橡胶水管壁厚为 3.5~4mm，而尼龙水管仅为 1.25~1.5mm。综合下来，水管材料可以减重约 65%。同时，在连接方式上，橡胶管路需要使用金属卡箍连接固定，而尼龙管路使用直接连接，减少了金属卡箍的使用，尼龙管路方案更具备轻量化效果。

尼龙管路更容易实现集成化方案。橡胶管路由于质量较大，不适合设计较长的管路，否则会造成管路下坠或者固定点过多。因此，通常的设计方案是使用金属管+橡胶管结合的方式。尼龙管则可采用一体成型的方式制作完整的水管，减少了接口数量，从而减少了泄漏的风险点，也减少了零件的数量，降低了零部件的管理成本。此外，尼龙管路在耐油性、抗燃油和醇渗透能力、耐臭氧性也优于橡胶管路。

图7：不同材质的管路优劣势对比

性能	橡胶	金属（钢或铝）	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（密封及析出）	中	中	优
安装便利性	慢	慢	快

资料来源：瀚联股份招股书说明书；东兴证券研究所

2.2 新能源汽车打开尼龙管路市场空间

传统燃油车时代，尼龙管路主要应用在汽车燃油、气的输送管道上。瀚联股份的尼龙管路就主要用在发动机的燃油管路，蒸发排放管路、曲轴箱通风管路和制动真空管路等。这与尼龙管路不能承受更高的温度有关，即其耐高温性能比较差。据《尼龙水管在新能源汽车上的应用》（万星荣），大部分尼龙材料的工作温度小于 120°C ，而发动机冷却液会超过 120°C 。因此，在传统内燃机车中，发动机、变速箱的冷却系统中使用的管路仍然以橡胶管路为主。而尼龙管路更多的集中在燃油、蒸发等系统，用于运输燃油和气等。

图8：传统燃油车的管路应用情况

传统燃油车使用领域	应用部位	当前使用材料
动力系统	燃油管路	尼龙多层管
	蒸发管路	尼龙多层管
	曲轴箱通风 PCV	尼龙单层或多层管
	发动机/变速箱真空、通气管	橡胶或尼龙单层管
	进气管路（包括涡轮增压）	吹塑管、橡胶、硅胶等
	发动机/变速箱油冷管	尼龙或橡胶管
	涡轮增压器专用油水管路	金属管
汽车空调及热管理系统	空调管路	铝合金及金属/橡胶复合管
	暖风水管	橡胶管
	发动机/变速箱热管理水管	橡胶及少量尼龙
	中冷器（增压车）冷却水管	橡胶或尼龙管
转向系统	液压助力管	橡胶/金属复合管

资料来源：瀚联股份招股说明书；东兴证券研究所

尼龙管路更适合新能源汽车热管理系统。传统燃油车的热管理系统主要包括两个子系统，一是发动机和变速箱共用的冷却系统，二是汽车空调系统。纯电动汽车虽然取消了发动机，但是新增了更多发热元件，如电池、电机、电控和减速器。这些部件都需要热管理系统，仍然保留空调系统。插电式混动汽车则是同时具备发动机、三电热管理系统和空调系统。

目前，新能源汽车三电冷却系统主流方案是采用水冷，且机电电控和电池的工况温度基本都在 100° C 以内，这正是尼龙管路适用的温度范围。同时，尼龙管路更优的轻量化效果、集成化设计优势使得其更适合作为新能源汽车热管理系统管路。

图9：新能源汽车三电系统工况及适合管路材质

表 1 不同位置对应的尼龙冷却液管结构推荐
 Table 1 Recommendation of the nylon coolant pipe structure's about different positions

位置	工况	泄漏量要求	主推荐结构/材料
机电电控冷却管	<80 °C, <1.5 bar	<5 cc/min	PA12
电池温控管	<80 °C, <1.5 bar	<5 cc/min	PA12
采暖软管	<100 °C, <1.5 bar	<5 cc/min	PA612、PA12、PPS 等
除气管	<100 °C, <1.5 bar	<2 cc/min	PA612、PA12、PPS 等
底盘水管	<60 °C, <1.5 bar	<2 cc/min	PA12
电池包内水管	<80 °C, <1.5 bar	<2 cc/min	主管为 PA12 光管 支管为 PA12 波纹管

资料来源：《新能源汽车冷却液管路的发展趋势》（王娟）；东兴证券研究所

图10：新能源汽车管路应用领域

纯电及混动汽车使用领域	应用部位	未来使用材料趋势
汽车空调及三电系统热管理	空调管路	铝合金及金属/橡胶复合管/尼龙管
	暖风水管	橡胶或波纹尼龙管
	电机冷却水管	尼龙管
	电控冷却水管	尼龙管
	电池包热管理水管	尼龙管
	自动驾驶系统冷却水管	尼龙管

