

## 募投拓开新能源汽配, 车用胶管领域“小巨人”

### 投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 随着中国汽车胶管的技术水平不断提升, 国内胶管企业正实现进口替代, 产业仍将保持良好的发展趋势, 预计至2028年我国汽车零部件行业营收将突破4.8万亿元; 2) 公司售后市场扎根北美, 毛利率长期维持在45%以上, 同时随着美国汽车保有量水平与平均车龄上升, 未来公司售后业务营收规模将持续增长; 3) 公司募投项目着眼新工艺、新技术、新设备, 建成后将实现液压软管2500万米、空调软管1160万米、异型管650万支和其他管路650万米的年生产能力, 为更多新能源汽车管路总成产品实现量产提前布局。
- 专注汽车胶管20余年, 在研项目加码新能源车赛道。** 公司掌握16项核心生产技术, 优质产品广获国际主机厂认可; 公司拥有12个在研项目, 新能源车制动软管相关项目已进入小批量试制阶段, 部分产品已进入比亚迪、小鹏、蔚来等新能源车企供应体系。
- 售后市场进入北美汽配连锁巨头供货网络。** 公司以美国为主出口售后市场, 液压制动软管等产品已进入了美国汽配连锁巨头AutoZone、O'Reilly等的供货网络, 随着美国汽车保有量水平与平均车龄上升, 2019-2022年上半年公司售后市场销售收入稳步提升, 毛利率长期维持在45%以上。
- 募投扩产满足产能需求, 助力公司抢占新能源零部件赛道。** 根据募投项目规划, 新建厂房和自动化生产线可满足公司产能扩张的需求, 同时为公司未来更多新能源汽车管路总成产品实现量产提前布局; 按规划, 项目一期厂房建设及软件安装于2022年底完成, 全部厂房及设备及软硬件安装将于2023年12月末完成, 达产后预计年营业收入达到9.2亿元、年净利润达到9043.9万元。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2023-2025年公司归母净利润分别为0.7/0.9/1.0亿元, 对应PE为10/9/8倍。考虑到2024年可比公司平均估值为19倍, 同时考虑到公司不断开发新能源车用产品, 乘风新能源车渗透趋势, 相关产品营收未来可期; 募投项目未来建成达产, 将满足公司产能扩张的需求, 完善公司产品线, 进一步提升公司盈利能力和市场竞争力, 我们给予2024年11倍PE估值, 对应目标价9.68元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 主要客户集中、境外经营风险、上游原材料价格波动、跨境运输成本上涨、内部控制风险、募投项目进展不及预期等风险。

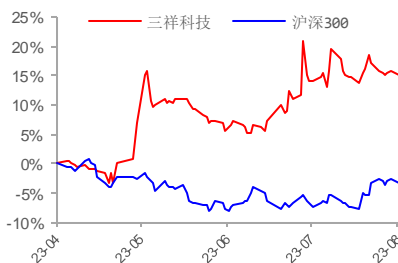
指标年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	724.89	881.79	1074.82	1288.05
增长率	18.36%	21.64%	21.89%	19.84%
归属母公司净利润(百万元)	64.84	74.87	86.27	100.05
增长率	-19.96%	15.47%	15.23%	15.97%
每股收益EPS(元)	0.66	0.76	0.88	1.02
净资产收益率ROE	10.84%	11.55%	12.18%	12.98%
PE	12	10	9	8
PB	1.28	1.19	1.09	1.01

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 刘言  
执业证号: S1250515070002  
电话: 023-67791663  
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: iFind

### 基础数据

总股本(万股)	9803.00
流通A股(万股)	3922.90
总市值(亿元)	7.82
总资产(亿元)	11.17
每股净资产(元)	6.44

### 相关研究

## 目 录

<b>1 国家专精特新“小巨人”，汽车橡胶软管及总成引领者</b> .....	<b>1</b>
1.1 公司股权结构稳定，重视自主研发实力.....	1
1.2 产品技术成熟，专注打造车用胶管核心产品.....	2
1.3 业绩保持稳健增长，盈利能力持续增强.....	3
<b>2 国产车用胶管走向海外，乘新能源车东风未来可期</b> .....	<b>6</b>
2.1 汽车胶管应用场景多样，国产替代逐步走向海外.....	6
2.2 下游：汽车与新能源车双引擎，车用胶管乘风增长.....	7
2.3 外资企业占领高端市场，国产逐步缩小技术差距.....	9
<b>3 核心技术创造优质产品，募投扩产助力业绩高增</b> .....	<b>10</b>
3.1 专注汽车胶管领域 20 余年，新能源车用产品拓展小鹏蔚来.....	10
3.2 客户供应商管理体系完善，售后市场链接北美汽配巨头.....	12
3.3 新工艺提高智造水平，募投项目持续加码产能提升.....	14
<b>4 盈利预测与估值</b> .....	<b>15</b>
4.1 盈利预测.....	15
4.2 相对估值.....	16
<b>5 风险提示</b> .....	<b>17</b>

## 图 目 录

图 1: 公司股权结构 (截至 2023 年 8 月 7 日)	1
图 2: 营业总收入及增速	3
图 3: 归母净利润及增速	3
图 4: 公司主营业务收入按销售产品类型构成情况	4
图 5: 公司按产品分主营业务收入增速	4
图 6: 公司主营业务收入按销售区域构成情况	4
图 7: 2022H1 公司不同区域的营收占比情况	4
图 8: 2019-2023Q1 公司毛利率和净利率	5
图 9: 主营业务按产品或服务分类的毛利率情况	5
图 10: 2019-2023Q1 公司各项费用率	5
图 11: 中国 40093100 产品 2016 年-2022 年出口情况	7
图 12: 中国 40093100 产品 2016 年-2022 年进口情况	7
图 13: 2018-2023H1 国内汽车产量情况	8
图 14: 公司与同业公司营业收入情况 (亿元)	9
图 15: 公司与同业公司营业收入同比增长率情况	9
图 16: 公司售后市场销售收入	14
图 17: 公司主营业务按照销售模式分类毛利率情况	14

## 表 目 录

表 1: 公司主要产品介绍	2
表 2: 汽车胶管按生产工艺结构分类	6
表 3: 2019-2022 年我国汽车胶管市场规模测算	8
表 4: 公司与同业供货商的产品性能对比 (体积最大膨胀量较小为优)	10
表 5: 公司核心技术情况	11
表 6: 公司制动软管及总成产品在新能源车上的应用情况	11
表 7: 公司与新能源汽车企业合作情况	12
表 8: 2022 年公司主要客户情况	12
表 9: 公司主要客户合作历史与相关合同约定	13
表 10: 公司募投项目调整后投入资金情况	14
表 11: 分业务收入及毛利率	16
表 12: 可比公司估值 (截至 2023 年 8 月 7 日)	16
附表: 财务预测与估值	18

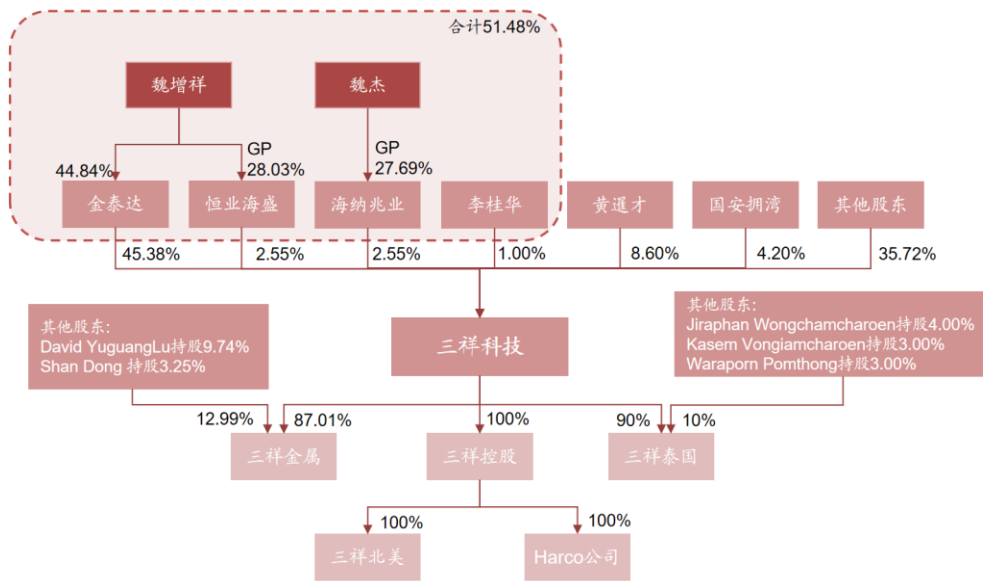
# 1 国家专精特新“小巨人”，汽车橡胶软管及总成引领者

公司深耕汽车橡胶软管及总成 20 余年。青岛三祥科技股份有限公司成立于 2003 年 4 月，位于青岛胶南市王台镇临港产业园，是一家集专门研究、开发、生产、销售和服务于一体的汽车橡胶软管及总成的高科技公司。公司的主要产品包括制动系统软管及总成、动力转向系统软管及总成、汽车空调系统软管以及加油口管等，其销售区域覆盖北美、欧洲、亚洲等多个国家和地区。自 2011 年至 2020 年，公司的液压制动橡胶软管系列产品连续十年被中国橡胶工业协会胶管胶带分会评为国内同行业企业产量排名第一。2022 年 12 月 30 日，公司于北交所上市。

