

标榜股份 (301181)

证券研究报告

2024年04月03日

汽车尼龙管路龙头，新能源&燃油车业务双轮驱动

深汽车尼龙管路领军者，新能源业务强势增长

标榜股份自 2009 年成立以来，长期致力于汽车尼龙管路领域，主营产品包括动力系统连接管路、冷却系统连接管路与连接件。公司自 2011 年以来，不断加深与大众系整车厂的合作关系，成为国内少数进入合资主机厂供应链体系的汽车零部件企业，大众系客户营收占比超 70%。公司抓住新能源机遇，相关产品持续放量，2020-2022 年新能源产品营收年复合增长率达 74.7%。

国产替代逐步推进，单车价值量有望提升

汽车尼龙管路理化性质优异，比重较低，有望逐步取代金属和橡胶管路。下游整车厂顺应节能减排趋势，持续推动乘用车轻量化，尼龙管路渗透率有望提升。与燃油车相比，新能源汽车中冷却管路分布分散，ASP 有望从 500 元提升至 1000 元以上，市场空间持续扩容。当前，汽车尼龙管路市场较为分散，外资企业占有一定优势。随着乘用车市场竞争加剧，整车厂价格敏感性有所提高，国产替代趋势加快，内资企业有望实现快速增长。

动力系统连接管路：深度绑定大众系整车厂

公司自 2011 年以来逐步与大众系实现深度绑定，为 EA211 系列发动机提供配套。公司持续推进自主研发，国产替代&产品迭代拉动毛利率提升至 30%，同步研发的 EA888 GEN5 发动机产品预计于 2025 年正式量产。此外，公司开拓了增程器相关业务。

冷却系统连接管路：新能源趋势实现量价齐升

公司提早布局新能源汽业务，前期研发投入进入兑现期，新能源汽车电池冷却管路持续放量，2019-2022 年营收 CAGR 达 40.61%。公司积极开发新用户，客户结构趋于多元化。相较于传统冷却管路，新产品结构更加复杂，单价和毛利率提升显著。业务整体毛利率从 2020 年的 27.63% 提升至 2023 年 H1 的 40.96%，销售单价从 9.46 元提升至 13.68 元。

盈利预测：我们预计 2023-2025 年公司整体营收有望达 5.93/6.84/8.04 亿元，归母净利润有望达 1.56 /1.86 /2.24 亿元，对应当前 PE17/15/12X。作为汽车尼龙管路龙头企业，公司积极布局新能源业务，持续开发新客户，在未来业绩有望进一步增长，参考可比公司 PE，给予公司 2024 年 17.5 倍的 PE，对应目标价为 27.71 元，首次覆盖予以“增持”评级。

风险提示：客户集中度高、募投项目进展不及预期、研发投入无法回收、原材料价格波动、公司市值较小，股价波动或较大、文中测算具有一定的主观性，仅供参考。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	478.72	517.84	592.80	684.26	803.71
增长率(%)	(24.28)	8.17	14.48	15.43	17.46
EBITDA(百万元)	145.68	171.17	191.54	226.41	270.24
归属母公司净利润(百万元)	101.36	121.18	156.08	186.06	223.90
增长率(%)	(18.36)	19.56	28.80	19.21	20.34
EPS(元/股)	0.87	1.04	1.33	1.59	1.91
市盈率(P/E)	26.72	22.35	17.35	14.56	12.10
市净率(P/B)	6.65	2.06	1.94	1.80	1.67
市销率(P/S)	5.66	5.23	4.57	3.96	3.37
EV/EBITDA	0.00	12.92	8.61	6.89	5.57

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业 汽车/汽车零部件

6 个月评级 增持（首次评级）

当前价格 23.15 元

目标价格 27.71 元

基本数据

A 股总股本(百万股) 117.00

流通 A 股股本(百万股) 39.00

A 股总市值(百万元) 2,708.55

流通 A 股市值(百万元) 902.85

每股净资产(元) 11.71

资产负债率(%) 9.89

一年内最高/最低(元) 41.05/14.77

作者

孙潇雅 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520080009
sunxiaoya@tfzq.com

王彬宇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523070005
wangbinyu@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 汽车尼龙管路领军者，新能源业务强势增长	4
1.1. 深耕汽车尼龙管路，公司股权结构稳定	4
1.2. 客户集中度较高，新能源业务进入兑现期	5
1.3. 营收利润有效恢复，净利率&毛利率稳定提升	6
2. 国产替代逐步推进，单车价值量有望提升	8
2.1. 尼龙管路优势显著，节能减排&轻量化打开想象空间	8
2.2. 冷却管路分布分散，ASP 显著提升	9
2.3. 竞争格局分散，国产替代下内资企业持续受益	10
3. 动力系统连接管路：深度绑定大众系整车厂	12
3.1. 深入参与同步研发，公司产品更新换代	13
3.2. 核心专利积累丰富，进口替代拉动毛利率提升	13
3.3. EA888 GEN5 配套产品量产在望，募投扩产保驾护航	15
3.4. 客户集中度高，营收与大众系整车厂销量关联密切	16
4. 冷却系统连接管路：新能源趋势实现量价齐升	16
4.1. 研发投入逐步兑现，电池&电机冷却管路打造新增长极	17
4.2. 平均单价&毛利率提高明显，产品更新换代未来可期	19
4.3. 下游整车厂持续放量	19
5. 连接件营收占比稳中有增，产品结构趋于多元化	20
6. 盈利预测	21
7. 风险提示	22

图表目录

图 1：标榜股份发展历程	4
图 2：股权结构示意图	4
图 3：2021H1 尼龙管路前五大客户在此业务中收入占比	5
图 4：2021H1 连接件前五大客户在此业务中收入占比	5
图 5：标榜股份主要产品示意图	5
图 6：2018-2023H1 新能源产品收入及营收占比	6
图 7：2018-2023Q1-3 营业收入及年增长率	6
图 8：2018-2023Q1-3 净利润及年增长率	6
图 9：2020-2023Q1-3 公司三费费用率	7
图 10：2022 年公司营业成本结构	7
图 11：2018-2023H1 公司毛利率及净利润率	7
图 12：2018-2023H1 公司各项业务毛利率	7
图 13：2010-2020 燃油车整车轻量化系数均值	8
图 14：2018-2021H1 同步研发产品收入及占比	13
图 15：2018-2023H1 动力系统连接管路毛利率及平均价格	15

