



Research and
Development Center

热管理管路核心自制，电动化带来量价齐升

— 溯联股份(301397)公司首次覆盖报告

2023年7月22日

陆嘉敏
汽车行业首席分析师
S1500522060001
13816900611
lujiamin@cindasc.com

王欢
汽车行业分析师
S1500522100003
18643122434
wanghuan1@cindasc.com

证券研究报告

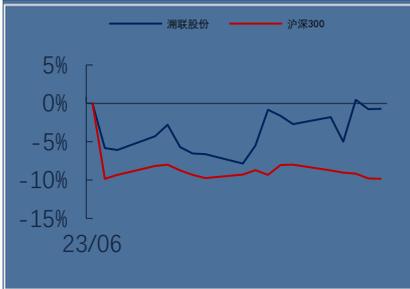
公司研究

公司首次覆盖报告

溯联股份 (301397)

 投资评级 **买入**

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	44.82
52 周内股价波动区间 (元)	45.35-41.60
最近一月涨跌幅 (%)	-6.62
总股本 (亿股)	1.00
流通 A 股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	44.84

资料来源：聚源，信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO., LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编：100031

溯联股份：热管理管路核心自制，电动化带来量价齐升

2023 年 07 月 22 日

报告内容摘要：

◆**尼龙管路优势明显，智能电动化带来量价齐升。**汽车尼龙管路应用范围包括汽车动力系统、冷却系统、新能源汽车电池包等，此前汽车管路以橡胶、金属材料为主。尼龙材料代替传统材料的核心优势在于轻量化、节能环保、绝缘、便于造型等。**1) 对于新能源车而言**，电动车新增电池包和更复杂的电子设备，对热管理精度要求更高，而尼龙管路重量更轻、绝缘性、耐高低温性能更好、使用寿命长，能通过更多变的造型节省车内空间，且成本更低，与新能源车匹配度更高。**2) 对于燃油车而言**，国三/四—国五—国六的排放切换过程中，排放标准的升级和趋严对整车燃油系统及节能减排提出更高要求，尼龙管路更轻，且内壁光滑可减小空气流动阻力，从而有利于改善发动机燃烧效率和动能输出。**3) 装配快速。**尼龙管路管端基本全部替换为快速接头，能有效提升安装效率，满足整车内卷时代的快速开发响应的需求。

◆**绑定头部新能源客户，核心零部件自制能力构筑竞争优势。**公司为国内尼龙管路龙头，深耕以尼龙等高分子材料为主要原材料的管路总成以及汽车流体控制件及紧固件二十余年，已实现流体管路设计、研发、生产自主化和产业化。**1) 打破外资垄断切入自主客户：**公司凭借性价比与安全可靠性优势成功打破外资和合资尼龙管路供应商的价格垄断，成为最早向长安、上汽通用五菱等自主品牌客户开发和量产尼龙管路的国内供应商，在稳定长期的合作关系中不断积累经验，开拓其他自主品牌新客户。**2) 关键部件自制率高：**公司在快速接头产品层面具备较强自制自研及自主创新能力，反观多数汽车管路厂商在接头等环节仍以外采为主。公司自主开发的流体管路快速接头能够使管路安装与更换更加方便，伴随管路用量提升，快速接头的用量也不断增加，关键部件自制有助于公司利润率高于同业水平。**3) 新能源客户开拓：**在新能源领域，公司作为 Tier 1 直接向比亚迪、长安、赛力斯、岚图、小鹏等车企供货；也作为 Tier 2 向宁德时代、欣旺达、瑞浦能源、国轩高科、孚能科技、蜂巢能源、纳百川等新能源汽车零部件企业交付电池冷却管路总成产品，终端配套蔚来、理想、东风、长城、北汽极狐、吉利、埃安、宝马等品牌新能源车型。

◆**切入储能管路大赛道，开辟第二成长曲线。**2018 年起，公司深化了与宁德时代、比亚迪的业务合作，2019 年公司开发出国内领先的电池包内专用水管快速接头，解决了能量密度大幅提升趋势下，电池包内部空间减少带来的热管理系统布局问题，并成为宁德时代电池包平台指定二级配件，为动力电池与储能产品供货。2021 年，公司的电网储能电池模组冷却管路开发成功，该产品较汽车产品规格更大、回路更复杂，能耐极寒、耐高温，可广泛应用于工商业、通讯、医院、社区、风电、光伏等储能场景。2022 年，公司储能与燃料电池管路产品进入量产，并完成了带控制回路的储能冷却管路系统立项，具备较强的技术前瞻性。公司储能业务绑定行业龙头，技术领先，具备较强先发优势，与新能源汽车配套业务协同共进，有望打造公司第二成长曲线。

◆**盈利预测与投资评级：**受益于汽车智能电动化趋势，管路行业有望迎来量价齐升。公司是国内汽车尼龙管路龙头企业，核心零部件自制率高，客户绑定头部自主及新势力品牌，并切入储能大赛道开辟第二增长曲线，有

望获得高于行业的增长速度。我们预计公司 2023-2025 年营业收入为 10.3、14.5、19.7 亿元，同比增长 21.5%、40.4%、35.9%；2023-2025 年归母净利润为 1.74、2.61、3.50 亿元，同比增长 13.9%、49.7%、34.2%。首次覆盖，给予“买入”评级。

◆**风险因素：**原材料价格波动风险；客户拓展不及预期；募投项目建设不及预期；新能源汽车渗透率提升不及预期。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	726	849	1,032	1,448	1,967
增长率 YoY %	24.1%	17.0%	21.5%	40.4%	35.9%
归属母公司净利润(百万元)	110	153	174	261	350
增长率 YoY%	26.5%	38.6%	13.9%	49.7%	34.2%
毛利率%	30.5%	32.7%	32.3%	32.0%	31.8%
净资产收益率 ROE%	23.6%	24.7%	8.8%	11.6%	13.5%
EPS(摊薄)(元)	1.10	1.53	1.74	2.61	3.50
市盈率 P/E(倍)	40.61	29.31	25.74	17.19	12.81
市净率 P/B(倍)	9.59	7.23	2.27	2.00	1.73

资料来源：聚源，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 07 月 21 日收盘价

投资聚焦.....	6
一、溯联股份：汽车尼龙管龙头，核心部件自制率高.....	7
1.1 专注管路及紧固件，新能源产品开发经验充足.....	7
1.2 尼龙管路产品全覆盖，绑定优势客户.....	8
1.3 新能源产品促毛利率提升，营收及利润稳步向上.....	11
1.4 股权集中度高，前两大股东合计持股超 53%.....	13
二、汽车管路：电动化带来市场扩容、格局变化.....	13
2.1 汽车管路的作用、分类、材料.....	13
2.2 电动化智能化趋势带来汽车管路行业扩容及格局变化机遇.....	14
2.3 尼龙管路：性能优势突出，乘新能源东风用量提升.....	16
三、竞争优势：实力突出的汽车管路龙头，增长潜力大.....	20
3.1 全面布局尼龙管路，快速接头核心技术领先.....	20
3.2 客户结构优质，绑定头部自主品牌有望持续高增.....	23
3.3 切入储能管路大赛道，开辟第二成长曲线.....	25
3.4 公司积极增发扩产，夯实研发基础.....	27
四、同业对比：溯联专注尼龙管路领域，盈利能力出色.....	28
五、盈利预测.....	29
六、投资建议.....	30
七、风险因素.....	31

表目录

表 1：溯联股份高管简介.....	8
表 2：溯联股份产品介绍.....	9
表 3：储能热管理各技术路线对比.....	15
表 4：汽车尼龙管路主要供应商.....	18
表 5：尼龙管路市场空间测算（亿元）.....	19
表 6：排放标准升级趋势下燃油管路演变历程.....	21
表 7：排放标准升级趋势下蒸发管路演变历程.....	21
表 8：排放标准升级趋势下曲轴通风管演变历程.....	22
表 9：电池包冷却管路系统特点.....	22
表 10：2020-2022 年公司前五大客户销售占比.....	24
表 11：2021-2022 年全球动力电池与储能电池出货量（GWh）.....	26
表 12：公司主要产品生产销售情况（单位：万件）.....	27
表 13：公司本次发行募投计划（单位：万元）.....	28
表 14：A 股同业公司对比.....	28
表 15：溯联股份收入拆分.....	30
表 16：溯联股份可比公司估值.....	31

图目录

图 1：公司主要产品.....	7
图 2：溯联股份产品研发历史沿革.....	8
图 3：公司汽车尼龙管路主要产品.....	9
图 4：溯联股份主要客户.....	10
图 5：公司前五大客户营收占比（%）.....	10
图 6：公司 2018-2022 营收及同比增速.....	11
图 7：公司 2018-2022 净利润及同比增速.....	11
图 8：公司 2022 年度分业务营收占比（%）.....	11
图 9：公司 2022H1 流体管路产品细分营收占比（%）.....	11
图 10：公司销售毛利率及净利率（%）.....	12
图 11：公司分产品线毛利率（%）.....	12
图 12：公司近年费用率水平（%）.....	12
图 13：公司 2022 年度营收分地区构成.....	12
图 14：公司营销网络布局.....	12
图 15：截至 2023 年 7 月 19 日溯联股份公司股权架构.....	13
图 16：汽车管路系统主要构成.....	14
图 17：传统燃油汽车热管理系统管路图.....	15
图 18：纯电新能源汽车热管理系统管路图.....	15
图 19：智能电动汽车热管理系统单车价值量提升.....	16
图 20：尼龙管路优点、原材料及主要应用场景.....	16

图 21: 尼龙、金属、橡胶管路具体性质对比	17
图 22: 燃油汽车与智能电动汽车热管理系统及管路材料选择	17
图 23: 公司新能源热管理系统管路总成单价下降 (单位: 元)	18
图 24: 尼龙管路上游注塑厂商情况	18
图 25: 汽车尼龙管路行业上下游	19
图 26: 公司汽车快速接头、控制阀产品	20
图 27: 2020-2022 年公司新能源业务营收及占比	23
图 28: 2020-2022 年公司同步开发营收及占比	23
图 29: 公司新能源业务主要客户以及合作模式	24
图 30: 公司主要产品向比亚迪配套车型	25
图 31: 2020-2022 年公司配套比亚迪销售金额与占比	25
图 32: 公司主要产品向长安配套车型	25
图 33: 2020-2022 年公司配套长安销售金额与占比	25
图 34: 储能业务主要应用场景	26
图 35: 2017-2022 年宁德时代动力电池与储能收入及增速	27
图 36: 营业收入同业对比 (亿元)	29
图 37: 毛利率同业对比 (%)	29
图 38: 净利率同业对比 (%)	29
图 39: 研发费用占比同业对比 (%)	29

投资聚焦

行业层面：尼龙材料因其较低的自重有利于汽车实现轻量化、环保节能化发展，已逐渐应用于汽车内饰件、外饰件、结构功能件、汽车管路等位置。以塑料尼龙为原材料的汽车管路具备良好的机械性能、耐腐蚀、耐高温和绝缘性，相较于传统金属、橡胶管路更加适配新能源汽车，因此**汽车管路有望成为汽车以塑代钢核心应用领域**。公司作为国内汽车尼龙管路龙头，动力系统管路在国内市场占有率达到 10%左右，有望持续受益于汽车轻量化东风及以塑代钢的行业趋势。

公司层面：公司尼龙管路总成产品配套汽车及储能两大领域，汽车领域配套比亚迪、长安、赛力斯、岚图、小鹏等主机厂，储能管路配套宁德时代、比亚迪等，**客户质地优良且增长可期，有望充分受益于客户销量增长形成业绩共振**。公司在关键零件上率先摆脱进口依赖，实现“尼龙管路快速连接接头”高度自制，因此**盈利能力位居行业前列**。由于新能源汽车热管理系统更复杂，公司尼龙管路配套**单车价值量有望从 440 元左右提升至约 1200 元左右**。

募投项目：2022 年公司产能利用率高达 95.9%。考虑公司未来产品线与客户群的不断拓展，市场占有率进一步提升，**产能不足将成为制约公司发展的重要因素，募投项目的实施有望缓解公司在生产场地、设备方面的局限性，提升新产品产业化能力，不断拓展收入来源**。据公司招股书，募投项目建成后预计公司产能：各类汽车流体管路总成 1347 万件/年，新能源车热管理管路总成 80 万件/年、其他流体管路 800 万件/年、汽车流体控制件 300 万件/年、紧固件 8000 万件/年以及其他部件 200 万件/年。项目建设期为 24 个月，第三/四年达到设计能力的 60%/80%，第五年完全达产；本项目达产后，**预计将新增年收入 4.1 亿元，年利润总额 6252.3 万元**。

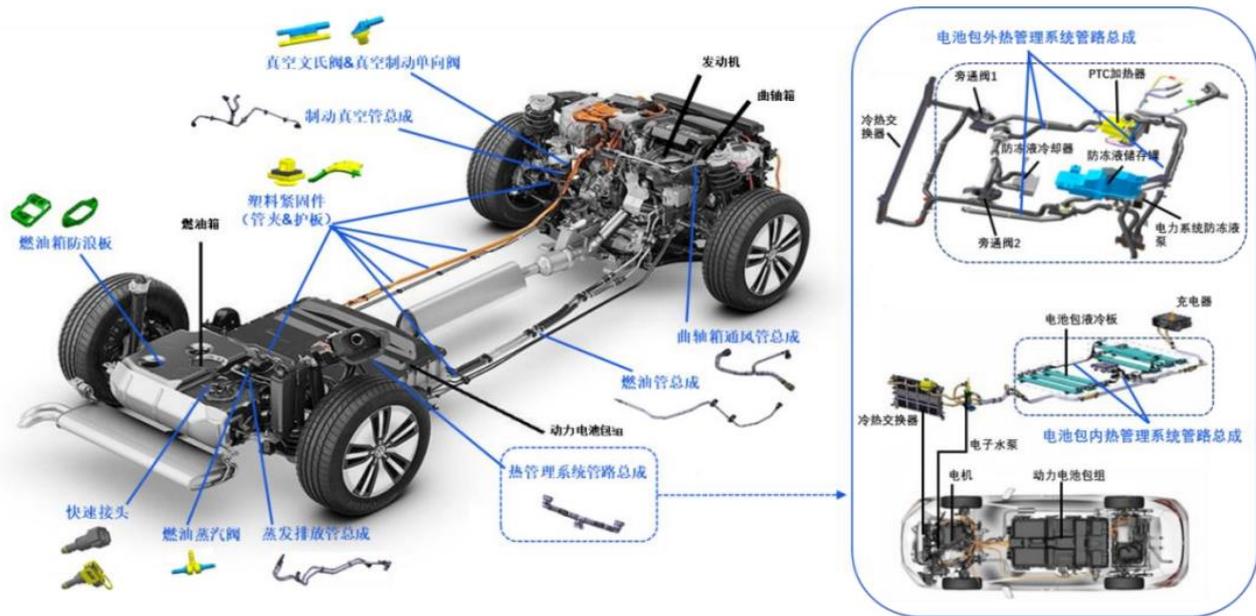
一、溯联股份：汽车尼龙管龙头，核心部件自制率高

重庆溯联塑胶股份有限公司成立于 1999 年，注册地址为重庆市。公司主营业务为汽车用塑料流体管路产品及其零部件的设计、研发、生产及销售，形成了自主核心生产工艺技术并实现批量产业化。公司产品专注为下游汽车主机厂提供以尼龙等高分子材料为主要原材料的汽车燃油管路总成、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、其他部件等共计 7 大类、2000 余种规格产品，其具有耐高温、耐高压、耐腐蚀、防渗透、密封性好等特点，适用于燃油车及新能源车、储能系统等。

