

2024年02月21日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

汽车胶管“小巨人”，海外拓张未来可期

—三祥科技（831195.BJ）公司动态研究报告

买入（首次）

投资要点

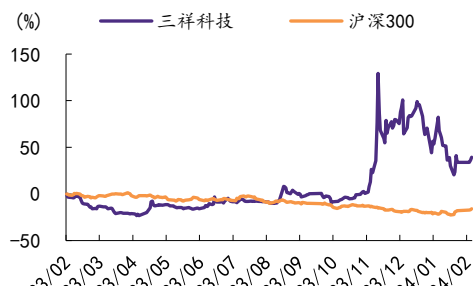
分析师：林子健 S1050523090001
linzj@cfsc.com.cn

基本数据

2024-02-21

当前股价（元）	12.25
总市值（亿元）	12
总股本（百万股）	98
流通股本（百万股）	39
52周价格范围（元）	6.8-19.9
日均成交额（百万元）	23.05

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

■ 汽车胶管总成商，专精特新小巨人

耕耘汽车胶管二十载。三祥科技成立于2003年，主要从事车用胶管及其总成的研发、生产和销售，为整车厂商及其零部件配套厂商、售后零部件供应商等供应车用胶管及总成产品；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等。公司系国家级专精特新小巨人企业，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，研发底蕴雄厚。

公司增长动能持续释放。公司2021年至2023Q3的营收分别为6.1/7.2/6.2亿元，同比增长8.0%/18.4%/18.9%；净利润分别为0.82/0.67/0.70亿元，同比增长80.0%/ -18.3%/30.8%；2022年的利润下滑主要系美元升值、IPO奖励等原因带来管理费用增长0.19亿。公司2023年Q3重回增长轨道，后续业绩有望持续增长。

■ 汽车胶管价值量可观，维修后市场增长空间仍大

2021年汽车胶管市场规模约209亿元，其中配件维修胶管约10亿元，维修后市场规模增长空间仍大。汽车胶管属于汽车零部件配套必备的基础部件，其单车用量相对稳定，中国每辆汽车配套使用的胶管约为20米，按照平均售价计算，每辆车所用胶管金额约为750元。汽车胶管具备消耗属性，中国汽车后市场规模增长空间仍大，据德勤测算，2020年汽车后市场规模为1.42万亿元，到2025年有望至1.74万亿元，CAGR达4.1%。假设2021年市场汽车维修量为总产量5%，按照按照20米的单车胶管用量、75元的单车价值量，2021年，我国汽车胶管市场规模分别为209亿元，其中配件维修胶管市场规模约10亿元。对比美国而言，中国汽车维修后市场有望随汽车保有量增长而持续扩大，汽车胶管市场规模有望持续增长。

■ 收购 Harco 进军北美市场，海外市场构建售后高盈利能力

海外售后市场为汽车胶管供应商的战略高地。由于售后市场客户主要为零售商、贸易商企业，自身没有生产环节，产品直接面向终端消费者或下游零售商，议价空间较大，毛利率相对较高。同时，售后市场客户主要集中在境外。以2021年

为例，公司主机配套市场毛利率为 21.6%，售后市场毛利率为 46.5%，可比公司川环科技和鹏翎股份，2021 年毛利率分别为 25.21%/22.3%，系其销售收入基本均来自于国内整车厂客户，由于整车厂客户集中度较高、议价能力较强，因此其毛利率相对较低。

公司通过并购扩张海外市场。因看重 Harco 公司在美国通用汽车公司的合格供应商资质及潜在市场价值，公司 2015 年通过收购 Harco 公司进军北美市场，目前已经进入美国汽配连锁巨头 AutoZone、AdvanceAuto Parts、O'Reilly 的供货网络，在北美市场具备一定的市场地位。公司于 2020 年在泰国设立子公司三祥泰国，有望进一步开拓海外市场。

■ 客户资源积累深厚，募投产能保障业绩

公司有着深厚的客户积累，主要分为前装与售后两类客户：

前装市场：公司与美国通用汽车、上汽通用、吉利汽车、长安汽车、比亚迪、东风日产等优质主机厂，国际主要新能源整车厂、蔚来汽车、小鹏汽车等造车新势力建立了稳定的合作关系。**售后市场：**公司主要客户包括 Brake Parts、Ferdinand Bilstein Gmbh 和 AllianceParts Warehouse 以及美国大型汽配零售商 AutoZone、Advance Auto Parts、O' Reilly 等国际知名企业。