资料来源：瀚联股份招股说明书；东兴证券研究所

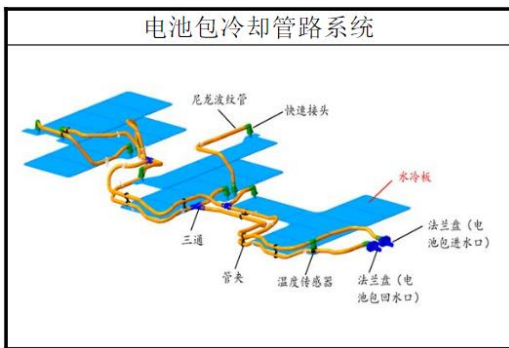
尼龙管路在新能源汽车的单车价值量提升，单件价格更高：据瀚联股份招股说明书，根据公司对主要客户的供货情况分析，目前传统燃油车尼龙管路单车平均价值约为 440 元。而新能源汽车热管路系统更为复杂，以电池包的热管理系统为例，电池包内的温度环境对动力电池的整体性能，如电池的容量、功率、充放电功率、安全性和寿命都有很大的影响。

在成熟的电池包冷却方案中，电池冷水板是电池的散热模块，电池产生的热量传入冷水板，冷水板内部设有多条冷却液通道，冷却液将电池热量带走，从而实现电池降温的效果。电池包冷却管路系统连接电池水冷板的进出口端口，使冷却液不断循环。因此，对管路的密封效果、传输速率、机械强度、抗拉伸等指标具有高

标准需求。随着电池包容量的增加，起到冷却效果的水冷板在电池包内的分布密度和数量呈现递增趋势，所需要的管路系统增加，快速接头、管路、传感器、流体控制件和阀等单车使用量显著提升。

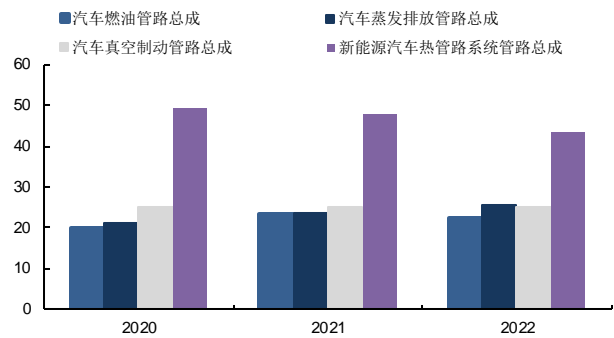
由于新能源管路总成属于定制化产品，不同的车型、电池类型、电池包设计对应搭载的尼龙管路也存在明显差异。我们无法找到权威的新能源汽车尼龙管路的单车价值量数据。但从趋势上看，新能源汽车使用尼龙管路的场景更多，设计方案也比燃油车更为复杂，新能源汽车尼龙管路单车价值量将高于燃油车。

图11：新能源汽车电池包冷却系统中的管路



资料来源：公司招股说明书；东兴证券研究所

图12：公司新能源与发动机管路单价对比 元/件



资料来源：溯联股份招股说明书；东兴证券研究所

3. 溯联股份的竞争力分析

3.1 汽车电动化重塑尼龙管路格局

传统汽车管路以外资、合资企业为主。汽车管路事关汽车供油、气以及热管理系统运行，属于汽车安全部件。在传统燃油车时代，我国汽车尼龙管路主要以外资、合资企业为主。外资供应商包括 TI 邦迪管路、美国库博标准、日本 Sanoh 等，国内企业规模较大的合资企业有凌云股份与 Georg Fischer 以 50:50 股比设立的三家汽车管路业务的公司，分别是上海亚大汽车零部件有限公司、河北亚大汽车零部件有限公司、长春亚大汽车零部件有限公司。国内尼龙管路企业还有标榜股份（301181.SZ）、溯联股份。橡胶管路公司鹏翎股份（300375.SZ）、川环科技（300547.SZ）也具备一定规模的尼龙管路业务。

管路行业的多层认证体系导致该领域相对封闭。与其他汽车安全件一样，主机厂对管路供应商的选择严格谨慎。在满足第三方 IATF16949 质量管理体系认证外，还需要满足各整车厂质量认证。汽车管路总成由管体、阀体和连接件构成，连接件和阀体作为关键零部件需要单独认证。即使配方和结构满足客户的图纸，管路供应商若是采用主机厂未曾使用过的配件，都需要进行单独的认证工作，包括寿命试验和长期路试，合资整车厂甚至需要供应商承担费用将产品拿到车型原设计国完成，收费极高，而若采用其它供应商已经取得认证的管材和连接件进行组装则会大幅增加成本和开发响应时间。

受益传统汽车工业的发展及严格的多层认证体系，外资管路企业起步早，具备技术先发优势，使得我国及全球传统汽车管路领域以外资、合资企业为主。我国管路企业虽然在传统汽车领域逐步取得更多市场份额，但仍普遍存在部分接头、阀体类部件需采购指定认证供应商产品的局面。如标榜股份、溯联股份的原材料采购据包含一定比例的外购件，阀泵等功能件、塑料件或注塑件。