## 1.1 公司股权结构稳定，重视自主研发实力

股权结构集中，董事长魏增祥及家人为实际控制人。公司控股股东为青岛新金泰达经济信息咨询有限公司；实际控制人为魏增祥，其中魏增祥与李桂华系夫妻关系，魏杰为魏增祥与李桂华之女，魏杰担任公司董事及副总经理，其未直接持有公司股份。2022 年 4 月 20 日，魏增祥与李桂华、魏杰、恒业海盛及海纳兆业签订了《一致行动人协议》。截至 2023 年 8 月 7 日公司实际控制人魏增祥及其一致行动人合计控制公司 51.5% 的股权。

图 1：公司股权结构（截至 2023 年 8 月 7 日）



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

研发实力获业界广泛认可，积极参与制定行业标准。公司先后被评定为“国家级专精特新小巨人企业”、“青岛市第四批市级工业设计中心名单”、“青岛市工程研究中心”、“青岛汽车橡胶管路国际科技合作基地”、“青岛市环保低渗透胶管专家工作站”、“2022 年山东省瞪羚企业”，其技术中心被认定为“山东省认定企业技术中心”。另外，公司先后参与起草了“橡胶软管用浸胶芳纶线 HG/T4733-2014”、“浸胶纱线、线绳和帘线捻度试验方法 GB/T33338-2016”和“浸胶线绳、帘线、纱线直径和定长度重量试验方法 GB/T36798-2018”的行业标准。根据公司公告描述，截至 2022 年 12 月 31 日，公司拥有研发人员 115 人，占员工总数比例为 8.9%；公司拥有专利 133 项，其中发明专利 24 项。

## 1.2 产品技术成熟，专注打造车用胶管核心产品

公司专注于车用胶管及总成赛道，拥有配套全流程生产工艺。公司的车用胶管及总成产品按照其功能，主要分为制动系统软管及总成、动力转向系统软管及总成、汽车空调系统软管以及加油口管等，主要客户为美国通用汽车、上汽通用、吉利汽车、长安汽车、比亚迪、东风日产、江门大长江等优质主机厂商，Brake Parts、Ferdinand Bilstein Gmbh、Alliance Parts Warehouse 等零部件配套厂商以及 AutoZone、Advance Auto Parts、O'Reilly 等美国大型汽配零售商。公司已掌握包括配方设计、混胶生产、纱线编织、硫化定型、定压检测以及总成组装的全流程生产工艺。

表 1：公司主要产品介绍

系列	产品介绍	具体产品名称	具体产品特点	具体产品图例
制动系统软管及总成	用于连接刹车系统的零部件，其主要作用是在制动中传递制动介质，保证制动力传递到制动钳产生制动力，从而使得制动及时有效。公司的制动胶管产品的抗压性和稳定性较好，技术相对成熟，按其接触的介质主要划分为液压制动软管及总成和气压制动软管及总成。公司自主研发了低膨胀量和轻量化的刹车管产品，并已批量生产。	液压制动软管及总成	具有耐制动液、低膨胀、抗脉冲、耐渗透、耐臭氧等特性	
		气压制动软管及总成	具有耐热、耐油、耐曲挠、耐臭氧等特性	
动力转向系统软管及总成	用于连接贮油罐、助力转向泵、转向器等助力转向系统部件，通过助力转向液传输压力，实现对助力转向器的控制，完成汽车及时和灵敏的转向操作。动力转向接触的介质主要系矿物油，因此对其内胶的主要技术要求为良好的耐油性，外胶的技术要求主要为耐磨和耐热等特性。公司以独有的配方技术和生产工艺，满足了行业标准以及主机厂的标准，并已批量生产高、低压动力转向系统软管及总成产品。	高压动力转向管	具有耐热、耐转向油、耐高压、抗脉冲、耐低温、高膨胀低噪声等特性	
		低压动力转向管	具有耐热、耐转向油、耐低温、耐曲挠性等特性	
冷却系统软管及总成	汽车空调系统软管应用于汽车空调制冷系统，连接压缩机、冷凝器、蒸发器、散热器等主要汽车零部件，用以传输不同压力、气液状态的制冷剂协助汽车完成制冷循环。 冷却水管主要用于连接发动机、散热器、暖风机、新能源汽车电池、电机冷却系统，用以传输冷却液，从而将发动机、电池等产生的热量传递至散热器降温，也将热量传递至暖风机为驾驶舱供热，后将散热后的冷却液传送回发动机进行下一个热量循环，以完成对高温区域的重点冷却，防止机油变质并保障活塞等运动件的正常运行。 变速箱油冷管应用于汽车变速箱冷却系统，其作用为连接变速箱与散热器，将变速箱中的热变速箱油输出至散热器冷却降温，再将低温的变速箱油输送回变速箱，实现变速箱散热。	汽车空调系统软管	具有耐制冷剂、抗振动、耐脉冲、耐渗透等特性	
		发动机冷却水管	具有耐热、耐防冻液、耐老化、抗臭氧等特性	
		变速箱油冷管	具有耐高温、耐腐蚀、耐ATF（自动变速器）油等性能	

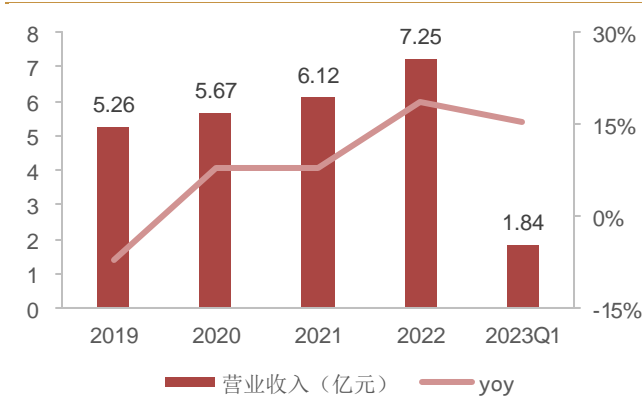
系列	产品介绍	具体产品名称	具体产品特点	具体产品图例
燃油系统软管及总成	燃油管应用于汽车燃油系统，连接油箱、炭罐、油泵、曲轴箱等主要零部件，其可将燃油传递至发动机燃烧做功，同时将蒸发的油气、未参与燃烧的燃油、燃油废气传递至燃油净化系统，处理后参与燃烧或排放。公司的燃油管产品主要为加油口管、发动机燃油回油管和燃油蒸汽管。	THV 加油口管	采用氟树脂与橡胶复合，具有耐燃油、外层耐臭氧、内层抗静电、抗老化等特性	
		发动机燃油回油管	具有优良的耐燃油、耐高温、耐爆破、低渗透、内层抗静电、长期老化性能等特点	
		燃油蒸汽管	具有良好的耐热、耐油、耐曲挠、耐臭氧等特性	

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

### 1.3 业绩保持稳健增长，盈利能力持续增强

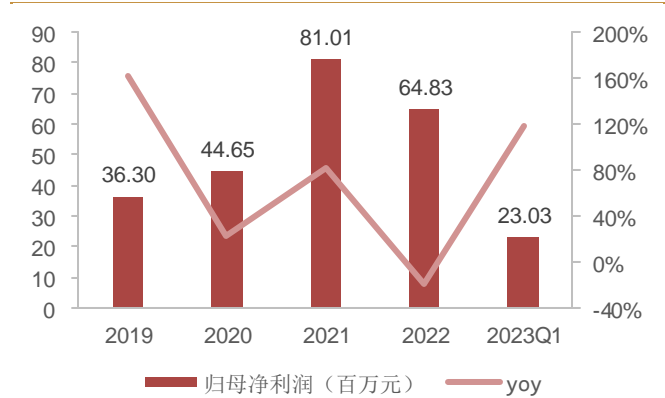
**营业收入稳步增长，主营业务盈利能力上升。**公司的营业收入由 2019 年的 5.3 亿元增长到 2022 年的 7.3 亿元，CAGR 为 11.3%。2022 年，公司营业收入进一步增长原因包括主机客户新项目按节点量产，售后业务扩大零售商订单，新能源空调管销售增加等。2019 年至 2022 年，公司的归母净利润为 3629.8 万元、4465.0 万元、8101.0 万元、6483.4 万元，期间 CAGR 高达 21.3%。其中 2022 年归母净利润下降主要为政府补贴与官司赔偿同比减少所致，公司主营业务的盈利仍保持上升趋势。2023 年一季度，由于收入同比增长、毛利同比提升、其他收益同比增长等因素，归母净利润达到 2302.6 万元，同比增长 117.7%。