1.1 专注管路及紧固件，新能源产品开发经验充足

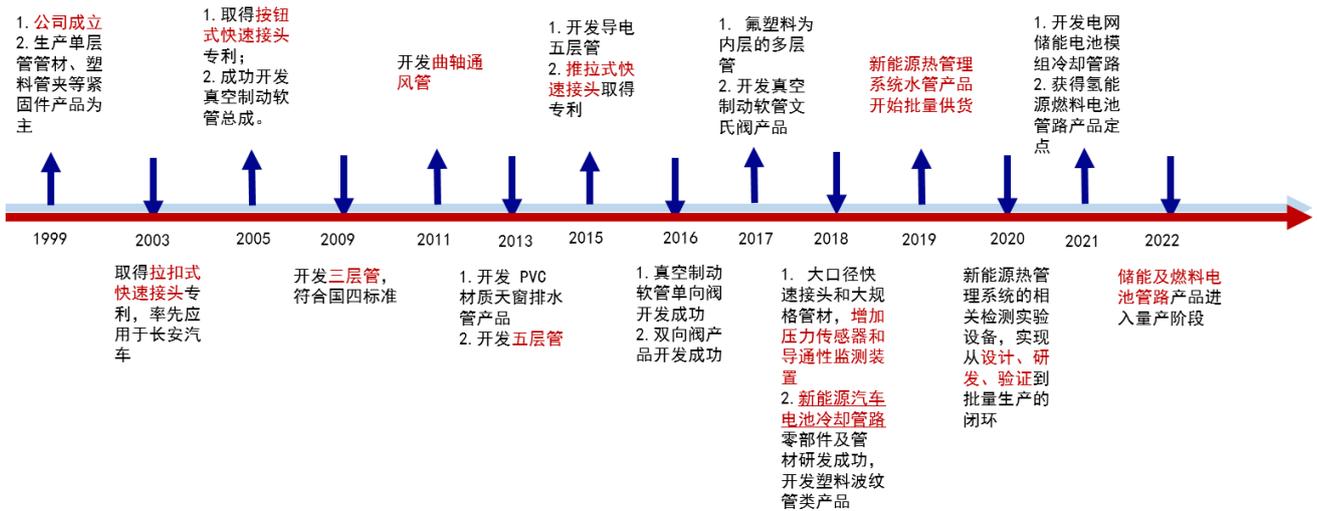
专注热管理领域，提供汽车尼龙管路总成。公司主要产品包括以尼龙等高分子材料为主要原材料的管路总成以及汽车流体控制件及紧固件，主要应用于汽车燃油系统、制动系统、新能源汽车电池热管理系统及储能系统等。1) **流体管路总成**为汽车燃油系统、蒸发排放系统、真空制动系统、新能源汽车热管理系统的关键组成部分，2) **流体控制件**为用于连接及控制上述各系统管路总成产品的关键零部件，3) **塑料紧固件**用于汽车管路的紧固、连接与保护。公司产品非标准件，需要与下游主机厂同步开发及生产，与主机厂客户绑定较深。

图 1：公司主要产品



资料来源：溯联股份招股书，信达证券研发中心

深耕汽车管路二十年，受益新能源迎来二次成长。1999 年公司成立，深耕汽车管路领域二十余年，成功研发多代管路产品及管路接头，产品历经国三、国四、国五、国六标准的多次革新。公司新能源领域产品成功研发始于 2018 年，具体产品为冷却管路快速接头，2019 年向比亚迪小批量供应新能源热管理系统管路总成产品。2020 年，公司与比亚迪、宁德时代、武汉纳百川等新能源汽车电池供应链客户开展进一步的业务合作，同时公司新能源热管理设备检测能力开始具备。2022 年，公司储能及燃料电池产品进入量产。

图 2：溯联股份产品研发历史沿革


资料来源：溯联股份招股书，信达证券研发中心

实控人尼龙行业经验丰富，有利于公司产品创新和长期战略发展。公司实控人行业经验丰富，历任重庆长江塑料编织袋厂技术工程师，重庆恒强塑胶制品有限公司销售部部长、总经理，溯联股份董事长兼总经理，在塑料产品、工艺、材料等领域拥有前沿、深入的理解，是公司实现产品创新和长期战略发展的领导者。

表 1：溯联股份高管简介

高管团队	简介	担任职位
韩宗俊	1962 年 12 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于成都科技大学，本科学历。1999 年 4 月至 2016 年 7 月，历任溯联有限执行董事、董事长兼总经理、执行董事兼总经理；2016 年 8 月至今，任溯联股份董事长；2017 年 5 月至今，任溯联股份总经理。	总经理
韩啸（小）	系韩宗俊先生之子，1988 年 7 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于重庆理工大学，专科学历。2012 年 9 月至 2015 年 4 月，任溯联零部件技术部产品工程师；2015 年 5 月至 2017 年 6 月，任溯联精工副总经理；2017 年 7 月至 2019 年 7 月，任溯联股份采购总监；2017 年 8 月至今，任溯联股份董事；2019 年 8 月至今，任溯联股份副总经理。	副总经理
王荣丽	1958 年 4 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于四川省自修大学，大专学历。2016 年 7 月，历任溯联有限会计、财务部部长、财务负责人；2016 年 8 月至今，任溯联股份董事会秘书。	董事会秘书
廖强	1973 年 8 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于西南财经大学，硕士研究生学历。2017 年 7 月至 2017 年 10 月，就职于溯联股份财务部；2017 年 11 月至今，任溯联股份财务负责人；2020 年 6 月至今，任溯联股份董事。	财务负责人

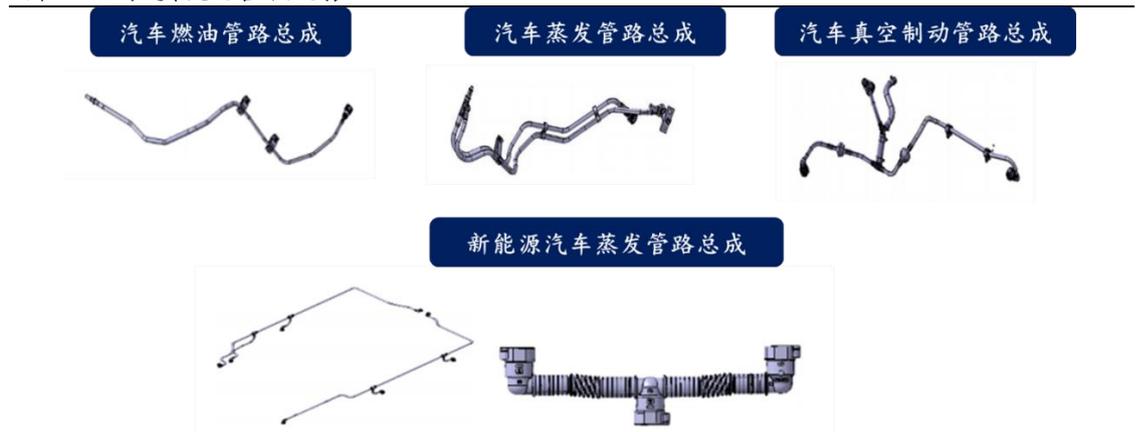
资料来源：溯联股份招股书，信达证券研发中心

1.2 尼龙管路产品全覆盖，绑定优势客户

尼龙管路产品包括：燃油管路、蒸发管、曲轴通风管、电池包冷却管路系统等。具体为汽车燃油管路总成、汽车蒸发排放管路总成（蒸发管、曲轴通风管）、汽车真空制动管路总成、新能源汽车热管理系统管路总成（冷却管路总成）、其他流体管路（排水管路、清洁管路）、汽车流体控制件及紧固件（快速接头、流体控制阀类、消音器、塑料紧固类）、其他部件七类产品。

- 1) **燃油管路**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。
- 2) **蒸发管**用于连接燃油箱至碳罐，另一段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，防止燃油蒸汽排放到大气中形成污染，并有效的利用被蒸发的燃油蒸汽节约能源，降低排放。
- 3) **曲轴通风管**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，防止废气进入大气中形成污染，并有效的将燃烧为充分的气体循环利用，节约能源。
- 4) **真空制动管路总成**用于连接发动机进气歧管或真空泵，另一段连接真空助力器，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。
- 5) **冷却管路系统**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的保持在设定温度，保持三电系统的运行稳定，提供续航里程和电池安全，该产品也可应用于电网的储能模块中，在野外、社区、工地、通讯及能源设施场景中有较好的市场前景。

图 3：公司汽车尼龙管路主要产品



资料来源：溯联股份招股书，信达证券研发中心

表 2：溯联股份产品介绍

产品类别	产品名称	产品用途
汽车真空制动管路总成	真空制动管路总成	用于连接发动机进气歧管或真空泵，另一段连接真空助力器，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。
其他流体管路	排水管路、清洁管路	排水管路属于车身管路，通过扎带、卡扣等紧固件将其固定在汽车车身立柱内，连接天窗，前后盖等的导水槽，及时将雨水排放到汽车底盘下方，从而避免车身积水导致密封不良或水分溢流到轮内，污染或损坏内饰、电气等。另外还有大灯，前后风挡喷水用的清洁管路。该类产品通常采用 PVC、TPE、尼龙等材料制作而成。
	塑料管	作为商品单独销售的各类尼龙管材。
汽车流体控制件及紧固件	快速接头	快速接头用于尼龙管材之间等连接，实现快速插接、锁紧和密封的功能。
	流体控制阀类	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。包括单向阀、双向阀、多通阀、文氏阀等。

	消音器	消音器安装在蒸发排放碳罐脱附管路中，以消除燃油蒸汽在快速脱附或碳罐电磁阀开毕节流过程中产生的空气动力噪音。
	塑料紧固类	管卡、管夹、塑料铆钉等用于固定、隔离车身管路、线束、固定和联结车身、机舱及内饰各部件，具有锁紧、消音、减震等性能。
其他部件	其他注塑零件	各类应用于机舱、车身、内饰、底盘等位置的覆盖件、结构件。包括各类罩盖、护板、油箱防浪板等体积较大的注塑零部件，以及一些其他类的中小型精密注塑零件。

资料来源：溯联股份招股书，信达证券研发中心

客户涵盖自主及合资主机厂、零部件生产厂商。公司主机厂客户包括长安汽车、上汽通用五菱、比亚迪、赛力斯、北京汽车、奇瑞汽车等。国产品牌客户为根基，公司积极拓展合资品牌市场，逐步发展包括上汽通用、长安福特、东风日产、东风悦达起亚、广汽本田、东风本田、北京现代等品牌客户。公司零部件生产厂商客户包括邦迪管路、八千代、苏奥传感、白井汽车、泸州发展、亚大汽车、宁德时代等。

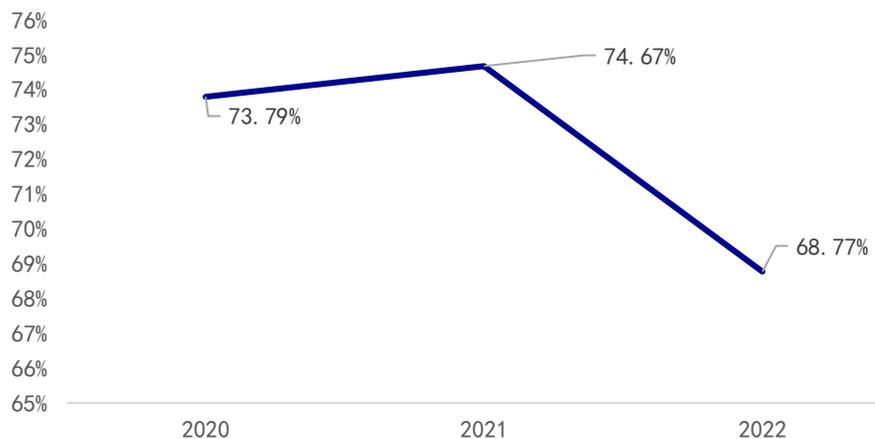
图 4：溯联股份主要客户



资料来源：溯联股份招股书，信达证券研发中心

绑定头部自主品牌车企，客户结构优质。2022 年公司前五大客户分别为比亚迪（26.5%）、长安汽车（21.1%）、上汽通用五菱（11.3%）、宁德时代（5.8%）、广汽集团（4.2%），前五大合计营收占比 68.8%，较 2020-2021 年客户集中度有所下降，公司通过研发和加载新产品，不断拓宽合作范围，客户结构持续改善。

图 5：公司前五大客户营收占比（%）

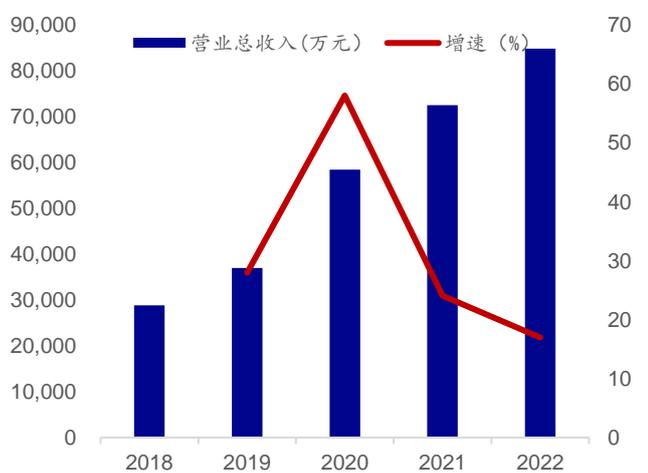


资料来源：溯联股份招股书，信达证券研发中心

1.3 新能源产品促毛利率提升，营收及利润稳步向上

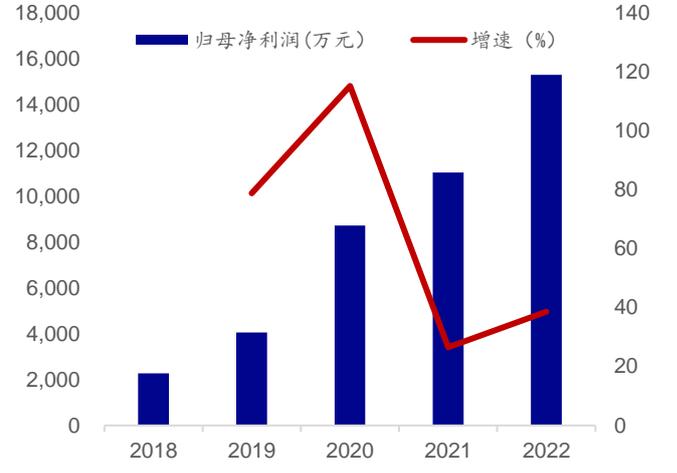
营业收入稳步增长，归母净利润端增速高于营收端。公司 2022 年营业收入 8.49 亿元，同比增长 17%；2022 年归母净利润 1.53 亿元，同比增长 38.3%。2018-2022 年期间公司营收及归母净利润规模稳步增长，且归母净利润增速高于营收端，得益于关键零部件自制等因素，公司盈利能力提升较快。