图13：标榜股份原材料采购情况

图14：溯联股份原材料采购情况

单位：万元、万件、吨

采购原材料	2021年1-6月		2020年度		2019年度		2018年度	
	采购金额	采购数量	采购金额	采购数量	采购金额	采购数量	采购金额	采购数量
水泵等功能件	4,822.58	395.59	11,975.88	973.74	11,330.69	900.42	7,506.82	733.13
塑料件	5,348.18	492.00	15,813.01	1,698.25	17,583.98	2,535.36	6,844.02	1,757.00
塑料粒子	2,449.30	641.44	5,377.80	1,708.44	4,519.96	1,472.87	3,514.15	1,022.27
橡胶件	1,622.09	2,585.92	3,323.22	5,717.73	2,970.94	4,982.36	1,875.26	2,614.90
金额合计	14,242.15		36,489.91		36,405.57		19,740.25	
主营业务成本-直接材料金额	13,246.19		37,163.04		34,127.90		19,454.53	
主要材料采购金额变动	-21.94%		0.23%		84.42%		18.07%	
主营业务成本-直接材料变动	-28.71%		8.89%		75.42%		23.72%	

资料来源：标榜股份招股说明书；东兴证券研究所

名称	2022年度		2021年度		2020年度	
	采购金额	采购数量	采购金额	采购数量	采购金额	采购数量
尼龙类原材（吨）	14,473.65	1,905.09	10,970.81	1,504.26	10,599.42	1,403.97
其他类原材（吨）	2,249.57	996.62	2,289.91	1,017.85	1,799.15	766.46
控制阀/传感器（万件）	7,685.73	567.75	6,981.59	409.07	5,952.39	359.31
注塑件（万件）	9,080.81	22,355.59	7,975.35	21,610.75	6,719.91	17,380.19
橡胶密封件（万件）	2,865.44	16,218.03	3,013.65	15,240.80	3,663.84	13,671.64
管路护套/橡胶管（万件）	4,587.34	3,813.37	3,111.85	2,877.13	2,509.84	2,320.98
金属制品（万套）	646.53	833.86	408.97	461.74	336.46	405.42
其他物资（万件）	8,962.45	4,333.56	6,645.85	3,619.79	2,790.54	2,639.47
快速接头（万件）	5,322.88	1,062.47	3,173.98	614.21	1,757.91	340.18
电费（万度）	1,263.10	1,709.44	1,007.71	1,493.38	842.04	1,215.69
水费（万吨）	42.34	9.56	26.81	6.66	15.00	3.47
合计	57,179.83		45,606.48		36,986.50	

资料来源：潮联股份招股说明书；东兴证券研究所

主要外资合资公司情况：

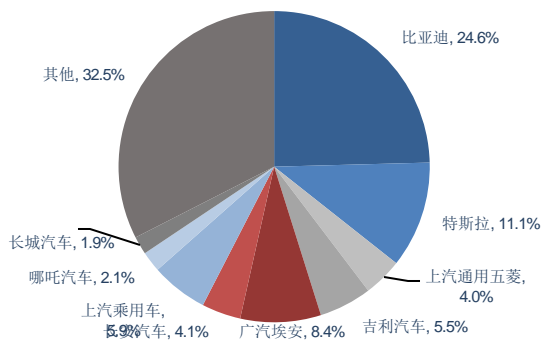
TI 邦迪管路：公司于 1922 年成立于底特律，第一份合同来自于福特 T 型车的燃气管路。公司业务主要分成两大块，一块是 FCS，涵盖制动、燃油、空调、电池冷却管路及组件。一块是 FTDS，产品包括塑料油箱、塑料注油管、电子油泵及模块。据公司 2022 年报告，TI 实现收入 3268.3 百万欧元，其中 FCS 业务为 1869.7 百万欧元、FTDS 业务为 1398.6 百万欧元。据其 2022 年报，TI 在制动、燃油管路业领域全球份额大约为 29%，为全球该领域份额第一。2021 年报，公司前十大客户分别为大众汽车、现代汽车、奔驰、斯特兰迪斯、丰田、雷诺-日产、福特、宝马、通用和长城汽车。邦迪管路 1985 年就在中国设立第一家工厂，其 2020 年报提及在中国的布局，来着中国的收入占 2020 年收入的 23%，在中国建有 14 个生产基地，包括保定、北京、长春、广州、嘉定、南京、秦皇岛、上海、沈阳、天津、武汉和烟台等。

Cooper Standard 库博标准：总部位于美国密歇根州诺斯维尔，在 21 个国家/地区设有分支机构，是全球领先的密封和流体处理系统（管路）及组件供应商。库博标准的业务分为三大块，一块是密封业务，包括各种动态、静态以及特种密封等。第二块是燃油和刹车管路系统。据其 2022 年报，公司该业务市场份额为全球前二。第三块为流体管路系统，产品涵盖除刹车及燃油外如变速箱、涡轮增压、DPF 等管路。2022 年库博标准营业收入为 25.25 亿美元，其中燃油和刹车管路系统业务约为 6.31 亿美元，该业务来自亚太地区的收入为 9674 万美元，流体管路系统收入约为 4.77 亿美元，来自亚太地区的收入贡献为 6453 万美元。公司前五大客户（收入占比）分别为福特（25%）、通用汽车（19%）、斯特兰迪斯（14%）、大众（5%）和戴姆勒（4%）。