图 2：营业总收入及增速



数据来源：iFinD，公司公告，西南证券整理

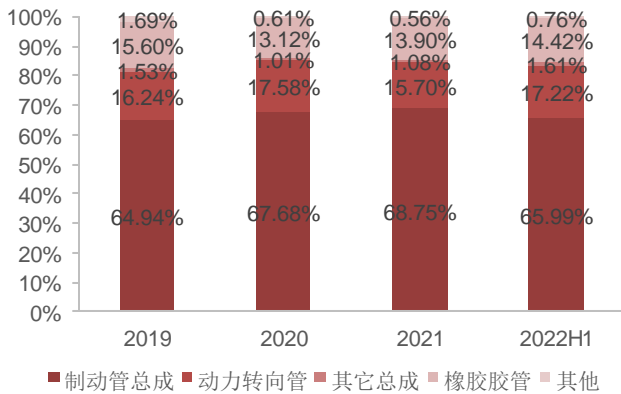
图 3：归母净利润及增速



数据来源：iFinD，公司公告，西南证券整理

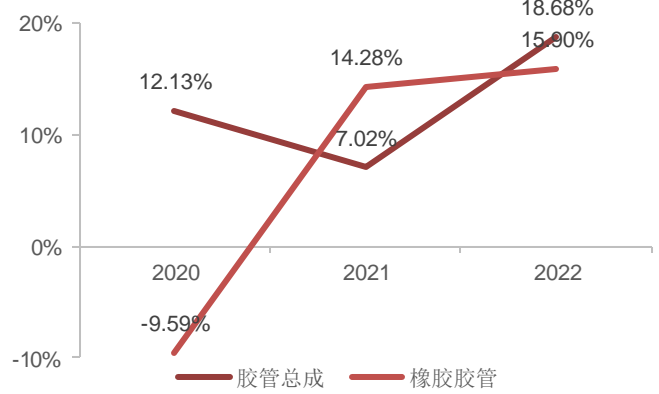
公司主要产品大类包括胶管总成和橡胶胶管，构成较为稳定。其中胶管总成包括制动管总成、动力转向管总成和其他总成，制动管总成业务规模的扩大是推动公司主营业务收入增长的主要因素，2020 年度、2021 年度，制动管总成相比于上年的收入增长率分别为 12.1% 和 7.0%。动力转向管总成主要应用于境外售后市场，客户相对分散，收入规模受客户不同需求变动的影 响存在一定波动。其他总成主要包括空调管总成、油冷管总成、真空管总成、水管总成等，销售金额较小。

图 4：公司主营业务收入按销售产品类型构成情况



数据来源：iFinD，公司招股说明书，西南证券整理

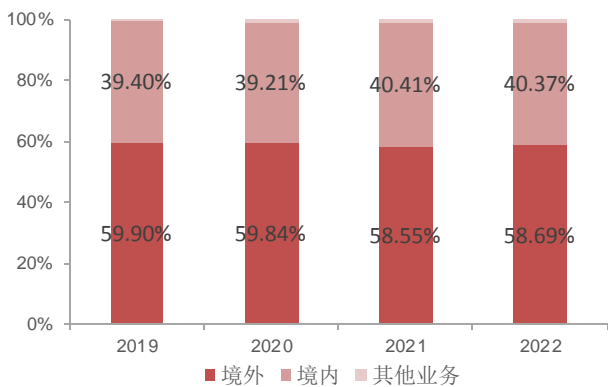
图 5：公司按产品分主营业务收入增速



数据来源：iFinD，公司公告，西南证券整理

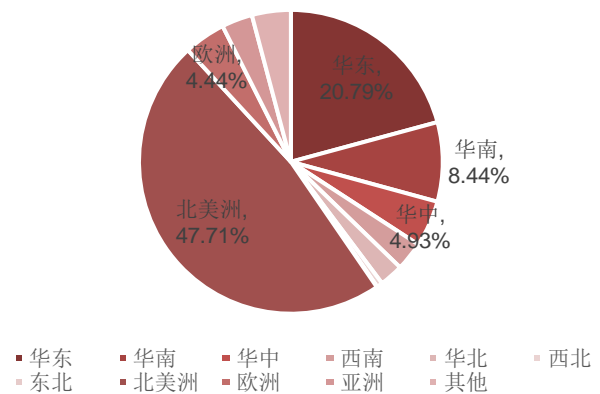
按销售区域分，公司境外销售占主营业务收入的一半以上。2019年-2022年，公司境内销售收入占主营业务收入的比例分别为 39.4%、39.2%、40.4%和 40.4%，境外销售收入占比分别为 59.9%、59.8%、58.6%和 58.7%，其中，境内销售业务以华东、华南市场为主，境外销售业务主要销往北美地区。

图 6：公司主营业务收入按销售区域构成情况



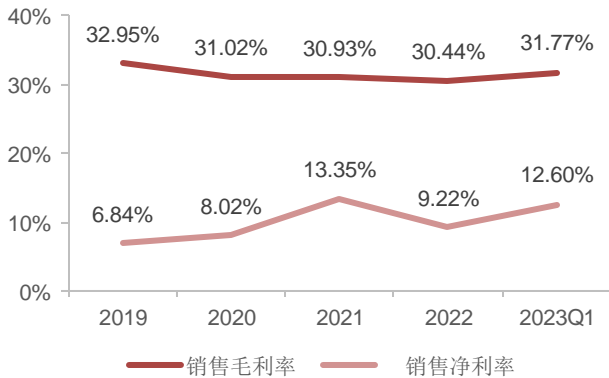
数据来源：公司公告，公司招股说明书，西南证券整理

图 7：2022H1 公司不同区域的营收占比情况

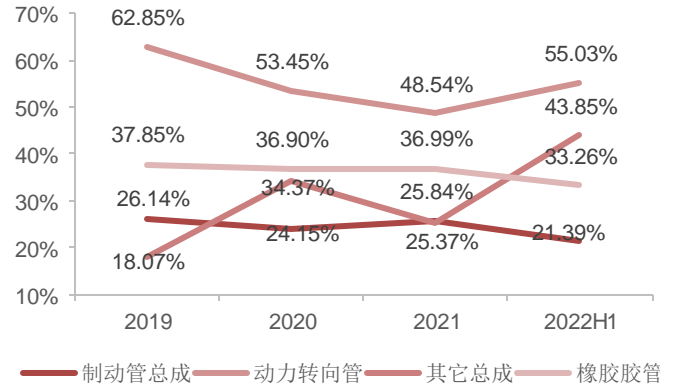


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

毛利率总体保持平稳，净利率开始回暖。2019-2023 年一季度，公司毛利率分别为 33.0%、31.0%、30.9%、30.4%和 31.8%。另外，2019-2023 年一季度，公司净利率分别为 6.8%、8.0%、13.4%、9.2%和 12.6%。其中，动力转向管的毛利率最高，制动管总成的毛利率相比偏低。2022 年，由于信用减值损失增加、其他收益项和营业外收入项减少等原因，公司净利率下降；2023Q1，由于收入同比增长、毛利率同比提高、其他收益同比增长等原因，公司净利率开始回升。

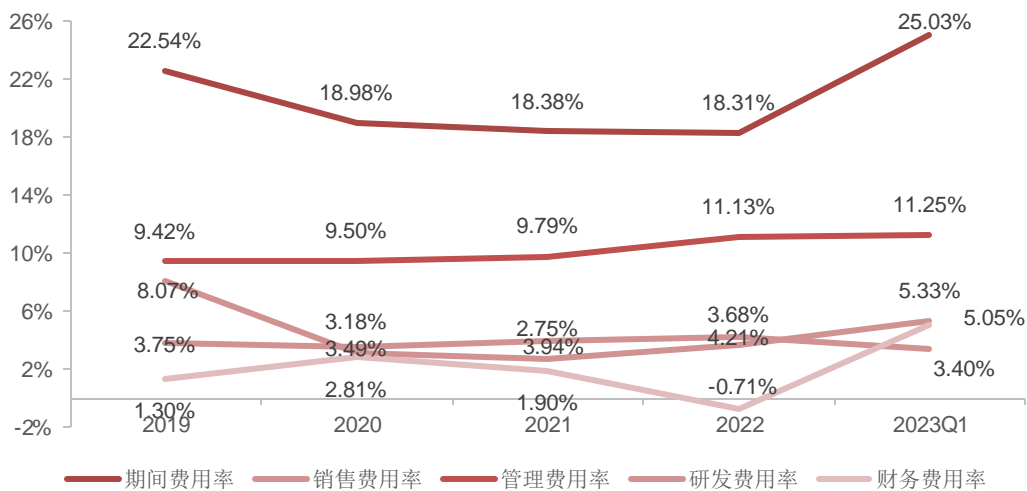
**图 8：2019-2023Q1 公司毛利率和净利率**


数据来源：iFinD，公司公告，西南证券整理

**图 9：主营业务按产品或服务分类的毛利率情况**


数据来源：iFinD，公司招股说明书，西南证券整理

**管理费用率逐年增长，财务费用率波动较大。**2021-2023 年一季度公司销售费用率分别为 2.8%、3.7%和 5.3%，增长主要原因系销售人员同比增加以及欧洲、印度销售代理增加等。2019-2023 年一季度，受人工成本增涨、到国外子公司出差增加、中介事项增多等影响，公司管理费用率提升，分别为 9.4%、9.5%、9.8%、11.1%和 11.3%。公司财务费用率波动较大，2023 年一季度，受美元升值、汇兑损失同比增加，银行融资金额增加，国外保理利率提高等影响，公司财务费用率为 5.1%，相比于上年末增加了 5.8pp。

