

汽车尼龙管龙头，电动化布局铸就未来

投资要点

- 推荐逻辑：**1) 尼龙管路优势突出，预计25年市场规模超220亿元，公司作为汽车尼龙管龙头，有望在尼龙管快速渗透的背景下实现收入高增。2) 公司快速接头技术行业领先，极大降低对上游的依赖，成本协同助力公司盈利能力提升，20/21/22年公司综合毛利率29.9%/30.5%/32.7%，高于行业平均水平；公司加码扩产，预计达产后IPO募投项目将带来4.1亿元新增收入。3) 公司布局新能源赛道，冷却管路产品收入快速增长，储能产品开始小批量供货，氢能源燃料电池管路开始量产，未来伴随更多新品落地，预计公司将迎来较快增长。
- 尼龙管路性能满足电动转型需求。**相比其他材料，尼龙管路具有重量轻、成本低、耐低温等性能特点，满足新能源车对轻量化的需求。伴随新能源渗透率持续提升，预计23/24/25年尼龙管市场空间达137.4/170.3/220.2亿元，23-25年复合增速24.4%。
- 布局上游产业链，形成较强竞争力。**公司自主研发快速接头，处于国内领先水平，打破外资（合资）品牌垄断；公司具备模具开发能力，参与客户同步开发，20/21/22年同步开发收入4.4/5.3/6.4亿元，占营收74.4%/72.4%/75.9%，在行业内形成较强竞争力。
- IPO募投项目助力产能提升。**计划投资2.5亿元于汽车用塑料零部件项目，预计年生产能力可达各类汽车流体管路总成1347万件、新能源车热管理系统总成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。项目建成后第5年达产，预计新增年收入4.1亿元，年利润总额0.6亿元。
- 深度绑定优质客户，积极开拓新能源业务。**公司是30余家主机厂一级供应商，形成较高竞争壁垒；公司横向开发新能源汽车产品，2023半年报披露，报告期内公司新能源车型收入约1.8亿元，同比增长超过55%，伴随相关产品持续开发，新能源业务将成重要业绩增长点；公司前瞻性布局储能板块，相关产品已经向客户小批量供货，未来储能业务将驱动公司业绩进一步增长。
- 盈利预测与投资建议。**我们预计未来3年归母净利润复合增长率为33.6%，给予2024年25倍PE，目标价64.75元，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：**原材料价格超预期的风险；新能源业务拓展速度低于预期的风险；客户集中度较高的风险；募投项目建设不及预期的风险。

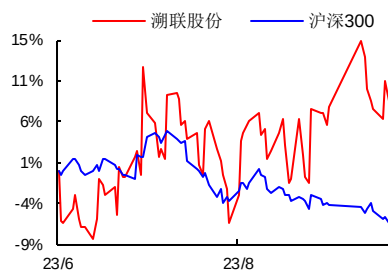
指标年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	849.18	1068.32	1392.39	1882.97
增长率	17.00%	25.81%	30.33%	35.23%
归属母公司净利润（百万元）	153.00	189.57	258.65	364.49
增长率	38.58%	23.90%	36.44%	40.92%
每股收益EPS（元）	1.53	1.89	2.59	3.64
净资产收益率ROE	24.66%	23.48%	24.22%	25.47%
PE	31	25	18	13
PB	7.63	5.84	4.42	3.30

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：郑连声
执业证号：S1250522040001
电话：010-57758531
邮箱：zlsns@swsc.com.cn
联系人：冯安琪
电话：021-58351905
邮箱：faz@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.00
流通A股(亿股)	0.24
52周内股价区间(元)	41.6-50.72
总市值(亿元)	47.42
总资产(亿元)	10.07
每股净资产(元)	8.68

相关研究

目 录

1 公司概况：国内汽车尼龙管龙头企业.....	1
2 行业分析：汽车电动转型在即，尼龙管路市场迎机遇.....	3
2.1 汽车管路：介质输送通道，维持汽车正常运行.....	3
2.2 尼龙管路优势突出，配套电动转型需求.....	5
2.3 尼龙管路市场空间有望扩容至 220 亿元.....	7
3 公司分析：积极延长产业链布局，新能源业务未来可期.....	9
3.1 深耕上游产业链，盈利能力行业领先.....	9
3.2 横向拓展新能源汽车板块，热管理布局成未来增长点.....	12
3.3 深度绑定优质客户，全面开发新能源下游市场.....	14
4 财务分析.....	18
5 盈利预测与估值.....	21
5.1 盈利预测.....	21
5.2 相对估值.....	22
6 风险提示.....	23

图 目 录

图 1: 公司具备优质的客户结构	1
图 2: 公司主要产品在汽车中的具体分布	1
图 3: 公司部分产品展示	1
图 4: 2018-2022 公司主营业务结构情况	2
图 5: 2020-2022 公司主营产品毛利贡献率	2
图 6: 2018 年以来公司营业收入及增速	2
图 7: 2018 年以来公司净利润及增速	2
图 8: 公司股权结构 (截止 2023 年 6 月 28 日)	3
图 9: 汽车管路在乘用车的应用	4
图 10: 汽车管路在商用车的应用	4
图 11: 汽车管路产业链	5
图 12: 新能源汽车结构透视图	6
图 13: 冷却管路是新能源汽车上的重要零部件	6
图 14: 公司具备快速接头生产能力	9
图 15: 公司与主要客户同步开发产品收入	10
图 16: 公司与主要客户同步开发产品收入占营收比重	10
图 17: 公司生产成本结构稳定	10
图 18: 主营产品单位成本稳定 (元/件)	10
图 19: 公司汽车流体管路及总成分产品毛利率	11
图 20: 公司与可比公司综合毛利率对比	11
图 21: 2020-2022 年公司动力系统管路总成市占率	11
图 22: 2020-2022 年公司动力系统管路总成市占率 (剔除电动)	11
图 23: 传统车 vs 新能源车热管理	12
图 24: 2020 年以来公司研发投入	13
图 25: 公司新能源汽车热管理管路总成	13
图 26: 2020 年以来公司配套新能源汽车产品收入	14
图 27: 2020 年以来公司新能源汽车热管理管路总成销售收入	14
图 28: 公司前五大客户销售收入占营收比例	16
图 29: 可比公司前五大客户销售收入占营收比例比较	16
图 30: 公司全面布局新能源下游市场	17
图 31: 电池包冷却管路系统	17
图 32: 储能电池产业链	17
图 33: 2020-2022 年中国储能电池出货量统计情况	18
图 34: 2017-2023 年中国储能电池新增装机量预测	18
图 35: 公司与可比公司毛利率走势	18
图 36: 公司与可比公司净利率走势	18
图 37: 公司与可比公司 ROE (加权) 走势	19
图 38: 公司与可比公司 ROA 走势	19
图 39: 公司与可比公司管理费用率走势	19

图 40：公司与可比公司销售费用率走势	19
图 41：公司与可比公司研发费用率走势	19
图 42：公司与可比公司财务费用率走势	19
图 43：可比公司资产负债率走势	20
图 44：可比公司流动比率走势	20
图 45：公司总资产周转率高于可比公司	20
图 46：公司存货周转率低于可比公司	20
图 47：可比公司货币现金比较（亿元）	21
图 48：可比公司经营现金流净额比较（亿元）	21

表 目 录

表 1：公司各子公司基本情况	3
表 2：汽车管路类别梳理	4
表 3：汽车橡胶管类型梳理	4
表 4：尼龙管性能特点	6
表 5：塑料流体管与橡胶、金属流体管的对比	7
表 6：塑料流体管成未来重要趋势	7
表 7：汽车尼龙管市场规模测算	8
表 8：公司当前主要研发项目	13
表 9：公司主要客户及应用车型	15
表 10：2020 年以来公司前五大客户销售收入占比情况（万元）	16
表 11：分业务收入及毛利率	21
表 12：可比公司估值（截止 2023.10.19 收盘）	22
附表：财务预测与估值	24

1 公司概况：国内汽车尼龙管龙头企业

公司全称重庆溯联塑胶股份有限公司，设立于 1999 年 4 月，2023 年 6 月在深交所创业板上市。公司为传统汽车与新能源汽车的动力系统、制动系统和新能源热管理系统提供介质传输的系统性解决方案，被重庆市科学技术局、重庆市财政局和国家税务总局重庆市税务局认定为高新技术企业，并被国家知识产权局授予国家知识产权优势企业称号。历经多年沉淀与发展，公司与国内多家整车厂、零部件厂商建立合作关系。整车方面，公司已成为比亚迪、长安汽车、上汽通用五菱、广汽集团、赛力斯等 30 余家整车制造企业的一级供应商，优质的客户结构保障公司稳定发展。

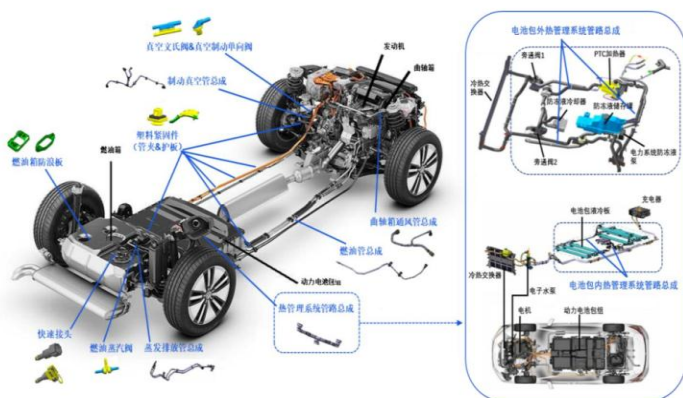
图 1：公司具备优质的客户结构



数据来源：溯联招股说明书，相关公司官网，西南证券整理

公司产品：公司向下游汽车整车制造商专业配套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。公司产品具有耐高温、耐高压、耐腐蚀、防渗透、密封性好等特点，适用于燃油车、新能源车及储能系统等。

图 2：公司主要产品在汽车中的具体分布



数据来源：溯联招股说明书，西南证券整理

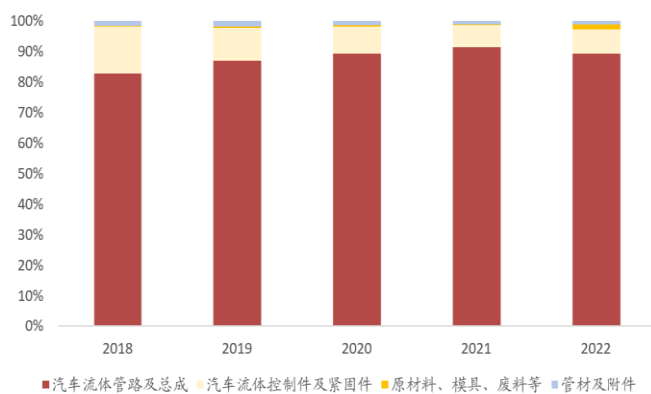
图 3: 公司部分产品展示



数据来源：溯联招股说明书，西南证券整理

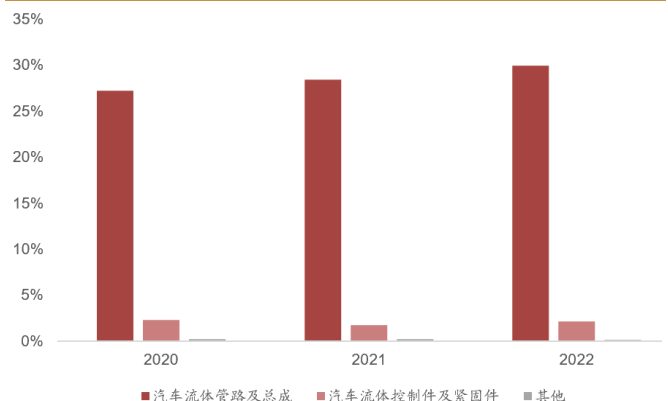
公司主营业务结构：公司的主营业务是汽车用塑料流体管路产品及零部件的设计、研发、生产和销售。公司营业收入主要来自于汽车流体管路及总成，包括汽车燃油管路总成、汽车蒸发排放管路总成、汽车真空制动管路总成、新能源热管理系统管路总成及其他流体管路。2018-2022 年，汽车流体管路及总成在营业收入中占比稳定在 80% 以上。毛利贡献率方面，汽车流体管路及总成连续三年稳步增长，2022 年毛利贡献率达 30%，同比+1.5pp。