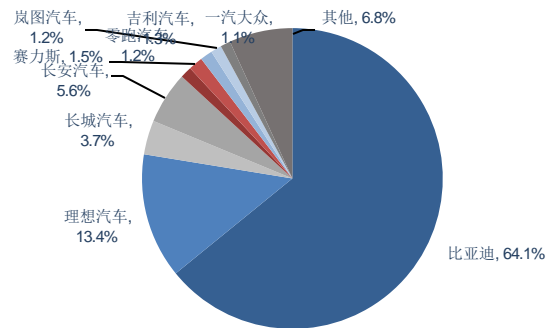
日本 Sanoh：成立于 1939 年，初期从事航空工业，60 年代开始制造汽车燃油管路。据其 2022 年报，公司于 80 年代开始全球化布局。2010 年后，Sanoh 已经实现美洲（1 家）、欧洲（5 家）、中国（6 家）和亚洲（除中国外，4 家）全球布局。Sanoh 的管路业务涵盖多种材质，包括金属管路（钢、铝）、塑料管路等。汽车管路主要包括燃油管路和刹车管路。公司 2021 财年实现 Net sales 为 115.9 十亿日元，其中汽车管路业务占比约 50%。

亚大系：凌云股份与 Georg Fischer 以 50:50 股比设立的三家汽车管路业务的公司，分别是上海亚大汽车零部件有限公司、河北亚大汽车零部件有限公司、长春亚大汽车零部件有限公司。三家公司主要从事汽车流体管路业务，产品包括燃油系统管路、制动系统管路、增强管路系统管路、冷却系统管路、管路快速接头和阀类等。客户涵盖国内主流自主和合资企业，如长城、长安、吉利、比亚迪、通用、福特、奥迪、奔驰等。据凌云股份 2022 年报，河北亚大汽车收入为 153,553.05 万元，净利润 18,916.19 万元；长春亚大汽车收入为 80,348.08 万元，净利润为 6,631.74 万元；上海亚大汽车收入为 199,411.46 万元，净利润 15,588.61 万元。

汽车电动化将重塑汽车尼龙管路格局。上述外资、合资企业的管路业务收入规模大于国内企业,瀚联股份 2022 年营收约为 8.49 亿元,标榜股份约为 5.18 亿元,鹏翎股份 2021 年的尼龙管路业务收入为 1.45 亿元(2022 未单独披露)。但纯电动汽车(BEV)和插电式混动汽车(PHEV)的热管理系统增加更多尼龙管产品,且我国自主品牌车企走在新能源行业前列。据乘联会,2023.1-5 我国纯电动乘用车、插电混动乘用车销量 TOP10 均以自主车企为主(BEV 特斯拉除外)。与成熟的燃油车产品不同,目前新能源汽车在电池、电驱动系统及空调的热泵系统等主模块的技术标准并未统一。对上述部件的热管理系统冷却管路的材质、性能等技术要求也未趋于一致。新的尼龙管路产品、由自主车企主导新能源汽车市场有望打破管路总成的竞争格局。国内具备核心技术、强市场开拓力和成本控制力的优秀企业有望成为新能源汽车尼龙管路的**核心供应商**。

图15: 2023.1-5 纯电动乘用车 TOP10 销量占比


资料来源: 乘联会, 东兴证券研究所注: 特斯拉为国内零售, 其余为批发

图16: 2023.1-5 月插电混动乘用车 TOP10 销量占比


资料来源: 乘联会, 东兴证券研究

3.2 瀚联股份的竞争优势: 研发、市场拓展的高效率与高毛利率

公司在核心部件上研发实力较强,自主研发了多种管路快速接头锁紧结构技术、控制阀及管路消音器技术。快速接头是尼龙管路总成的核心部件,且该部件需要通过主机厂的单独认证。国内多数尼龙管路企业仍然需要对外采购接头等部件。瀚联股份于 2003 年率先研发出第一款快速接头并获得专利,成为国内最早实现汽车管路快速接头量产的公司之一。公司的快速接头系列已经获得多家整车厂认可,在国内处于领先地位。

公司自主研发的多种锁紧结构快速接头,包括按钮式快速接头、拉扣式快速接头、推拉式快速接头、推扣式快速接头、不可拆卸式快速接头 5 大类,获得 7 项发明专利、25 项实用新型专利和 3 项外观专利,另有 15 项发明专利(9 项新能源汽车冷却管路快速接头及 6 项通用型快换接头专利)正在审核中。我们查阅了国家知识产权局,2021 年以来,瀚联股份申请并已授予的与连接技术相关专利 19 个,处业内领先地位。

表1: 瀚联股份 2021 年以来连接技术相关专利

申请日	公开号	发明名称
2023. 04. 06	CN116146804A	自动容差的连接装置
2022. 07. 21	CN217713755U	一种便于调整流向的连接装置
2022. 07. 21	CN115076419A	便于调整流向的连接装置
2022. 07. 21	CN217713754U	一种多向连接装置
2022. 07. 05	CN115031077A	双锁止器的快速连接装置
2022. 07. 05	CN217540029U	一种双锁止器的快速连接装置
2021. 11. 05	CN216768691U	一种新能源汽车管路连接装置校验卡套