**图 10：2019-2023Q1 公司各项费用率**


数据来源：iFinD，公司公告，西南证券整理



## 2 国产车用胶管走向海外，乘新能源车东风未来可期

### 2.1 汽车胶管应用场景多样，国产替代逐步走向海外

国内汽车零部件体系接轨世界，行业短期转冷长期向好势头不变。汽车零部件是指组成汽车各个部分的基本单元，是汽车行业的重要组成部分，也是支撑汽车工业持续健康发展的必要因素。汽车零部件主要可分为发动机系统、底盘系统、车身系统及电子器件四部分：发动机系统主要包括气缸、增压器、油泵等；底盘系统主要包括悬挂系统、减震器、制动系统、传动系统、转向系统等；车身件主要包括座椅零部件、车窗玻璃等；电子器件主要包括空调系统、照明装置等。根据前瞻产业研究院数据，2022年汽车零部件制造业营业收入为3.9万亿元，同比增长3.6%，近年受疫情影响零部件行业短期转冷，但随着技术创新我国零部件配套体系逐步与世界接轨，产业长期向好的发展趋势不变，至2028年我国汽车零部件行业主营业务收入预计将突破4.8万亿元。

汽车胶管在整车内应用广泛。胶管产品涉及汽车、工程机械、矿山机械、冶金机械、农业机械等众多领域，汽车胶管作为重点大类之一，分为汽车冷却系统、燃油系统、动力转向系统和制动刹车系统、空调系统等橡胶软管，是构成汽车管路系统的主要部件，用于传输各种液体和气体，包括燃油、润滑油、制冷剂 and 冷却液等，帮助汽车各子系统实现其功能，从而实现整车的正常运转。汽车胶管也根据生产工艺结构分为内、中、外三层，分别应对车内不同应用场景的不同需求。

表 2：汽车胶管按生产工艺结构分类

分类	材质	性能及应用场景
内层结构	主要是橡胶层，多为天然橡胶和合成橡胶产品。	主要接触汽车中液体类介质。一般需要具有耐油、耐热、耐腐蚀和耐压等功能，厚度也是考量指标之一。
中层结构	中层结构为增强层，主要是纱线层，由人造纤维和合成纤维编制而成。	增强层是胶管结构中承受压力的部分，能够有效保护胶管结构的稳定性。一般需要比较高的硬度和强度，是汽车胶管耐压醒的重要组成部分。
外层结构	主要是橡胶层，一般是耐候性、耐臭氧性较好的合成橡胶类产品。	外层结构和外部空气接触，作为胶管的直接保护层。数据来源：设计要求具有耐磨性、耐热空气和耐臭氧性等。

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

国产汽车胶管技术水平不断提升，逐步实现进口替代出口海外。近年来随着中国汽车胶管的技术水平不断提升，国内胶管企业正逐步实现进口替代，并向海外出口。以公司主要出口的胶管产品为例，其进出口所属海关代码为40093100（加强或与纺织材料合制硫化橡胶管），根据联合国商品贸易数据库数据，该代码产品在近年来呈现出进出口规模及占比缩减而出口规模及占比快速提升的趋势：出口方面，2016-2022年中国该产品的出口额由1.3亿美元提升至2.0亿美元，期间年复合增长率达到8.3%，占全球出口额的比例由6.7%提升至10.8%，2022年出口额排名世界第3；进口方面，2016-2022年中国该产品的进口金额在1.3亿美元左右波动，年复合增长率为-0.3%。进出口差额不断拉大，2022年净出口顺差达到0.7亿美元，证明国内该产品的进口依赖度正逐渐降低。

**图 11：中国 40093100 产品 2016 年-2022 年出口情况**


数据来源：联合国商品贸易数据库，西南证券整理

**图 12：中国 40093100 产品 2016 年-2022 年进口情况**

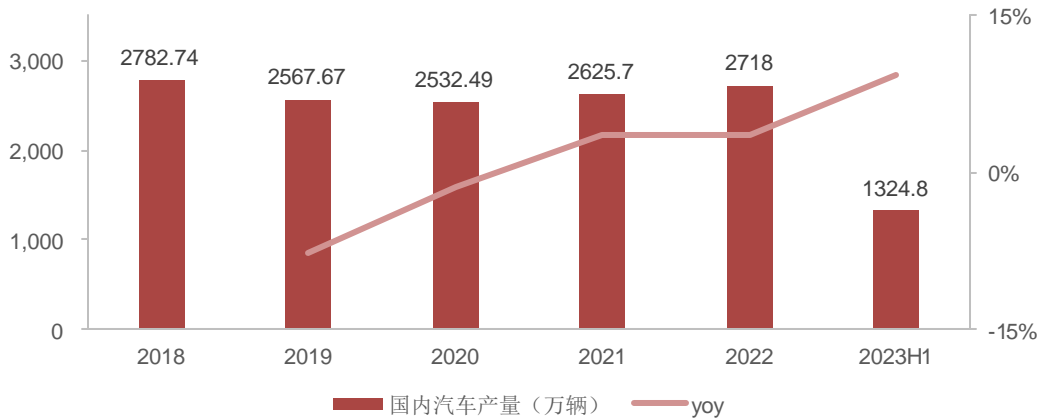

数据来源：联合国商品贸易数据库，西南证券整理

**售后业务扎根北美，市场整体稳定专业化程度高。**公司售后业务主要销售区域为北美地区，美国汽车售后市场发展历史较长，市场整体比较成熟，专业化程度高。汽车零部件的售后市场规模主要由汽车保有量决定，根据美国联邦公路管理局数据，美国汽车总保有量从 2015 年的 2.6 亿辆上升至 2021 年的 2.8 亿辆，且伴随着北美汽车平均车龄的上升，美国汽车售后市场规模持续增长的发展态势。北美售后市场汽车车龄和汽车保有量的逐年提升，将带动公司在售后市场的业绩增长。

## 2.2 下游：汽车与新能源车双引擎，车用胶管乘风增长

**下游覆盖多类型车种及车后市场，需求促使生产工艺不断升级。**车用胶管的下游为汽车整车制造行业、摩托车行业和汽车后市场，其中汽车整车制造行业占据重要地位。技术方面，汽车的电动智能化对汽车零部件提出了更高的要求，对汽车橡胶制品的要求也日趋严格和苛刻，不但要求橡胶材料有更高的物理机械性能，还要求耐老化、耐高低温、耐介质以及优异的动态疲劳性能、较长的使用寿命。另外，汽车整车行业对汽车胶管生产企业在产品质量、供货时间、售后服务等配套能力方面要求也在不断提高，最终影响汽车胶管行业的产业布局和竞争格局。

**渡过下行周期，国内汽车市场逐渐回暖。**根据中汽协数据，我国汽车销量自 2000 年的 208.6 万辆增长至 2017 年的 2894.2 万辆，期间年化复合增速达到 16.7%，而后受到中美贸易摩擦、宏观经济增速放缓、新能源车补贴退坡等因素影响，于 2018 年始呈现负增长。尽管受原材料涨价及芯片短缺等因素扰动，汽车行业仍于 2021 年开始逐渐回暖，结束 2018 年以来连续三年的周期下行。2023 年 1-6 月，国内汽车产量到达 1324.8 万辆，同比增长 9.3%。

**图 13：2018-2023H1 国内汽车产量情况**


数据来源：国家统计局，中国汽车工业协会，西南证券整理

汽车保有量有望进一步提升，带动国内汽车胶管市场逐步增长。从长期来看，我国汽车产销量仍将具备内生增长动力，在经济持续发展、城镇化率提高以及电动化、智能化等趋势下，居民出行需求将进一步增加，汽车销量、保有量有望进一步提升。汽车胶管属于汽车零部件配套必备的基础部件，随着国内汽车市场规模迅速扩张，榆次相匹配的汽车胶管需求量也大幅增加。根据招股说明书描述，国内每辆汽车（包括轿车、货车、客车等各类车型）配套使用的胶管按照平均售价计算，每辆车所用胶管金额约为 750 元。按汽车维修市场的增量为当年汽车总产量的 5% 估计，并结合此单车价值量对国内汽车胶管市场进行测算，则 2019-2022 年，我国汽车胶管市场规模分别为 202.2 亿元、199.5 亿元、206.8 亿元、214.0 亿元。