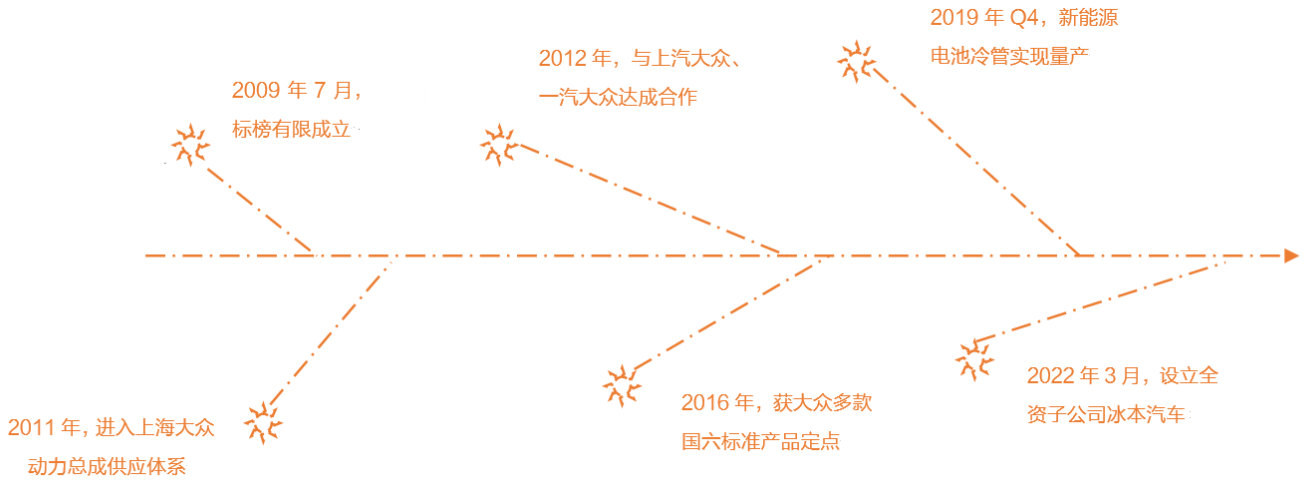
图 16: 2019-2023 年一汽大众广义乘用车批发销量及年增长率	16
图 17: 2019-2023 年上汽大众广义乘用车批发销量及年增长率	16
图 18: 2018-2023H1 动力系统连接管路收入及年增长率	16
图 19: 2019-2023Q1-3 研发费用及研发费用率	18
图 20: 2019-2023H1 冷却系统连接管路营业收入及年增长率	18
图 21: 2019-2023H1 冷却系统连接管路平均价格及毛利率	19
图 22: 大众集团在中国市场的新能源汽车&ID 家族纯电车销量	19
图 23: 造车新势力 2019-2023 年销量 (万辆)	19
图 24: 连接件产品示意图	20
图 25: 2021 年 H1 连接件业务前五大客户销售占比	20
图 26: 2020-2023H1 公司主营业务收入构成 (单位: 亿元)	20
图 27: 精密注塑件产品图示	21
图 28: 精密注塑件及其他产品毛利率	21
表 1: 核心高管履历	5
表 2: 流体管路材质性能比对	8
表 3: 新能源车中尼龙管路应用场景	9
表 4: 新能源车中尼龙管路应用场景	9
表 5: 尼龙管路单车价值量	10
表 6: 2021A-2025E 汽车尼龙管路市场空间	10
表 7: 国内汽车尼龙管路领域主要参与者	11
表 8: 汽车管路工艺流程	12
表 9: 动力系统连接管路主要产品	12
表 10: 公司动力系统尼龙管路核心技术	14
表 11: 自制替代零部件进展	14
表 12: EA888 部分配套车型及 2023 年销量	15
表 13: 公司 2023 年 H1 募投项目进展情况	15
表 14: 冷却系统连接管路主要产品	17
表 15: 新能源汽车冷却系统连接管路核心技术及对应专利	18
表 16: 2021-2025 年公司分业务盈利预测 (亿元)	22
表 17: 可比公司估值预测表 (截至 2024 年 4 月 1 日)	22

1. 汽车尼龙管路领军者，新能源业务强势增长

1.1. 深耕汽车尼龙管路，公司股权结构稳定

标榜股份成立于 2009 年，主营业务为汽车尼龙管路及连接件等系列产品的研发、生产和销售。公司 2011 年起与大众系达成合作，逐步为 EA111、EA211、EA888 发动机提供尼龙管路产品与连接件，2016 年获得多项“国六”产品定点信，2017 年公司变更为股份公司，2019 年第四季度，新能源汽车电池冷管实现量产，2022 年于深交所创业板上市。