2021. 11. 05	CN114110280A	一种用于新能源管路系统双向快速截流连接装置
2021. 11. 05	CN114135729A	一种新能源汽车冷却管路用双锁止连接器
2021. 11. 05	CN216479528U	一种新能源汽车管路用双锁止连接装置
2021. 11. 05	CN114110279A	一种新能源汽车冷却管路连接装置校验卡套机构
2021. 11. 05	CN216768695U	一种新能源管路系统用新型双向快速截流连接装置
2021. 09. 18	CN113814566A	新能源汽车冷却系统接头激光焊接机构
2021. 09. 17	CN113857813A	新能源汽车冷却系统管路接头装配抽芯机构
2021. 09. 17	CN113909868A	新能源汽车冷却接头定位卡自动装配机构
2021. 07. 05	CN113483179A	防错双锁止快速连接器
2021. 07. 05	CN215568800U	一种防错双锁止快速连接器
2021. 07. 02	CN113404958A	自动连接的安全管接头
2021. 07. 02	CN215173106U	一种自动连接的安全管接头

资料来源：国家知识产权局-专利检索及分析 东兴证券研究所

研发效率高，市场开拓能力强。汽车管路总成属于定制化产品，整车厂每推出一款新车型，均需要供应商在原材料的选用、产品技术性能、管路的装配方案等根据客户的特定需要配套设计。新能源汽车时代，车型推出节奏加快，周期缩短。因此汽车管路企业的研发效率、市场反应能力是决定其能否争取到订单的关键。从瀚联股份的发展历程看，公司研发步步为营，方向贴合行业发展趋势，不断取得核心产品的突破，并开拓更多的应用领域。2022 年公司在储能及氢燃料电池领域的管路产品已具备达到量产状态。

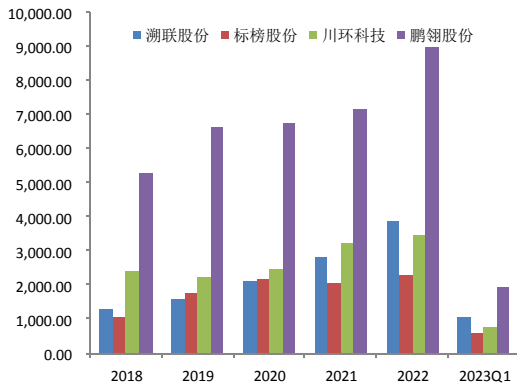
- 1999 年成立初期，公司产品为单层管管材、塑料管夹等紧固件产品，以及气压制动软管总成产品。不具备快速接头研发和生产能力。
- 2003 年，公司获得拉扣式快速接头专利，为国内最早实现该产品量产的企业之一，率先在长安汽车应用。
- 2005 年，公司获得按钮式快速接头专利，率先在长安汽车应用；同年，公司成功开发真空制动软管总成产品，率先在上汽通用五菱得到应用。
- 2009 年，为适应《国家第四阶段机动车污染物排放标准》要求，公司成功开发了以 PA6 合金为阻隔层的三层管，并应用于多家整车厂和汽车零部件厂家。
- 2011 年，公司成功开发曲轴箱通风管产品，率先在上汽通用汽车公司使用。
- 2013 年，公司成功开发 PVC 天窗排水管产品，率先在长安汽车应用，陆续应用到长安铃木等整车厂。
- 2015 年，公司成功开发了导电五层管，并率先在长安汽车应用，后推广到赛力斯等整车厂；公司获得推拉式快速接头获得专利，率先在长安汽车实现应用。
- 2016 年，公司的真空制动软管单向阀、双向阀开发成功，实现关键零部件国产化，并率先在长安等应用。
- 2017 年，公司成功研发了以氟塑料为内层的多层管产品，该产品已在比亚迪大量应用。公司成功开发了真空制动软管文氏阀产品，该产品已经在赛力斯大量应用。
- 2018 年，公司新能源汽车电池冷却管路零部件及管材研发成功，并成功开发了塑料波纹管类产品。
- 2019 年，公司的新能源热管理系统水管产品开始向客户批量供货，公司已作为一级供应商向长安汽车、比亚迪、金康新能源等新能源汽车整车生产厂商供货，并通过向纳百川、宁德时代等新能源汽车零部件

生产企业小批量交付相关产品，将电池冷却管路总成将应用于江铃汽车、东风日产、一汽海马、蔚来汽车、赛力斯、东风悦达起亚、长城汽车、吉利汽车、路特斯等品牌的新能源汽车。

- 2021年，公司的电网储能电池模组冷却管路开发成功。同时，公司还获得氢能燃料电池管路的产品定点，于2022年进入量产阶段。
- 2022年，公司的储能及燃料电池管路产品进入量产阶段，热管理管路全车系统集成化技术方案获得客户定点，进入同步开发阶段。同年，公司立项并完成了带控制回路的储能冷却管路系统、换电系统连接模块、热管理系统八通道流体控制模块、空气悬架高压管路、冷媒管路等产品的前期研发工作。

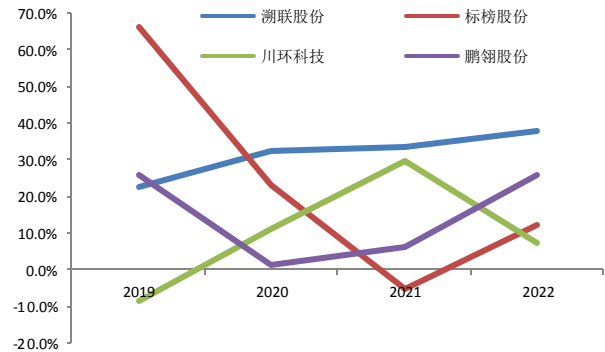
研发费用上，2022年溯联股份研发费用为3841.7万元，低于鹏翎股份，高于其他几家管路公司。2019-2022年溯联股份研发费用复合增速为34.6%，明显快于可比公司。