**表 3：2019-2022 年我国汽车胶管市场规模测算**

项目	2019	2020	2021	2022
中国汽车产量 (万辆)	2567.67	2532.95	2625.7	2718
整车配套胶管市场规模 (亿元)	192.58	189.97	196.93	203.85
配件维修市场汽车数量 (万辆)	128.38	126.65	131.29	135.90
配件维修胶管市场规模 (亿元)	9.63	9.50	9.85	10.19
汽车胶管市场规模 (亿元)	202.20	199.47	206.77	214.04

数据来源：国家统计局，公司招股说明书，西南证券整理

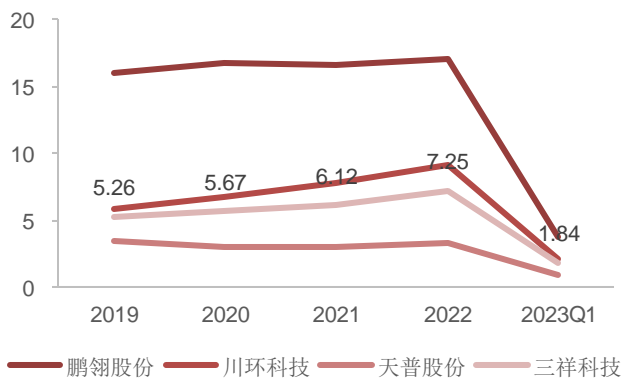
新能源车用胶管需求强劲，增量未来可期。新能源汽车产业是我国大力推进发展的战略性新兴产业，全球主要国家均制定了支持新能源汽车产业发展的规划，包括燃油车禁售的规划和新能源汽车发展目标规划，新能源汽车市占率将快速提升。根据中汽协数据，2022 年新能源汽车销量超 680 万量，市占率提升至 25.6%，逐步进入全面市场化拓展期，迎来新的发展和增长阶段。新能源车由于需要统筹考虑电池、电机、电控以及座舱的冷却乃至加热需求，冷却管路的用量大幅增加。根据公司公告数据，空调软管产品在燃油车上每台约使用 1.5-2 米，在新能源车上每台约使用 6 米；冷却水管产品在燃油车上每台约使用 5.5 米，在新能源车上每台约使用 35.5 米。新能源汽车的发展将大幅增加对空调软管和冷却管路的需求，未来相关胶管市场规模增量强劲。

## 2.3 外资企业占领高端市场，国产逐步缩小技术差距

**外资企业占领高端市场，行业竞争日益加剧。** 车用胶管行业市场竞争较为激烈，近年来中国汽车产业的迅猛发展为全球汽车零部件生产企业提供了巨大市场机遇，外国汽车胶管生产企业纷纷加入到国内汽车胶管市场的竞争中，行业竞争日益加剧。高档、豪华汽车胶管市场大部分的市场份额由外资企业占据，如德国大陆集团、韩国和承 R&A 公司、法国 Flexitech 公司、日本日轮等。除此之外，部分中国车用胶管企业包也在技术、材料、控制成本等方面不断提升，适应了胶管的市场化竞争，在中低端市场已经具备一定的市场地位，并且随着技术与外资企业差距的缩小，在高端车用胶管市场同外资企业进行竞争。

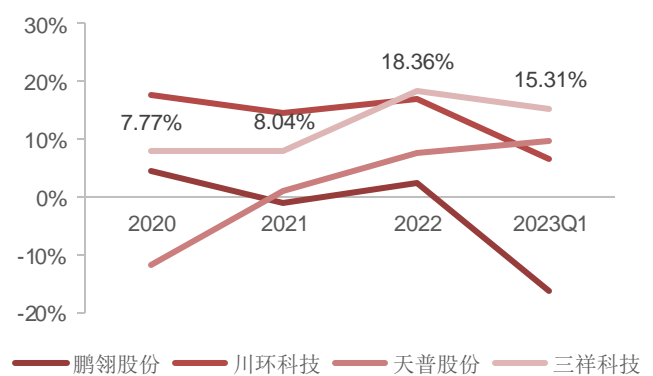
**行业市场化程度高，国产技术差距逐渐缩小。** 汽车胶管行业国内市场化程度较高，体现为在价格层面竞争激烈，其次则是质量管理竞争和新品研发竞争。新品研发竞争主要体现在应用新材料、新工艺、新设备上。随着汽车整车市场和零部件市场竞争不断的加剧，主机厂对产品质量、价格和及时供货等方面提出更高标准，部分内部运作效率低下、产品质量差或产品质量不稳定的汽车胶管生产企业将最终被淘汰或被兼并。国内胶管企业积极投入资金进行技术改造和设备升级，自动化程度大幅提高，技术水平已接近国外先进水平，各企业在硬件设施更新上水平后，都不同程度进行了现代工厂管理模式升级。2019 年-2023Q1 公司营业收入稳步增长，体量处于行业中等水准，2022-2023Q1 营收同比增长率领先同业公司。

图 14：公司与同业公司营业收入情况（亿元）



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 15：公司与同业公司营业收入同比增长率情况



数据来源：iFinD，西南证券整理

### 3 核心技术创造优质产品，募投扩产助力业绩高增

#### 3.1 专注汽车胶管领域 20 余年，新能源车用产品拓展小鹏蔚来

专于车用胶管领域 20 余年，产品获国内外广泛认可。公司自 2003 年成立以来，主要从事车用胶管及总成产品的研发、生产和销售，在产品和技术方面形成了独有优势，不仅通过了 IATF16949 认证、3C 认证和 DOT 认证，产品质量及其技术指标更是满足了国内外主机厂对汽车胶管的高供货标准。同时，公司产品采用新材料、新工艺，过程损耗低，并统一按照主机厂的标准生产，性能良好，质量稳定。

产品性能质量优异，满足整车厂商严格指标要求。公司的液压制动软管通过了美国通用汽车 GMW3056 标准，相较于 SAE J1401 的行业标准，该标准在膨胀量和耐久性方面有更高要求。2011-2021 年，公司的液压制动橡胶软管系列产品连续被中国橡胶工业协会胶管分会评为国内同业企业产品排名第一。公司凭借优异的产品性能、良好的产品质量与主要客户建立了长期稳定的合作关系，属于重要供应商。

表 4：公司与同业供货商的产品性能对比（体积最大膨胀量较小为优）

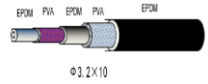
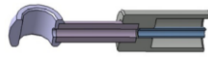

同类产品供应商	同类供应商产品型号及性能		公司产品型号及性能	
韩国和承	ES 型号制动管	使用温度上限 140℃，产品体积最大膨胀量在 10.3MPa 的液压环境下为 0.66ml/m	S309 型号制动管	使用温度上限为 150℃，产品体积最大膨胀量在 10.3MPa 的液压环境下为 0.50ml/m
德国大陆	11 型号制动管	使用温度上限为 140℃，产品体积最大膨胀量在 20MPa 的液压环境下为 1ml/m	S312 型号制动管	使用温度上限为 140℃，产品体积最大膨胀量在 20MPa 的液压环境下为 0.89ml/m
利德东方	5011 型制动管	在 6.9MPa 的液压环境下，其产品体积最大膨胀量为 0.35ml/m；在 10.3MPa 的液压环境下，其产品体积最大膨胀量为 0.50ml/m；在 20MPa 的液压环境下，其产品体积最大膨胀量为 1.05ml/m	M101 型制动管	在 6.9MPa 的液压环境下，其产品体积最大膨胀量为 0.25ml/m；在 10.3MPa 的液压环境下，其产品体积最大膨胀量为 0.40ml/m；在 20MPa 的液压环境下，其产品体积最大膨胀量为 0.70 ml/m。

数据来源：公司问询函回复，西南证券整理

**掌握 16 项核心生产技术，不断优化创新产品。**保持技术优势、提高竞争力是公司持续发展的核心，持续不断的研发投入是维持创新能力的重要保障。经过公司对产品及生产工艺的不断创新积累，掌握了软芯法液压制动软管生产技术、超低膨胀制动软管生产技术和动力转向高压软管及其生产工艺等在内的 16 项核心生产技术，并在制动软管及总成、动力转向软管及总成等主要产品上进行广泛运用。

**公司核心科技成果转化成功，具有良好经济效益。**公司凭借自主研发的核心技术，开发出制动软管及总成、动力转向软管及总成等产品，并实现批量供货，成功将核心技术转化为公司的盈利能力，2019-2022 年上半年公司核心技术产品对应的营业收入分别为 5.1 亿元、5.6 亿元、6.0 亿元、3.2 亿元，分别占营业收入的 97.6%、98.5%、98.4%、98.1%。