图 4：2018-2022 公司主营业务结构情况



数据来源：Wind，西南证券整理

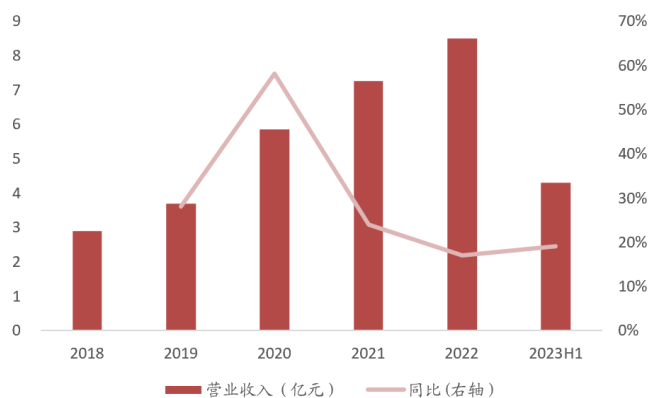
图 5：2020-2022 公司主营产品毛利贡献率



数据来源：溯联招股说明书，西南证券整理

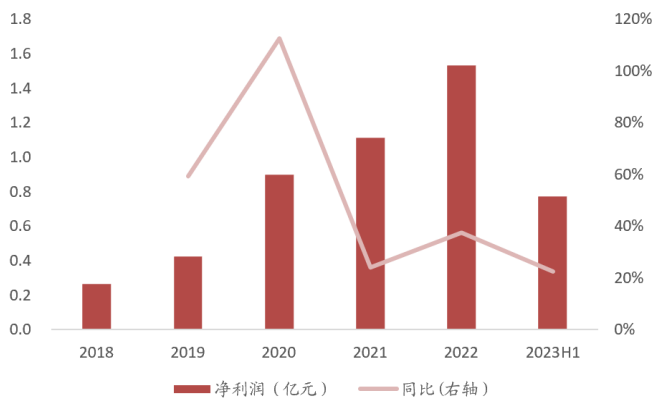
公司业绩增长较快：2019 年公司营收 3.7 亿元，2022 年营收 8.5 亿元，同比+17%，2019-2022 年复合增速 30.8%。净利润方面，2019 年净利润为 0.4 亿元，2022 年净利润为 1.5 亿元，同比+37.4%，2019-2022 年复合增速 49.5%。2018-2022 年营业收入与净利润增长较快，主要原因是在国六标准下，公司主营产品蒸发排放管路等实现了量价齐升，此外，得益于公司对新能源业务的拓展与新能源渗透率的增长，长安汽车、比亚迪等自主品牌客户业务份额得到提升；2023H1 公司营收 4.3 亿元，同比+19%，净利润 0.8 亿元，同比+22.6%。

图 6：2018 年以来公司营业收入及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

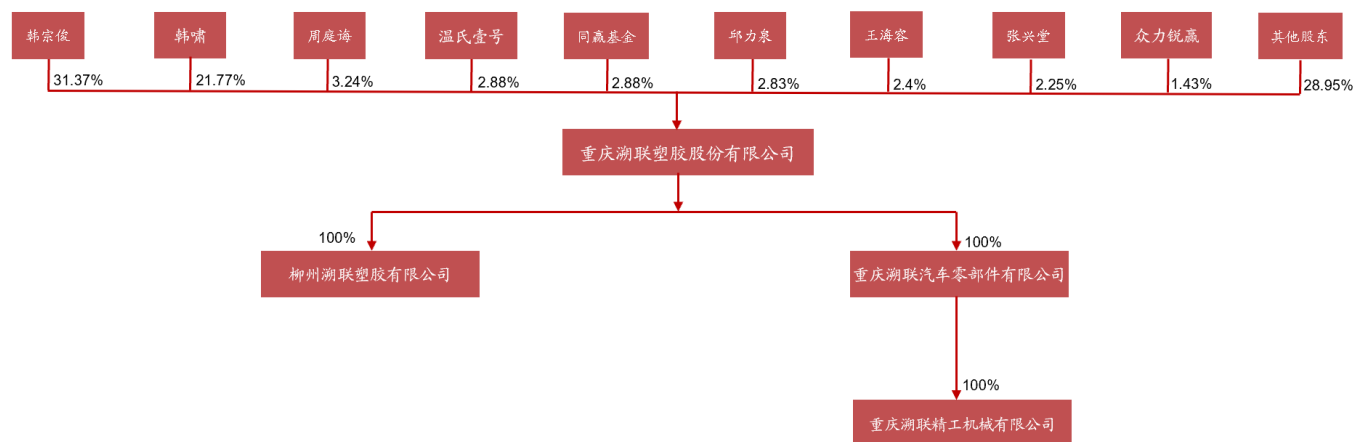
图 7：2018 年以来公司净利润及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

公司股权结构清晰：公司股权主要由韩宗俊和韩啸控制，二人系父子关系，分别持股 31.37% 和 21.77%，股权较为集中。韩宗俊是公司单一实际控制人，担任公司董事长兼总经理。公司拥有重庆溯联汽车零部件有限公司、重庆溯联精工机械有限公司和柳州溯联塑胶有限公司 3 家全资子公司，不存在参股子公司情形。

图 8：公司股权结构（截止 2023 年 6 月 28 日）



数据来源：Wind，西南证券整理

表 1：公司各子公司基本情况

子公司名称	公司类型	主要业务	业务板块定位	22 年收入	22 年净利润
溯联零部件	全资子公司	采购原材料并加工成塑料管路及流体控制件等	负责公司主要产品生产所必须的主要原材料集中采购工作	3.21 亿元	0.16 亿元
柳州溯联	全资子公司	生产组装各类管路总成类产品	负责生产公司主要产品供应华南地区主要大客户	1.06 亿元	0.12 亿元
溯联精工	全资子公司	从事零部件生产相关配套模具设计、制造与维修业务	负责公司主要产品生产所必须的模具的开发定制工作	0.15 亿元	0.01 亿元

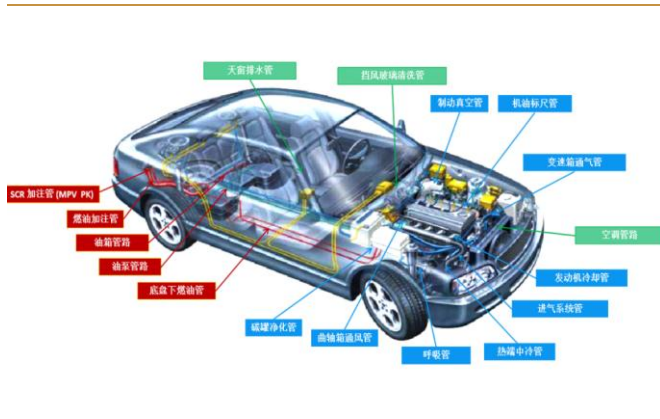
数据来源：溯联招股说明书，西南证券整理

2 行业分析：汽车电动转型在即，尼龙管路市场迎机遇

2.1 汽车管路：介质输送通道，维持汽车正常运行

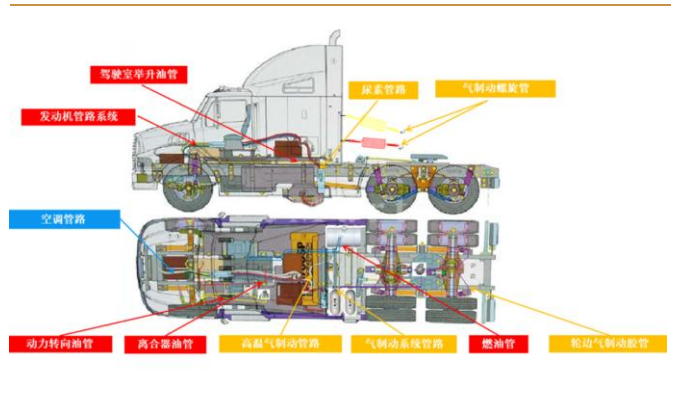
汽车管路是维持汽车平稳运行的介质输送通道。汽车管路广泛应用于乘用车与商用车，管路属于管状零件，包括软管、硬管、线束等，用于连接汽车各功能件，保证油液、电流、气体等能够在各功能件之间传输，从而保障发动机、空调等系统能够发挥正常功能，维持汽车安全平稳行驶。按照行业标准，汽车管路可以按照进气系统、冷却系统、燃油系统、传动系统、转向系统、制动系统等管路进行区分。

图 9: 汽车管路在乘用车的应用



数据来源：亚太集团官网，西南证券整理

图 10: 汽车管路在商用车的应用



数据来源：亚大集团官网，西南证券整理

表 2: 汽车管路类别梳理

管路类别	种类
进气系统管路	空压机进气管、中冷器管等
冷却系统管路	冷却水管、出气管等
燃油系统管路	供回油管、碳罐油管等
传统系统管路	离合硬管、离合软管等
转向系统管路	高压油管、吸油管、回油管等
制动系统管路	液压制动硬管、软管；气压制动硬管、软管、真空管等

数据来源：艾邦高分子公众号，西南证券整理

目前，橡胶管在汽车管路中使用量最大、应用最广泛。按照材料区分，汽车管路可以分为橡胶管、塑料管和金属管，其中，橡胶管在现阶段用量最大，低压管、耐高压管分别应用于冷却系统、制动液压系统和其他有压力的工作环境，耐油管用于燃油供给系统。国内汽车胶管企业数量较多，规模较小，鹏翎股份、川环科技属于国内汽车胶管的龙头企业。

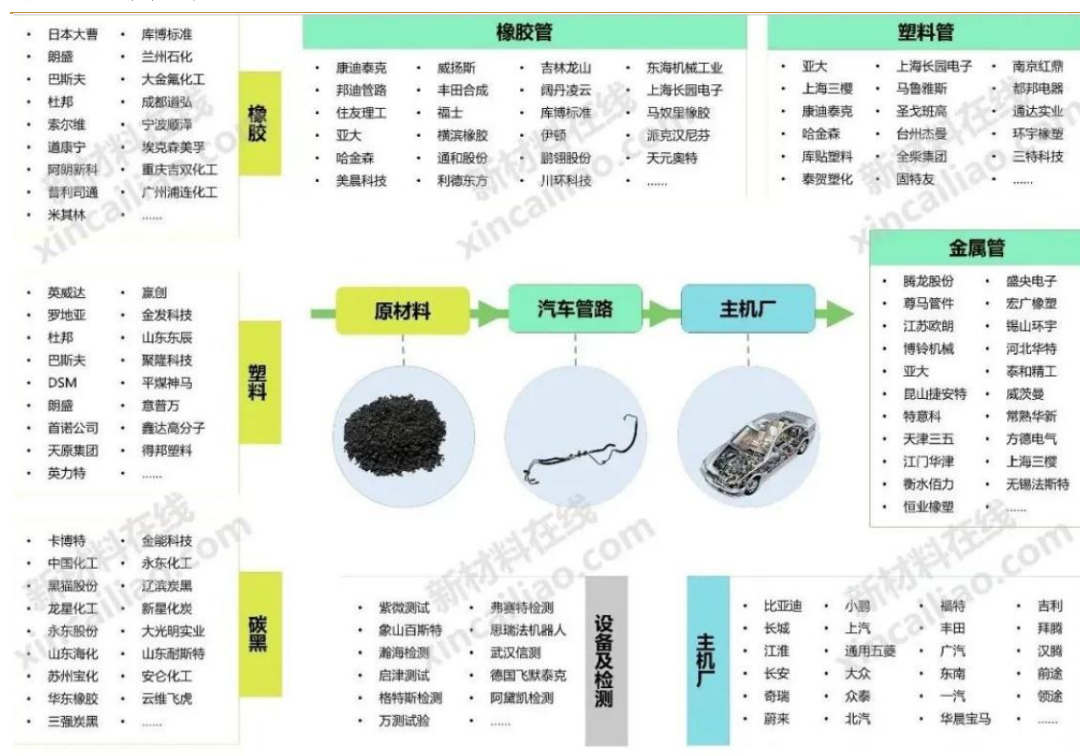
表 3：汽车橡胶管类型梳理

汽车胶管类型	主要材料	胶管生产工艺特点
水箱冷却系统胶管	EPDM、EPM、MQ、芳纶、涤纶	针织结构为主，管胚生产线制造
汽车空调胶管	EPDM、IIR、NBR、CR、PA 合金、涤纶、维纶	骨架层为编织、缠绕结构；D型阻隔层在里层；C型阻隔层在中间
转向助力胶管	CSM、NBR、HNBR、聚酰胺纤维	骨架为编制结构
机油冷却胶管	AEM、CPE、芳纶、涤纶	骨架为编织、缠绕工艺
燃油胶管	FKM、THV、尼龙、NBR、ECO、CPE、涤纶、芳纶	内层为复合结构，由FKM/ECO构成，骨架多为缠绕
液压制动胶管	EPCM、涤纶、芳纶	骨架层多采用编织工艺