图17: 主要管路上市公司研发费用对比 单位: 万元



资料来源: iFinD; 东兴证券研究所

图18: 主要管路上市公司研发费用增速

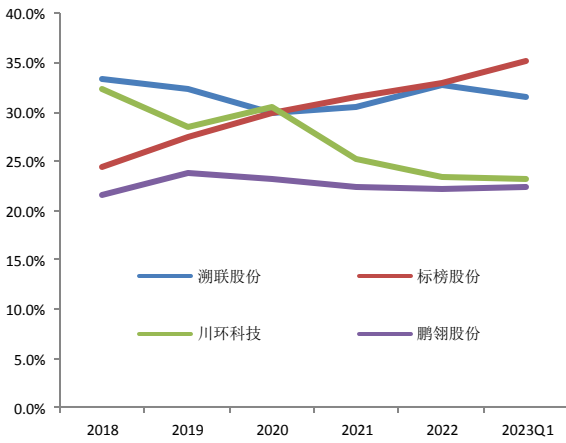


资料来源: iFinD; 东兴证券研究所

高毛利率、强成本控制能力。综合毛利率看，溯联股份2022年为32.7%，仅次于标榜股份的32.9%。2018-2019溯联股份毛利率也高于可比公司。由于川环科技、鹏翎股份主要产品以橡胶管为主，工艺、原材料差别较大，可比性相对较低。与标榜股份的动力系统尼龙管路业务相比，溯联股份的燃油管路和蒸发排放管路毛利率也高于标榜。公司取得较高业务毛利率与其子部件如接头、阀等的自制比例相对较高有关。据标榜股份及溯联股份招股书，溯联股份原材料采购金额中，尼龙等原材料采购金额占比高于标榜股份，而控制阀\传感器、注塑件等采购比例低于标榜股份。