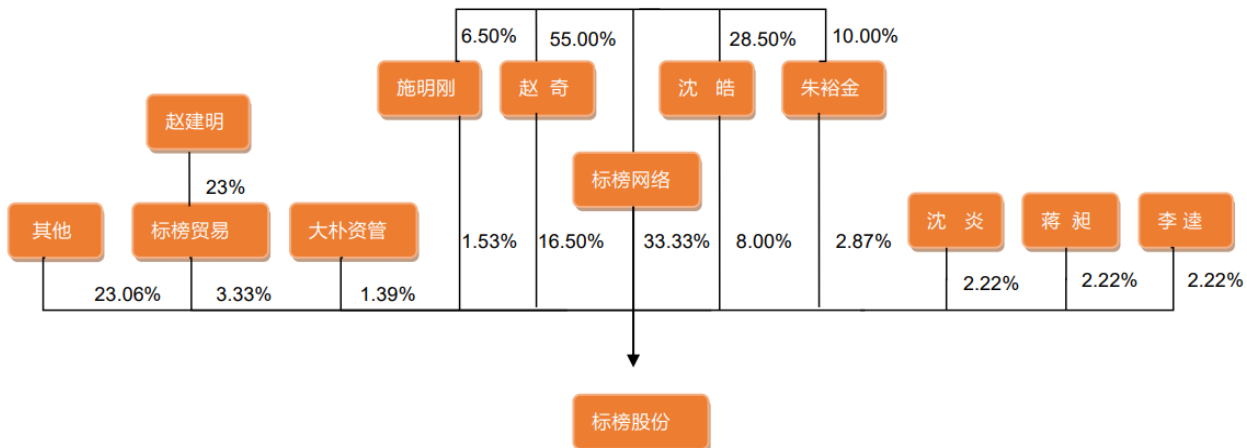
图 1：标榜股份发展历程



资料来源：招股说明书，公司公告，天风证券研究所

公司股权结构稳定，领导团队经验丰富。赵奇为公司实际控制人，现任公司董事长，直接持有公司 16.50% 股份，并通过江阴标榜网络科技有限公司间接控制公司 33.33% 的股份。赵奇之父赵建明是一致行动人，通过持有江苏标榜贸易有限公司 23% 股权并与其亲属共同控制该企业，标榜贸易持有公司 3.33% 股份。总经理沈皓、副总经理蒋文强、施明刚曾在多家制造业企业担任要职，经验丰富。

图 2：股权结构示意图



资料来源：2023 年 3 季度报，天风证券研究所

表 1：核心高管履历

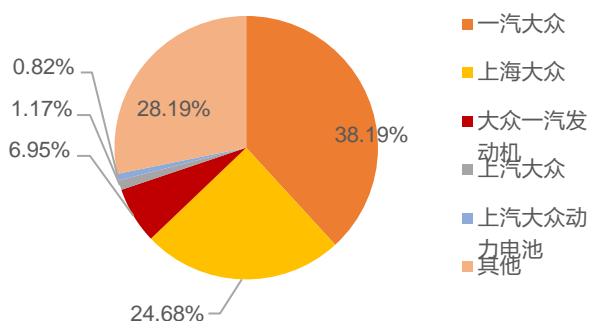
姓名	职位	学历	工作经历
沈皓	总经理 董事 法人	大专	2004 年任江阴易捷塑性涂料有限公司销售代表 2005 年至 2009 年先后任江阴诺马汽车部件有限公司德语翻译、总经理助理、销售代表、采购经理、重要客户经理，2009 年至 2011 年任标榜有限副总经理，2011 年至 2017 年任标榜有限执行董事兼总经理，2017 年至今任公司董事兼总经理。参与“一种汽车管路密封性能的检测方法”专利研发，该技术成为公司核心专利。
施明刚	副总经理 董事	本科	1995 年至 2006 年任江南模塑科技股份有限公司产品工程师 2006 年至 2009 年任江阴诺马汽车部件有限公司技术部经理，2009 年至 2017 年任标榜有限副总经理，2017 年至今任公司董事兼副总经理。在职期间主持多项研发项目，作为第一发明人形成专利 20 余项其中多项成为公司核心自有科技。
蒋文强	副总经理 运营总监	本科	2002 年至 2003 年任南京金城集团有限公司技术员，2003 年至 2004 年任江阴艺林索具有限公司质量经理 2005 年至 2009 年任江阴诺马汽车部件有限公司质量经理 2010 年至 2019 年任公司质量部经理，2019 年至今任公司副总经理兼运营总监。

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.2. 客户集中度较高，新能源业务进入兑现期

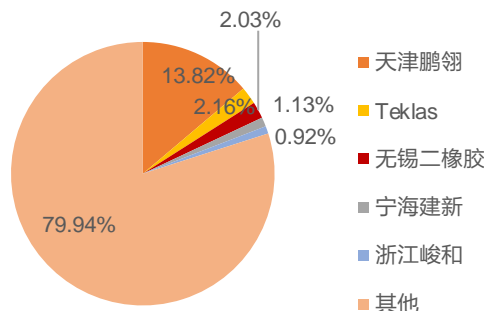
公司尼龙管路业务分为动力系统连接管路与冷却系统连接管路。作为少数跻身合资汽车品牌供应链体系的国内企业，公司主要营收来自大众系客户。公司作为一级供应商，在合作过程中与大众系实现深度绑定，为 EA111、EA211、EA888 多款发动机及 MEB 平台提供尼龙管路，并深入参与产品的同步研发。受整车厂认证周期较长限制，公司难以摆脱对于大众系客户的依赖。在连接件业务上，公司主要作为二级供应商为天津鹏翎、Teklas、无锡二橡胶等厂商提供水管连接件、气管连接件产品，客户集中度较低。

图 3：2021H1 尼龙管路前五大客户在此业务中收入占比



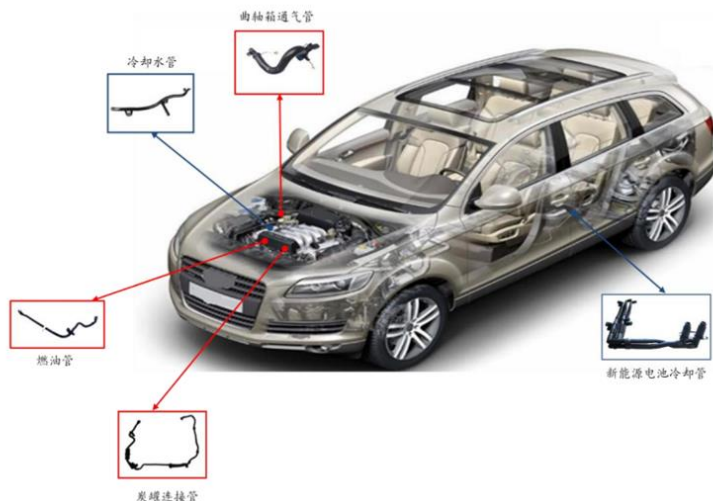
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 4：2021H1 连接件前五大客户在此业务中收入占比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