图 6：公司 2018-2022 营收及同比增速



资料来源：ifind，溯联股份招股书，信达证券研发中心

图 7：公司 2018-2022 净利润及同比增速

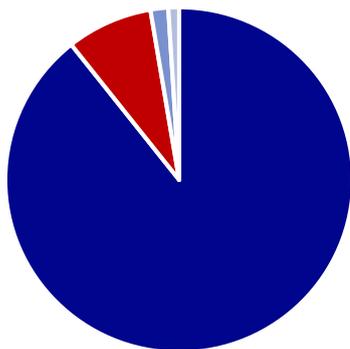


资料来源：ifind，溯联股份招股书，信达证券研发中心

汽车流体管路销售为业务主体，占比 89.3%。截至 2022 年报，公司分业务营收看，汽车流体管路总成占比最大为 89.3%，其次为汽车流体控制件及紧固件产品，占比为 8.0%。汽车流体管路产品中，蒸发排放管路营收占比约 54%，燃油管路约 22%，新能源热管理系统管路约 15%，真空制动管路营收占比约 5%。

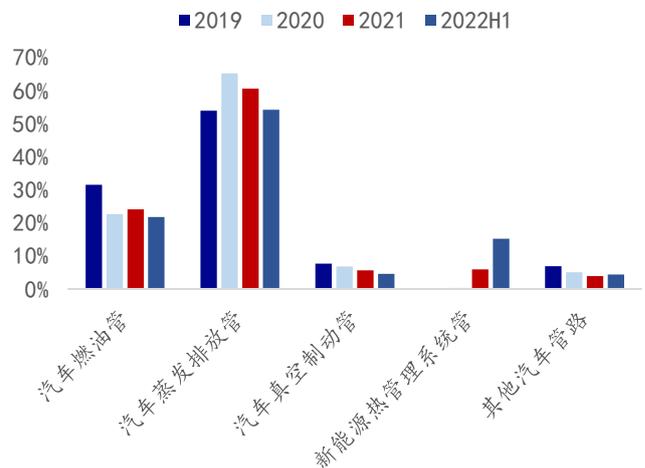
图 8：公司 2022 年度分业务营收占比 (%)

- 汽车流体管路及总成
- 汽车流体控制件及紧固件
- 原材料、模具、废料
- 管材及附件



资料来源：ifind，信达证券研发中心

图 9：公司 2022H1 流体管路产品细分营收占比 (%)



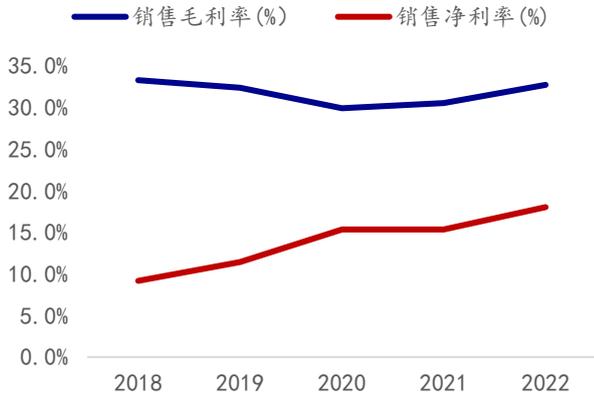
资料来源：溯联股份招股书，信达证券研发中心

毛利率小幅波动后重回增长轨道，新能源系统产品毛利率更高。2019-2022 年，公司毛利率分别为 32.4%、29.8%、30.5%及 32.4%，2020 年公司毛利率水平小幅波动主要由于原材料价格上涨、生产设备及生产工人数量增加、下游主机厂客户降价要求等导致。2022 年以来，随着更高毛利率水平的新能源热管理系统管路量产、爬坡，公司毛利率重回较高水平，回升至 32.4%。

分产品毛利率，公司利润率最高产品为新能源热管理系统管路，2022 年毛利率 37.6%，2020 年毛利率 28.1%，呈现历年增长趋势，我们认为主要是规模效应带来的利润率提升。燃油管

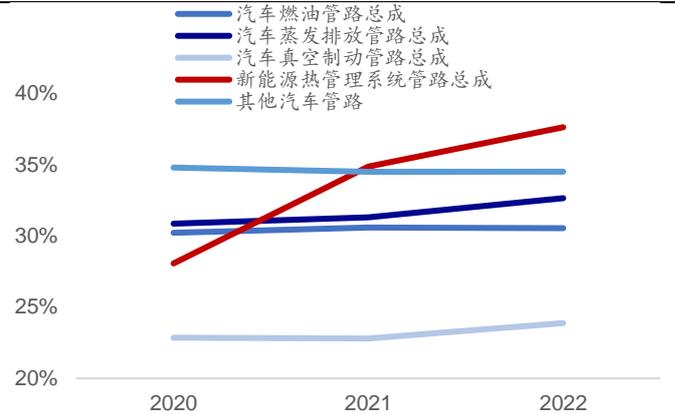
路总成产品较为成熟，毛利率水平稳定在 30.6%左右。汽车蒸发排放管路总成毛利率呈现小幅上升趋势，2022 年毛利率为 32.6%。

图 10：公司销售毛利率及净利率（%）



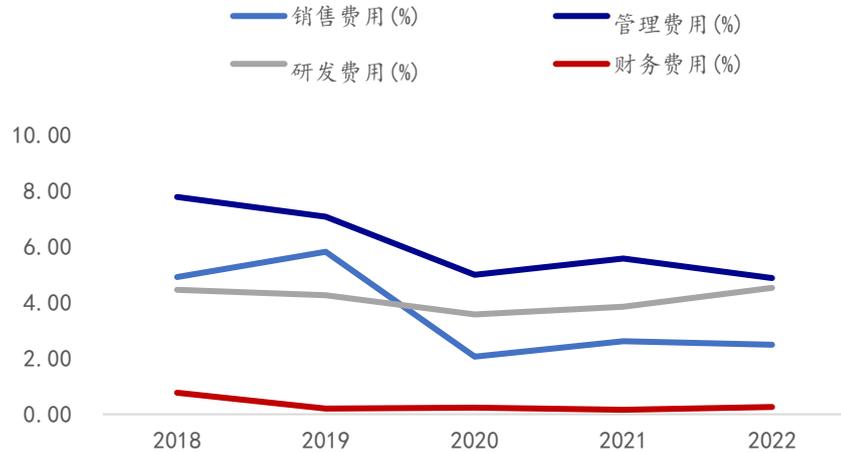
资料来源：ifind，信达证券研发中心

图 11：公司分产品线毛利率（%）



资料来源：湖联股份招股书，信达证券研发中心

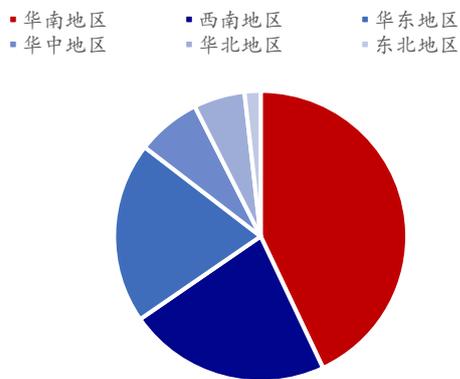
图 12：公司近年费用率水平（%）



资料来源：ifind，信达证券研发中心

华南、西南地区客户占比高，结构不断优化。营收分地区看，公司主要营业收入集中在华南、西南及华东地区，其中华南地区占比最大，华南地区对应客户上汽通用五菱、比亚迪，西南地区对应客户长安汽车为公司前五大客户。公司在不断巩固华南、西南地区销售份额的基础上，加大了华东、华北地区的开发力度，客户区域结构进一步优化。

图 13：公司 2022 年度营收分地区构成



资料来源：ifind，信达证券研发中心

图 14：公司营销网络布局

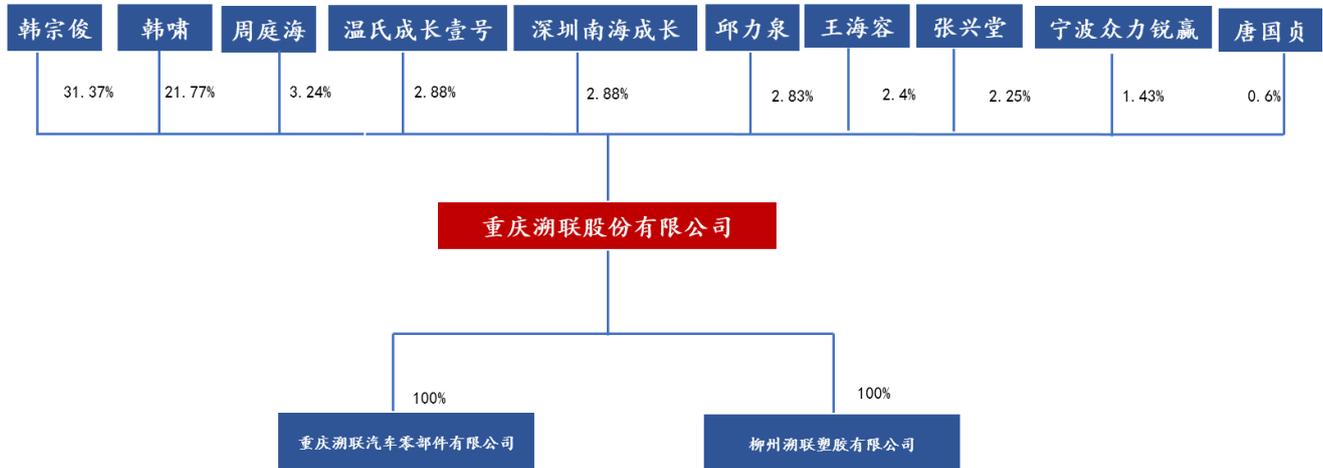


资料来源：湖联股份官网，信达证券研发中心

1.4 股权集中度高，前两大股东合计持股超 53%

前两大股东合计持股超 53%，股权集中度较高。公司第一大股东韩宗俊持股 31.37%，第二大股东韩啸持股 21.77%，前两大股东合计持股 53.14%。我们认为较为集中的股权结构有利于公司发展战略制定和推行。公司下设两家子公司，分别为重庆溯联汽车零部件、柳州溯联塑胶。

图 15：截至 2023 年 7 月 19 日溯联股份公司股权架构

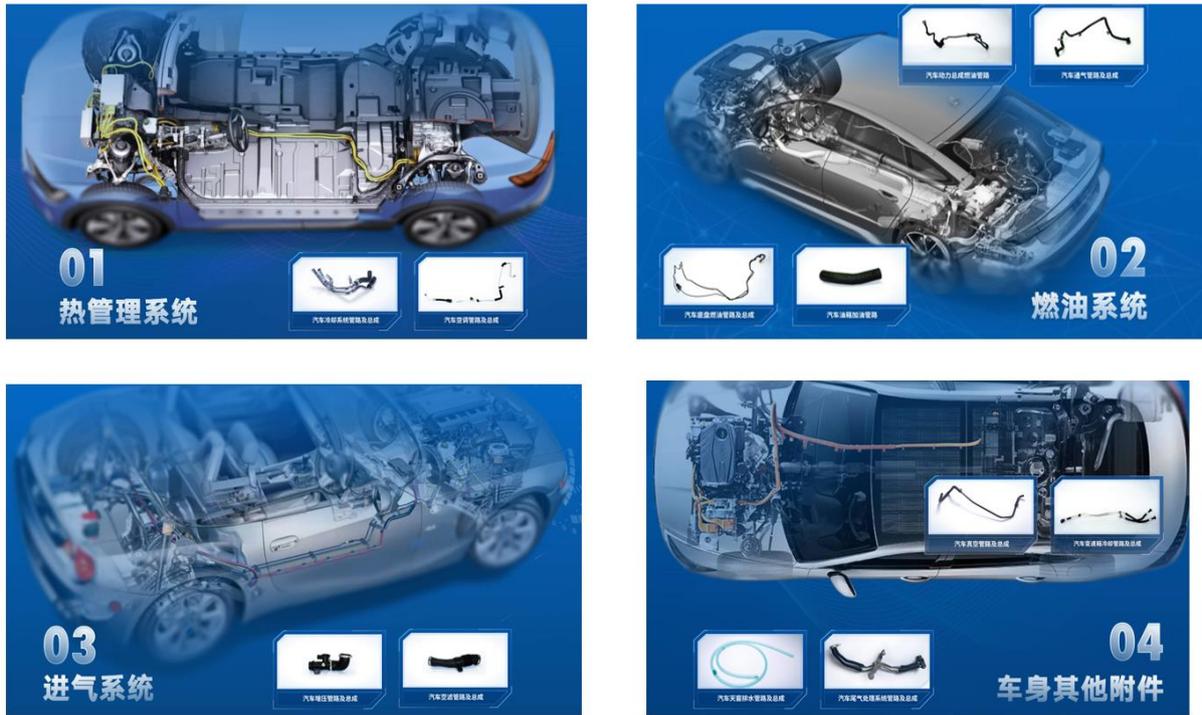


资料来源：ifind，信达证券研发中心

二、汽车管路：电动化带来市场扩容、格局变化

2.1 汽车管路的作用、分类、材料

汽车管路是“车内气液流通的血管”。汽车管路系统指连接各功能间之间的软管、硬管等管状零件，主要用途是在各零部件之间传输如燃油、机油、冷却液、气体等各种介质，按材料分可分为橡胶管、塑料管、金属管，按功能分可分为进气系统、冷却系统、燃油系统、传动系统、转向系统、制动系统管路。汽车管路需耐高低温、压力、所传输液体的侵蚀和渗透、机械振动等，管路的质量、柔韧性或刚性、紧密性、耐受酸性、润滑性、抗冲击性直接影响汽车各部件性能发挥和安全运行。