**表 5：公司核心技术情况**

序号	核心技术	图例		创新性分析
		原产品	创新产品	
1	低膨胀 PET 制动软管			1.产品规格由 $\Phi 3.2 \times 10$ 变为 $\Phi 3.2 \times 9$ , 产品尺寸更加紧凑, 同时实现轻量化; 2.室温条件下, 具有和 PVA 结构制动软管同等水平的体积膨胀; 3.高温条件下, 体积膨胀变化小, $80^{\circ}\text{C}$ 条件下, 产品体积膨胀增加 $\leq 100\%$ (PVA 结构增加在 $150\% \sim 180\%$ ); 4.更加优异的耐久性能。
2	金属接头结构创新			内丝接头采用压装衬芯式结构创新设计, 将衬芯固定在接头中, 替代了原产品组装衬芯再焊接的复杂生产工艺。新设计缩短了原产品中密封锥台的机加工工时, 精简了工艺路线。
				异型接头原产品结构采用球头、直管、紧固套及衬芯四者组装焊接的生产方式; 创新产品采用的是头杆芯一体的结构设计新方案, 紧固套采用特殊工艺挤压在杆上, 产品从设计上优化了 3 个焊接点, 使产品真正做到了没有泄露风险, 同时优化去除了焊接工序, 实现了低碳环保。
3	汽车电控系统稳定软管的成功开发和批量生产			1.EPDM/PET 结构的汽车电控系统软管相比 PTFE 钢编管减重约 10%; 2.EPDM/PET 结构的汽车电控系统软管相比 PTFE 钢编管具有更好的吸振、抗噪性能。

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

**橡胶胶管技术迭代数十年，公司产品技术紧跟进步风向。**汽车胶管从上世纪 70 年代开始随整车技术发展，经过数十年技术迭代，具备加强层的多层结构橡胶胶管凭借其优异的耐油、耐热、耐磨、耐疲劳等性能，逐渐取代汽车传统橡胶胶管。公司主要汽车胶管产品均为多层结构的复合橡胶胶管，技术指标优异，满足行业及整车厂商客户的需求。

**响应新能源车轻量化，制动软管接入小鹏蔚来。**新能源汽车与传统燃油车相比，制动系统管路在设计上无大的变化，新能源车制动系统仍沿用橡胶制动软管。响应新能源车轻量化的需求，公司开发出外径 9mm 的轻量化制动软管，能实现更低的膨胀度。该产品为橡胶和纤维的复合结构，相比传统的制动软管每米产品减重约 20%。公司的轻量化制动软管，具备和钢编制动管相同的低膨胀量，同时具备更小的弯曲半径以及更加优异的耐疲劳性能，有利于狭小空间路径布置。根据公司公告描述，截止 2022 年 10 月 31 日，公司的制动系统软管及总成产品已经应用在小鹏汽车、蔚来汽车的新能源汽车底盘系统，且公司拥有在研项目 12 个，其中新能源车 9mmPET 制动软管开发项目与新能源车 9mmPVA 制动软管开发项目均已进入小批量试制阶段，预计投产后将每年带来 3880 万元的业绩增长。

**表 6：公司制动软管及总成产品在新能源车上的应用情况**

产品类型	客户	应用范围	运用的核心技术
制动系统软管及总成	小鹏汽车	新能源汽车底盘系统	超低膨胀制动软管生产技术、9mm 制动软管生产技术、PVA 纱线与胶料粘合的配方技术、PET 纱线与胶料粘合的配方技术
制动系统软管及总成	蔚来汽车		

数据来源：公司问询函回复，西南证券整理

**冷却管产品供货比亚迪，专项开发接入更多主机厂。**公司从 2019 年就开始研发能匹配新能源汽车系统空调软管，经过多轮开发，截至 2022 年 10 月已经完成了产品开发，并实现对比亚迪的批量供货。公司研发的空调系统软管的刚度是普通橡胶空调管的一半，起到了良好的降噪作用，产品性能可以满足比亚迪 Q/BYDQ-A1906.904 中软管部分的技术要求。在汽车空调系统软管方面，公司已具备了相关核心技术并实现了量产。公司逐步整合已有新能源汽车零部件的相关生产技术，并根据市场调研以及定点项目进行专项开发，接入更多新能源汽车主机厂。

**表 7：公司与新能源汽车企业合作情况**

新能源汽车企业	合作情况
比亚迪	与比亚迪保持了长期稳定的合作关系，并获得了比亚迪“优秀供应商”称号
蔚来汽车	2020 年与蔚来汽车开始洽谈合作事宜，并于 2021 年进入蔚来汽车的供应体系，在制动管方面公司已成为蔚来的战略合作伙伴，制动软管总成装载 FORCE/GEMINI/PEGASUS 三款车型。
小鹏汽车	2021 年与小鹏开始接洽，并于该年进入其供应体系，供应制动软管总成。截至 2022 年 7 月，公司已取得小鹏的重要车型 D22/D55 的定点合同。

数据来源：公司问询函回复，西南证券整理

### 3.2 客户供应商管理体系完善，售后市场链接北美汽配巨头

**客户供应商管理体系严格完善，合作紧密稳定。**公司主机配套市场的主要客户为整车厂商及其零部件配套厂商，售后市场主要客户多为境外汽车零部件售后市场的知名企业。公司从供应商资质、产品检测、实地验厂等方面建立了供应商考核和管理体系，以保障供货产品质量和供货数量的稳定。2022 年，公司前五大客户分别为 General Motors Company、O'Reilly Automotive, Inc、上汽通用、比亚迪和吉利汽车，其中 General Motors Company、上汽通用、比亚迪和吉利汽车均为整车厂商客户，O'Reilly Automotive, Inc 为售后市场客户，以上客户与公司合作超过 5 年，合作紧密稳定。

**表 8：2022 年公司主要客户情况**

序号	客户	销售金额（百万元）	年度销售占比
1	General Motors Company	118.99	16.41%
2	O'Reilly Auto Parts	89.55	12.35%
3	上汽通用系	63.96	8.82%
4	比亚迪	63.84	8.81%
5	吉利系	43.21	5.96%
	合计	379.55	52.35%

数据来源：公司公告，西南证券整理

**公司产品远销海外，进入美国汽配连锁巨头供货网络。**公司凭借产品优势和供货能力与主要客户建立长期稳定的合作关系。主机配套市场主要客户均是合作 5 年以上优质客户；对于以美国为主出口售后市场，公司有经销商和零售商两种渠道，近年来公司开发了部分大型零售商客户，零售网络分布相对广泛。目前公司的售后市场主要集中在国外，其中，北美汽车后市场是公司重点开拓市场，液压制动软管等产品已进入了 Brake Parts、Ferdinand Bilstein GmbH 和 Alliance Parts Warehouse 以及美国汽配连锁巨头 AutoZone、Advance Auto Parts、O'Reilly 的供货网络，在北美市场具备一定的市占率，渠道布局也日益完善。