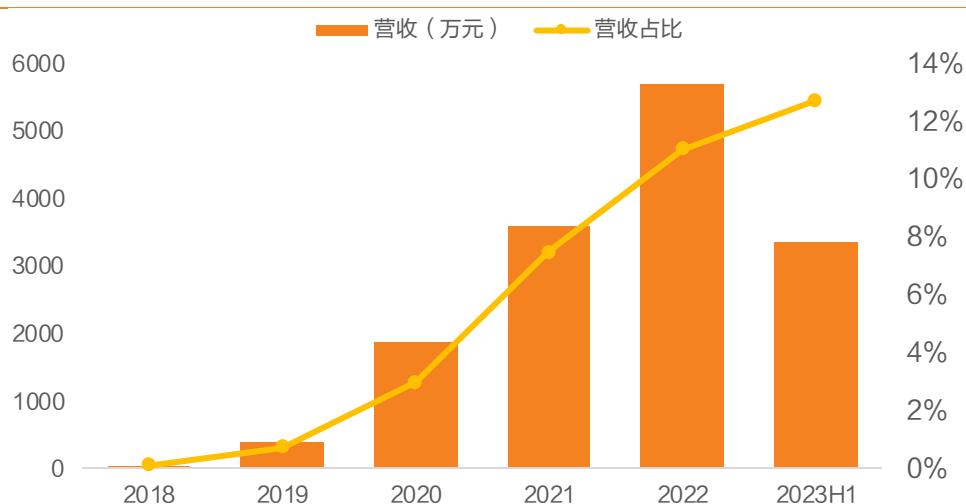
图 5：标榜股份主要产品示意图



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司新能源业务进入兑现期，新客户开发一帆风顺。2019 年，公司成功实现新能源电池冷却管总成产品的技术突破逐步量产，并于第四季度成功为大众系整车厂配套。此后，公司迅速开发冷却管路与连接件产品新客户，客户结构趋于多元化，已逐步配套供应奇瑞捷豹、标致、沃尔沃等非大众系品牌的新能源车型，为比亚迪提供少量产品。2021 年，公司开发了零跑汽车、上海重塑、爱驰汽车等新能源主机厂，获得了 Stellantis 集团 PHEV 连接件定点。2022 年，公司开发了大众安徽、理想新晨、欣旺达等新能源产品新客户，并完成了康迪北美 Nikola 电动卡车连接件项目全部开发工作。

图 6：2018-2023H1 新能源产品收入及营收占比

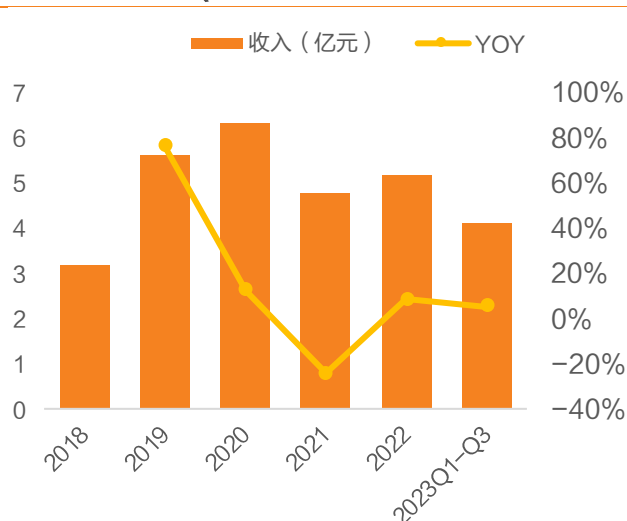


资料来源：招股说明书，公司财报，天风证券研究所

1.3. 营收利润有效恢复，净利率&毛利率稳定提升

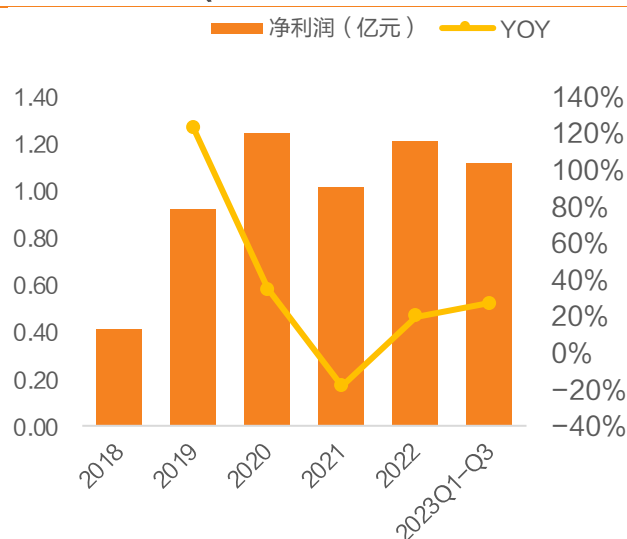
2018-2020 年，公司抓住国六标准推行机遇，公司配套的 EA211 1.2T、1.4T 涡轮增压发动机对应车型销量逆势上扬，公司实现量价齐升，其中 2019 年营收同比增加 75.96%。2021 年，受宏观经济下行、汽车芯片短缺等因素影响，大众汽车销量显著下滑，导致总体业务下滑。2022-2023H1，公司新能源相关业务积极拓展，2020-2022 年新能源产品营收 CAGR 达 74.7%，成为公司新增长中枢，营收利润有效恢复。