公司募投资金扩产，保障业绩释放。新增汽车液压制动软管 2,500 万米、汽车空调软管 1160 万米、冷却水管及燃油管等异型管 650 万支。发行人拟公开发行股票募集资金投入 1.8 亿元，项目建设期 36 个月，投资回收期 7.35 年（税后）。

■ 盈利预测

预测公司 2023-2025 年收入分别为 8.95、10.87、13.11 亿元，EPS 分别为 0.92、1.22、1.54 元，当前股价对应 PE 分别为 13.2、9.9、7.8 倍，考虑公司客户积累深厚，海外扩张预期确定性较强，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

(1) 海外出货量不及预期；(2) 核心客户流失风险；(3) 宏观景气度波动风险；(4) 投产进度不及预期风险。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入（百万元）	725	895	1,087	1,311
增长率（%）	18.4%	23.5%	21.5%	20.6%
归母净利润（百万元）	65	90	120	151
增长率（%）	-20.0%	38.5%	33.4%	26.2%
摊薄每股收益（元）	0.66	0.92	1.22	1.54
ROE（%）	10.5%	12.7%	14.4%	15.3%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产:				
现金及现金等价物	273	263	294	342
应收款	227	304	369	446
存货	291	364	443	538
其他流动资产	34	42	50	60
流动资产合计	826	973	1,157	1,385
非流动资产:				
金融类资产	2	2	2	2
固定资产	96	119	137	151
在建工程	98	85	77	74
无形资产	25	24	23	22
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	46	46	46	46
非流动资产合计	266	274	283	292
资产总计	1,091	1,247	1,439	1,678
流动负债:				
短期借款	177	177	177	177
应付账款、票据	202	252	307	373
其他流动负债	48	59	70	84
流动负债合计	429	490	556	637
非流动负债:				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	46	48	50	52
非流动负债合计	46	48	50	52
负债合计	475	538	607	689
所有者权益				
股本	98	98	98	98
股东权益	616	709	833	989
负债和所有者权益	1,091	1,247	1,439	1,678

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	67	93	124	156
少数股东权益	2	3	4	5
折旧摊销	16	8	9	10
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	-137	-96	-86	-101
经营活动现金净流量	-52	7	51	70
投资活动现金净流量	-31	-10	-10	-11
筹资活动现金净流量	73	0	0	0
现金流量净额	-10	-3	41	59

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	725	895	1,087	1,311
营业成本	504	625	760	923
营业税金及附加	5	6	7	8
销售费用	27	27	33	39
管理费用	81	89	98	105
财务费用	-5	6	6	6
研发费用	31	38	46	55
费用合计	133	160	182	205
资产减值损失	-5	-3	-3	-4
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	71	101	135	170
加:营业外收入	2	0	0	0
减:营业外支出	0	0	0	0
利润总额	73	101	135	170
所得税费用	6	9	11	14
净利润	67	93	124	156
少数股东损益	2	3	4	5
归母净利润	65	90	120	151

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	18.4%	23.5%	21.5%	20.6%
归母净利润增长率	-20.0%	38.5%	33.4%	26.2%
盈利能力				
毛利率	30.4%	30.2%	30.1%	29.6%
四项费用/营收	18.3%	17.9%	16.8%	15.7%
净利率	9.2%	10.3%	11.4%	11.9%
ROE	10.5%	12.7%	14.4%	15.3%
偿债能力				
资产负债率	43.5%	43.1%	42.2%	41.1%
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	3.2	2.9	2.9	2.9
存货周转率	1.7	1.7	1.7	1.7
每股数据(元/股)				
EPS	0.66	0.92	1.22	1.54
P/E	18.29	13.20	9.90	7.8
P/S	1.6	1.3	1.1	0.9
P/B	1.9	1.7	1.4	1.2

■ 汽车组介绍

林子健：厦门大学硕士，自动化/世界经济专业，CPA，6 年汽车行业研究经验。曾任职于华福证券研究所，担任汽车行业分析师。2023 年加入华鑫证券研究所，担任汽车行业首席分析师。兼具买方和卖方行业研究经验，立足产业，做深入且前瞻的研究，擅长自下而上挖掘个股。深度覆盖特斯拉产业链/一体化压铸等细分领域。

谢孟津：伦敦政治经济学院硕士，2023 年加入华鑫证券。

■ 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公

司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。