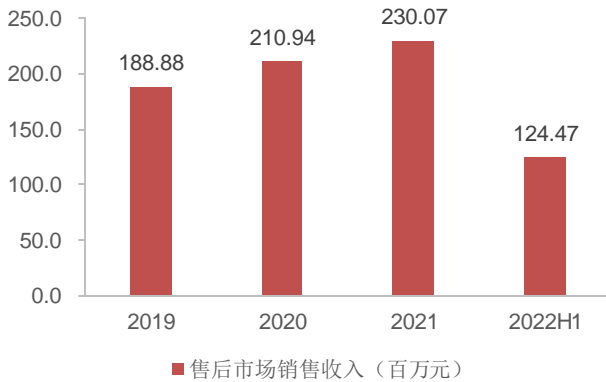
**表 9：公司主要客户合作历史与相关合同约定**

项目	序号	客户名称	合作历史	合同期限
主机 配套 市场 主要 客户	1	General Motors Company	Harco 公司起初为美国通用汽车子公司负责生产汽车胶管总成的部门。被 Harco 公司的原股东收购后，作为一级供应商开始与美国通用汽车合作。三祥科技于 2018 年与美国通用汽车开始合作。	客户会根据不同定点项目，与公司分别签署长期协议，项目周期一般为 5-10 年。公司旗下 Harco 公司最早于 2013 年与美国通用汽车签署了价格协议。
	2	上汽通用	公司于 2013 年开始与上汽通用五菱汽车股份有限公司开始合作，于 2016 年开始与上汽通用汽车有限公司合作。	截至 2022 年 10 月 31 日，公司与客户签署最新价格协议的时间为 2019.1.1，协议一年一签。
	3	吉利汽车	公司于 2006 年开始与浙江远景汽配有限公司开始合作，之后逐渐与吉利汽车下属子公司及其生产基地也开始合作。	截至 2022 年 10 月 31 日，公司与浙江远景汽配有限公司签署最新框架合同时间为 2019.1.1，合同长期有效。
	4	比亚迪	公司主动拜访客户，于 2008 年开始合作。	最新框架合同签署时间为 2014.3.3，合同自签署时间起生效并长期有效。
	5	长安汽车	公司于 2013 年开始与重庆长安铃木汽车有限公司开始合作，于 2019 年开始与重庆长安汽车股份有限公司开始合作。	公司与重庆长安汽车股份有限公司签署框架合同的时间为 2019.4.10，自生效；与重庆长安铃木汽车有限公司签署最新框架合同时间为 2020.5.19，自生效。
	6	豪爵汽车	公司与 2004 年与江门市大长江集团有限公司和江门市豪爵物资有限公司开始合作，于 2011 年与常州豪爵铃木摩托车有限公司开始合作。	公司与江门市大长江集团有限公司、江门市豪爵物资有限公司和常州豪爵铃木摩托车有限公司签署最新框架合同的时间分别为 2010.12.26、2018.1.1 和 2018.8.1，合同自签订之日起生效，有效期为一年。如若双方在合同期满三个月前无异议，合同自动延续一年，有效期逐年延长。
	7	湖北航特科技有限责任公司	2014 年开始合作	公司与湖北航特科技有限责任公司签署最新框架合同的时间为 2019.1.1，合同自签订之日起生效，有效期为三年。如若双方在合同期满三个月前无异议，合同可自动延续，有效期逐年延伸。
	8	宝顿电子机械股份有限公司	2017 年开始合作	公司与客户签署最新价格协议的时间为 2019.1.1，协议一年一签。
售后 市场	1	O'Reilly Automotive, Inc.	2017 年开始合作	公司与客户签署的最新框架合同自 2017.7.7 起生效，有效期为 1 年。除非双方签订新合同或者任何一方提前 30 天通知终止合同，否则合同长期有效。
	2	First Brands Group Intermediate, LLC	2006 年开始合作	公司与客户主要通过邮件下订单的方式进行沟通和业务的往来。
	3	Alliance Parts Warehouse, LLC	2017 年开始合作	公司与客户签署的最新框架合同自 2017.2.7 起生效。
	4	Advance Auto Parts, Inc.	2012 年开始合作	公司与客户签署框架合同自 2013.11.11 起生效。
	5	采埃孚	2015 年开始合作	公司与客户签署最新框架合同自 2018.2.8 起生效，合同长期有效。
	6	Autozone, Inc.	2017 年开始合作	公司与客户签署最新框架合同自 2020.2.3 起生效。
	7	Parts Authority, LLC	2016 年开始合作	公司与客户签署最新框架合同自 2020.8.24 起生效。

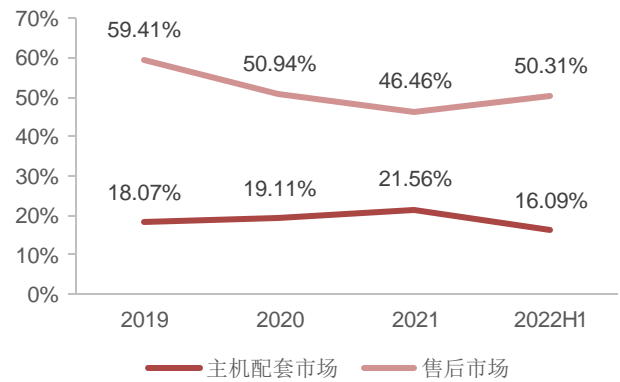
数据来源：公司问询函回复，西南证券整理



公司售后业务营收逐年增长，毛利率显著高于其他主营业务。根据公司问询函回复描述，公司售后业务随着北美售后市场汽车车龄和汽车保有量逐年提升，2019-2022H1 公司售后市场销售收入分别是 1.9 亿元、2.1 亿元、2.3 亿元、1.2 亿元，呈上升趋势。公司售后业务自身没有生产环节，产品直接面向终端消费者或者下游零售商，议价空间大毛利率高，根据公司招股说明书描述，2019-2022H1 公司售后市场毛利率分别为 59.4%、50.9%、46.5%、50.3%，显著高于公司主机配套市场业务毛利率水平。

**图 16：公司售后市场销售收入**


数据来源：公司问询函回复，西南证券整理

**图 17：公司主营业务按照销售模式分类毛利率情况**


数据来源：公司问询函回复，西南证券整理

### 3.3 新工艺提高智造水平，募投项目持续加码产能提升

引入新工艺新技术新设备，提高自动化、智能化水平，布局新能源赛道。公司综合考虑自身研发和技术产业化能力、行业发展趋势、市场需求状况、技术进步情况等因素，通过购置先进生产设备、引入自动化生产线、新建生产车间和仓库，进一步提高公司胶管及总成产品的生产能力和生产效率，提升客户的响应速度和客户粘性，进而提升公司的核心竞争力，有利于巩固及提升公司的市场地位，为公司加大国内外市场拓展奠定坚实的基础。根据公司公告，公司按照实际募集资金调整后募投项目投入 9624.8 万元用于建设“汽车管路系统制造技术改造项目”，主要在建工程北厂建设项目为本次募投项目汽车管路系统制造项目的土建工程建设部分，截至 2022 年 12 月 31 日，北厂主体厂房工程进度达到 75.3%。

**表 10：公司募投项目调整后投入资金情况**

序号	实施项目	投资总额 (万元)	募集资金拟投入金额 (万元)
1	汽车管路系统制造技术改造项目	26698.62	9624.75
2	补充流动资金	4500.00	4091.67

数据来源：公司公告，西南证券整理

募投扩产满足产能需求，预计增加产值 9.2 亿元。募投项目中，公司购进连硫生产线，该产线新工艺将公司原有的外胶挤出、硫化、卸盘、脱芯定压四道工序联合起来，形成对胶管直线硫化的连续生产，从而缩短生产周期、降低人力成本，提高整体生产效率，并有效解决了公司原胶管产品存在弯曲弧度的问题。此外，公司还将引入异型管硫化连流线、外观检查（工业相机）等先进生产及检测设备，建设自动化生产线，提升生产系统、配料系统、检测系统等自动化程度。通过新建厂房和自动化生产线，满足公司产能扩张的需求，同时为公

司未来更多新能源汽车管路总成产品实现量产提前布局，助力公司抢占新能源零部件赛道，完善公司产品线，进一步提升公司盈利能力和市场竞争力。根据公司招股说明书描述，本项目建设期为 36 个月，产能利用率预计在 T+5 年达到 100.0%，项目在产能完全释放后，预计年营业收入可达 9.2 亿元、年净利润达到 9043.9 万元。

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

#### 关键假设：

假设 1：近年公司生产线高负荷运转，生产能力已无法满足日益增长的市场需求，公司募投项目投产将大幅提升公司车用胶管及总成产能以满足市场需求。2021-2022H1，公司制动胶管总成产品销量为 2466.7/1216.9 万支，单价分别为 16.9/17.4 元每支，募投产线于 2023 年开始逐步试运行及投产，因此我们预计 2023-2025 年，产线投产节奏为 20%/40%/60%，产品销量约为 3400/4100/4700 万支，上游原材料价格上涨带动制动胶管总成产品价格上升至约 18/18.5/19 元每支。三祥泰国厂线建成投产降低人工成本、运输费用，募投项目的新技术新设备降低制造费用，以此对冲部分原材料价格上涨，预计总成产品毛利率保持稳定。

假设 2：新能源车相较传统燃油车对动力转向软管、燃油系统软管的需求大幅降低，空调系统软管、冷却水管的需求显著提升，因此行业内会将生产重心放在空调系统软管与冷却水管。2021-2022 年 H1，公司动力转向管总成产品销量为 116.4/61.9 万支，产品单价分别为 81.8/89.1 元每支，考虑到公司往年动力转向软管产能利用率并未满产，且募投项目中没有涉及动力转向软管及总成产能拓展，我们预计 2023-2025 年，产品销量约为 140/150/160 万支，产品价格约为 87/88/89 元每支。三祥泰国厂线建成投产降低人工成本、运输费用，募投项目的新技术新设备降低制造费用，以此对冲部分原材料价格上涨，预计总成产品毛利率保持稳定。

假设 3：公司募投项目拓展空调软管与冷却管及总成产能，以适应新能源汽车市场需求变化。由于公司未披露空调软管及其他类总成产品销量及单价，我们预计 2023-2025 年，空调软管及其他类总成产品将沿袭 2022 年的增长趋势，营业收入同比增速为 65%/65%/65%。三祥泰国厂线建成投产降低人工成本、运输费用，募投项目的新技术新设备降低制造费用，以此对冲部分原材料价格上涨，预计总成产品毛利率保持稳定。

假设 4：橡胶胶管营业收入源于公司将部分橡胶胶管直接对外销售，因此生产工艺与胶管总成近似，随着公司产品对新能源车领域渗透率的升高，该部分业绩有望加速上涨。由于公司未披露橡胶胶管直销销量及单价，我们预计 2023-2025 年，橡胶胶管营业收入同比增速为 18%/18.5%/19%，毛利率保持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入如下表：

