

2024年03月15日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

售后市场韧性显著，穿越周期有望持续增长

—三祥科技（831195.BJ）公司动态研究报告

买入（维持）

投资要点

分析师：林子健 S1050523090001

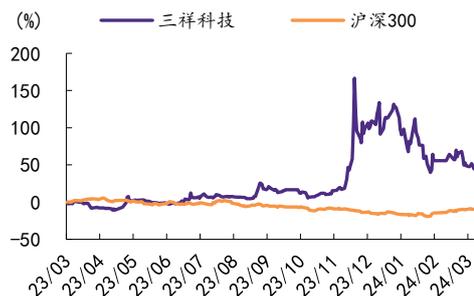
linzj@cfsc.com.cn

基本数据

2024-03-15

当前股价（元）	11.75
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）	24.83

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

1、《三祥科技（831195）：汽车胶管“小巨人”，海外拓张未来可期》2024-02-21

■ 汽车胶管总成商，增长动能持续释放

公司发布 2023 年业绩快报：2023 年公司实现营业收入 8.32 亿元，同比增长 14.78%，主要受益于三个方面原因：（1）主机客户的量产项目增加；（2）售后订单增长；（3）重点加强空调管及加油口管的客户和产品开发。实现归母净利润 0.84 亿元，同比增长 29.86%，主要原因是美国子公司收到员工留任税收抵免(ERC)补助等，非经营性收益同比增加。扣非归母净利润 0.62 亿元，同比增长 3.18%，主要原因是报告期收入同比增长，但受销售代理费增加、管理员工资上涨、汇兑收益同比减少等影响，销售费用、管理费用和财务费用同比增加。

公司 2023 年 EPS 为 0.86 元，同比增长 30.30%；总资产为 12.11 亿元，同比增长 10.94%，主要原因是当期盈利增加未分配利润。归属于上市公司股东的所有者权益为 6.83 亿元，同比增长 11.93%；归属于上市公司股东的每股净资产为 6.96 元，同比增长 11.90%，主要原因是当期盈利增加未分配利润。

■ 胶管维修后市场增长空间仍大，海外市场客户积累构建竞争优势

胶管售后市场规模增长空间仍大。2021 年我国汽车胶管市场规模为 209 亿元，其中配件维修胶管市场规模约 10 亿元。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%。

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%。公司目前积累客户资源深厚，主要分为前装与售后两类客户：（1）前装市场方面，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。（2）**售后市场**方面，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。公司凭借售后市场的稳定与高盈利特征，有望穿越周期实现长期增长。

■ 盈利预测

我们预计 2023-2025 年公司收入分别为 8.4/9.7/11.2 亿元，YoY 分别为 15.7%/15.4%/15.4%；当前股价对应 PE 分别 13.8/10.9/9.0 倍。考虑到公司在售后市场构筑的竞争优势，维持“买入”评级。

■ 风险提示

（1）下游行业景气度不及预期风险；（2）公司投产进度不及预期风险；（3）核心大客户出货量不及预期风险；

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入（百万元）	725	839	968	1,117
增长率（%）	18.4%	15.7%	15.4%	15.4%
归母净利润（百万元）	65	84	106	128
增长率（%）	-20.0%	29.1%	26.6%	20.8%
摊薄每股收益（元）	0.66	0.85	1.08	1.31
ROE（%）	10.5%	11.9%	13.0%	13.6%

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	282	326	383
应收款	227	285	329	380
存货	291	341	394	458
其他流动资产	34	39	45	52
流动资产合计	826	947	1,094	1,273
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	1,221	1,377	1,565
流动负债:				
短期借款	177	177	177	177
应付账款、票据	202	237	273	318
其他流动负债	48	55	63	72
流动负债合计	429	470	515	569
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	518	565	621
所有者权益				
股本	98	98	98	98
股东权益	616	703	812	944
负债和所有者权益	1,091	1,221	1,377	1,565

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	67	86	109	132
少数股东权益	2	3	3	4
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	-71	-58	-68
经营活动现金净流量	-52	25	64	78
投资活动现金净流量	-31	-10	-10	-11
筹资活动现金净流量	92	0	0	0
现金流量净额	9	16	54	68

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	725	839	968	1,117
营业成本	504	586	677	787
营业税金及附加	5	5	6	7
销售费用	27	25	29	34
管理费用	81	84	87	89
财务费用	-5	6	6	6
研发费用	31	35	41	47
费用合计	133	150	163	176
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	94	119	144
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	94	119	144
所得税费用	6	8	10	12
净利润	67	86	109	132
少数股东损益	2	3	3	4
归母净利润	65	84	106	128

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	18.4%	15.7%	15.4%	15.4%
归母净利润增长率	-20.0%	29.1%	26.6%	20.8%
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%	11.3%	11.8%
ROE	10.5%	11.9%	13.0%	13.6%
偿债能力				
资产负债率	43.5%	42.5%	41.0%	39.7%
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7
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	0.85	1.08	1.31
P/E	17.76	13.76	10.87	9.0
P/S	1.6	1.4	1.2	1.0
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。

张智策：武汉大学本科，哥伦比亚大学硕士，2024年加入华鑫证券。2年华为汽车业务工作经验，主要负责智选车型战略规划及相关竞品分析。

■ 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。

■ 免责声明

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。