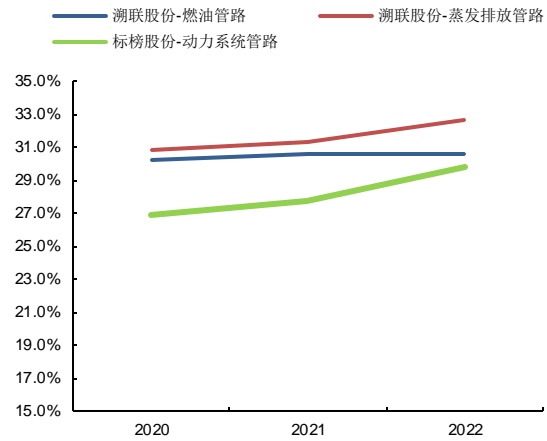
图19: 综合毛利率对比

图20: 发动机尼龙管路毛利率对比



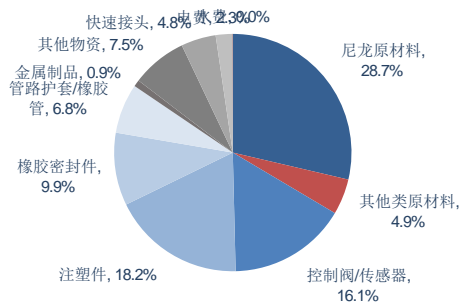
资料来源: iFinD; 东兴证券研究所

图21: 溯联股份主要原材料采购金额占比-2020

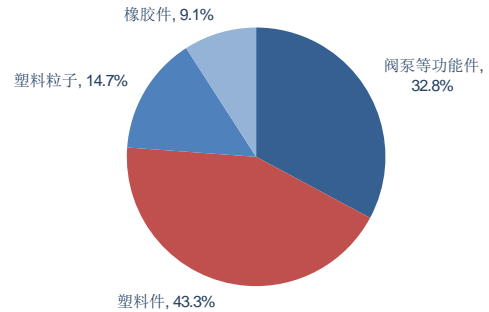


资料来源: 溯联股份招股说明书; iFinD; 东兴证券研究所

图22: 标榜股份主要原材料采购金额占比-2020



资料来源: 溯联股份招股说明书; 东兴证券研究所

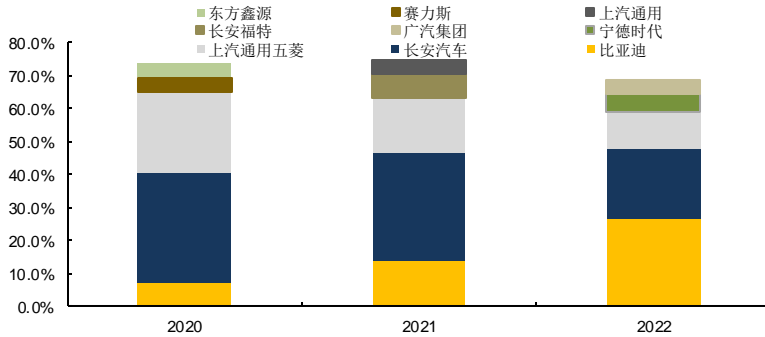


资料来源: 标榜股份招股说明书; 东兴证券研究所

公司在新能源业务实现了更全面的客户拓展。传统燃油车时代, 公司客户主要集中在长安汽车、上汽通用五菱和比亚迪。其中长安汽车一直是公司重要的大客户。2018年起, 公司深化了与宁德时代、比亚迪等动力电池企业的业务合作, 并于次年开发出国内领先的电池包内专用水管快换接头, 并成为宁德时代电池包平台的指定二级配件, 可为动力电池和储能产品供货。2022年, 宁德时代成为公司第四大客户, 贡献营收4912.32万元, 占比5.78%。此外, 比亚迪的收入占比持续提升, 2022年成为公司第一大客户, 贡献营收约2.25亿元, 占比26.46%。除比亚迪和宁德时代以外, 据公司招股书, 公司新能源汽车客户还包括: 直接配套小鹏汽车(P7/P5/G9等)、岚图汽车、赛力斯(问界等)、长安系(深蓝、阿维塔); 间接配套长城欧拉、蔚来汽车(ES8\ES6\ET7)、理想汽车(L9等)、广汽埃安(Aion Y)等。其中间接配套客户是公司通过将电池冷却管路产品配套至宁德时代、纳百川等企业再配套至整车企业。

由此可见, 公司在新能源汽车领域, 客户结构更加多元, 既涵盖整车、电池龙头企业, 如比亚迪、宁德时代, 同时更多的新能源整车企业成为公司的客户。这与公司在尼龙管路总成较强的配套能力(具备快速接头、同步研发、较快的市场反应能力等)有关。

图23: 2020-2022年公司前五大客户营收占比



资料来源：瀚联股份招股说明书；东兴证券研究所

4. 盈利预测与估值

基于以上分析，我们对公司主要业务进行以下判断：

- 发动机相关管路总成业务：**发动机燃油管路总成和蒸发排放管路总成，该两项业务主要与传统燃油车和混动汽车（HEV 和 PHEV）市场相关。伴随汽车排放要求的提高和混动车型占比的提升，蒸发排放管路会更加复杂，单车价值量有提升趋势，我们预计，公司两项业务有望维持稳定态势，2023-2025 年两项业务收入合计增速预计分别为 10.8%、9.4%和 9.4%。
- 新能源汽车热管理系统管路总成业务：**受益新能源汽车行业增长以及公司在该领域的竞争优势，我们认为，公司该业务有望维持较高增长速度。2023-2025 年公司新能源汽车热管理系统管路总成业务增速预计分别为 70.2%、60.1%和 51.9%。

因此，受益新能源汽车行业发展，尼龙管路市场空间有望扩大，且原有竞争格局将得到重塑。瀚联股份有望凭借较强的研发、市场开拓等能力，在新能源汽车尼龙管路市场取得更高的市场份额。我们看好公司中长期发展，预计公司 2023-2025 年将实现归母净利润 1.87 亿元、2.29 亿元和 2.81 亿元，对应 EPS 为 1.87、2.28 和 2.81 元，PE 为 24X、20X 和 16X。首次覆盖，给予“推荐”评级。