图 7：2018-2023Q1-3 营业收入及年增长率



资料来源：招股说明书，Wind，天风证券研究所

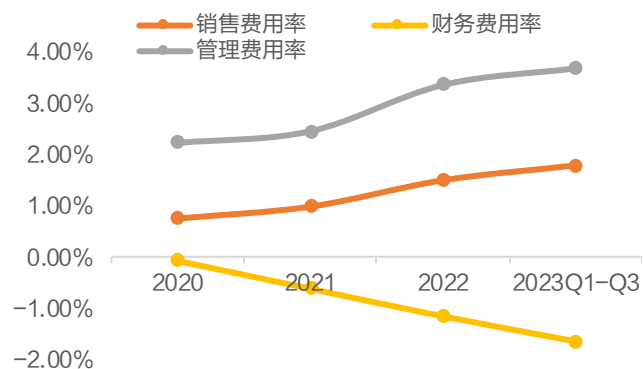
图 8：2018-2023Q1-3 净利润及年增长率



资料来源：招股说明书，Wind，天风证券研究所

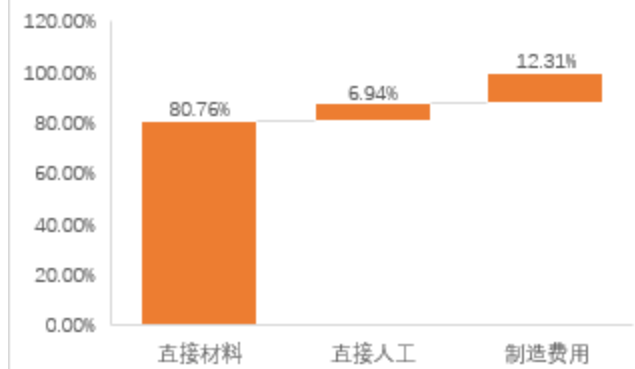
出于业务拓展需要，公司销售费用及管理费用稳中有升。公司利息收入较多导致财务费用率为负。受下游整车厂需求影响，扩产项目进展缓慢，且研发中心项目由于采购设备系进口定制品，进度不及预期，导致 IPO 募集的大量资金并未及时使用，产生的利息收入导致财务费用率逐年下降，且公司出于慎重考虑将项目达到预定可使用状态日期延长至 2026 年。

图 9：2020-2023Q1-3 公司三费费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

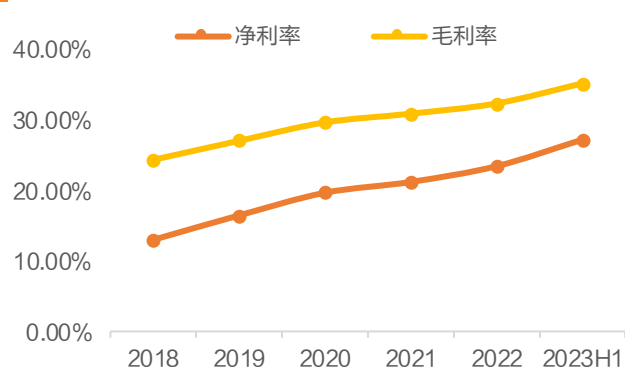
图 10：2022 年公司营业成本结构



资料来源：公司财报，天风证券研究所

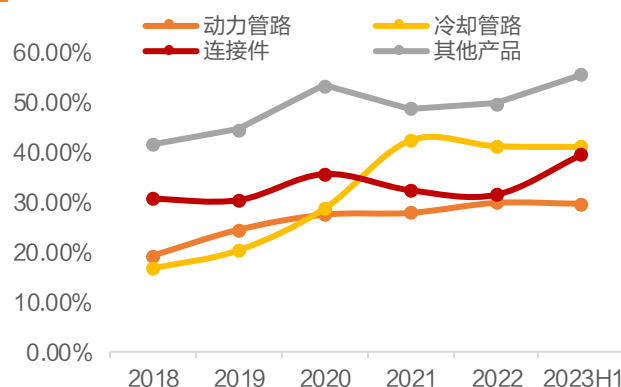
产品结构改善&更新换代带动毛利率、净利率稳步上升。随着公司产品不断更新换代，尼龙管路业务毛利率显著提高，带动毛利率、净利率显著增长。连接件业务毛利率存在波动，但整体保持稳定。**动力系统连接管路：**2019 年，公司抓住“国六”标准推行机遇，主要产品由“国五”标准向“国六”标准过渡，产品规格、工艺复杂度、精密度要求均大幅提高，较高定价带动毛利率提升。**冷却系统连接管路：**公司自主研发新能源汽车电池冷却管自 2019 年四季度逐步量产，生产技术先进，毛利率高。新能源趋势下，电池冷却管营收占比不断上升。**连接件：**受原材料价格波动及产品构成影响，连接件业务毛利率存在波动，但整体保持在 30%以上。

图 11：2018-2023H1 公司毛利率及净利率



资料来源：招股说明书，Wind，天风证券研究所

图 12：2018-2023H1 公司各项业务毛利率



资料来源：公司财报，招股说明书，天风证券研究所

2. 国产替代逐步推进，单车价值量有望提升

2.1. 尼龙管路优势显著，节能减排&轻量化打开想象空间

汽车流体管路指连接各个零部件之间的软管、硬管等管状零件，主要作用是在各零部件之间传输各种介质(如燃油、机油、冷却液、气体等)，是保证汽车性能发挥、安全运行的重要零部件。汽车流体管路主要应用于汽车的动力系统、转向系统、冷却系统、制动系统及车身附件系统。汽车流体管路按材质可划分为金属管路、橡胶管路及尼龙管路。

尼龙管路凭借低比重、良好的机械性能等特性脱颖而出。与金属管路对比，塑料制品密度小，耐酸碱及有机溶剂腐蚀，且具有良好的绝缘性、耐磨性、减震降噪性和自润滑性，可用于许多金属材料不能胜任的场所。与橡胶管路相比，塑料管路耐渗透、耐臭氧及老化性能更强，且成本更低、产品性能挖掘潜力更大。