图 16：汽车管路系统主要构成


资料来源：鹏翎股份官网，信达证券研发中心

2.2 电动化智能化趋势带来汽车管路行业扩容及格局变化机遇

2.2.1 管路行业全新纯增量：新能源热管理结构升级

燃油车到电动车，由于动力总成变化，整车热管路架构在构造、运行机制及技术方面产生变化。由于动力总成发生变化，新能源汽车热管理系统的复杂程度相较于传统燃油车大幅提升，且对于整车各项性能的影响更为直接和重大。可以说持续发展的新能源汽车行业对热管理系统的要求也在持续提升，新能源汽车产品力的提升在很大程度上依赖于整车热管理系统性能的提升。

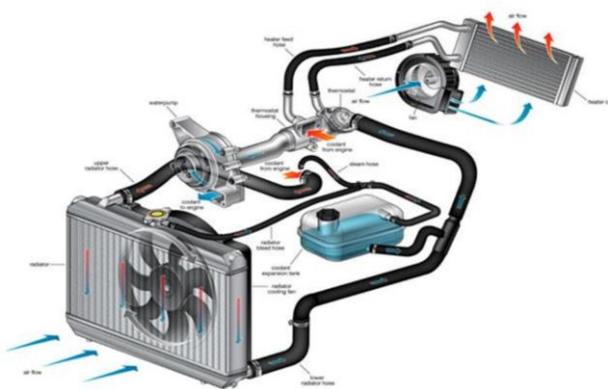
- 1) **构造变化：新能源车新增电池、电机电控以及智能化系统冷却水管。**传统燃油车热管理系统主要包括空调、发动机、变速箱、中冷器的冷却管路；新能源车新增三电系统（电机、电控、电池）管路且纯电动汽车续航里程逐步提升，整体管路用量大大提升，有望达到燃油车的 2-3 倍。电动汽车向智能化演进，电子设备及芯片亟需更好的散热。随着电动车智能座舱、智能驾驶功能的提升，部分车型新增了对芯片散热的需求。汽车智能化水平越高，冷却管路越长，单车价值量越大。
- 2) **技术变化：液冷方案渗透率有望逐步提升。**热管理技术路线主要分为风冷、液冷、热管冷却、相变冷却，热管和相变冷却技术尚未成熟，风冷在目前储能系统中占主流，液冷在未来渗透率有望不断上升。风冷通过气体对流降低电池温度，具有结构简单、易维护、成本低等优点，但散热效率、散热速度和均温性较差，目前主要应用于功率密度较小的集装箱储能系统和通信基站储能系统中。相比之下，液冷通过液体对流降低电池温度，在保证储能系统安全和散热效率等方面有显著的综合优势，可靠性更佳，适用于电池包能量密度高、充放电速度快、环境温度变化大的场合。

表 3：储能热管理各技术路线对比

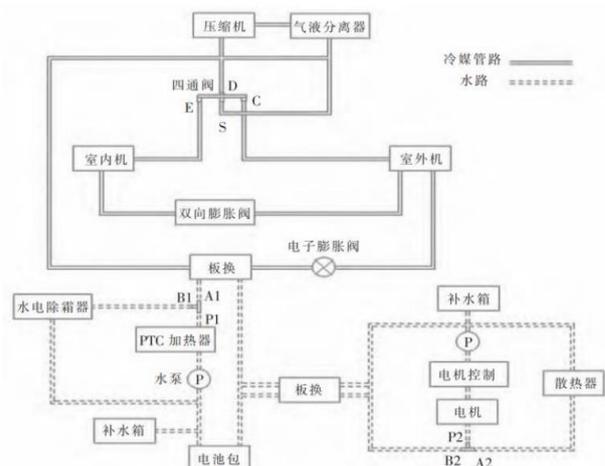
特性	风冷	液冷	相变冷却
冷却介质	空气	液体	相变材料
接触方式	直接	间接	直接
设计	简单	复杂	简单
传热效率	较低(零点几)	较高(0.5-10)	中等
成本	较低	较高	中等
维护	要求低, 容易实现	系统复杂, 较难实现	系统简单, 容易实现
换热系数	25-100	1,000-1.5 万	
温度均匀性	非均匀	均匀	均匀
寿命	大于 10 年	3-5 年	与材料有关
安装	容易	难	容易
适用场景	电池能量密度低, 充放电速度慢	电池能量密度高, 充放电速度快, 环境温度变化大	适中
技术成熟度	成熟	成熟	不成熟

资料来源：观研报告，信达证券研发中心

3) 运行机制变化：新能源汽车热量交互更为频繁，回路设计复杂。1) 传统燃油车热管理系统管路包括进水管、下水管和上水管分别连接相应的热管理系统零部件，管路结构设计较简单，价值量较低。2) 纯电车型热管理系统各零部件通过三通阀、四通阀、换热板块实现热交换，管路结构通过设计以实现制热、余热利用以及制冷。其中，四通阀 D-E 端口、和四通阀的 S-C 端口与压缩机、电子膨胀阀、气液分离器、双向膨胀网构成一条空调及电池包的制热回路；由水泵、三通阀 P1-A1 端口、换热板块、电池包构成一条电池包降温回路。3) PHEV 车型热管理系统管路设计是燃油车与纯电动车的集成，管路更为复杂，单车价值量最高。

图 17：传统燃油汽车热管理系统管路图


资料来源：亚美力官网，信达证券研发中心

图 18：纯电新能源汽车热管理系统管路图


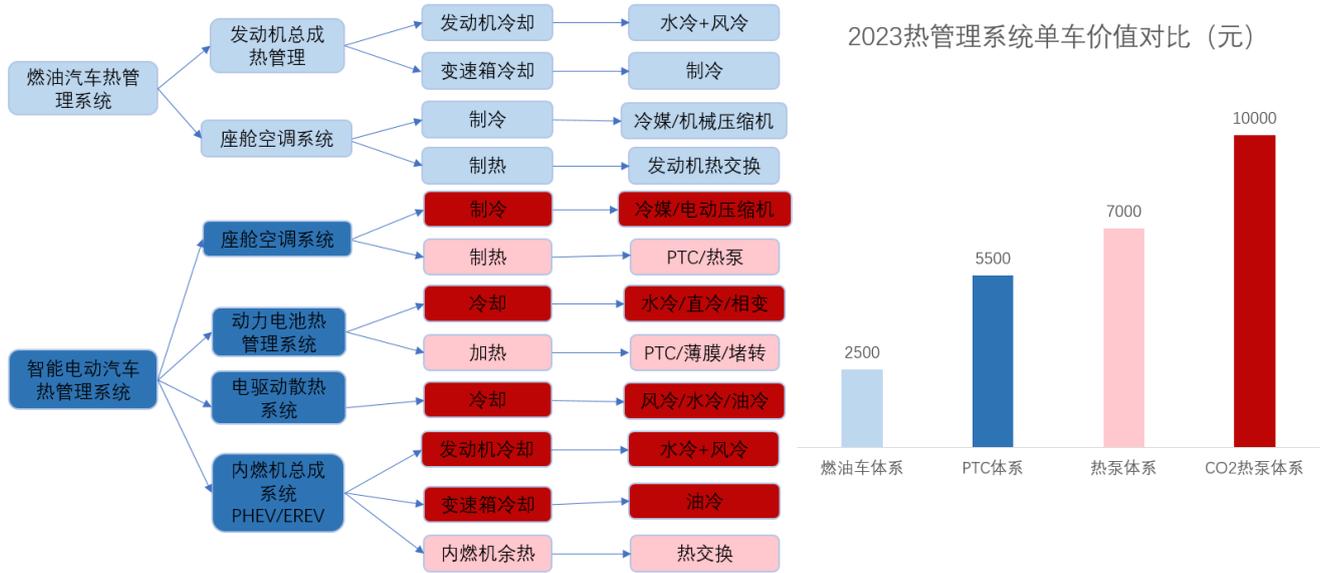
资料来源：《纯电动车热管理系统控制策略设计》，信达证券研发中心

2.2.2 电动化推动汽车管路市场空间扩容

热管理系统新增部件、技术升级等因素推动汽车管路市场量利齐升。电动车热管理系统复杂

度相较于传统燃油车大幅提升且对于整车各项性能的影响更为关键，带动热管理管路单车用量、设计复杂度和附加值随之提升。

图 19：智能电动汽车热管理系统单车价值量提升



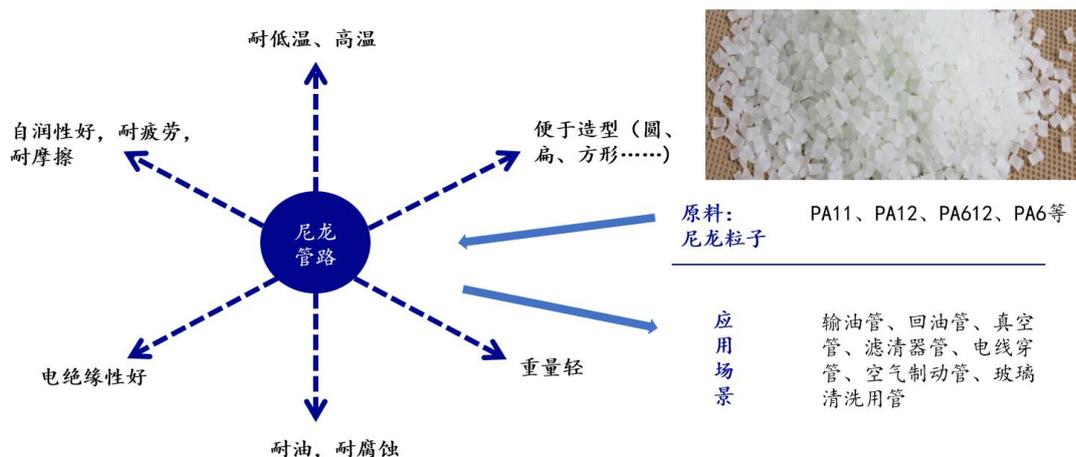
资料来源：亿欧智库，信达证券研发中心

2.3 尼龙管路：性能优势突出，乘新能源东风用量提升

2.3.1 尼龙材料与新能源车匹配度更高

尼龙材料具备诸多化学及物理优势，匹配车端使用需求。（1）力学性能优良，机械强度高，韧性好。（2）自润性、耐摩擦性好，耐振动、耐磨、耐疲劳、摩擦系数低。（3）电绝缘性：尼龙作为优良的电气、电器绝缘材料，体积电阻很高，耐击穿电压高。（4）优良的耐气候性。（5）重量轻，密度为 1.04—1.06g/cm³，约为钢材、铜材的 1 / 7。（6）节能环保，尼龙材料生产过程节能环保，可回收率高。

图 20：尼龙管路优点、原材料及主要应用场景



资料来源：钜鹿塑料官网，标榜股份招股书，信达证券研发中心

在电动车时代，传统的金属及橡胶管路存在较难克服的局限性。传统汽车管路以橡胶、金属为主。新能源车电池体积大、底盘剩余空间紧凑而橡胶管路形状设计限制多，无法充分利用

有限的底盘空间。对于金属管路，其拉伸强度、爆破压力及耐老性相对较优但绝缘性能差、质量大、加工成本高且容易断裂，目前仅于汽车空调热泵等部件具备一定的不可替代性，随着高性能特种塑料的研发成熟，对该部分金属管亦有望形成替代。

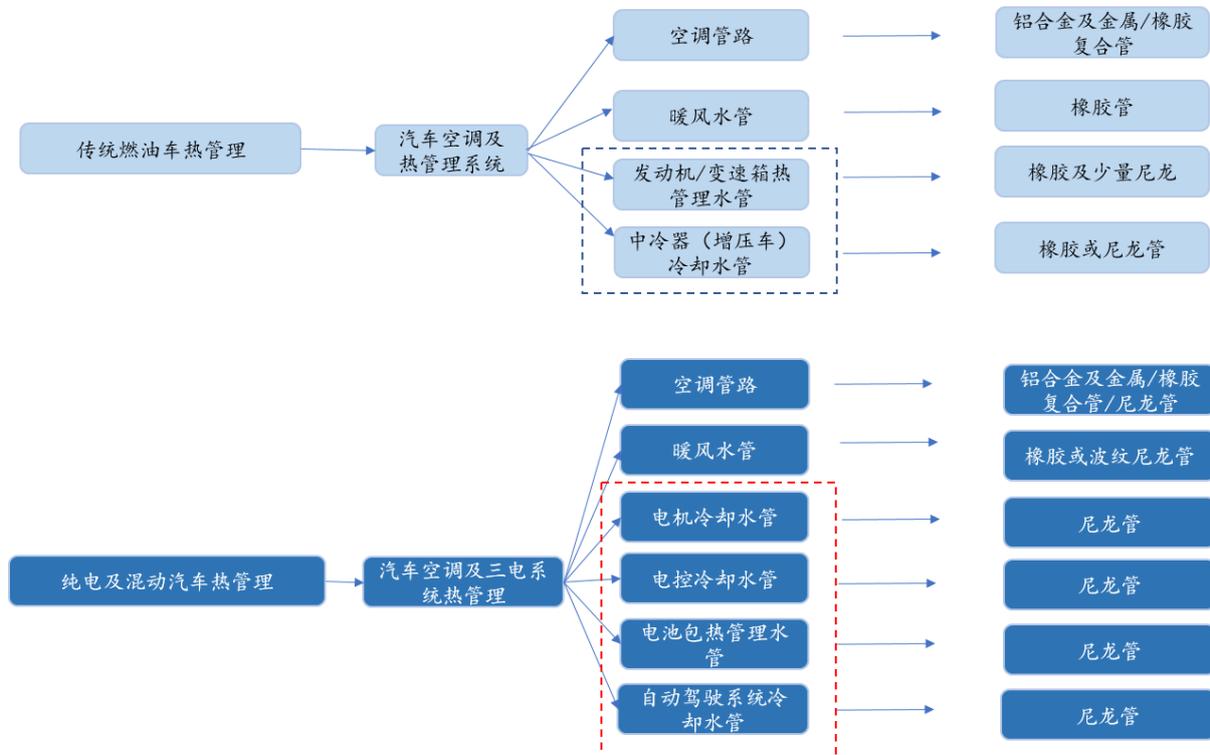
图 21：尼龙、金属、橡胶管路具体性质对比

性状	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：溯联股份招股书，信达证券研发中心

尼龙管装配便利，高度匹配新能源车整套热管理系统。(1) 就制造过程而言，尼龙管加工工艺简单，配合快速接头装配便利；(2) 就性状而言，尼龙管绝缘性好、形状多样、质量轻，适配更高要求的新能源车热管路系统，满足车身轻量化的环保和续航需求。(3) 就应用范围而言，尼龙管路广泛适用于新能源汽车空调、整套三电系统及智能化热管理系统中，其中绝大多数冷却液管路可以使用光滑状管，电池包支管及连接区域较狭窄位置可以用波纹状管。