**表 11：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
胶管总成	收入	615.3	752.0	920.5	1103.8
	增速	18.7%	22.2%	22.4%	19.9%
	毛利率	30.3%	30.0%	30.0%	30.0%
橡胶胶管	收入	97.6	115.2	136.5	162.4
	增速	15.9%	18.0%	18.5%	19.0%
	毛利率	32.6%	33.0%	33.0%	33.0%
其他	收入	12.0	14.7	17.9	21.8
	增速	22.8%	22.0%	22.0%	22.0%
	毛利率	17.7%	18.0%	18.0%	18.0%
合计	收入	724.9	881.8	1074.8	1288.0
	增速	18.4%	21.6%	21.9%	19.8%
	毛利率	30.4%	30.2%	30.2%	30.2%

数据来源：Wind, 西南证券整理

## 4.2 相对估值

我们选取车用胶管及总成制造环节的鹏翎股份、川环科技、腾龙股份、天铁股份作为可比公司。从 PE 角度看，23-25 年，四家公司平均估值为 24/18/15 倍。预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 8.8/10.7/12.9 亿元，yoy 为 21.6%/21.9%/19.8%；预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 0.7/0.9/1.0 亿元，对应 PE 为 10/9/8 倍。考虑到公司不断开发新能源车用产品，乘风新能源车渗透率提升趋势，相关产品营收增长可期；募投项目达产后将满足公司产能扩张的需求，完善公司产品线，进一步提升公司盈利能力和市场竞争力，我们给予 2024 年 11 倍 PE，对应目标价 9.68 元，首次覆盖给予“买入”评级。

**表 12：可比公司估值（截至 2023 年 8 月 7 日）**

证券代码	可比公司	股价	总市值	EPS (元)				PE (倍)			
		(元)	(亿元)	22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
300375.SZ	鹏翎股份	4.48	33.84	0.11	0.09	0.13	0.16	31.00	48.34	34.89	28.68
300547.SZ	川环科技	15.40	33.40	0.56	0.91	1.23	1.36	25.58	17.01	12.47	11.35
603158.SH	腾龙股份	7.43	36.47	0.25	0.41	0.54	0.68	28.19	18.12	13.87	10.95
300587.SZ	天铁股份	7.47	80.44	0.38	0.60	0.76	0.90	30.24	12.56	9.88	8.29
平均值								<b>28.75</b>	<b>24.01</b>	<b>17.78</b>	<b>14.82</b>
831195.BJ	三祥科技	7.98	7.82	0.66	0.76	0.88	1.02	12	10	9	8

数据来源：Wind, 西南证券整理

## 5 风险提示

**主要客户集中风险。**公司客户集中度较高，如果公司未来不能及时持续满足客户的业务需求，或公司主要客户自身经营情况恶化，导致其对公司产品需求大幅下降，且公司无法成功开拓新的客户及市场，公司将面临客户集中度高带来的经营风险。

**境外经营风险。**如我国与美国、泰国的双边关系发生变化，或者上述国家的市场环境、行业 and 对外贸易政策等发生重大不利变化，将对公司泰国工厂及公司整体的经营业绩造成不利影响。

**原材料价格波动风险。**在原材料价格波动频繁的时期，如果成本的变化不能及时向下游传导，公司将面临利润率下行的风险。

**跨境运输成本上涨风险。**公司境外销售规模较大、销售区域较为分散，且设有多个境外子公司，导致公司运输成本较高，如果国际海运价格持续高企，将导致公司向境外销售的成本继续增高，从而影响公司的经营业绩。

**内部控制风险。**若公司及子公司内部控制制度不能得到有效执行，且公司对子公司约束机制不能得到严格执行，将可能导致管理失控、资产流失、经营亏损等问题，给公司的生产经营带来一定的内部控制风险。

**募投项目进展不及预期风险。**本次募集资金主要投向汽车管路系统制造技术改造项目和补充流动资金，若在项目实施过程中发生市场竞争加剧、产品及客户开发进展不顺利、下游市场需求波动等不利情形，或项目建成后不能顺利实施或实施后新增产能无法有效利用，均可能导致募集资金投资项目不能如期实施或经济效益不达预期的情形，进而对公司业绩产生不利影响。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	724.89	881.79	1074.82	1288.05	净利润	66.83	76.64	88.52	102.57
营业成本	504.24	615.55	750.42	899.38	折旧与摊销	16.14	14.52	20.81	24.32
营业税金及附加	4.63	6.42	7.66	9.09	财务费用	-5.13	12.43	18.11	24.25
销售费用	26.68	33.51	40.31	48.17	资产减值损失	-9.34	-2.00	-2.00	-2.00
管理费用	80.70	139.32	170.09	203.51	经营营运资本变动	-94.52	-31.12	-111.41	-63.93
财务费用	-5.13	12.43	18.11	24.25	其他	-26.27	-7.94	-5.33	6.27
资产减值损失	-9.34	-2.00	-2.00	-2.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-52.29</b>	<b>62.51</b>	<b>8.70</b>	<b>91.46</b>
投资收益	0.41	1.90	0.50	0.50	资本支出	-60.16	-76.66	-90.64	-9.00
公允价值变动损益	-0.04	-0.01	-0.01	-0.02	其他	29.03	2.22	-0.19	-0.05
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-31.13</b>	<b>-74.43</b>	<b>-90.83</b>	<b>-9.05</b>
<b>营业利润</b>	<b>71.41</b>	<b>78.45</b>	<b>90.72</b>	<b>106.13</b>	短期借款	85.47	42.11	180.53	41.80
其他非经营损益	1.56	4.20	4.35	4.48	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>72.97</b>	<b>82.65</b>	<b>95.07</b>	<b>110.61</b>	股权融资	137.16	0.00	0.00	0.00
所得税	6.14	6.01	6.56	8.05	支付股利	0.00	-17.98	-25.38	-38.99
净利润	66.83	76.64	88.52	102.57	其他	3.64	-21.13	-15.11	-21.25
少数股东损益	2.00	1.77	2.24	2.52	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>226.27</b>	<b>2.99</b>	<b>140.04</b>	<b>-18.44</b>
归属母公司股东净利润	64.84	74.87	86.27	100.05	<b>现金流量净额</b>	<b>148.10</b>	<b>-8.93</b>	<b>57.91</b>	<b>63.97</b>
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	273.47	264.54	322.45	386.42	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	232.23	307.25	367.07	434.28	销售收入增长率	18.36%	21.64%	21.89%	19.84%
存货	291.06	309.34	421.72	479.46	营业利润增长率	-2.46%	9.86%	15.64%	16.99%
其他流动资产	29.07	14.51	18.01	21.11	净利润增长率	-18.28%	14.67%	15.50%	15.88%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-17.31%	27.87%	23.01%	19.32%
投资性房地产	0.89	0.61	0.66	0.68	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	194.36	257.74	328.81	314.74	毛利率	30.44%	30.19%	30.18%	30.18%
无形资产和开发支出	25.27	24.11	22.96	21.80	三费率	14.11%	21.01%	21.26%	21.42%
其他非流动资产	45.07	45.69	46.20	46.61	净利率	9.22%	8.69%	8.24%	7.96%
<b>资产总计</b>	<b>1091.41</b>	<b>1223.79</b>	<b>1527.85</b>	<b>1705.09</b>	ROE	10.84%	11.55%	12.18%	12.98%
短期借款	177.20	219.31	399.83	441.63	ROA	6.12%	6.26%	5.79%	6.02%
应付和预收款项	223.88	259.69	315.81	382.28	ROIC	9.68%	10.77%	10.38%	10.52%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	11.37%	11.95%	12.06%	12.01%
其他负债	73.87	81.34	85.62	91.02	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>474.96</b>	<b>560.34</b>	<b>801.27</b>	<b>914.93</b>	总资产周转率	0.80	0.76	0.78	0.80
股本	98.03	98.03	98.03	98.03	固定资产周转率	7.88	5.76	3.99	4.00
资本公积	245.14	245.14	245.14	245.14	应收账款周转率	3.97	3.91	3.94	3.93
留存收益	255.01	311.90	372.79	433.85	存货周转率	2.07	1.96	2.02	1.98
归属母公司股东权益	609.83	655.07	715.96	777.02	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	76.99%	—	—	—
少数股东权益	6.62	8.38	10.62	13.14	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>616.45</b>	<b>663.45</b>	<b>726.59</b>	<b>790.16</b>	资产负债率	43.52%	45.79%	52.44%	53.66%
负债和股东权益合计	1091.41	1223.79	1527.85	1705.09	带息债务/总负债	37.31%	39.14%	49.90%	48.27%
					流动比率	1.93	1.76	1.51	1.54
					速动比率	1.25	1.15	0.95	0.98
					股利支付率	0.00%	24.02%	29.42%	38.97%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	82.42	105.39	129.64	154.69	每股收益	0.66	0.76	0.88	1.02
PE	12.07	10.45	9.07	7.82	每股净资产	6.22	6.68	7.30	7.93
PB	1.28	1.19	1.09	1.01	每股经营现金	-0.53	0.64	0.09	0.93
PS	1.08	0.89	0.73	0.61	每股股利	0.00	0.18	0.26	0.40
EV/EBITDA	7.99	6.73	6.40	5.21					
股息率	0.00%	2.30%	3.24%	4.98%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com

---

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn

---