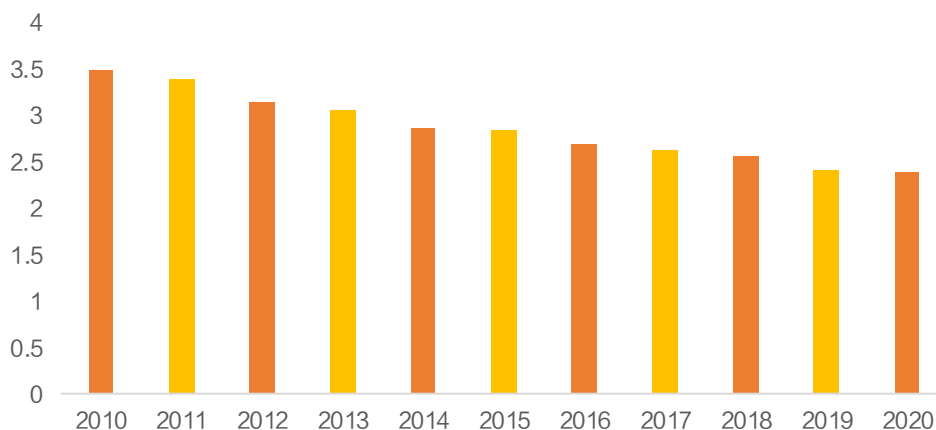
表 2：流体管路材质性能比对

性能	橡胶	金属	尼龙
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	中	中	优
安装便利性	慢	慢	快

资料来源：瀚联股份招股说明书，天风证券研究所

节能减排势在必行，尼龙管路渗透率提升在望。当前以塑代钢、减轻整车重量已成为未来汽车工业发展的趋势之一。研究表明，燃油车整车重量每减少 10%，燃油效率提高 6%-8%，排放可减少 4%。而新能源汽车每减重 10%，续航里程可提升 5%-6%。近年来出台的《中国制造 2025》《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》、等相关政策文件中，均指明了汽车轻量化技术是当前汽车产业的重点突破方向及发展趋势。目前，我国乘用车单车改性塑料使用率仅 13%，远低于德国的 25%；平均使用量 160kg，远低于美国的 250~310kg 和德国的 340~410kg。

图 13：2010-2020 燃油车整车轻量化系数均值



资料来源：汽车轻量化技术创新战略联盟公众号，天风证券研究所（整车轻量化系数为无量纲参数，数字仅体现同类型车型的相对差异）

2.2. 冷却管路分布分散，ASP 显著提升

传统燃油车中尼龙管路分布集中，单车价值量较低。出于材质限制，传统燃油车中尼龙管路主要应用于制动系统、动力系统、冷却系统及空调，主要集中在发动机附近。燃油车冷却管路长度仅 5.5m，且部分为胶管。燃油车中尼龙管路单车价值量在 400 元左右。随着燃油车全面电驱化，新增电驱电控热管理系统有望提高单车价值量。

表 3：新能源车中尼龙管路应用场景

新能源车使用领域	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	橡胶或博文尼龙管
	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
制动系统	真空助力管	尼龙单层管
	制动液压管	金属管
其它系统	前后风挡及大灯清洗水管	尼龙、橡胶或复合弹性体
	车身排水系统	尼龙、橡胶或复合弹性体
	空气悬挂系统	尼龙

资料来源：瀚联股份招股说明书，天风证券研究所

新能源汽车中冷却管路分布较为分散，单车价值量显著提高。在纯电动车中，尼龙管路主要应用于制动系统、冷却系统及空调。纯电动车的散热单元包括了动力电池、驱动电机以及电控系统三电，锂电池工作时的热效应使冷却管路更加分散，单车管路 8-14 根，长度可达到 16m。动力来源改变后，BEV 出于提高续航能力的需求和电池包空间狭小的客观限制，尼龙管路渗透率有望进一步提升。且纯电车冷却管路设计结构更加复杂，部分搭载传感器，单价有所提高，单车价值量可达 800-1000 元。混合动力车由于动力系统更为复杂，单车价值量可达到 1200-1500 元。

表 4：新能源车中尼龙管路应用场景

新能源车使用领域	应用部位	未来使用材料趋势
冷却系统及空调	空调管路	铝合金及金属/橡胶复合管/尼龙管
	暖风水管	橡胶或博文尼龙管
	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
制动系统	真空助力管	尼龙单层管
	制动液压管	金属管
其它系统	前后风挡及大灯清洗水管	尼龙、橡胶或复合弹性体
	车身排水系统	尼龙、橡胶或复合弹性体
	空气悬挂系统	尼龙

资料来源：瀚联股份招股说明书，天风证券研究所

我们预测 2024 年燃油车/BEV/PHEV 批发销量可达到 1650/660/440 万辆，2025 年燃油车/BEV/PHEV 销量可达到 1567.5/705.4/577.1 万辆。假定燃油车/BEV/PHEV 中尼龙管路单车价值量为 400/1000/1200 元，2024/2025 年汽车尼龙管路市场空间可达 184.80/202.49 亿元。

表 5：尼龙管路单车价值量

厂商	燃油车	BEV	PHEV
中鼎股份	300	1000	1500
川环科技	200-400	400-800	800-1200
溯联股份	440	1200	
标榜股份		1000	

资料来源：中鼎 2020 年报，川环科技投资者交流公告，溯联招股说明书，标榜招股说明书，天风证券研究所

表 6：2021A-2025E 汽车尼龙管路市场空间

汽车批发销量	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
乘用车批发销量（万辆）	2145.6	2349.6	2579.3	2750	2850
YOY	6.55%	9.51%	9.78%	6.62%	3.64%
新能源乘用车渗透率	15.44%	27.67%	34.37%	40.00%	45.00%
新能源汽车批发销量（万辆）	331.2	650.2	886.4	1100	1282.5
YOY	180.92%	96.32%	36.33%	24.10%	16.59%
混合动力车渗透率	17.42%	22.85%	31.04%	40.00%	45.00%
混合动力车批发销量（万辆）	57.7	148.6	275.1	440	577.1
YOY	172.17%	157.54%	85.13%	59.94%	31.16%
纯电动车批发销量（万辆）	273.6	501.6	611.3	660	705.4
YOY	182.94%	83.33%	21.87%	7.97%	6.88%
传统燃油车批发销量（万辆）	1814.4	1699.4	1692.9	1650	1567.5
YOY		-6.34%	-0.38%	-2.53%	-5.00%