图 22：燃油汽车与智能电动汽车热管理系统及管路材料选择



资料来源：溯联股份招股书，信达证券研发中心

2.3.2 尼龙汽车管路行业格局演变

外资龙头行业地位强势，国内格局相对分散。汽车尼龙管路市场内少数外资及合资制造企业占据国内大部分合资品牌高端车型的配套市场，主要为邦迪（TI）、特科拉（Teklas）、凯塞（Kayser）、帕萨思（PASS）、弗兰科（Fraenkisch）等；国内份额相对分散，主要参与者除公司外，主要有标榜股份、鹏翎股份、亚大塑料等。

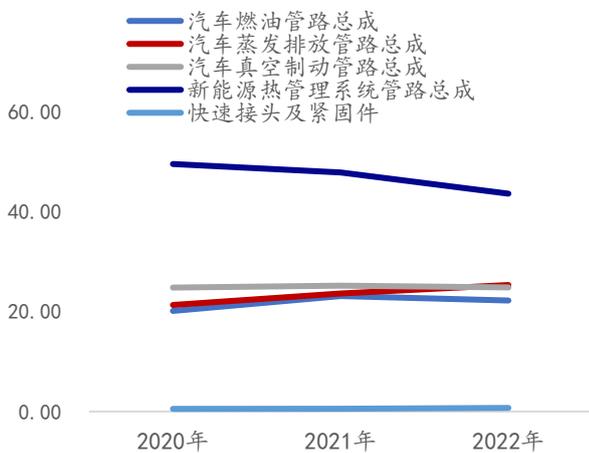
表 4：汽车尼龙管路主要供应商

企业名称	竞争产品	基本情况	
凯塞 Kayser	动力系统、冷却系统连接管路及连接件	成立于 1928 年，总部位于德国，是从事油箱、发动机和乘客舱开发和生产产品的国际汽车工业供应商，在全球设立了 8 个生产基地，主要产品包括 AKF 管，真空管，通气管，滤清器，单向阀等。	外资
帕萨思 PASS	动力系统、冷却系统连接管路及连接件	成立于 1920 年，总部位于德国，主要提供汽车管路总成产品，包括发动机冷却管路，通风管路，真空管，燃油管总成等	外资
特科拉 Teklas	冷却系统连接管路	成立于 1971 年，产品包括汽车发动机制冷系统、空调系统、制动系统、抗震系统和雨刮器中的橡塑部件等，客户包括上汽大众、一汽大众、宝马、菲亚特等多家汽车整车厂。	外资
弗兰科 Fraenkisch	动力系统连接管路及连接件	成立于 1906 年，是世界制管业巨头。公司产品主要包括燃油管路、油箱通风管路、底盘管路、SCR 通风管道、曲轴箱通气管路和真空管路等。	外资
邦迪 TI	动力系统、冷却系统连接管路	前身追溯至 1922 年，2001 年自 TI 集团独立，是全球领先的汽车管路集成供应商，主要产品有汽车空调管路、快速接头、EOCTOC 油路冷却管、制动管路和刹车管路等。	外资
亚大塑料制品有限公司	动力系统连接管路及连接件	成立于 1987 年，中外合资的先进技术型企业，外方投资者为澳大利亚乔治·费歇尔工业管道，主要生产汽车尼龙塑料管路总成系统产品，应用于汽车气制动管路、燃油管路、真空控制管路等系统。	中外合资

资料来源：标榜股份招股书，信达证券研发中心

规模化降本及原材料优势下，欧洲车企尼龙管应用领域较成熟。尼龙管标准化程度高则单价对规模敏感，以公司产品为例，由于规模效应产生，2020 年-2022 年公司新能源热管理系统管路单价从 49.5 下探至 43.6 元/件。相对而言，欧（德）系车企由于平台化开发较早，大规模量产车型使得尼龙管路配套成本相对较低。此外，在尼龙管上游原材料 PA12 塑料粒子技术方面欧系企业独领风骚，注塑厂商如瑞士埃姆斯（EMS Grivory）、德国赢创工业（Evonik Industries AG）、法国阿科玛（Arkema）及日本宇部兴产工业公司（UBE）占据了全球主要的尼龙管路塑料粒子生产，对欧（德）系车企形成了就近配套。

图 23：公司新能源热管理系统管路总成单价下降（单位：元）



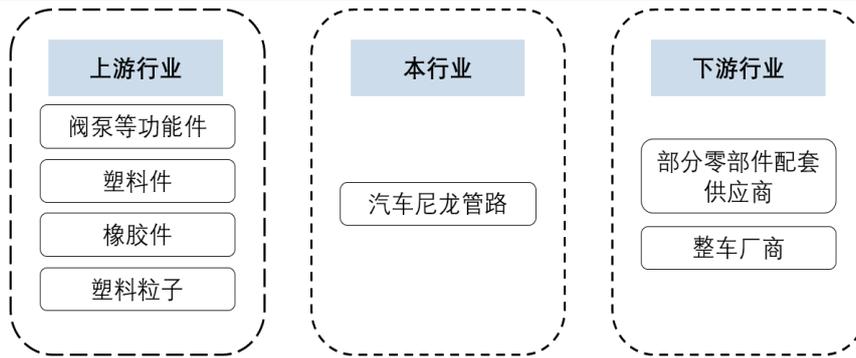
资料来源：瀚联股份招股书，信达证券研发中心

图 24：尼龙管路上游注塑厂商情况

地区	国外	国内
主要公司	巴斯夫、赢创、埃姆斯等	烟台万华等
技术水平	注塑技术成熟	国内暂无可规模生产符合尼龙管路原材料PA12的公司 公司通过进口代理商采购外资塑料粒子
市场份额	近100%	几乎零，部分厂商布局中

资料来源：瀚联股份招股书，信达证券研发中心整理

国内尼龙管路产业链配套能力逐年提升。早前国内尼龙管路行业受制于发展起步较晚、规模较小、缺乏上游原材料布局和规模化配套经验等，近年来上述掣肘减弱，国内汽车尼龙管路配套供应链配套能力逐年快速提升，产业化快速稳步发展。

图 25：汽车尼龙管路行业上下游


资料来源：标榜股份招股书，信达证券研发中心

汽车产业链迎电动智能化的转型机遇，早前掣肘因素逐渐消散。国内尼龙管路行业由于起步较晚，企业规模普遍较小，资金及研发投入不充足，缺乏上游注塑产业布局和就近配套。本土主机厂销量规模较小，普遍不具备基础开发、同步开发、系统开发、规模化开发和超前开发的能力和 experience。随着我国汽车工业的高速发展，自主车企的崛起提供了前所未有的量产配套机遇，部分较早进入行业的汽车尼龙管路生产企业从国外引进技术及生产设备，构建起自身技术实力，国产替代正当时。

具备技术实力及规模效应的国产尼龙管路供应商有望跑出。伴随着汽车零部件国产化的不断深化，国内注塑企业能力逐步提升，消化吸收欧美厂商技术优势的同时凭借外资所不具备的成本优势和本土化服务优势，在细分领域已经形成较强的竞争力。积极配套自主车企外，我们认为后续国际整车厂商供应链也有望向成本更低的国内尼龙厂商开放，国内尼龙管路头部先行企业成长空间广阔。

2.3.3 尼龙汽车管路行业规模

尼龙管路市场空间在 2025 年有望达到 250.42 亿元。据溯联股份招股书，目前传统燃油车尼龙管路单车平均价值约 440 元，新能源汽车单车管路价值约燃油车水平的 3 倍以上，达到 1200 元。2025 年后，随着传统燃油乘用车全面电驱化并在原有基础上增加电驱电控热管理管路，尼龙管单车价值量有望持续提升；而新能源汽车由于市场对整车的能耗、性能、安全性要求更为精密严格，空调、电池、电机电控中热管理系统的重要性仍在不断提升。综合燃油车及新能源车价值量提升逻辑测算，2025-2027 年，汽车尼龙管路市场空间预计有望达 250.4 亿元、272.2 亿元、284.9 亿元，同比增长 15.2%、8.7%、4.6%。

表 5：尼龙管路市场空间测算（亿元）

项目		2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
新能源 汽车	占比 (%)	35%	40%	45%	50%	55%
	产量 (万辆)	983.56	1,169.04	1,440.00	1,660.00	1,826.00
	市场空间 (亿元)	118.03	140.28	172.80	199.20	219.12
传统燃 油车	占比 (%)	65%	60%	55%	50%	45%
	产量 (万辆)	1,826.62	1,753.55	1,760.00	1,660.00	1,494.00
	市场空间 (亿元)	80.37	77.16	77.44	73.04	65.74
合计	产量 (万辆)	2,810.18	2,922.59	3,200.00	3,320.00	3,320.00

市场空间 (亿元)	198.40	217.44	250.42	272.24	284.86
--------------	--------	--------	--------	--------	--------

资料来源：瀚联股份招股书，信达证券研发中心

从市场份额角度看，公司 2020-2022 年度动力系统管路总成占国内汽车市场份额分别约为 9.59%、10.12%和 9.40%，剔除纯电动汽车影响，公司动力系统管路总成占有率分别为 10.03%、11.31%和 11.75%。整体看，公司市场份额较外资巨头较低，在国产供应商中位于前列。

三、竞争优势：实力突出的汽车管路龙头，增长潜力大

3.1 全面布局尼龙管路，快速接头核心技术领先

公司尼龙管路研发紧跟轻量化趋势，打破外资和合资尼龙管路供应商价格垄断。公司是国内较早将尼龙材料应用到汽车流体管路总成的汽车零部件供应商，在公司创立初期，全球汽车流体管路行业仍以金属和橡胶为主要材料，公司紧跟整车轻量化趋势，使用工程塑料与尼龙等轻量化材料，打破了外资和合资尼龙管路供应商的价格垄断，成为较早向长安、上汽通用五菱等自主品牌客户开发和量产尼龙管路的供应商，推进了自主品牌汽车的轻量化发展进程。

快速接头产品为汽车管路关键零部件，公司在该领域具备较强自主创新能力和行业竞争力。快速接头是汽车管路总成产品中用于连接的关键零部件，随着排放等级提升与新能源汽车渗透率增加，汽车管路长度不断增加，为使管路的安装与更换更加方便，快速接头的用量也不断增加。目前，我国多数汽车管路厂商使用的塑料流体快速接头主要是采购外资供应商零部件，经过多年的自主研发和技术积累，公司在流体管路连接可靠性、噪音控制、阀门低压开启和持久密封性等方面具有较强的自主创新能力和行业竞争力。

公司核心技术包括快速接头锁紧结构、流体管路控制阀与消音器以及流体管路制备技术，并实现批量产业化，其中自主研发的燃油快速接头已具备进口替代能力。公司目前拥有专利 88 项，其中核心技术领域拥有 78 项注册专利，2020-2022 年，公司核心技术产品分别实现营收 5.0、6.5、7.6 亿元，占产品收入比重分别为 85.6%、89.9%、89.5%。

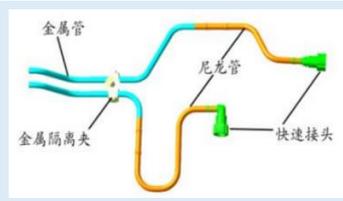
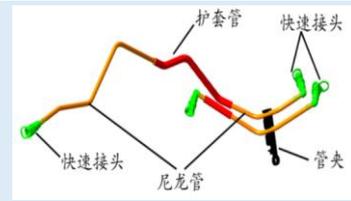
图 26：公司汽车快速接头、控制阀产品



资料来源：瀚联股份招股书，信达证券研发中心

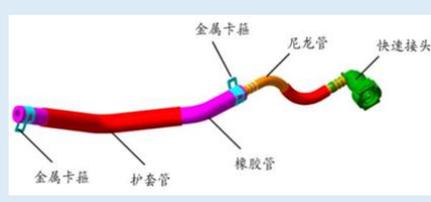
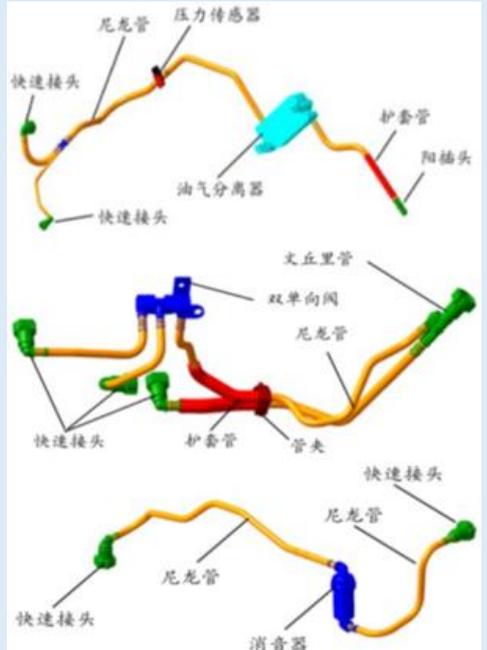
公司依靠充足的产品技术与专利储备，积极拥抱行业与需求端变化。2009 年，为适应国四排放标准，公司成功研发低渗透率三层管；2013 年，为适应碳氢化合物蒸发排放要求，成功研发五层管；为适应国六排放标准，公司提前针对低蒸发排放技术研发了新型快速接头和流体管路消音器，助力整车厂排放转型，实现了业务的稳定增长。

表 6：排放标准升级趋势下燃油管路演变历程

国三、四标准	国五标准	国六标准
		
<ol style="list-style-type: none"> 1. 管体采用金属管和单层尼龙管的组合形式。 2. 金属管与尼龙管之间的连接,采用尼龙管加热膨胀插接,插接难度大、耗费工时。 3. 尼龙管端采用自主研发的快速接头,客户可实现轻松连接和拆卸。 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 采用较短的橡胶管和多层尼龙管的组合形式,完全替代金属管,降低重量。 2. 多层尼龙管中增加了阻隔层,能够有效防止燃油渗透,具有较好的强度、冲击性能,以及耐高低温性能,满足国五排放的要求。 3. 橡胶管与尼龙管之间的连接,须先将尼龙管墩头,然后插入橡胶管用金属卡箍固定,耗时费力。 4. 增加了快速接头的应用,客户装车效率进一步提升。 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 管体升级为五层尼龙管,替代单层尼龙管和橡胶管,重量更轻。 2. 五层尼龙管中层采用了性能更优异的阻隔材料层,能够更好防止燃油渗透,具有较好的强度、冲击性能,以及耐高低温性能,满足国六排放的要求。 3. 五层尼龙管内层采用低析出的导电材料,有效确保燃油清洁,并能有效的分散、释放燃油流动过程中产生的静电荷。 4. 管端全部采用快速接头,安装效率大幅度提高。