数据来源: AUTO 行家公众号, 西南证券整理

汽车管路产业链具备链条短、覆盖广的特点。整体来看，汽车管路产业链上、中、下游主要涉及原材料、汽车管路与主机厂。由于管路使用材料的不同，使得汽车管路产业链上游覆盖橡胶、塑料、炭黑等原材料厂商。中游层面，围绕不同材料衍生出众多汽车管路企业，其中，亚大等部分企业产品覆盖橡胶管、塑料管与金属管，产品矩阵较为完善。下游层面，主要供应主流主机厂。合资品牌方面，由于合资厂商供应商所需认证周期较长、成本较高且过去以快速接头为主的管路关键零部件以及尼龙管路主要掌握在少数几家外资（合资）紧固件品牌和尼龙管路系统供应商手中，因此国内管路零部件厂商很难成为合资品牌供应商。当前，国产化替代加速，以溯联为代表的国内尼龙管路企业已经逐步打破外资的技术与价格垄断，产品持续获得合资品牌客户认可，成功进入部分合资品牌供应商体系。

图 11：汽车管路产业链



数据来源：新材料在线，西南证券整理

2.2 尼龙管路优势突出，配套电动转型需求

电动化程度加深，热管理系统仍需升级。伴随国家政策推动、相关技术进步以及人们生活需求转变，汽车产业电动化程度加深。乘用车方面，截止 2023 年 6 月，新能源渗透率达 31.7%（中汽协口径），同比+7.8pp，环比+0.5pp，乘联会预测 2023 年新能源渗透率将达 36%。对于新能源汽车来说，热管理系统尤为关键，良好的热管理系统能够保障汽车维持良好的性能与续航里程。按照传热介质区分，新能源电池热管理系统可以区分为风冷、液冷和直冷。目前，液冷是新能源汽电池热管理的主要方式，冷却管路作为其中的重要零部件，需要满足耐高温、耐油、耐水解、轻量化等多种要求。

图 12：新能源汽车结构透视图



数据来源：链塑网公众号，西南证券整理

图 13：冷却管路是新能源汽车上的重要零部件



数据来源：链塑网公众号，西南证券整理

尼龙材料性能特点突出。汽车管路的原材料材料通常是尼龙、橡胶和金属，其中，常用的尼龙管主要是 PA6、PA11 和 PA12。尼龙管具有较强的稳定性，能够耐油性(汽油、柴油)、润滑油和脂，对电池酸液、臭氧、紫外线也有一定耐受度。此外，尼龙管使用温度范围广，能够耐低温冲击，适用于做冷却液管路。整体而言，尼龙管的性能在一定程度上能够满足冷却液管路对耐酸性、耐冷却液动态疲劳性、抗老化等方面的具体要求。

表 4：尼龙管性能特点

性能	具体情况
稳定性强	耐油性(汽油、柴油)、润滑油和脂，耐化学药品性极好
耐低温冲击	PA11 耐-50℃低温冲击，PA12 耐-40℃低温冲击。
使用温度范围广	PA11 使用温度范围为-40~125℃，PA12 为-40~105℃，PA11 管在经过 125℃、1000h 和 150℃、16 小时老化试验后，仍保持良好的低温冲击性能。
抗氧和锌盐腐蚀	耐 50% 氯化锌溶液超过 200h。
耐电池酸液和臭氧	尼龙对碱、盐、醚、石油、油脂、化学溶剂、海洋空气及水基液压等腐蚀介质均有极强的抵抗能力，能取代昂贵的编织金属丝泰氟隆和瑟奥柯胶管，还能抑制真菌、霉菌的生长与繁殖。
自润滑材料	耐振动、耐磨、耐疲劳、摩擦系数低。
重量轻	密度为 1.01—1.06g/cm³，约为钢材、铜材的 1 / 7。
耐紫外线和大气老化	本色料 PA11 耐紫外线能力视不同地区可以使用 2.3—7.6 年；而添加抗紫外线吸收剂后的黑色 PA11，其抗紫外线能力提高四倍。

数据来源：ATC 汽车技术会议公众号，西南证券整理

相比金属管、橡胶管，塑料流体管更能满足汽车轻量化、节能化需求。相比于金属管路，塑料管路具有以下优势：1) 具备抗疲劳、耐冲击、不易变形的特点，能够承受外部冲击而不引起管路松动和断裂；2) 更加柔软、易安装，减少了接头数量和气阻，减少管路反应时间；3) 塑料管路不会产生锈蚀颗粒，保持管路系统清洁度；4) 塑料管路的装配和连接更简便，减少了连接差和泄漏风险；5) 塑料管路具有良好的耐腐蚀性能，对环境适应性更强。同时，塑料管路无需防腐处理，更符合可持续发展要求；6) 塑料管路重量轻、成本低，有利于帮助企业降低人力和时间成本。**相比橡胶管路，塑料管路具有以下优势：**1) 具有更好的耐油性和防渗透能力，相较于胶管，塑料管路更能抵御燃油和醇的侵蚀；2) 塑料管路有更好的耐臭氧性；3) 塑料管路内表面更光滑，阻力小，相对于橡胶管路更加轻薄，不仅可

以降低管路的重量，还能够减少流体的阻力损失；4) 塑料管路在研发生产中，可以通过多种方法以提升相关产品的物理、机械和化学性能，材料的特殊性使其具备较大产品开发潜力。

表 5：塑料流体管与橡胶、金属流体管的对比

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

数据来源：溯联招股说明书，西南证券整理

尼龙管成未来使用材料趋势。根据溯联股份招股说明书披露，当前在传统燃油车领域，动力系统、空调及热管理系统使用的主要材料是橡胶和金属管，尼龙管的渗透率不高。未来，新能源汽车的空调及三电热管理所需材料将向尼龙管转变，此外，尼龙管也将向制动系统和其他系统渗透，可以应用在前后风挡及大灯清洗管路、真空助力管、制动液压管、空气悬挂系统等部位。

表 6：塑料流体管成未来重要趋势

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
传统及新能源汽车使用领域	应用部位	未来使用材料趋势
制动系统	真空助力管	尼龙单层管
	制动液压管（包括 ABS 系统）	金属管
其他系统	前后风挡及大灯清洗管路	尼龙、橡胶或复合弹性体
	车身排水管路	尼龙、橡胶或复合弹性体
	空气悬挂系统	尼龙

数据来源：溯联招股说明书，西南证券整理

2.3 尼龙管路市场空间有望扩容至 220 亿元

根据尼龙管路的性能特征以及当前汽车产业的发展趋势，我们对尼龙管路市场进行了测算，2025 年尼龙管路市场规模将达到 220.2 亿元。

相关假设：

1) 乘用车产量增速：截止 23 年 9 月，中汽协口径乘用车累计产量 1816.8 万辆，同比增长 5.6%。考虑未来市场波动、政策调整等风险，保守预计 23/24/25 年乘用车产量增速为 3%/3%/3%。

2) 新能源乘用车渗透率：基于当前国家对新能源汽车产业的大力支持以及企业端持续优化供给，新能源渗透率有望快速提升，假设新能源乘用车渗透率 23/24/25 年分别提升 5%。

3) 插电混合动力乘用车占新能源乘用车比例假设：当前，插电混动产销量保持快速增长，截止 23 年 9 月，插电混动乘用车累计零售销量占新能源乘用车累计销量比例为 32.5%。我们预计，随着纯电补贴政策退坡，叠加插电混动供给增多，23/24/25 年混动乘用车占新能源乘用车比例为 30%/35%/40%。

4) 单车价值量假设：根据溯联招股说明书披露，目前传统燃油车尼龙管路单车平均价值约为 440 元。考虑新能源汽车对传统燃油车的替代趋势，受成本、轻量化、耐受性等要求驱动，乘用车尼龙流体管路将全面应用于新能源汽车三电系统热管理及空调系统热管理，预计新能源单车价值是传统燃油车的 3 倍左右。另外，热泵渗透率的提升将抬高汽车空调热管理系统的价值。随着高性能特种塑料的性能提升，尼龙管路也将在汽车生产中获得更多的应用场景。基于上述原因，我们认为：a) 燃油车方面，现有燃油车单车价值为 440 元，考虑尼龙管路会对现有产品、材料逐步替代，预计 23/24/25 年单车价值增速 10%/10%/10%；b) 混动方面，根据招股说明书给出的未来新能源单车价值（1200 元）指引，考虑混动车相比燃油车增加了新能源热管理管路总成、电机电控等产品，单车价值高于燃油车，故假设现有混动车单车价值为 700 元，23/24/25 年单车价值增速 20%/25%/30%；c) 纯电车方面，由于纯电车不涉及发动机系统，单车价值略低于混动单车价值，故假设现有纯电单车价值 550 元，23/24/25 年单车价值增速为 20%/25%/30%。基于以上假设，可以测算出 2025 年我国汽车尼龙管路规模有望达到 220.2 亿元。

表 7：汽车尼龙管市场规模测算

汽车产量测算		2022A	2023E	2024E	2025E
乘用车产量（万辆）		2381.3	2452.8	2526.3	2602.1
YOY		11.3%	3.0%	3.0%	3.0%
新能源乘用车渗透率（%）		28.1%	33.1%	38.1%	43.1%
新能源乘用车产量（万辆）		669.9	812.6	963.3	1122.3
YOY		100.0%	21.3%	18.5%	16.5%
产量：纯电动乘用车（万辆）		512.2	568.8	626.1	673.4
YOY		86.0%	11.1%	10.1%	7.5%
插电式混合动力/新能源乘用车比例（%）		23.5%	30.0%	35.0%	40.0%
产量：插电式混合动力乘用车（万辆）		157.7	243.8	337.2	448.9
YOY		164.8%	54.6%	38.3%	33.2%
产量：燃油乘用车		1711.5	1640.2	1563.0	1479.8
YOY		-5.2%	-4.2%	-4.7%	-5.3%
市场空间测算					
分动力类型	市场空间测算项	2022A	2023E	2024E	2025E
新能源乘用车	纯电车尼龙管路单车价值（元）	550	660	825	1072.5
	增速（%）		20%	25%	30%
	市场空间（亿元）	28.2	37.5	51.7	72.2

	混动车尼龙管路单车价值 (元)	700	840	1050	1365
	增速 (%)		20%	25%	30%
	市场空间 (亿元)	11.0	20.5	35.4	61.3
传统燃油车	单车价值 (元)	440.0	484.0	532.4	585.6
	增速 (%)		10%	10%	10%
	市场空间 (亿元)	75.3	79.4	83.2	86.7
市场空间合计 (亿元)		114.5	137.4	170.3	220.2

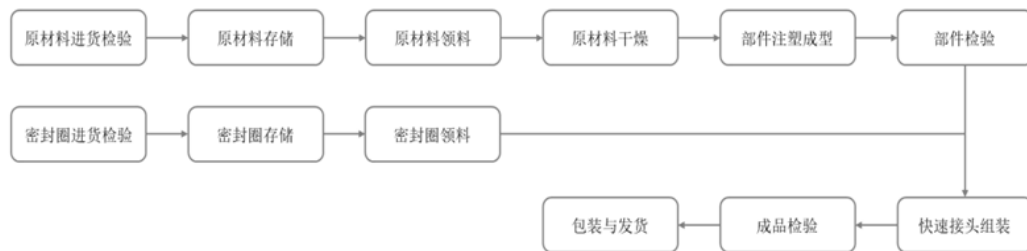
数据来源：中汽协，溯联招股说明书，西南证券

3 公司分析：积极延长产业链布局，新能源业务未来可期

3.1 深耕上游产业链，盈利能力行业领先

自主研发快速接头，处于国内领先水平。快速接头是管路连接的关键零部件，主要掌握在阿雷蒙、乐可利、诺马等少数几家外资（合资）紧固件品牌以及尼龙管路系统供应商手中。2003 年公司整合上游流体接头及其他注塑零件、注塑模具的设计和制造，率先研发出第一款拉扣式快速接头并进行量产，打破外资对管路接头的垄断，避免了外采所面临的高成本与长订单周期压力。经过多年产品开发与工艺优化，公司目前共有 100 余种流体快速接头产品（含衍生品），覆盖按钮式、拉扣式、推拉式、推扣式、不可拆卸式 5 个大类，获得发明专利 7 项，实用新型专利 25 项，外观专利 3 项。据溯联招股说明书披露，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。公司对上游的技术开发与储备，极大降低了公司对上游的依赖。