市场空间测算						
分动力类型		2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
新能源汽车	纯电动车	单车价值量（元）	1000			
		市场空间（亿元）	27.36	50.16	61.13	66.00
	混合动力车	单车价值量（元）	1200			
		市场空间（亿元）	6.92	17.83	33.01	52.80
市场空间合计（亿元）		34.28	67.99	94.14	118.80	139.79
传统燃油车	单车价值量（元）	400				
	市场空间（亿元）	72.58	67.98	67.72	66.00	62.70
市场空间合计（亿元）		106.86	135.97	161.86	184.80	202.49
YOY			27.24%	19.04%	14.17%	9.57%

资料来源：乘联会，中国政府网等，天风证券研究所

2.3. 竞争格局分散，国产替代下内资企业持续受益

我国汽车尼龙管路行业竞争格局较为分散，没有占据绝对优势的尼龙管路制造企业。目前，邦迪 TI、特科拉 Teklas、凯塞 Kayser、帕萨思 PASS、弗兰科希 Fraenkisch 为代表的外资企业与以亚大为代表的合资企业占据了大部分合资品牌车型的配套份额，国内仅有标榜股份等少数生产商能够进入合资汽车品牌的供应商体系。随着“以塑代钢”“以塑代胶”趋势到来，鹏翎股份、川环科技逐步将业务从橡胶、金属管路拓展至尼龙管路，加剧了行业竞争。

表 7：国内汽车尼龙管路领域主要参与者

企业	类型	主要尼龙管路产品	基本情况	行业地位
亚大	合资	气制动管路、燃油管路、真空控制管路等系统	亚大汽车成立于 1987 年，为凌云股份子公司，是中外合资的先进技术型企业，其外方投资者为澳大利亚乔治·费歇尔工业管道系统有限公司。亚大汽车中生产汽车零部件的子公司包括河北亚大、上海亚大和长春亚大。	国内汽车塑料流体管路最大的供应商之一
湖联股份	内资	燃油管路总成、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等	湖联股份主要从事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，深耕汽车用流体管路及塑料零部件行业二十余年	国内主要汽车塑料流体管路供应商
标榜股份	内资	动力系统连接管路、冷却系统连接管路	标榜股份成立于 2007 年，长期深耕汽车尼龙管路领域，主营业务为汽车尼龙管路及连接件的研发、生产和销售	国内少数进入合资品牌整车厂供应体系的汽车尼龙管路优势企业
鹏翎股份	内资	新型尼龙燃油管、AKF 管和涡轮增压尼龙管路总成	鹏翎股份成立于 1998 年，是国内较早独立研发、制造和销售汽车用胶管及总成产品的生产企业。公司在传统的橡胶管路的产品基础上拓展尼龙管路产品。	国内规模较大的汽车橡胶软管专业生产企业之一
川环科技	内资	多层复合尼龙软管	川环科技成立于 2002 年，是集科研、生产销售和自营进出口业务于一体的国家火炬计划重点高新技术企业，专注于研发生产和销售车用胶管系列产品，核心业务是为各大汽车整车制造厂商提供配套。在原有业务基础上拓展尼龙管路产品。	国内市场领先、具备了较大规模的汽车胶管专业生产企业之一
邦迪 TI	外资	空调管路、EOCTOC 油路冷却管、制动管路和刹车管路	TI 邦迪 2001 年成立于英国，目前在中国成立了 9 家全资子公司，主要生产塑料油箱及配套的燃油管路、空调管、散热器等其他汽车零部件。	全球领先的汽车管路集成供应商
特科拉 Teklas	外资	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	Teklas 特科拉 1971 年成立于土耳其，公司的主要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，主要客户包括上汽大众、一汽大众、宝马、菲亚特等多个汽车整车厂	全球知名的汽车零部件供应商
凯塞 Kayser	外资	AKF 管、真空管、通气管等	凯塞 Kayser 成立于 1928 年，公司总部位于德国北部艾因贝克，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。	国际知名企业
帕萨思 PASS	外资	燃油管、通风管、冷却水管、真空管等	帕萨思成立于 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。	国际知名企业

资料来源：标榜股份、湖联股份招股说明书，天风证券研究所

国产替代步伐加快，内资企业表现靓丽。自 2015 年以来，我国乘用车市场竞争白热化，整车企业加强成本控制，零部件采购价格敏感性逐步加强。得益于低廉的人力成本与充足的原材料供应，本土汽车零部件企业凭借成本优势与快速响应优势，进入原本被国际厂商垄断的细分领域，实现关键零部件的国产替代。同时，随着新车型研发周期逐渐缩短，上游供应商的快速响应能力愈发重要，内资厂商占据区位优势。

新能源趋势下，汽车尼龙管路市场有望实现洗牌。除特斯拉外，国内新能源汽车销量前 10 名均为内资企业。与传统燃油车相比，新能源汽车尼龙管路以冷却管路为主，市场结构变化显著。且新能源汽车冷却管路与燃油车冷却管路差异较大，外资企业尚未形成明显技术壁垒。目前，目前，新能源汽车领域尚未形成统一的行业标准，内资企业有望与国内整车厂联合，利用先发优势制定行业规则。

认证体系完善严格，客户认证壁垒高。汽车尼龙管路作为汽车核心零部件，一般由一级供应商直接向整车厂供货，整车厂认证过程严格，认证周期较长。批量供应前，公司需对汽车尼龙管路产品进行加工质量、密封性、断裂伸长率等一系列标准进行测试与试验，并通过十万公里路试以满足产品对应的国际标准、国家标准及行业标准。全流程持续时间较长，前期投入较高，且后期收益由下游整车厂销量决定，风险较大。一旦完成认证，双方往往保持非常稳定的长期合作关系，客户粘性较高。因此，行业较为封闭。

技术工艺壁垒高，定制化特征突出。汽车尼龙管路的制造涉及模具设计、自动化控制、材料成型等多领域技术，且精密程度要求严格。公司生产所需的模具等设备也多为定制

件，需根据产品需要和材料材质进行调整，可复制性低。随着汽车产品周期逐渐缩短，整车厂对企业的快速响应能力也同样提出了更高要求，同步研发以及超前研发能力也是尼龙管路企业必备的素养。与此同时，尼龙管路生产工艺与金属管路、橡胶管路存在较大差异，其他材质的汽车管路企业涉足尼龙管路同样面临较高的技术与工艺壁垒。