资料来源：溯联股份招股书，信达证券研发中心

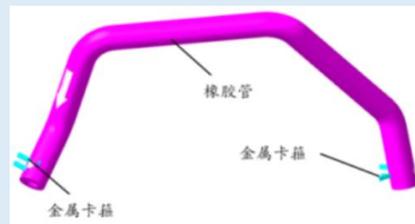
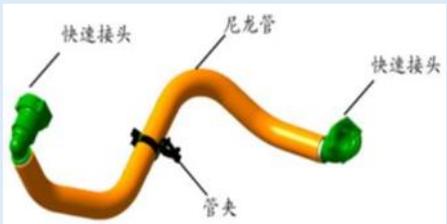
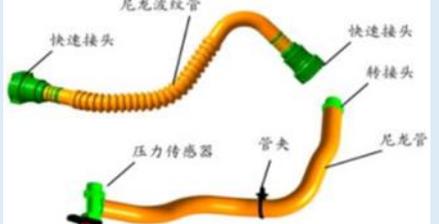
表 7：排放标准升级趋势下蒸发管路演变历程

国三、四标准	国五标准	国六标准
		
<ol style="list-style-type: none"> 1. 管体采用橡胶管和单层尼龙管的组合形式,使尼龙管部分替代橡胶管,管体重量相对减轻。 2. 尼龙管端采用自主研发的快速接头,可实现轻松连接和拆卸。 3. 橡胶管与尼龙管之间的连接,须先将尼龙管墩头,然后插入橡胶管用金属卡箍固定,耗时费力。 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 管体采用单层尼龙管完全替代橡胶管,管体重量减轻。 2. 管端全部采用快速接头,可实现轻松连接和拆卸。 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 管体升级为大规模尺寸五层尼龙管,采用了性能更优异的阻隔材料层,有更好的防渗透、强度以及耐高低温性能,满足国六排放的要求。 2. 增加了加油管蒸汽连接支路,使加油管加油口和ICV 阀之间的燃油蒸汽参与碳罐吸附,加大了燃油蒸发排放的控制范围。 3. 增加了油气分离器,有效防止加注燃油或车辆行驶过程中燃油飞溅、溢流到碳罐,损坏碳罐。 4. 管路增加了压力传感器,用于监测管路是否失效。 5. 脱附端增加文丘里管、双单向阀、消音器。

6. 规格、数量、零部件和复杂程度均大幅度增加，也使产品价值大幅度增加。

资料来源：溯联股份招股书，信达证券研发中心

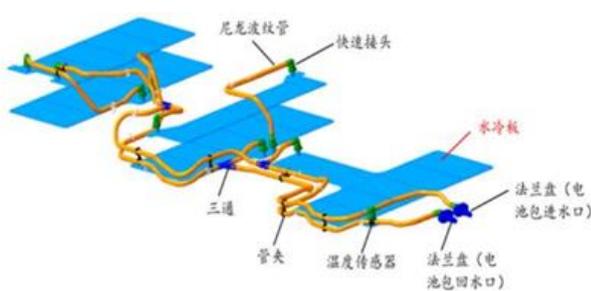
表 8：排放标准升级趋势下曲轴通风管演变历程

国三、四标准	国五标准	国六标准
 <p>橡胶管 金属卡箍</p>	 <p>快速接头 尼龙管 管夹</p>	 <p>尼龙波纹管 快速接头 快速接头 转接头 压力传感器 管夹 尼龙管</p>
<p>管体采用橡胶管，橡胶管对对手件用金属卡箍固定，耗时费力、装配困难，须借助工具。</p>	<ol style="list-style-type: none"> 管体采用单层尼龙管替代橡胶管，管体重量减轻。 管端全部采用快速接头可实现轻松连接和拆卸。 	<ol style="list-style-type: none"> 管体采用单层尼龙波纹管部分替代单层尼龙管，以增加产品柔性。 管路增加了压力传感器用于监测管路是否失效。

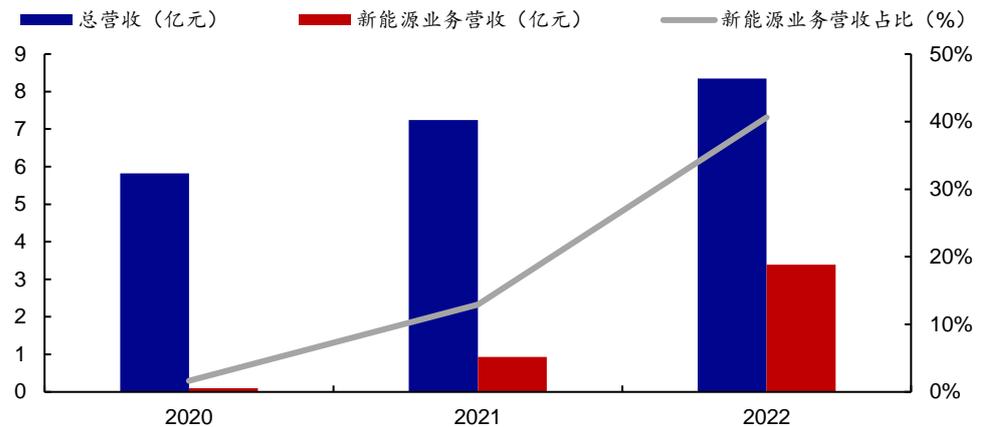
资料来源：溯联股份招股书，信达证券研发中心

积极转型新能源汽车管路总成供应商，实现产品领域“双轮驱动”。随着我国新能源汽车行业的快速发展，公司利用流体快速接头、控制阀等产品的设计与制造优势，进行新能源汽车管路的开发。2018年，公司完成新能源汽车电池冷却管路系统的研发与小批量生产，开始积极布局新能源市场。截至2022年报，公司已与超过30家新能源车企与零部件厂商开展合作，2020-2022年公司配套新能源业务销售收入分别为0.10、0.93、3.39亿元，分别占公司营收1.6%、12.9%、40.6%。新能源热管理管路总成收入分别为0.02、0.39、1.52亿元，分别占公司营收0.3%、5.4%、17.9%。

表 9：电池包冷却管路系统特点

电池包冷却管路系统	特点
 <p>尼龙波纹管 快速接头 三通 管夹 温度传感器 法兰盘(电池包进水口) 法兰盘(电池包回水口) 水冷却板</p>	<ol style="list-style-type: none"> 管路复杂程度提高，支路增加，以匹配高续航要求下的多电池模组。 管端(进、回水口)设置法兰盘，用于与电池包及外部管路的快速连接。 管路增设温度传感器，以监测水温的控制。 产品设计与整车热管理系统及电池包设计高度一体化，由主机厂(电池包组装车间)或主要电池供应商深度协作开发，标准化、模块化供货。电池包冷却管路系统与传统燃油车相比变化不大，增量部分主要体现驱动系统的散热需求。从产品特点看，电池包冷却管路系统管线路径长、流体控制件少，部分产品与传统燃油车冷却管路系统通用，管路材料为尼龙单层管，单车配套价值高。除了电池包以外，流体管路也可应用于电机、减速器、电控系统、空调供暖以及未来的自动驾驶系统的热管理系统中。

资料来源：溯联股份招股书，信达证券研发中心整理

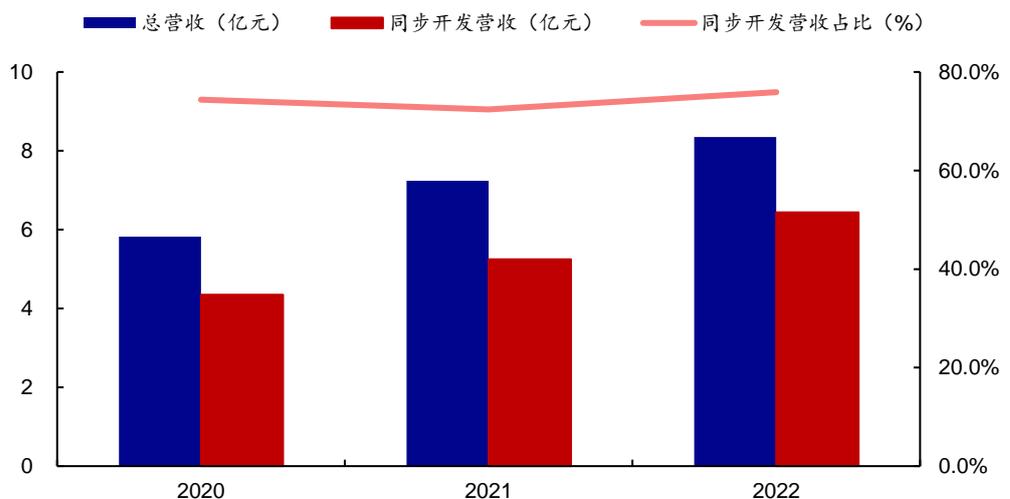
图 27：2020-2022 年公司新能源业务营收及占比


资料来源：溯联股份招股书，信达证券研发中心

3.2 客户结构优质，绑定头部自主品牌

公司客户供应链认证体系存在壁垒，同步开发能力出色。车用塑料流体管路属于汽车安全件，关系到整车质量和安全。各大整车厂供应商选择较为严格，供应商需要通过各种质量认证，加上后续的产品开发、样件制造通常需要 3-4 年的时间，并且收费较高，因此整车厂更换供应商成本与风险较高，在稳定的合作关系下客户更倾向于长期合作，对新进入者造成了较大壁垒。

公司在自主研发层面注重与客户需求结合，产品开发模式以同步开发为主，供应商具有较强主动性，能有效控制最终量产的制造成本和质量风险。公司同步开发的产品主要来自自主品牌整车企业以及宁德时代等知名新能源产业链客户。2020-2022 年，公司与主要客户同步开发实现的收入分别为 4.35、5.25、6.44 亿元，占营收比例分别为 74.4%、72.4%、75.9%。

图 28：2020-2022 年公司同步开发营收及占比


资料来源：溯联股份招股书，信达证券研发中心

公司客户覆盖面广，同时作为 Tier 1 与 Tier 2 赋能新能源车企。公司主要客户包括比亚迪、长安、上汽、广汽、北汽、奇瑞、一汽解放、华晨等 30 余家整车企业，同时向宁德时代、

欣旺达、邦迪管路、八千代、苏奥传感等零部件厂商提供流体管路总成，目前公司还获得了吉利、大众、长城、零跑、岚图等整车企业的供应商资质与定点。

在**新能源领域**，公司作为 Tier 1 向比亚迪、长安、赛力斯、岚图、小鹏等车企供货；并作为 Tier 2 向宁德时代、欣旺达、瑞浦能源、国轩高科、孚能科技、蜂巢能源、纳百川等新能源汽车零部件企业交付电池冷却管路总成产品，进一步应用于蔚来、理想、东风、长城、北汽极狐、吉利、埃安、宝马等品牌新能源车型。2022 年，公司与国内前十大动力电池制造商均展开了业务合作，新能源车企也主要集中于 top10 品牌。受益于自主品牌高增长趋势，结合公司“双轮驱动”业务模式，公司业绩有望持续实现高增。

图 29：公司新能源业务主要客户以及合作模式



资料来源：潮联股份招股书，信达证券研发中心

2022 年比亚迪跃居公司第一大客户，前五大客户销售收入占比 68.77%，集中度较高。2020-2022 年，公司前五大客户销售收入合计分别为 4.3、5.4、5.8 亿元，占比分别为 73.8%、74.7%、68.8%。公司下游客户主要包括比亚迪、长安、上汽通用五菱、宁德时代、广汽等，公司整车客户主要为头部自主品牌，集中度较高，其中比亚迪在 22 年跃居公司第一大客户，宁德时代进入前五大客户行列。

表 10：2020-2022 年公司前五大客户销售占比

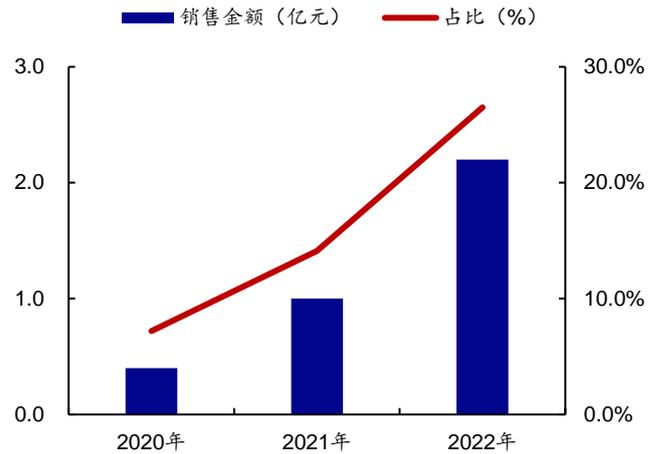
	2022 年	销售金额 (万元)	销售额占比 (%)	2021 年	销售金额 (万元)	销售额占比 (%)	2020 年	销售金额 (万元)	销售额占比 (%)
1	比亚迪	22,466.16	26.46%	长安汽车	23,636.98	32.57%	长安汽车	19,400.30	33.16%
2	长安汽车	17,878.19	21.05%	上汽通用五菱	12,254.49	16.88%	上汽通用五菱	14,550.95	24.87%
3	上汽通用五菱	9,549.06	11.25%	比亚迪	10,239.88	14.11%	比亚迪	4,224.33	7.22%
4	宁德时代	4,912.32	5.78%	长安福特	5,207.11	7.17%	赛力斯	2,523.71	4.31%
5	广汽集团	3,595.00	4.23%	上汽通用	2,857.65	3.94%	东方鑫源	2,473.44	4.23%
	前五大客户合计	58,400.72	68.77%		54,196.11	74.67%		43,172.73	73.79%

资料来源：潮联股份招股书，信达证券研发中心

比亚迪：公司与比亚迪于 2008 年开始合作，公司配套比亚迪的主要车型包括王朝与海洋系列，主要产品为汽车管路总成、新能源汽车热管理系统管路总成等。2020-2022 年，公司向比亚迪销售金额分别为 0.4、1.0、2.2 亿元，营收占比分别为 7.2%、14.1%、26.5%，连续两年销售金额实现翻番。2023 年初，比亚迪定下年销 300 万辆的目标，公司向比亚迪销售金额与营收占比有望继续保持高增。