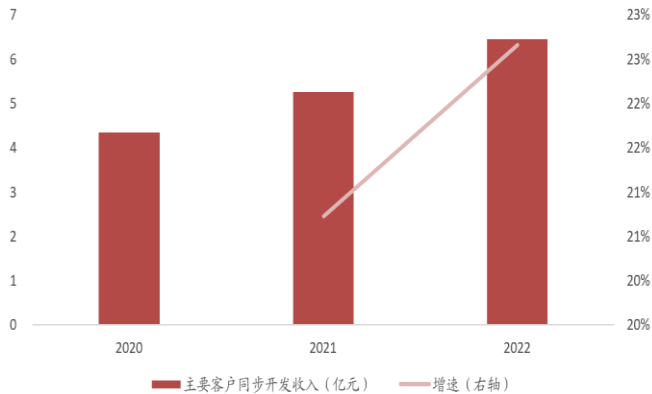
图 14：公司具备快速接头生产能力



数据来源：溯联招股说明书，西南证券整理

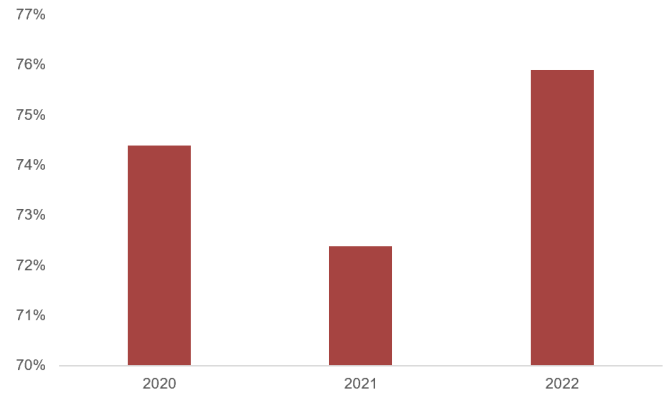
具备模具加工能力，满足客户定制化需求。2015 年，公司设立重庆溯联精工机械有限公司，负责公司主要生产所必须的模具的开发定制工作，2022 年营收 1481.3 万元，净利润 100.9 万元。汽车流体管路总成产品为定制件，公司较强的模具研发制造以及装备设计能力，可以提高产品开发质量与反应时间，满足客户定制化需求。2018 年，公司利用在快速接头、控制阀、模具等方面的自主优势，实现了对新能源汽车电池冷却管路系统的研发及小批量生产，公司顺利切入新能源赛道。此外，得益于公司对上游的布局，使得公司具备较强的产品开发能力，目前公司在手的开发产品超过 2400 种。公司产品开发模式以同步开发为主，据溯联招股说明书披露，同步开发的产品主要来自于自主品牌整车企业以及宁德时代等新能源产业链客户。近年来，公司与主要客户同步开发实现量产的收入快速增长，20/21/22 年收入 4.4/5.3/6.4 亿元，占营收 74.4%/72.4%/75.9%。

图 15：公司与主要客户同步开发产品收入



数据来源：溯联招股说明书，西南证券整理

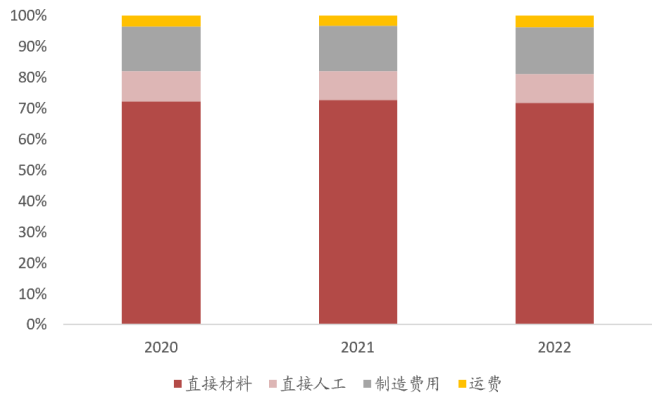
图 16：公司与主要客户同步开发产品收入占营收比重



数据来源：溯联招股说明书，西南证券整理

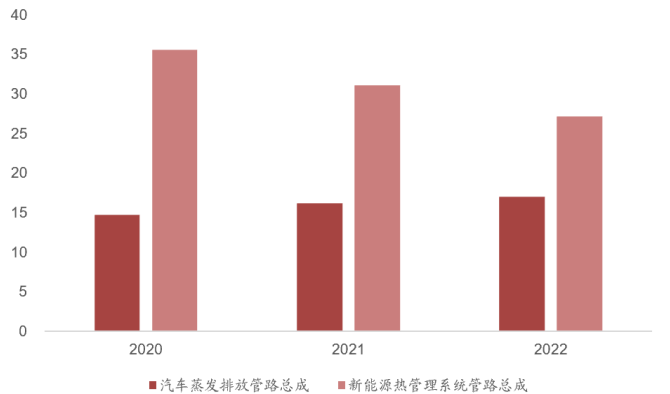
较强的成本控制力。受益于多年的生产工艺经验积累以及对上游产业链的深度布局，公司在产品端基本实现高质量稳定输出，为公司形成有效的成本控制奠定基础。公司生产成本结构相对稳定，2020-2022 年直接材料、直接人工、制造费用、运费占比的波动幅度不超过 1%，其中，直接材料是生产成本的主要组成部分，20/21/22 年占生产成本的比重为 72.3%/72.8%/71.8%。单位成本方面，20/21/22 年汽车蒸汽排放管路总成单位成本 14.7/16.2/17.0 元/件；20/21/22 年新能源热管理系统管路总成单位成本 35.6/31.2/27.2 元/件，规模效应有所体现。

图 17：公司生产成本结构稳定



数据来源：溯联招股说明书，西南证券整理

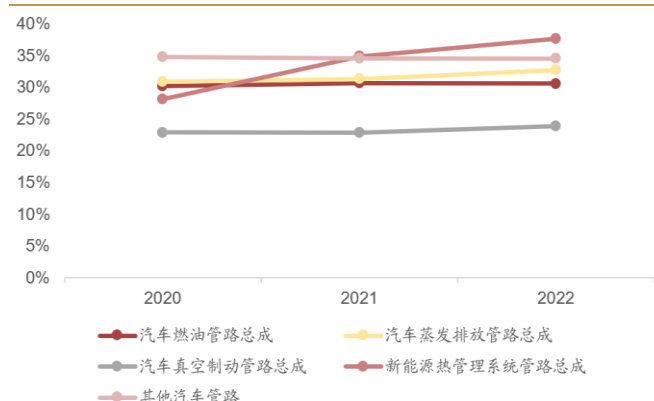
图 18：主营产品单位成本稳定（元/件）



数据来源：溯联招股说明书，西南证券整理（单位成本=销售成本/销量）

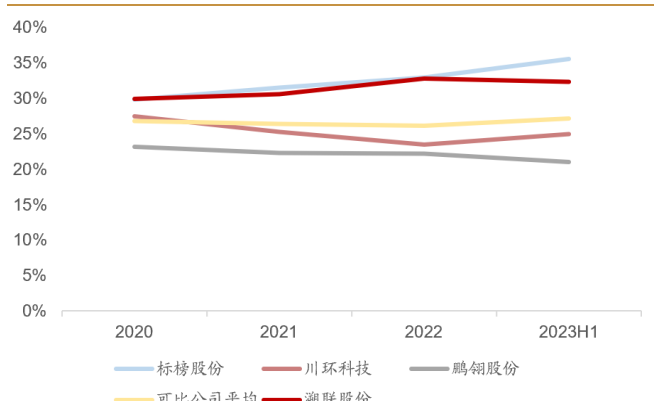
盈利能力行业领先。2020-2022 年公司汽车流体管路及总成相关产品毛利率基本维持 20% 以上并保持稳步增长，其中，新能源热管理系统管路总成毛利率增长较快，20/21/22 年毛利率 28.1%/34.9%/37.6%，21/22 年同比+6.8pp/+2.8pp。从综合毛利来看，20/21/22 年公司综合毛利率为 29.9%/30.5%/32.7%，21/22 年同比+0.6pp/+2.2pp，22 年毛利率提升主要系新能源板块业务快速增长所致。20/21/22 年行业可比公司平均毛利率为 26.8%/26.3%/26.2%，公司综合毛利率高于行业平均水平。2023Q1 汽车行业需求偏弱，公司在此背景下仍保持盈利水平行业领先，23H1 综合毛利为 32.3%，同比+0.3pp，高于行业可比公司平均毛利率 5.2pp。随着汽车产业持续向电动化发展，新能源板块业务有望继续拉高公司综合毛利率。

图 19：公司汽车流体管路及总成分产品毛利率



数据来源：溯联招股说明书，西南证券整理

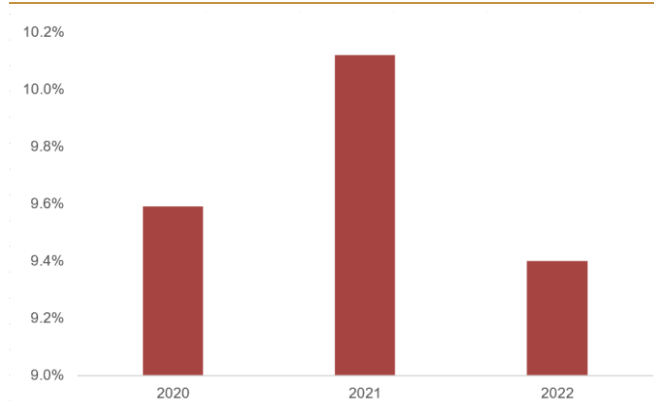
图 20：公司与可比公司综合毛利率对比



数据来源：溯联招股说明书，西南证券整理

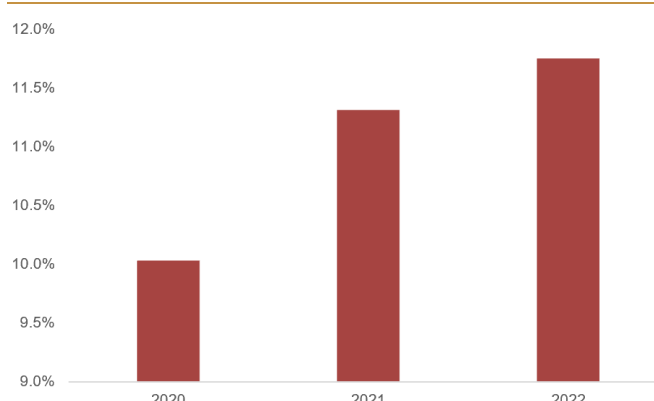
公司加码研发与生产，助力市占率提升。历经多年沉淀，公司对技术与产品形成了自己的理解，助力公司持续扩大业务量与拓展客户，近年来，公司市占率得到持续提升，20/21/22年公司动力系统管路总成在我国汽车市场的占有率为 9.6%/10.1%/9.4%，剔除纯电动汽车影响，市占率为 10.0%/11.3%/11.8%。2020 年公司股东大会审议通过汽车用塑料零部件项目及零部件研发中心项目，其中，计划投资 2.5 亿元于汽车用塑料零部件项目，项目建成后，预计年生产能力可达各类汽车流体管路总成 1347 万件、新能源车热管理系统总成 80 万件、其他流体管路 800 万件、汽车流体控制件 300 万件、紧固件 8000 万件，以及其他部件 200 万件。项目建设期为 2 年，第 3/4 年产能爬坡到设计能力的 60%/80%，第 5 年完全达产，项目达产后预计新增年收入 4.1 亿元，年利润总额 0.6 亿元，财务内部收益率 20.4%（所得税后），所得税后投资回报期为 6.25 年。针对汽车零部件研发中心项目，公司计划投资 0.4 亿元，新建新材料汽车零部件研发、试验研究和检测中心，项目建成后利于优化工艺、生产效率、成本等，进一步巩固公司竞争优势。2022 年公司汽车流体管路总成类的产能利用率接近 96%，此次 IPO 募投项目在研发与产能端布局，为公司未来业绩增长安装了驱动轮，伴随产品更新与产能扩大，公司销售规模和市场占有率有望进一步提升。