5. 风险提示

公司新能源汽车相关产品推广不及预期，新能源汽车行业发展不及预期，汽车行业景气度不及预期。

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产合计	519.78	638.21	2,183.30	2,500.89	2,894.03	营业收入	725.80	849.18	1,025.26	1,248.55	1,538.03
货币资金	30.18	90.21	1,518.41	1,676.43	1,860.58	营业成本	504.22	571.31	679.86	830.58	1,025.87
应收账款	321.43	314.93	394.42	489.11	613.54	营业税金及附加	4.53	5.47	6.65	7.97	9.90
其他应收款	3.04	1.95	0.70	0.84	1.02	营业费用	18.93	21.11	27.53	32.85	38.85
预付款项	0.71	0.92	1.37	1.67	2.05	管理费用	40.44	41.32	50.89	60.73	73.32
存货	165.18	231.13	253.04	315.32	397.24	财务费用	1.18	2.18	-1.46	-5.28	-5.99
其他流动资产	0.33	0.34	15.23	17.35	19.36	研发费用	27.86	38.42	49.17	61.07	74.48
非流动资产合计	258.21	352.39	343.05	333.06	324.05	资产减值损失	-4.92	-2.14	-2.59	-3.15	-3.88
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动收益	0.04	-0.07	0.00	0.00	0.00
固定资产	108.78	266.65	263.65	255.19	246.10	投资净收益	-1.63	-1.13	-1.13	-1.13	-1.13
无形资产	33.33	33.23	33.35	33.45	33.54	加:其他收益	4.21	1.99	1.91	1.91	1.91
其他非流动资产	21.76	34.51	34.51	34.51	34.51	营业利润	126.34	168.02	210.83	258.24	318.49
资产总计	777.99	990.60	2,526.35	2,833.95	3,218.08	营业外收入	0.08	0.52	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	294.80	360.07	378.19	458.72	562.81	营业外支出	0.16	0.22	0.00	0.00	0.00
短期借款	15.00	42.50	0.00	0.00	0.00	利润总额	126.26	168.33	210.83	258.24	318.49
应付账款	220.84	252.46	300.51	363.82	445.65	所得税	14.94	15.32	23.03	28.77	36.20
其他流动负债	58.96	65.11	77.68	94.90	117.16	净利润	111.32	153.00	187.80	229.47	282.30
非流动负债合计	15.77	10.11	7.66	5.27	3.01	少数股东损益	0.92	0.00	0.78	0.95	1.17
长期借款	14.75	10.11	7.66	5.27	3.01	归属母公司净利润	110.40	153.00	187.02	228.52	281.13
其他非流动负债	1.02	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率					
负债合计	310.57	370.18	385.85	463.99	565.82		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	0.00	0.00	0.78	1.72	2.89	成长能力					
实收资本(或股本)	75.03	75.03	100.04	100.04	100.04	营业收入增长	24.07%	17.00%	20.74%	21.78%	23.19%
资本公积	76.36	76.36	1,383.63	1,383.63	1,383.63	营业利润增长	20.26%	32.99%	25.48%	22.49%	23.33%
未分配利润	316.03	469.03	656.05	884.57	1,165.70	归属于母公司净利	26.53%	38.58%	22.23%	22.19%	23.02%
归属母公司股东权	467.42	620.42	2,139.72	2,368.24	2,649.37	获利能力					
负债和所有者权益	777.99	990.60	2,526.35	2,833.95	3,218.08	毛利率(%)	30.53%	32.72%	33.69%	33.48%	33.30%
现金流量表	单位:百万元					净利润率(%)	15.34%	15.34%	18.02%	18.32%	18.38%
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产净利润(%)	14.19%	15.45%	7.40%	8.06%	8.74%
经营活动现金流	115.87	117.45	161.32	168.08	192.91	ROE(%)	23.62%	24.66%	8.74%	9.65%	10.61%
净利润	111.32	153.00	187.10	228.77	281.61	偿债能力					
折旧摊销	22.72	26.06	20.14	20.79	19.81	资产负债率(%)	40%	37%	15%	16%	18%
财务费用	1.18	2.18	-1.46	-5.28	-5.99	流动比率	1.76	1.77	5.77	5.45	5.14
投资损失	1.63	1.13	1.13	1.13	1.13	速动比率	1.20	1.13	5.09	4.75	4.42
营运资金变动	-22.81	-64.53	-46.28	-78.03	-104.34	营运能力					
其他经营现金流	1.82	-0.39	0.69	0.69	0.69	总资产周转率	0.93	0.86	0.41	0.44	0.48
投资活动现金流	-69.80	-78.47	-21.92	-12.94	-12.49	应收账款周转率	2.83	3.29	3.14	3.07	3.01
资本支出	69.25	80.19	10.80	10.80	10.80	应付账款周转率	3.19	3.35	3.31	3.28	3.25
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)					
其他投资现金流	-139.05	-158.66	-32.72	-23.74	-23.29	每股收益(最新摊薄)	1.10	1.53	1.87	2.28	2.81
筹资活动现金流	-44.22	13.65	1,288.79	2.88	3.73	每股净现金流(最新)	0.71	0.88	0.88	1.37	1.56
短期借款增加	10.00	27.50	-42.50	0.00	0.00	每股净资产(最新摊)	4.67	6.20	21.39	23.67	26.48
长期借款增加	5.75	-4.64	-2.45	-2.39	-2.26	估值比率					
普通股增加	0.00	0.00	25.01	0.00	0.00	P/E	41.09	29.65	24.26	19.85	16.14
资本公积增加	-14.93	0.00	1,307.27	0.00	0.00	P/B	9.71	7.31	2.12	1.92	1.71
现金净增加额	1.85	52.62	1,428.20	158.02	184.15	EV/EBITDA	30.41	23.32	13.59	10.89	8.50

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	汽车行业跟踪点评：6月销量快速反弹，下半年政策拉动叠加供需改善行业复苏可期	2022-07-12
行业深度报告	汽车零部件铝压铸行业报告：铝压铸前景广阔，一体化压铸渐行渐近	2022-05-27
行业普通报告	汽车行业：新能源补贴退坡符合预期，需求驱动成主导	2022-01-04
行业深度报告	东兴证券汽车行业 2022 年度策略：行业周期复苏与零部件格局重塑	2021-12-06
行业深度报告	【东兴汽车】汽车行业研究报告：智能驾驶之路	2021-05-18
行业普通报告	汽车行业报告：智能电动化下自主企业大机遇	2021-04-20
行业深度报告	汽车行业：OTA 催化乘用车消费大变革	2021-01-13
行业普通报告	汽车行业：如何看五菱宏光 MINIEV 月销量破 3 万辆？	2020-12-06
行业普通报告	汽车行业：中国市场已成为特斯拉业务全球化重要一环	2020-11-18
行业普通报告	汽车行业：站在新能源车《规划》（至 35 年）上看造车“新势力”发展	2020-11-04

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

李金锦

南开大学管理学硕士，多年汽车及零部件研究经验，2009 年至今曾就职于国家信息中心，长城证券，方正证券从事汽车行业研究。2021 年加入东兴证券研究所，负责汽车及零部件行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526