图 30：公司主要产品向比亚迪配套车型


资料来源：潮联股份招股书，信达证券研发中心

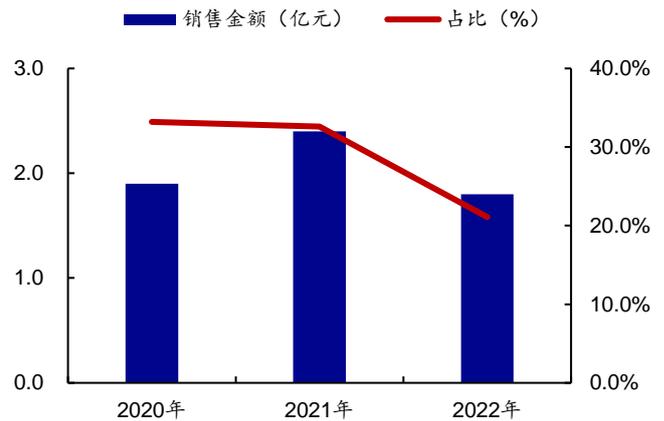
图 31：2020-2022 年公司配套比亚迪销售金额与占比


资料来源：潮联股份招股书，信达证券研发中心

长安汽车：公司与长安于 1999 年开始合作，目前配套长安的主要乘用车车型包括 CS 系列、欧尚、深蓝、阿维塔等车型，商用车型包括跨越、凯程，主要产品为汽车管路总成、流体控制件、塑料紧固件等。2020-2022 年，公司向长安销售金额分别为 1.9、2.4、1.8 亿元，20、21 年长安为公司第一大客户。22 年，公司与长安同步开发的燃料电池乘用车专用排氢管、电堆出气管等产品已实现小批量交付。

图 32：公司主要产品向长安配套车型


资料来源：潮联股份招股书，信达证券研发中心

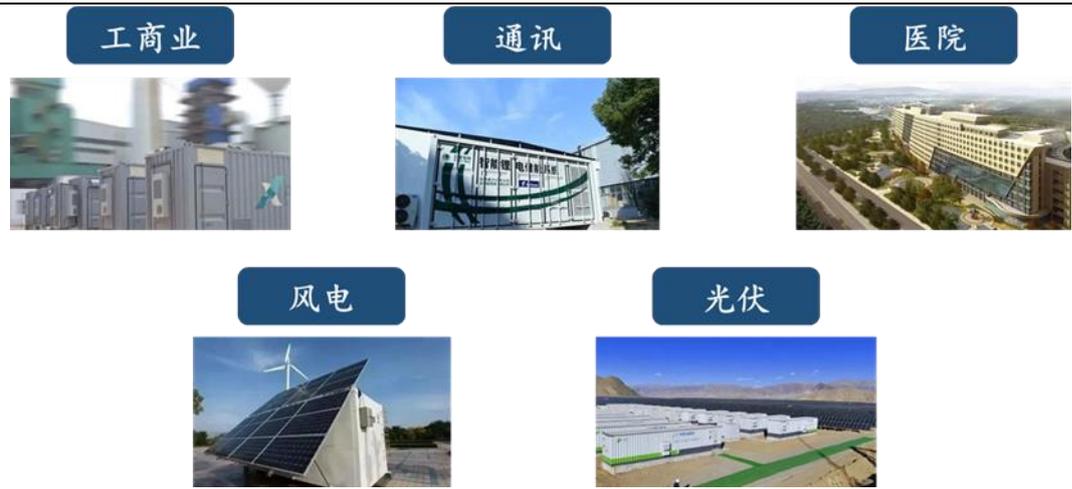
图 33：2020-2022 年公司配套长安销售金额与占比


资料来源：潮联股份招股书，信达证券研发中心

宁德时代：公司与宁德时代于 2018 年开始合作，公司配套宁德时代的主要产品包括汽车管路总成、流体控制件、塑料紧固件等，公司新能源汽车电池包内专用水管快换接头凭借优异的性价比与更高的可靠性，已成为宁德时代电池包平台的指定二级配件，为动力电池与储能产品供货。2022 年，宁德时代首次进入公司前五大客户行列，实现销售金额 0.5 亿元，占营收比例 5.8%。

3.3 切入储能管路大赛道，开辟第二成长曲线

公司电池包冷却管路快速接头可广泛应用于储能模块，市场前景大。2021 年，公司的电网储能电池模组冷却管路开发成功，该产品较汽车产品规格更大、回路更复杂，能耐极寒、耐高温，可广泛应用于工商业、通讯、医院、社区、风电、光伏等储能场景。2022 年，公司储能与燃料电池管路产品进入量产，并完成了带控制回路的储能冷却管路系统立项，具备较强的技术前瞻性。

图 34：储能业务主要应用场景


资料来源：枣庄发改，信达证券研发中心

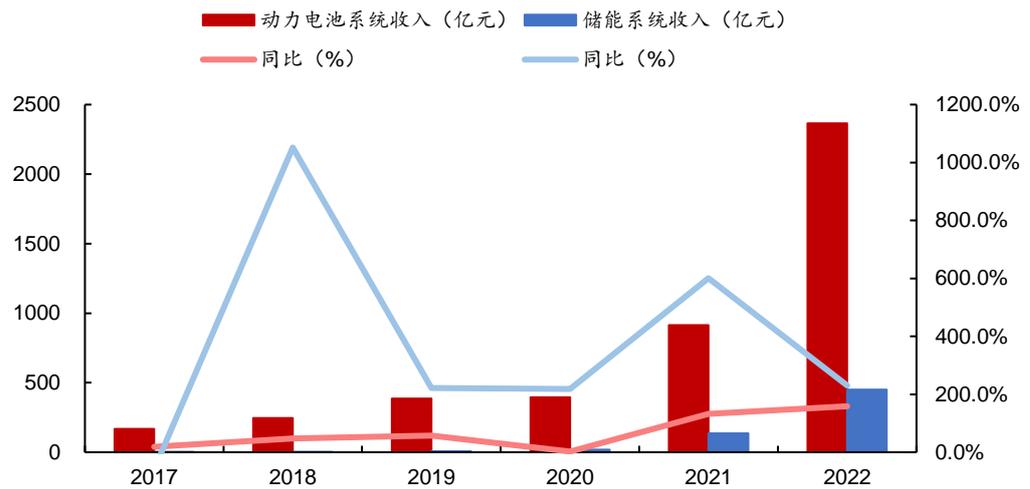
储能板块与宁德时代合作时间较长，产品全面覆盖宁德时代两大主营业务。2018年起，公司深化了与宁德时代、比亚迪的业务合作，2019年公司开发出国内领先的电池包内专用水管快速接头，解决了能量密度大幅提升趋势下，电池包内部空间减少带来的热管理系统布局问题，凭借性价比与安全可靠性优势成为宁德时代电池包平台指定二级配件，为动力电池与储能产品供货。凭借产品优势，公司未来与宁德时代的合作领域有望不断拓展，储能业务有望成为新的增长点。

表 11：2021-2022 年全球动力电池与储能电池出货量（GWh）

	2021 年			2022 年			增速		
	动力电池	储能电池	合计	动力电池	储能电池	合计	动力电池	储能电池	合计
宁德时代	115	17	132	270	53	323	135%	212%	145%
LG 新能源	77	8	85	92	9	101	19%	13%	19%
比亚迪	32	5	37	84	14	98	163%	180%	165%
松下	47		47	49		49	4%		4%
三星 SDI	19	8	27	36	9	45	89%	13%	67%
SK-On	24		24	44		44	83%		83%
中创新航	10		10	24		24	140%		140%
国轩高科	8	1	9	17	6	23	113%	500%	156%
亿纬锂能	4	1	5	9	9	18	125%	800%	260%
欣旺达	3		3	11		11	267%		267%
其他	53	4	57	54	22	76	2%	450%	33%
合计	392	44	436	690	122	812	76%	177%	86%

资料来源：SNE，Energytrend 储能，信达证券研发中心

储能业务为宁德时代两大核心业务之一，营收增速高于动力电池。宁德时代为全球领先的新能源创新科技公司，公司主营业务包括动力电池系统与储能方案。宁德时代储能方案覆盖电源侧、输配电侧、以及用户侧（包括工商业与住宅储能、通讯储能、应急储能、智能微网、光伏储能等领域），产品具有高功率、长寿命、安全可靠性高的优势。宁德时代储能电池出货量连续两年位列全球第一，覆盖中国、美国、英国、德国、澳大利亚等储能主要市场，成立至今已在全球交付超过 200 个大型储能项目。

图 35：2017-2022 年宁德时代动力电池与储能收入及增速


资料来源：ifind, 信达证券研发中心

3.4 公司积极增发扩产，夯实研发基础

国六标准落地为公司带来一定供货压力，公司积极增发进一步丰富产品线、提升市占率。从 2019 年下半年开始，随着国六标准的逐步推行，公司国六相关产品批量化供应量提升，现有产能水平面临一定供货压力，2022 年公司产能利用率高达 95.9%。考虑公司未来产品线与客户群的不断拓展，市占率进一步提升，产能不足将成为制约公司发展的重要因素，募投项目的实施有望缓解公司在生产场地、设备方面的局限性，提升新产品产业化能力，不断拓展收入来源。

表 12：公司主要产品生产销售情况（单位：万件）

产品类别	项目	2022 年	2021 年	2020 年
汽车流体管路总成类	产能	3044.12	2973.7	2668.78
	产量	2917.92	2592.29	2527.55
	产能利用率	95.9%	87.2%	94.7%
	销量	2726.54	2623.26	2331.78
	产销比率	93.4%	101.2%	92.3%

资料来源：溯联股份招股书，信达证券研发中心

IPO 募投项目包含零部件与研发中心项目。公司汽车用塑料零部件项目总投资金额为 25463.0 万元，项目建成后预计年生产各类汽车流体管路总成 1347 万件，新能源车热管理管路总成 80 万件、其他流体管路 800 万件、汽车流体控制件 300 万件、紧固件 8000 万件以及其他部件 200 万件。项目建设期为 24 个月，第三/四年达到设计能力的 60%/80%，第五年完全达产。本项目达产后，预计将新增年收入 40947.3 万元，年利润总额 6252.3 万元，所得税后投资回收期为 6.52 年。

汽车零部件研发中心项目总投资为 4079.0 万元，主要通过新建新材料汽车零部件研发、实验研究和监测中心，增强研发创新能力，与整车厂形成战略分工。该募投项目的成功运作有望提升公司工艺水平与生产效率，降低生产成本，增加中高端产品销量，进一步提升公司产品竞争力，提高汽车在节能与排放技术开发、试验研究与测试等方面的研发能力。

表 13：公司本次发行募投计划（单位：万元）

序号	项目名称	建设具体内容	实施主体	项目投资总额	使用募集资金数额
1	汽车用塑料零部件项目及汽车零部件研发中心项目	汽车用塑料零部件项目	溯联股份	25463.00	25141.36
2		汽车零部件研发中心项目	溯联股份	4079.00	4079.00
3		补充营运资金	溯联股份	10000.00	10000.00
		合计		39542.00	39220.36

资料来源：溯联股份招股书，信达证券研发中心

四、同业对比：溯联专注尼龙管路领域，盈利能力出色

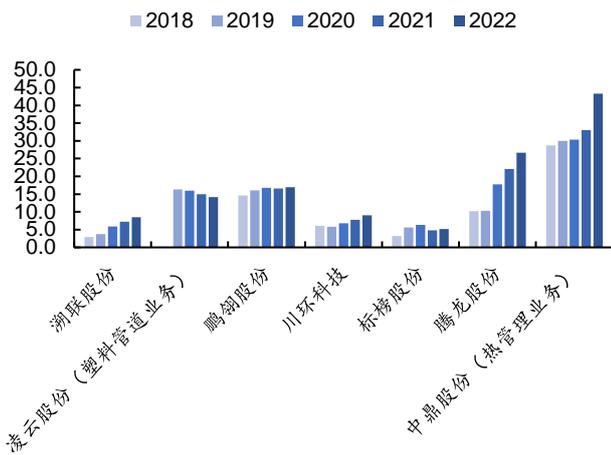
与同行业公司相比，公司更专注于尼龙管路领域，核心部件自制率高，客户覆盖面较广。公司同行业可比公司包括川环科技、标榜股份、中鼎股份、鹏翎股份、凌云股份、腾龙股份。主要产品方面：公司与凌云股份、标榜股份产品相似度较高，主要为汽车用塑料管路；鹏翎股份、川环科技产品以发动机附件与燃油系统管路为主，主要为橡胶管路。客户方面：鹏翎股份、川环科技客户主要为整车厂和零部件企业，与公司相似度较高；凌云股份客户以奔驰、宝马、奥迪等国际高端品牌为主，标榜股份深度绑定大众与部分零部件企业。

表 14：A 股同业公司对比

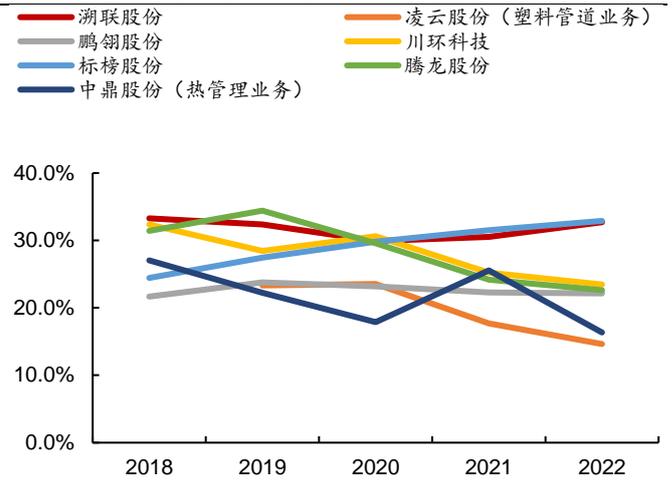
	溯联股份	凌云股份	鹏翎股份	川环科技	标榜股份	腾龙股份	中鼎股份
主营业务	发行人主要从事汽车用塑料流体管路产品及其零部件的研发、生产和销售。	主要从事汽车零部件生产及销售业务、塑料管道系统生产及销售业务。	主要从事汽车用橡胶软管及总成产品的研发、生产和销售。	主要从事车用橡胶软管系列产品的研发、生产和销售。	主要从事汽车尼龙管路及连接件等系列产品研发、生产和销售。	汽车空调管路、二氧化碳热泵系统、热管理系统连接硬管；EGR（汽车废气再循环）系统、汽车胶管、柔性节（波纹管）	空气悬挂、轻量化底盘、流体管路、密封系统
主要客户	比亚迪、长安汽车、上汽通用五菱、广汽集团等 30 余家整车企业；同时向宁德时代、欣旺达、邦迪管路等零部件生产厂商提供流体管路总成及相关零部件产品。	宝马、奔驰、奥迪、丰田等国际高端品牌	一汽大众、上汽大众、长城汽车、比亚迪、长安汽车、上海大众动力总成、大众一汽发动机、上汽通用五菱、东风日产、一汽红旗等五十多家国内汽车整车厂。	吉利、上汽五菱、长安、长安福特、马自达、三菱、北汽、广汽、比亚迪、奇瑞等整车厂	一汽大众、上汽大众、上汽大通等整车厂以及上海大众动力总成、大众一汽发动机、鹏翎股份、中鼎股份等汽车零部件企业。	沃尔沃、本田、Stellantis、大众、吉利、上汽、长城、蔚来、小鹏、理想、零跑	给宝马、沃尔沃、奥迪、大众、吉利、小鹏和理想等新能源汽车平台