图 21：2020-2022 年公司动力系统管路总成市占率



数据来源：溯联招股说明书，西南证券整理

图 22：2020-2022 年公司动力系统管路总成市占率（剔除电动）

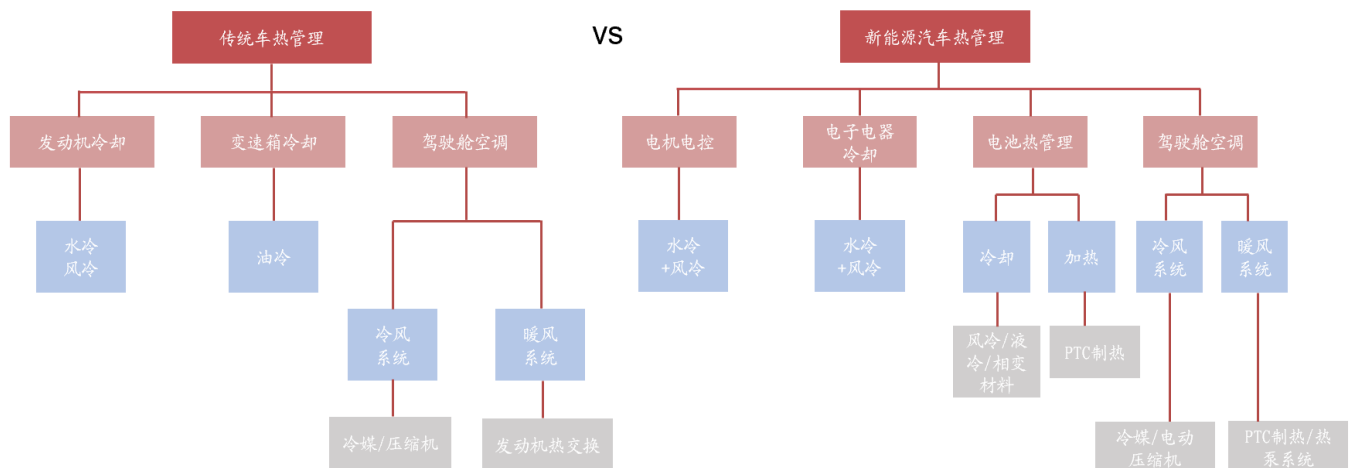


数据来源：溯联招股说明书，西南证券整理

3.2 横向拓展新能源汽车板块，热管理布局成未来增长点

前瞻性布局新能源汽车热管理板块，新能源业务技术领先。相比传统燃油车热管理系统，新能源汽车由于取消了发动机，变速箱等部件，新增了三电（电池、电机、电控）和减速器，因此热管理系统更为复杂，包括电池热管理系统、汽车空调系统、电机电控冷却系统及减速器冷却系统。新能源汽车需要考虑续航与电池寿命，过高、过低的温度会影响电池、电机等部件的性能及寿命，相比传统燃油车，新能源汽车对轻量化及温控管理有更高要求。公司及时看到了新能源汽车对热管理系统的必然需求，较早实现了对新能源热管理相关产品的技术突破，并于 2019 年开始陆续在比亚迪、长安汽车、宁德时代、岚图汽车等新能源客户中完成配套量产。当前，公司具备新能源热管理系统的相关循环试验设备，初步完成了检测中心在新能源汽车热管理系统管路总成及其零部件检测试验能力方面的系统化建设，形成了设计、研发、验证到批量生产的闭环。2022 年公司热管理管路全车尼龙管集成化技术方案获得客户定点，目前处于同步开发阶段，后期将为公司兑现业绩。2023 年获中国新能源汽车热管理产业大会“优秀零部件供应商奖”，公司在新能源热管理领域的技术先进性受到了行业的肯定。

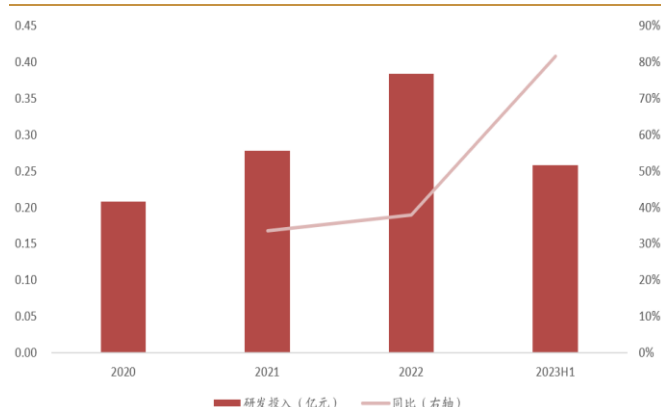
图 23：传统车 vs 新能源车热管理



数据来源：《新能源汽车热管理技术发展趋势分析》，西南证券整理

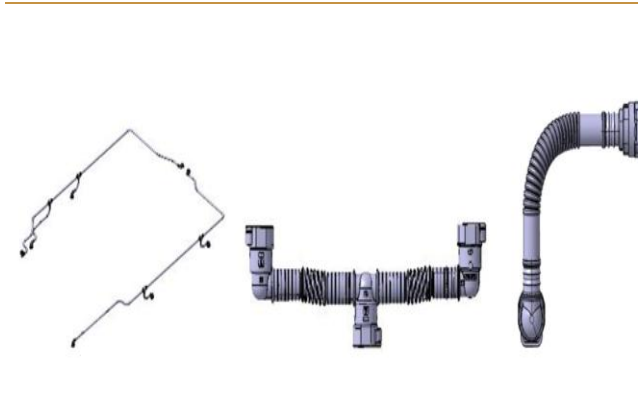
研发投入稳步增长，新能源产品矩阵持续完善。21/22/23H1 年公司研发投入 0.3/0.4/0.3 亿元，同比+33.6%/+37.9%/+81.6%，持续的研发投入驱动公司产品矩阵得到完善。新能源方面，公司已拥有新能源汽车热管系统总成产品，包括：快速接头、尼龙管（或波纹管）、三通接头等部件。此外，公司的汽车燃油管路总成和汽车蒸发排放管路总成也已经可以适用于混动新能源汽车发动机。当前，公司仍在积极储备新能源产品，截止 2022 年 12 月 31 日，公司正在研发的主要项目有 7 个，其中，有 3 个项目与新能源热管理领域直接相关，分别处于研发与设计交样等阶段，未来有望为公司贡献收入和利润。

图 24：2020 年以来公司研发投入



数据来源：Wind，西南证券整理

图 25：公司新能源汽车热管理管路总成



数据来源：溯联招股说明书，西南证券整理

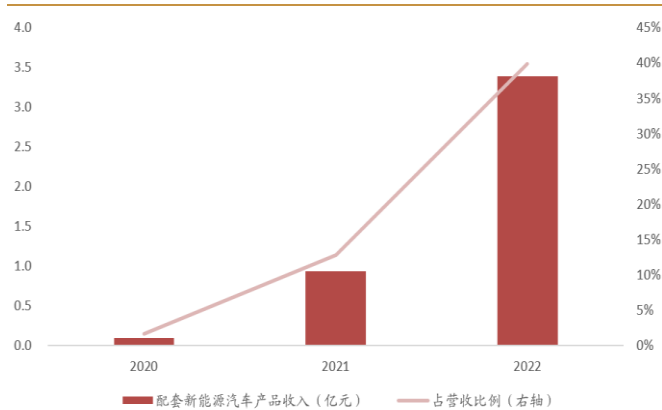
表 8：公司当前主要研发项目

项目名称	项目进展	项目预算 (万元)	拟达到目标
新型燃油和蒸发排放管路系统的研发	设计交样	7916	国 6B 及更高排放水平的燃油车或混动车用的燃油及排放管路系统，更低的成本，更强的排放阻隔性和可靠性。
耐高温低析出尼龙管材项目的研发	研发中	80	新一代汽车动力系统用尼龙管材，更低的成本，更好的耐高温和耐析出性能，包括单层及多层复合管材，直管及波纹管。
高性能流体管路快速接头及控制阀系列产品研发	研发中	1775	开发多功能集成式流体快速接头，多功能控制阀、文氏阀，可用于激光焊接的管路接头等，满足客户对性能和成本的要求。
新能源热管理系统多层复合管材的研发	研发中	163	用新材料的多层复合管材替代目前主流的单层结构，有更好的性价比和耐腐蚀性能，有效提高总成产品的安全性。
新能源热管理系统专用连接件的研发	研发中	5681	对新能源热管理水管专用连接件包括接头、阀、法兰等产品的平台化、家族化、集成化，丰富品种，降低成本，满足新能源客户不同的设计要求。
新能源汽车专用管路总成的研发	设计交样	6327	开发新能源汽车专用热管理水管的新管材、连接件在总成产品上的应用，提升装配工艺，降低制造成本。
精密注塑零部件项目的研发	设计交样	1035	本项目旨在研发针对流体管路、线束、内饰、新能源电控系统等应用的塑料紧固件，覆盖件等精密注塑产品。

数据来源：溯联招股说明书，西南证券整理（注：截止 2022 年 12 月 31 日）

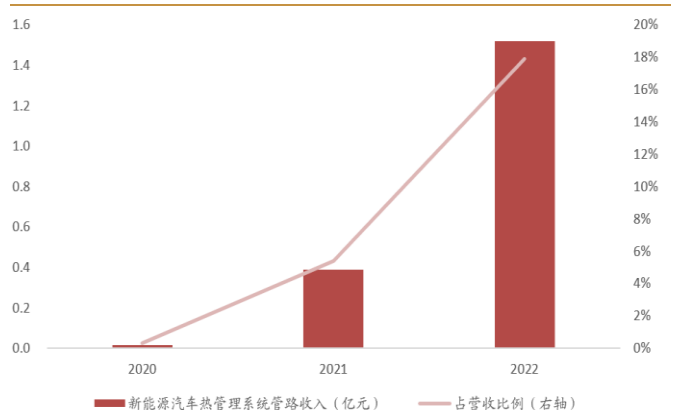
新能源布局开始兑现收入，占营收比例增长较快。得益于公司对新能源板块的前瞻布局和投入，公司已经具备向新能源汽车产业链客户配套产品和服务的能力，20/21/22 年配套新能源汽车产品收入 0.1/0.9/3.4 亿元，保持较快增长，此外，公司收入结构开始发生转变，20/21/22 年配套新能源汽车产品收入占营业收入的 1.6%/12.9%/39.9%，伴随公司对新能源产品与客户的持续开拓，该比例有望继续提升。

图 26：2020 年以来公司配套新能源汽车产品收入



数据来源：溯联招股说明书，西南证券整理

图 27：2020 年以来公司新能源汽车热管理管路总成销售收入



数据来源：溯联招股说明书，西南证券整理

伴随新能源渗透率提升，热管理系统板块将持续贡献收入。热管理系统是新能源汽车的重要部件，当前公司已经完成了热管理系统总成的研发、样产，依据溯联招股说明书披露，公司新能源热管理系统管路总成覆盖的产品是冷却管路总成，主要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，具备一定量产能力，21/22 年新能源汽车热管理系统管路收入 0.4/1.5 亿元，占营收比例 5.4%/17.9%。我们认为，伴随新能源汽车渗透率提升，叠加公司在新能源热管理板块的研发陆续落地，热管理系统总成的单车配套价值会继续提升，推动公司业绩进一步增长。

3.3 深度绑定优质客户，全面开发新能源下游市场

公司是 30 余家主机厂一级供应商，形成较高竞争壁垒。公司主要供应主机厂和汽车零部件厂商，目前是比亚迪、长安等 30 多家汽车主机厂一级供应商，向宁德时代、欣旺达、邦迪管路、八千代、苏奥传感、白井汽车、亚普股份等零部件生产厂商提供流体管路总成及相关零部件产品。一般而言，主机厂对供应商选择非常严格，汽车流体塑料管路属于汽车安全件，需要通过独立第三方认证和整车厂质量认证等多项程序，考核通常持续 1-2 年时间。供应商考核后，需要 1-2 年时间才能实现批量生产（该周期包括：产品开发、制造样件、批量生产）。公司作为多家主机厂的一级供应商，基于长期合作与同步开发所积累的经验，公司要比新进供应商更具优势。此外，由于整车厂更换供应商需要面临较高的成本和风险，所以更倾向于选择长期合作的供应商，行业特性使得公司形成了较高的竞争壁垒，短期内新进厂商很难对公司造成威胁。

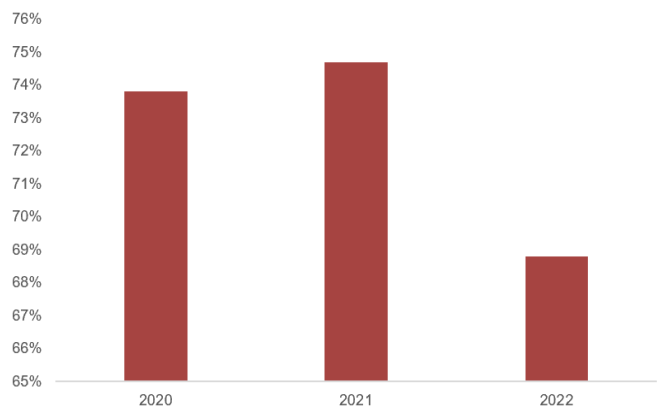
表 9：公司主要客户及应用车型

公司作为一级供应商产品主要应用车型	
客户名称	主要应用车型
长安汽车	乘用车：长安 CS 系列、长安欧尚系列、长安新能源、深蓝、阿维塔 商用车：长安凯程、长安跨越
上汽通用 五菱	乘用车：宝骏系列、五菱宏光系列等 商用车：五菱荣光系列、五菱之光系列等
比亚迪	王朝系列、海洋系列
赛力斯	乘用车：风光系列、赛力斯、问界等 商用车：C 系列等
广汽集团	乘用车：影豹、GS 系列
上汽通用	乘用车：凯迪拉克 XT 系列、CT 系列，别克昂科威/君威/君越/英朗/威朗/GL8，雪佛兰迈锐宝、科沃兹等
长安福特	乘用车：福克斯、蒙迪欧、金牛座、锐界、探险家、林肯飞行家等
北京汽车	乘用车：BJ 系列 商用车：威旺
奇瑞汽车	乘用车：捷途系列、艾瑞泽系列 商用车：开瑞优优系列
一汽解放	乘用车：一汽奔腾
华晨鑫源	乘用车：斯威系列 商用车：金杯 T 系列、金杯 X 系列
小鹏汽车	P7、P5、G9 等
岚图汽车	FREE、梦想家、追光
东风日产	启辰系列
公司作为二级供应商产品主要应用车型	
整车厂名称	主要应用车型
广汽本田、东风本田	乘用车：锋范、思铂睿、雅阁、CR-V、皓影、杰德、思域、奥德赛、艾力绅等
吉利汽车	乘用车：帝豪、豪越、缤越、ICON、嘉际、领克
北京现代	乘用车：雅绅特、名图
长城汽车	欧拉系列电动车

数据来源：溯联招股说明书，西南证券整理

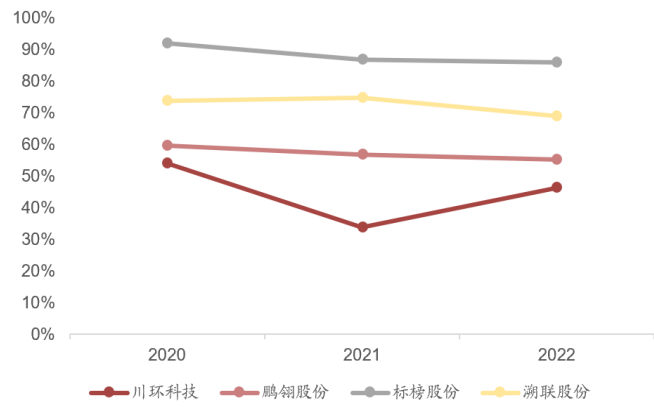
前五大客户贡献主要收入。受国内主要整车厂集中度较高影响，公司下游客户相对集中，20/21/22 年前五大客户销售收入 4.3/5.4/5.8 亿元，占营收比例为 73.8%/74.7%/68.8%，贡献公司主要收入。相比同行业可比公司，公司前五大客户集中度低于标榜股份，高于川环科技与鹏翎股份，处于同行业可比公司中间水平。2022 年，比亚迪跃居公司第一大客户，销售收入 2.2 亿元，同比+119.4%，占营收比例为 26.5%，同比+12.4pp。此外，2022 年宁德时代进入前五大客户之列，销售收入 0.5 亿元，占营收比例为 5.8%。

图 28：公司前五大客户销售收入占营收比例



数据来源：溯联招股说明书，西南证券整理

图 29：可比公司前五大客户销售收入占营收比例比较



数据来源：溯联招股说明书，西南证券整理

表 10：2020 年以来公司前五大客户销售收入占比情况（万元）

	2020 年	销售收入	占营收比例	2021 年	销售收入	占营收比例	2022 年	销售收入	占营收比例
1	长安汽车	19,400.30	33.16%	长安汽车	23,636.98	32.57%	比亚迪	22,466.16	26.46%
2	上汽通用五菱	14,550.95	24.87%	上汽通用五菱	12,254.49	16.88%	长安汽车	17,878.19	21.05%
3	比亚迪	4,224.33	7.22%	比亚迪	10,239.88	14.11%	上汽通用五菱	9,549.06	11.25%
4	赛力斯	2,523.71	4.31%	长安福特	5,207.11	7.17%	宁德时代	4,912.32	5.78%
5	东方鑫源	2,473.44	4.23%	上汽通用	2,857.65	3.94%	广汽集团	3,595.00	4.23%

数据来源：溯联招股说明书，西南证券整理（注：本表格数据均为溯联招股说明书原始数据，未做保留小数调整）

积极拓展客户领域，全面布局新能源下游市场。目前，公司作为一级供应商的整车厂客户超过 30 家，行业客户超过 100 家，新能源汽车产业链客户 30 余家，新能源相关在手订单超过 1200 余种，覆盖比亚迪、赛力斯、小鹏、国轩高科、蜂巢能源、宁德时代等客户。除整车厂和主流动力电池制造商外，公司项目还涉及重卡、矿卡等重型商用车和工程机械等领域。下游客户还包括热交换器制造商、三电管理系统及储能设备制造商、燃料电池制造商等，是国内少数对新能源产业链下游市场进行全面布局的汽车管路企业之一。

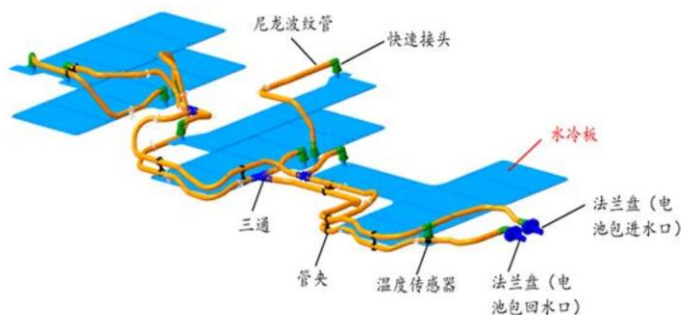
前瞻性布局储能板块。2018 年起公司深化了与宁德时代、比亚迪等动力电池业务的合作，2019 年开发出国内领先的电池包专用水管快换接头，相比外资产品，该产品尺寸更小、结构更方便拆装，解决了电池包内空间不足、热管理系统设计布局难的行业痛点，并且依靠国产零部件的成本优势和更高的可靠性，成为宁德时代电池包平台的指定二级配件，适用于动力电池和储能产品。2021 年，公司的电网储能电池模块组冷却管路开发成功，该产品回路更复杂，可以耐受极寒天气以及长时间的高温工况，广泛应用于野外、社区、工地、通讯及新能源设施中的储能模块中，2022 年公司储能及燃料电池管路产品分别进入小批量供货及量产阶段，并完成了带控制回路的储能冷却管路系统项目，超前的技术储备使得公司在储能板块的竞争中具有先发优势。

图 30：公司全面布局新能源下游市场



数据来源：溯联招股说明书，西南证券整理

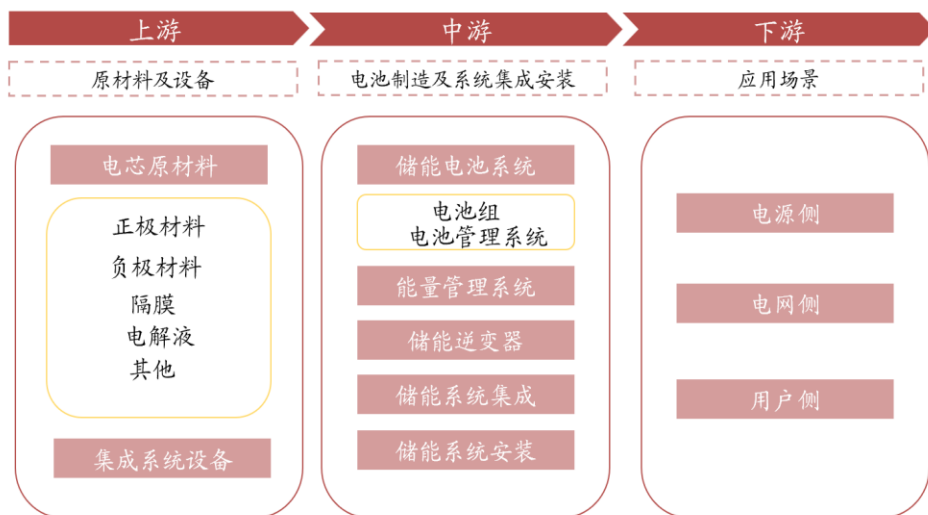
图 31：电池包冷却管路系统



数据来源：溯联招股说明书，西南证券整理

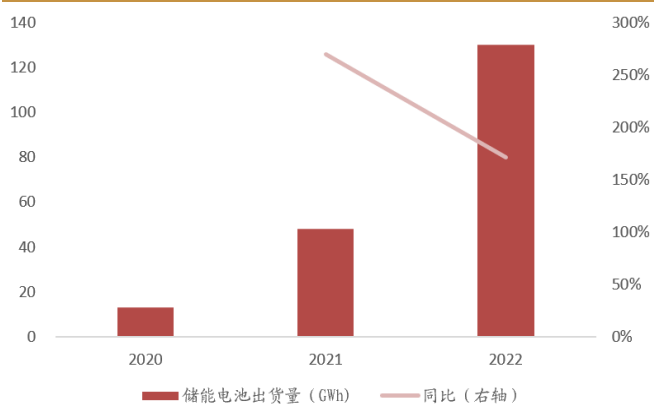
国内储能市场扩张迅速，公司作为上游供应商有望受益。国际能源网数据显示，在 2022 年在国内电力市场改革的背景下，储能锂电池出货量达 130GWh，同比增长 170.8%，储能市场得到迅速扩张。公司位于储能电池产业链上游位置，向宁德时代、比亚迪等电池供应商产品供货，下游需求提升将给上游企业带来收益。据国际能源网预计，在国家能源转型和“双碳”背景下，2023 年储能电池新增装机量将达 7.1GWh。当前，公司的储能产品已经向客户小批量供货，在储能电池快速放量以及公司与电池供应商深度绑定的背景下，我们认为公司与下游电池供应商的合作将继续升级，储能板块将成为公司新的业绩增长点。

图 32：储能电池产业链



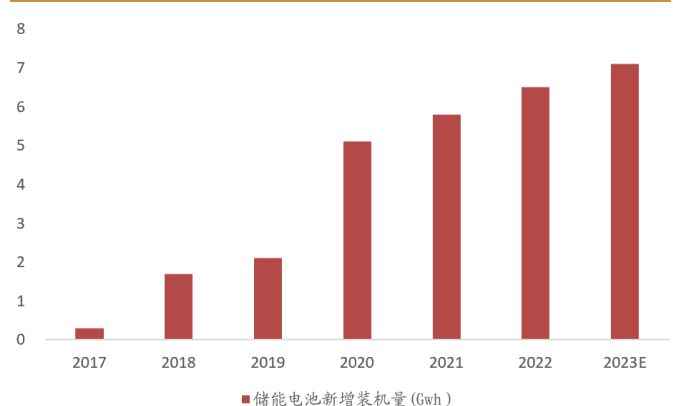
数据来源：国际能源网，西南证券整理

图 33：2020-2022 年中国储能电池出货量统计情况



数据来源：国际能源网，西南证券整理

图 34：2017-2023 年中国储能电池新增装机量预测

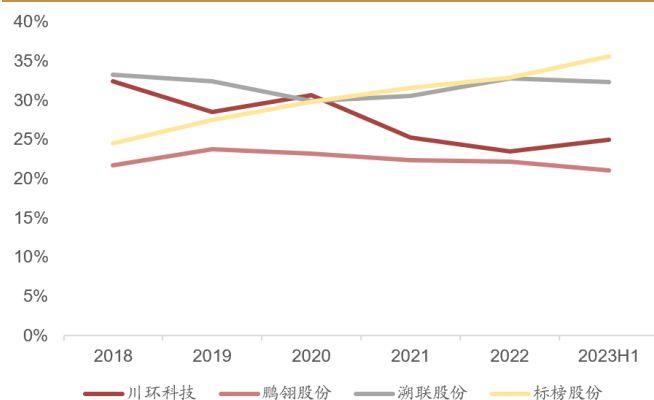


数据来源：国际能源网，西南证券整理

4 财务分析

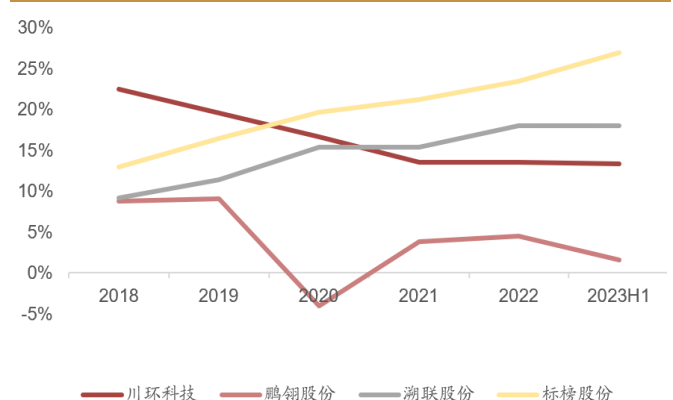
盈利能力行业领先。毛利率方面，2018 年以来公司毛利率整体呈平稳趋势，仅在 2020 年公司毛利率有所下降，主要原因是：1) 公司生产所需原材料价格上涨；2) 购置生产设备及生产工人人数有所增加；3) 受汽车行业下行影响，公司部分产品进行小幅度降价；4) 将原列报于销售费用中的运费调整至营业成本核算，上述因素综合导致毛利率-2.5pp 至 29.9%。伴随疫情影响消退，公司主营业务有所增长，公司毛利率得到修复，21/22 年公司毛利率 30.5%/32.7%，同比+0.6pp/+2.2pp。净利率方面，18-22 年公司净利率呈上升趋势，2022 年净利率为 18%，同比+2.7pp，同期可比公司川环科技/鹏翎股份/标榜股份净利率为 13.5%/4.5%/23.4%。整体来看，公司毛利率和净利率水平略高于行业平均水平。23H1 公司盈利水平得到进一步提升，毛利率与净利率分别为 32.3%/18.0%，同比+0.3pp/+0.5pp。