资料来源：溯联股份招股书，腾龙股份年报，中鼎股份年报，信达证券研发中心整理

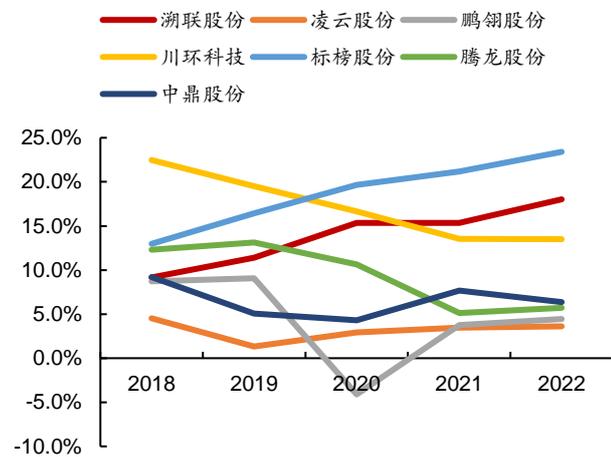
溯联股份营收复合增速领先同行业公司，盈利能力位居行业前列。溯联股份营收增速近年来维持较快增长趋势，相比其他同行业公司，溯联 18-22 年营收复合增速领先。凭借出色的核心部件自制能力与广泛的客户群体，公司盈利能力同样位居行业前列，公司销售毛利率常年维持在 30% 以上，销售净利率稳中有升。研发费用占比公司处于行业平均水平，近年来随新能源产品线与客户不断拓展，占比体现较快上升趋势。

图 36：营业收入同业对比（亿元）


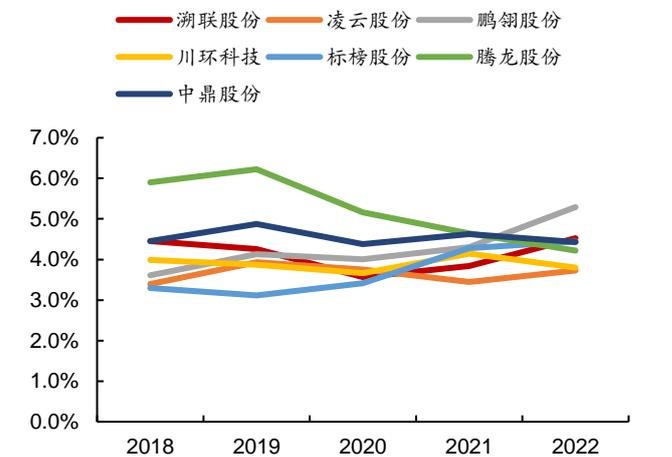
资料来源：ifind，信达证券研发中心

图 37：毛利率同业对比（%）


资料来源：ifind，信达证券研发中心

图 38：净利率同业对比（%）


资料来源：ifind，信达证券研发中心

图 39：研发费用占比同业对比（%）


资料来源：ifind，信达证券研发中心

五、盈利预测

基于对各业务发展趋势及公司竞争力的分析，我们对新能源热管理系统管路总成、真空制动管路总成、汽车流体控制件及紧固件、汽车燃油管路总成、汽车蒸发排放管路总成、其他部件（管材、其他汽车流体管路）几大产品线进行假设预测：

新能源热管理系统管路总成：考虑到新能源车渗透率提升及公司客户放量+公司募投项目新增产能 80 万件新能源热管理系统管路总成，我们预计公司新能源热管理系统管路总成营收增速 7.9%/12.9%/16.5%，毛利率 38%/38%/38%；

真空制动管路总成：考虑到尼龙管路在新能源及燃油车渗透率提升+公司募投项目新增产能各类汽车流体管路总成 1347 万件（按 2022 年比例拆分至真空制动管路总成约 60 万件），我们预计公司真空制动管路总成营收增速 16.7%/29.1%/30.0%，毛利率 24%/24%/24%；

汽车流体控制件及紧固件：考虑到尼龙管路在新能源及燃油车渗透率提升、公司在快速接头等核心领域具备竞争优势+公司募投项目新增产能紧固件 8000 万件+公司募投项目新增产能汽车流体控制件 300 万件，我们预计公司汽车流体控制件及紧固件营收增速

40.4%/59.4%/39.2%，毛利率 28%/28%/28%；

汽车燃油管路总成：考虑到混动车型及燃油车型需要燃油管路总成+公司募投项目新增产能各类汽车流体管路总成 1347 万件(按 2022 年比例拆分至汽车燃油管路总成约 400 万件)，我们预计公司汽车燃油管路总成营收增速 15.9%/32.0%/32.9%；

汽车蒸发排放管路总成：考虑到尼龙管路渗透率提升及公司客户放量+公司募投项目新增产能各类汽车流体管路总成 1347 万件(按 2022 年比例拆分至汽车蒸发排放管路总成约 880 万件)，我们预计公司汽车蒸发排放管路总成营收增速 17.9%/34.1%/30.0%，毛利率 33%/33%/33%；

其他部件(管材、其他汽车流体管路)：考虑到公司募投项目新增产能其他流体管路 800 万件+其他部件 200 万件，我们预计公司其他部件(管材、其他汽车流体管路)营收增速 157.2%/120.8%/73.3%，毛利率 31%/31%/31%。

综上所述，我们预计 2023-2025 年公司分别实现营收 10.3 亿元、14.5 亿元、19.7 亿元，分别实现归母净利润 1.7 亿元、2.6 亿元、3.5 亿元，对应毛利率水平达 32.3%、32.0%、31.8%，对应净利率水平达 16.9%、17.9%、17.8%。

表 15：溯联股份主要产品线收入及毛利率拆分

分业务	项目	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
新能源热管理系统管路总成	营收(万元)	175.64	3,907.72	15,196.20	16,395.13	18,507.13	21,565.44
	营收增速(%)	369.75%	2124.85%	288.88%	7.89%	12.88%	16.53%
	毛利率(%)	28.07%	34.86%	37.63%	38.00%	38.00%	38.00%
汽车真空制动管路总成	营收(万元)	3,554.29	3,713.37	2,605.01	3,040.42	3,923.81	5,101.67
	营收增速(%)	43.84%	4.48%	-29.85%	16.71%	29.06%	30.02%
	毛利率(%)	22.85%	20.80%	23.88%	23.80%	24.00%	24.00%
汽车流体控制件及紧固件	营收(万元)	5,177.37	5,253.83	6,804.83	9,552.92	15,229.03	21,205.03
	营收增速(%)	29.47%	1.48%	29.52%	40.38%	59.42%	39.24%
	毛利率(%)	25.99%	24.71%	27.14%	28.00%	28.00%	28.00%
汽车燃油管路总成	营收(万元)	11,826.67	15,953.99	15,922.01	18,452.09	24,354.56	32,369.04
	营收增速(%)	16.71%	34.90%	-0.20%	15.89%	31.99%	32.91%
	毛利率(%)	30.22%	30.59%	30.55%	30.00%	30.50%	30.50%
汽车蒸发排放管路总成	营收(万元)	34,055.39	40,205.52	39,378.52	46,417.42	62,253.19	80,940.48
	营收增速(%)	96.65%	18.06%	-2.06%	17.87%	34.12%	30.02%
	毛利率(%)	30.86%	31.31%	32.65%	32.80%	32.60%	32.60%
其他部件(管材、其他汽车流体管路)	营收(万元)	3,427.56	3,385.40	3,613.22	9,294.70	20,525.52	35,565.52
	营收增速(%)	20.97%	-1.23%	6.73%	157.24%	120.83%	73.27%
	毛利率(%)	31.14%	31.66%	30.97%	31.00%	31.00%	31.00%

资料来源：Wind，信达证券研发中心

六、投资建议

受益于汽车智能电动化趋势，管路行业有望迎来量价齐升。公司是国内汽车尼龙管路龙头企业，核心零部件自制率高，客户绑定头部自主及新势力品牌，并切入储能大赛道开辟第二增长曲线，有望获得高于行业的增长速度。行业可比公司鹏翎股份、川环科技、标榜股份 2023-2025 年 ifind 机构一致预测 PE 平均为 27、21、18 倍，根据我们的预测，公司当前 PE 低于行业水平。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 16：溯联股份可比公司估值

股票代码	公司名称	2023/7/21		归母净利润 (亿元)				PE			
		收盘价	总市值 (亿元)	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
300375.SZ	鹏翎股份	3.81	29	0.8	0.7	1.0	1.2	38.3	41.4	29.9	24.6
300547.SZ	川环科技	15.96	35	1.2	2.0	2.6	2.9	28.6	17.5	13.3	11.9
301181.SZ	标榜股份	28.3	33	1.2	1.4	1.7	2.0	27.3	22.8	18.9	16.8
	平均值							31.4	27.3	20.7	17.8
301397.SZ	溯联股份	44.82	45	1.5	1.7	2.6	3.5	29.3	25.7	17.2	12.8

资料来源：ifind，信达证券研发中心

七、风险因素

原材料价格波动风险：公司产品主要原材料为尼龙等高分子材料，2020-2022 年尼龙类材料占全部采购金额的比重分别为 28.66%、24.06%及 25.31%，尼龙等主要原材料价格的上涨将会对公司毛利率水平产生一定负面影响。

整车客户拓展不及预期：国内新能源汽车发展一方面面临着传统燃油车和国外新能源汽车品牌的双重竞争压力，若公司向整车厂客户直接供货或通过宁德时代等客户间接供货的车型因产品不能满足用户期待或遇到激烈市场竞争，将可能影响公司下游核心客户的销售业绩，进而影响公司新能源管路业务的总体布局，使得新能源业务增长低于预期。

募投项目建设不及预期：在募集资金投资项目的实施过程中，不排除因经济环境发生重大变化、整车厂需求下降、行业竞争加剧或无法顺利通过客户对生产环境的资质认证等不利情况的出现，导致募投项目不能如期实施，或新增产能未被市场消化等实施效果与预期值产生偏离导致产能过剩的风险。

新能源汽车渗透率提升不及预期：公司正在开发的新能源汽车产品项目及其配套车型众多，前期投入较大。若公司为新能源客户开发产品的车型在未来竞争中不能达到预期销量，将可能无法摊薄公司开发相关产品的前期投入，使公司的利润率受到不利影响。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	520	638	1,726	1,886	2,360
货币资金	30	90	1,092	1,138	1,482
应收票据	65	57	52	60	66
应收账款	148	198	206	245	262
预付账款	1	1	4	4	5
存货	165	231	231	264	329
其他	111	61	141	175	216
非流动资产	258	352	629	871	916
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	96	260	390	537	634
无形资产	33	33	44	48	53
其他	129	59	194	286	229
资产总计	778	991	2,355	2,757	3,277
流动负债	295	360	374	514	683
短期借款	15	43	53	58	63
应付票据	63	82	107	156	216
应付账款	158	171	136	205	279
其他	59	65	79	95	125
非流动负债	16	10	2	3	4
长期借款	9	7	0	0	0
其他	7	3	2	3	4
负债合计	311	370	376	517	687
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	467	620	1,979	2,240	2,590
负债和股东权益	778	991	2,355	2,757	3,277

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	726	849	1,032	1,448	1,967
同比 (%)	24.1%	17.0%	21.5%	40.4%	35.9%
归属母公司净利润	110	153	174	261	350
同比 (%)	26.5%	38.6%	13.9%	49.7%	34.2%
毛利率 (%)	30.5%	32.7%	32.3%	32.0%	31.8%
ROE%	23.6%	24.7%	8.8%	11.6%	13.5%
EPS(摊薄)(元)	1.10	1.53	1.74	2.61	3.50
P/E	40.61	29.31	25.74	17.19	12.81
P/B	9.59	7.23	2.27	2.00	1.73
EV/EBITDA	0.08	-0.11	14.74	10.14	7.03

利润表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	726	849	1,032	1,448	1,967
营业成本	504	571	699	985	1,341
营业税金及附加	5	5	7	10	13
销售费用	19	21	26	37	49
管理费用	40	41	51	71	96
研发费用	28	38	51	65	89
财务费用	1	2	2	-9	-9
减值损失合计	-3	-2	-2	-2	-2
投资净收益	-2	-1	-3	-3	-4
其他	2	2	2	2	2
营业利润	126	168	195	286	384
营业外收支	0	0	0	0	0
利润总额	126	168	195	287	385
所得税	15	15	20	26	35
净利润	111	153	174	261	350
少数股东损益	1	0	0	0	0
归属母公司净利润	110	153	174	261	350
EBITDA	156	201	235	338	439
EPS(当年)(元)	1.47	2.04	1.74	2.61	3.50

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金	120	121	132	349	455
净利润	111	153	174	261	350
折旧摊销	27	30	39	61	64
财务费用	1	2	3	3	3
投资损失	0	0	3	3	4
营运资金变动	-23	-65	-89	19	32
其它	4	1	2	2	2
投资活动现金流	-70	-78	-319	-306	-114
资本支出	-70	-79	-314	-300	-107
长期投资	0	0	0	0	0
其他	0	0	-5	-5	-6
筹资活动现金流	-44	14	1,189	3	3
吸收投资	0	0	1,184	0	0
借款	25	103	3	5	5
支付利息或股息	-17	-2	-3	-3	-3
现金流净增加额	6	57	1,001	46	344

研究团队简介

陆嘉敏，信达证券汽车行业首席分析师，上海交通大学机械工程学士&车辆工程硕士，曾就职于天风证券，2018年金牛奖第1名、2020年新财富第2名、2020新浪金麒麟第4名团队核心成员。4年汽车行业研究经验，擅长自上而下挖掘投资机会。汽车产业链全覆盖，重点挖掘特斯拉产业链、智能汽车、自主品牌等领域机会。

王欢，信达汽车行业研究员，吉林大学汽车服务工程学士、上海外国语大学金融硕士。曾就职于丰田汽车技术中心和华金证券，一年车企工作经验+两年汽车行业研究经验。主要覆盖整车、特斯拉产业链、电动智能化等相关领域。

曹子杰，信达证券汽车行业研究助理，北京理工大学经济学硕士、工学学士，主要覆盖智能汽车、车联网、造车新势力等。

丁泓婧，墨尔本大学金融硕士，主要覆盖智能座舱、电动化、整车等领域。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	粟琳	18810582709	sulin@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。