图 35：公司与可比公司毛利率走势



数据来源：公司公告，西南证券整理

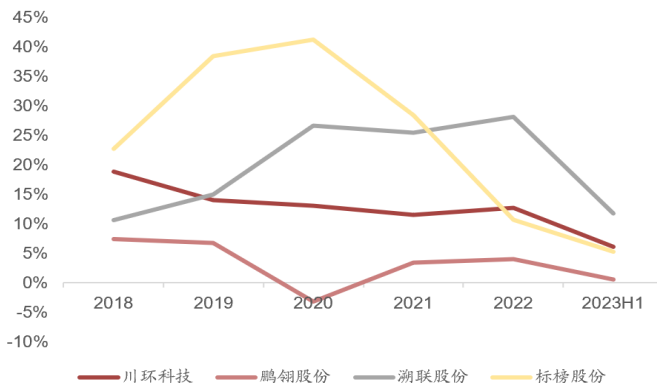
图 36：公司与可比公司净利率走势



数据来源：公司公告，西南证券整理

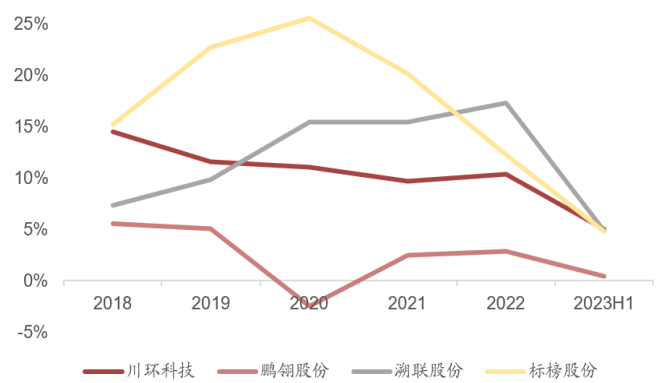
ROA/ROE（加权）高于行业平均水平。公司 ROE/ROA 与净利率走势基本一致。受益于公司良好的净利率水平，公司 ROA、ROE 在 2022 年行业领先，分别达 17.3%、28.1%。23H1 公司 ROA、ROE 分别为 4.9%、11.7%，同期可比公司川环科技/鹏翎股份/标榜股份 ROA 为 5.0%/0.5%/4.8%，ROE 为 6.2%/0.6%/5.3%。

图 37：公司与可比公司 ROE（加权）走势



数据来源：公司公告，西南证券整理

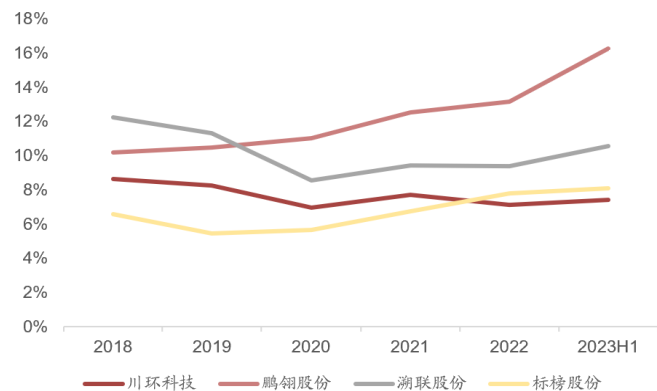
图 38：公司与可比公司 ROA 走势



数据来源：公司公告，西南证券整理

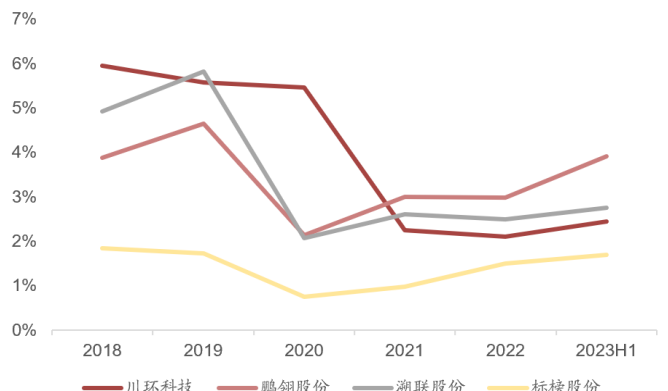
销售/研发费用率处于行业正常水平。最新 23H1 公司管理费用率/销售费用率/研发费用率/财务费用率分别为 10.5%/2.8%/6.0%/0.2%。与可比公司相比，公司销售费用率/研发费用率处于行业正常水平，公司管理费用率/财务费用率处于正常偏高水平。分析来看，2020 年公司销售费用率大幅度下降，主要系新会计准则实施所致。关于管理费用率，2020-2022 年公司通过加强内部管理、提高管理效率，有效控制管理费用，公司管理费用率总体呈下降趋势。

图 39：公司与可比公司管理费用率走势



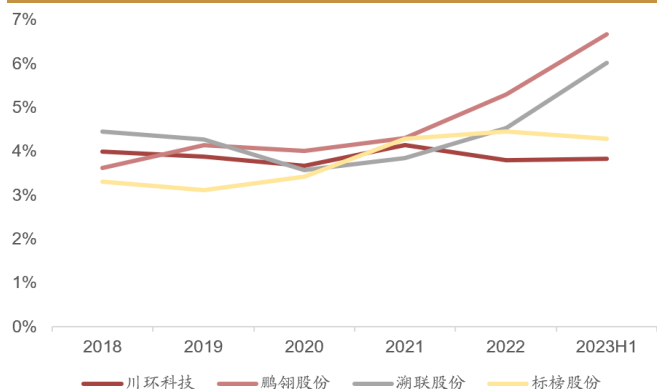
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 40：公司与可比公司销售费用率走势



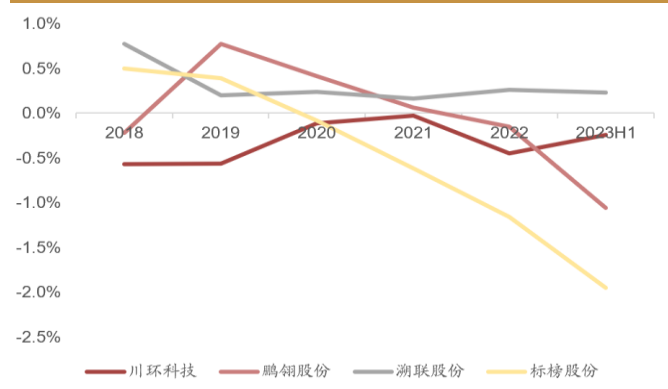
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 41：公司与可比公司研发费用率走势



数据来源：公司公告，西南证券整理

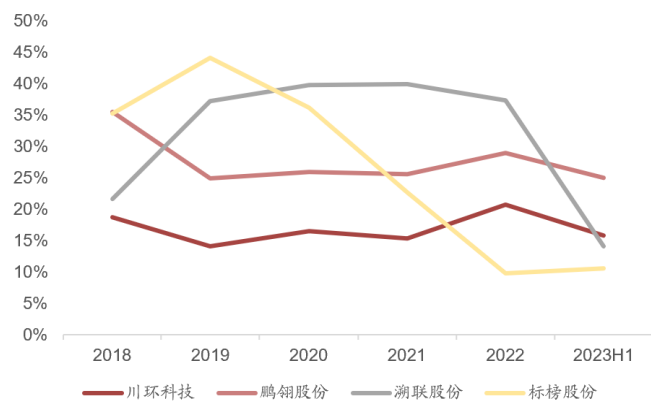
图 42：公司与可比公司财务费用率走势



数据来源：公司公告，西南证券整理

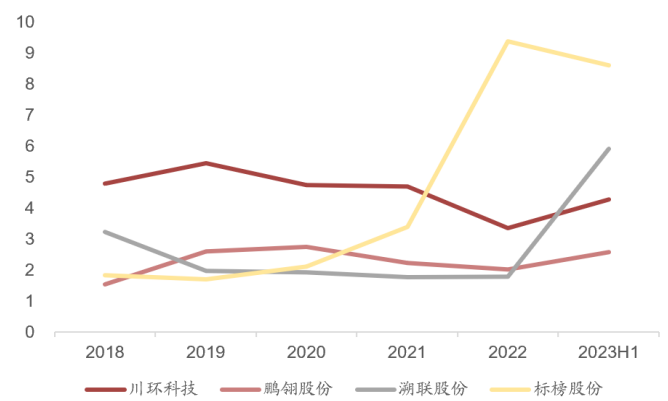
公司短/长期偿债能力稳定。公司资产负债率高于可比公司,流动比率低于行业平均水平,最新 23H1 公司资产负债率、流动比率为 14.1%、5.9。2020 年,公司流动资产及流动负债增长,导致流动比率有所增长。2021 年,由于公司经营规模扩大,流动负债规模相应增长,涨幅高于主要流动资产涨幅,故 2021 年流动比率小幅度降低。公司资产负债率总体保持可比公司平均水平,资本结构处于合理范围内。

图 43: 可比公司资产负债率走势



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

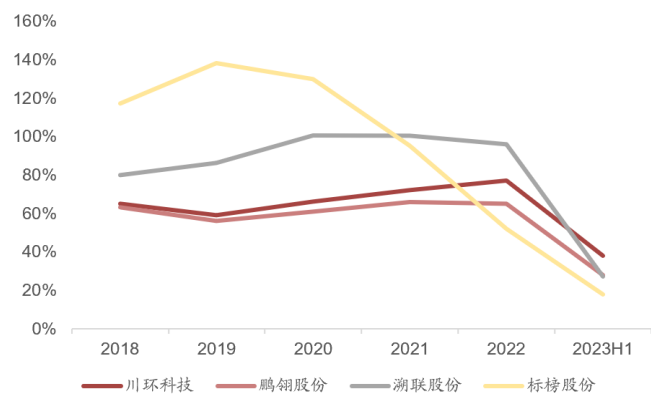
图 44: 可比公司流动比率走势



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

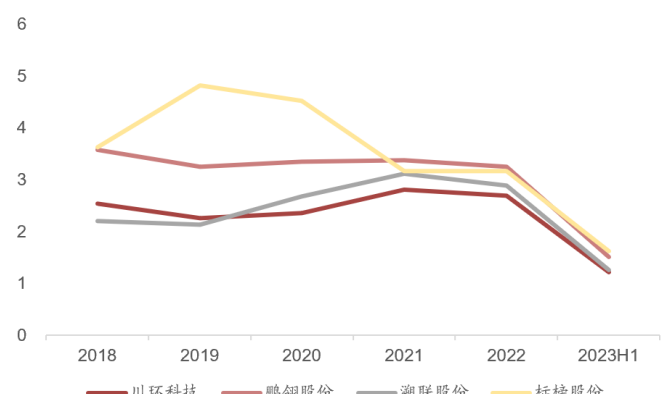
总资产周转率高于行业平均水平。2018-2022 年,公司总资产周转率高于行业平均,变动趋势与行业平均变化一致。2022 年度,公司总资产较上年末增长 27.3%,营业收入涨幅低于总资产涨幅,总资产周转率水平较上年度小幅下降。2023H1 公司总资产周转率为 0.27 次,相比行业内可比公司,公司总资产周转率处于行业平均水平。公司存货周转率与行业水平变动趋势一致,最新 23H1 公司存货周转率为 1.26 次,与川环科技存货周转率近似。

图 45: 公司总资产周转率高于可比公司



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

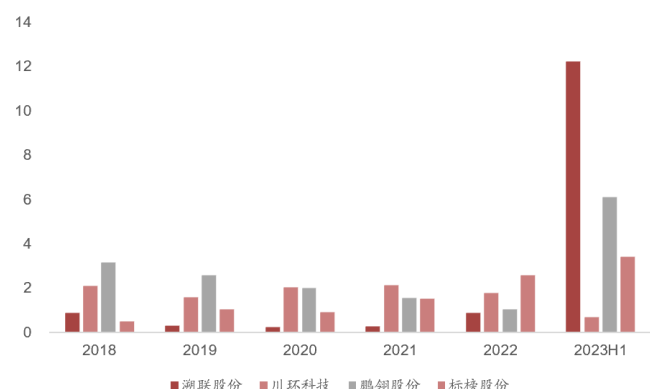
图 46: 公司存货周转率低于可比公司



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

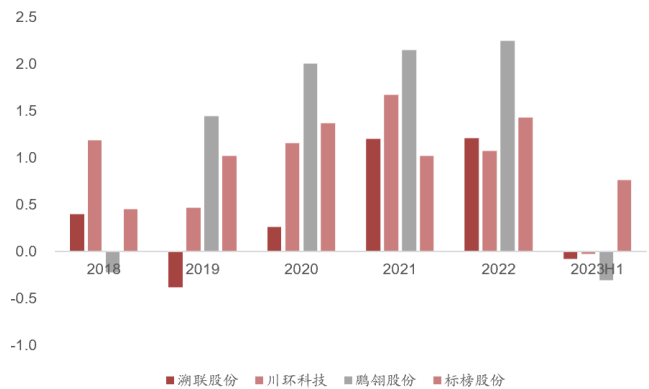
货币资金较少,经营性现金流逐步回升。与可比公司相比,公司货币资金相对较少。2022 年货币资金较上年大幅度增长,主要系 2022 年销售回款增加所致。2020 年经营活动净现金流量实现转正,主要原因有: 1) 营业收入规模的大幅提升; 2) 当期社保减免, 21-22 年现金流量随经营持续扩大稳步提升。2023H1 经营活动净现金流净额为-0.07 亿元。

图 47：可比公司货币现金比较（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 48：可比公司经营性现金流净额比较（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设：

1) 基于公司产能扩张、国六逐步推行以及下游客户销量快速增长，假设 23/24/25 年汽车蒸发排放管路总成销量分别为 1900/2300/2700 万件。考虑汽车排放要求提高，蒸发排放管路价格有提升的趋势，假设 23-25 年单价提升 0.5%。升级产品、技术改造带来营业成本增加，故假设 23-25 年毛利率为 30.0%/29.5%/29.0%。

2) 基于尼龙管在燃油系统的渗透以及下游客户销量快速增长，假设 23/24/25 年汽车燃油管路总成销量为 850/1000/1150 万件。公司产品在燃油车节能减排政策过程中不断升级换代，客户年降幅度不大，假设 23-25 年单价年降 2%；考虑新开发、升级产品营业成本较高，故假设毛利率为 28.0%/27.5%/27.0%。

3) 考虑新能源渗透率快速提升以及公司新能源订单充足、产品储备丰富，假设 23/24/25 年新能源热管理系统管路总成销量增速为 50%/65%/75%。基于公司客户结构不断优化，新能源产品持续开拓，故假设 23-25 年单价每年增长 3%。由于市场需求提升，行业竞争加剧，新品营业成本相对较高，故假设 23/24/25 年毛利率为 34.0%/33.5%/33.0%。

4) 汽车流体控制件及紧固件为定制件，考虑新车型开发、产能扩张（募投项目中有 300 万件汽车流体控制件与 8000 万件紧固件产能）以及市场需求扩大，毛利率会相应提升，假设 23/24/25 年毛利率为 27.5%/28.0%/28.5%。

表 11：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
汽车蒸发排放管路总成	收入	393.79	483.29	587.97	693.67
	增速	-2.06%	22.73%	21.66%	17.98%
	毛利率	32.65%	30.00%	29.50%	29.00%
汽车燃油管路总成	收入	159.22	185.01	213.30	240.39
	增速	-0.20%	16.20%	15.29%	12.70%

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
新能源热管理系统管路总成	毛利率	30.55%	28.00%	27.50%	27.00%
	收入	151.96	234.77	398.99	719.18
	增速	288.88%	54.49%	69.95%	80.25%
	毛利率	37.63%	34.00%	33.50%	33.00%
汽车真空制动管路总成	收入	26.05	31.35	35.09	38.57
	增速	-29.85%	20.34%	11.92%	9.93%
	毛利率	23.88%	23.50%	23.50%	23.50%
其他汽车流体管路	收入	27.61	28.44	29.30	30.17
	增速	5.57%	3.00%	3.00%	3.00%
	毛利率	34.51%	33.00%	33.00%	33.00%
汽车流体控制件及紧固件	收入	68.05	82.28	103.88	136.39
	增速	29.52%	20.91%	26.25%	31.30%
	毛利率	27.14%	27.50%	28.00%	28.50%
管材	收入	8.52	8.77	9.04	9.31
	增速	10.69%	3.00%	3.00%	3.00%
	毛利率	19.52%	18.00%	18.00%	18.00%
其他业务	收入	13.98	14.40	14.84	15.28
	增速	774.61%	3.00%	3.00%	3.00%
	毛利率	54.38%	50.00%	50.00%	50.00%
合计	收入	849.18	1068.32	1392.39	1882.97
	增速	17.00%	25.81%	30.33%	35.23%
	毛利率	32.72%	30.40%	30.29%	30.30%

数据来源：Wind，西南证券

根据上述假设，我们测算出公司 2023-2025 年营业收入分别为 10.7、13.9、18.8 亿元，同比增速分别为 25.8%、30.3%、35.2%，归母净利润分别为 1.9、2.6、3.6 亿元，同比增速分别为 23.9%、36.4%、40.9%。

5.2 相对估值

我们选取川环科技、鹏翎股份和标榜股份作为可比公司，三家公司 2024 年平均 PE 为 24 倍。考虑公司客户结构优质，尼龙管渗透率逐步提升以及新能源相关业务将打开更大成长空间，给予公司 24 年 25 倍 PE，目标价 64.75 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 12：可比公司估值（截止 2023.10.19 收盘）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
300547.SZ	川环科技	17.20	0.56	0.79	1.05	1.33	30.71	21.77	16.38	12.93
300375.SZ	鹏翎股份	4.71	0.11	0.09	0.13	0.16	42.82	52.33	36.23	29.44
301181.SZ	标榜股份	30.41	1.35	1.35	1.58	1.84	22.53	22.53	19.25	16.53
平均值							32.02	32.21	23.95	19.63
301397.SZ	溯联股份	47.30	1.53	1.89	2.59	3.64	30.93	24.96	18.29	12.98

数据来源：Wind，西南证券整理

6 风险提示

1) 原材料价格超预期的风险。公司产品主要原材料为尼龙等高分子材料，报告期内尼龙类材料占全部采购金额的比重分别为 28.7%、24.1%及 25.3%。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负面影响

2) 新能源业务拓展速度低于预期的风险。新能源业务是公司未来经营发展的重要看点，若新能源业务拓展速度放缓，将影响公司经营业绩的增速。

3) 客户集中度较高的风险。受行业下游需求影响，客户集中度较高，主要为自主/合资主机厂，20/21/22 年前五大客户收入占比为 73.8%/74.7%/68.8%，公司主要客户若无法成功转型或产销量出现下降，将可能对公司生产经营以及未来业务增长可持续性产生不利影响。

4) 募投项目建设不及预期的风险。在募投项目建设过程中，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。

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	849.18	1068.32	1392.39	1882.97	净利润	153.00	190.36	259.18	365.62
营业成本	571.31	743.55	970.58	1312.36	折旧与摊销	26.06	32.50	33.20	33.26
营业税金及附加	5.47	7.39	9.08	12.39	财务费用	2.18	1.64	-3.29	-7.70
销售费用	21.11	38.18	46.04	52.85	资产减值损失	-2.45	-3.60	-3.07	-3.04
管理费用	41.32	64.63	79.46	102.37	经营营运资本变动	-24.37	38.11	-74.50	-119.53
财务费用	2.18	1.64	-3.29	-7.70	其他	-33.00	11.15	13.73	18.41
资产减值损失	-2.45	-3.60	-3.07	-3.04	经营活动现金流净额	121.42	270.16	225.26	287.02
投资收益	-1.13	-1.35	-1.49	-1.49	资本支出	-86.55	-1.94	-1.02	-0.61
公允价值变动损益	-0.07	-0.02	-0.03	-0.03	其他	8.08	-14.75	-15.56	-16.27
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-78.47	-16.68	-16.58	-16.88
营业利润	168.02	215.16	292.07	412.23	短期借款	27.50	-42.50	0.00	0.00
其他非经营损益	0.30	0.30	0.30	0.30	长期借款	-1.50	0.00	0.00	0.00
利润总额	168.33	215.46	292.37	412.53	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	15.32	25.10	33.19	46.90	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	153.00	190.36	259.18	365.62	其他	-12.35	-1.18	3.77	8.20
少数股东损益	0.00	0.79	0.54	1.13	筹资活动现金流净额	13.65	-43.68	3.77	8.20
归属母公司股东净利润	153.00	189.57	258.65	364.49	现金流量净额	56.60	209.80	212.44	278.35
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	90.21	300.01	512.46	790.80	成长能力	v			
应收和预付款项	255.49	323.07	420.21	567.76	销售收入增长率	17.00%	25.81%	30.33%	35.23%
存货	231.13	279.45	366.27	500.52	营业利润增长率	32.99%	28.05%	35.75%	41.14%
其他流动资产	61.39	0.39	0.48	0.61	净利润增长率	37.44%	24.41%	36.16%	41.07%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	30.63%	27.02%	29.16%	35.97%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	274.56	248.14	220.10	191.60	毛利率	32.72%	30.40%	30.29%	30.30%
无形资产和开发支出	33.23	29.41	25.60	21.78	三费率	7.61%	9.78%	8.78%	7.83%
其他非流动资产	44.60	57.66	71.38	85.80	净利率	18.02%	17.82%	18.61%	19.42%
资产总计	990.60	1238.14	1616.50	2158.87	ROE	24.66%	23.48%	24.22%	25.47%
短期借款	42.50	0.00	0.00	0.00	ROA	15.45%	15.37%	16.03%	16.94%
应付和预收款项	296.40	401.21	519.89	696.12	ROIC	26.88%	31.28%	41.35%	50.27%
长期借款	7.00	7.00	7.00	7.00	EBITDA/销售收入	23.11%	23.34%	23.12%	23.25%
其他负债	24.29	19.15	19.65	20.17	营运能力				
负债合计	370.18	427.37	546.54	723.28	总资产周转率	0.96	0.96	0.98	1.00
股本	75.03	100.04	100.04	100.04	固定资产周转率	4.77	4.21	5.95	9.15
资本公积	76.36	51.35	51.35	51.35	应收账款周转率	4.36	4.29	4.36	4.43
留存收益	469.03	658.60	917.25	1281.74	存货周转率	2.88	2.91	3.01	3.03
归属母公司股东权益	620.42	809.99	1068.64	1433.13	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	78.50%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.79	1.32	2.46	资本结构				
股东权益合计	620.42	810.78	1069.96	1435.58	资产负债率	37.37%	34.52%	33.81%	33.50%
负债和股东权益合计	990.60	1238.14	1616.50	2158.87	带息债务/总负债	13.37%	1.64%	1.28%	0.97%
					流动比率	1.77	2.16	2.42	2.61
					速动比率	1.13	1.49	1.74	1.91
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	196.26	249.29	321.98	437.78	每股收益	1.53	1.89	2.59	3.64
PE	30.93	24.96	18.29	12.98	每股净资产	6.20	8.10	10.70	14.35
PB	7.63	5.84	4.42	3.30	每股经营现金	1.21	2.70	2.25	2.87
PS	5.57	4.43	3.40	2.51	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	17.74	17.65	12.96	8.87					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrty@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfly@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
	田靖雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	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
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	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