表 8：汽车管路工艺流程

材质	工艺流程
尼龙	进货检验-投料-直管挤出-直管成型-分零件注塑-分零件装配-总成装配-包装
橡胶	配料炼胶-理化测试-内胶压出-(阻隔层压出-中胶压出)-编织层/针织层-外胶压出-硫化-整理-清洗-裁切-标识-检验-装配
金属	下料-倒角-管段成型/法兰墩接-旋沟-墩芯-滚槽-墩套-弯管-冲孔-清洗-钎焊-达标-(注塑-)扣管-装附件-检漏-内腔清洗-终检-包装

资料来源：标榜股份、川环科技、腾龙科技招股说明书，天风证券研究所

3. 动力系统连接管路：深度绑定大众系整车厂

公司动力系统连接管路以炭罐连接管、曲轴箱通气管、燃油管为主，主要应用于燃油车与 PHEV 车型的燃油发动机，是保证汽车性能发挥、安全运行的核心零部件。此外，公司还生产了真空管、涡轮增压消音器管、刹车助力真空管等产品。

表 9：动力系统连接管路主要产品

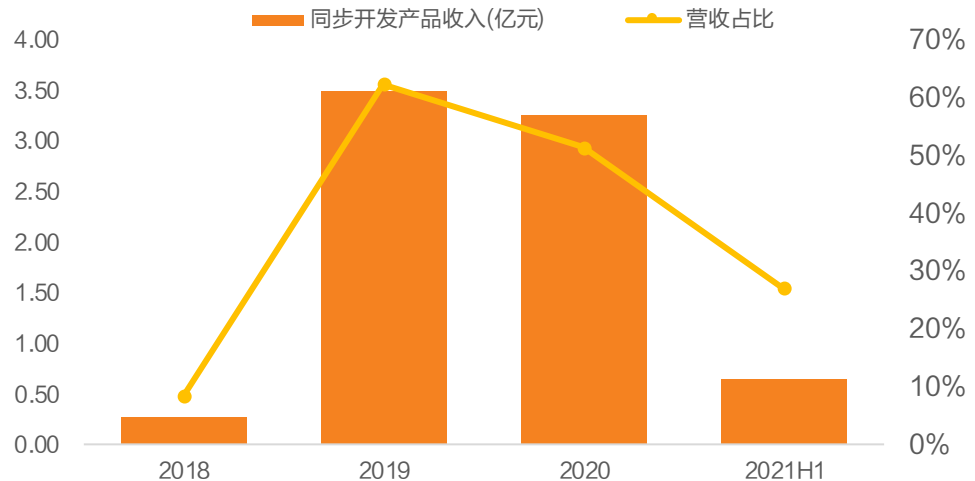
主要产品	图示	应用场景	功能
炭罐连接管 (AKF 管)		发动机的燃油系统，与炭罐相连接	油箱挥发的燃油蒸汽经炭罐后通过该管引入到发动机中燃烧，可以降低油耗，减少排放
曲轴箱通气管		曲轴箱中的窜气(含燃油蒸汽、机油蒸汽和废气等)循环，与曲轴箱、油气分离器相连接	曲轴箱中的窜气通过该管引入到油气分离器，将机油分离后，燃油蒸汽进入发动机中燃烧，可有效减少废气排放，防止大气污染
燃油管		发动机燃油系统，与底部输油管相连接	油箱中的油液经底部输油管后经该管引入发动机中燃烧

资料来源：2023 年半年报，天风证券研究所

3.1. 深入参与同步研发，公司产品更新换代

深入参与同步研发，相关产品营收占比较高。公司通过深入参与下游整车厂的同步研发过程，与核心客户进行绑定，并兑现高速增长。目前，汽车零部件企业与下游客户同步开发已成为行业的主流趋势。2019年，公司凭借为大众系整车厂配套的“国六标准”产品，实现营收的突破式增长。2020年，同步开发产品收入在营业收入中的占比达到51.40%。同时，公司汽车尼龙管路及连接件系列产品具备柔性生产能力，不同型号产品通常可以共用同一生产线，有效减少了固定资产投入。

图 14：2018-2021H1 同步研发产品收入及占比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

随着大众系整车厂商发动机升级的步伐，公司产品不断更新换代，合作规模与合作范围不断提升。2011年起与上海大众动力总成公司开展合作，2012年起与一汽大众、上汽大众开展合作，为EA111、EA211、EA888发动机平台提供零部件。2019年，抓住国六标准实施机遇，公司配套的大众EA211 1.2T、1.4T发动机车型销量逆势上涨，公司产品实现量价齐升。2021年，公司获EA211 1.5T发动机多项配套产品的定点。公司参与了EA211 1.2T、1.4T等多款发动机的同步研发，与核心客户实现深度绑定。同时，公司还为大众MEB平台配套了电池冷却管路总成及连接件。

目前，公司生产的动力系统连接管路产品主要用于为上海大众动力总成和一汽大众配套EA211 1.2T、1.4T、1.5T发动机，其中上海大众动力总成与上汽大众合作，生产的EA211型发动机主要用于凌渡、大众Polo、朗逸、帕萨特、途安、途岳等品牌的部分车型。一汽大众生产的EA211发动机主要配套于探歌、探影、速腾、迈腾、奥迪、宝来、高尔夫等品牌的部分车型。

3.2. 核心专利积累丰富，进口替代拉动毛利率提升

公司深耕汽车尼龙管路领域，在该领域技术积累深厚，形成多项核心技术。目前公司拥有的核心技术均为自主研发，且已进入大批量应用阶段。2021年上半年，公司应用核心技术的产品产生的收入为2.16亿元，占主营业务收入的93.09%，占比较高且逐步提升。公司围绕自有核心技术，不断扩大营业规模，实现收入的稳步增长。与此同时，公司通过专利、保密合同等一系列保密措施对核心技术进行保护。

表 10：公司动力系统尼龙管路核心技术

核心技术名称	阶段	技术来源	对应专利名称
一种蒸汽成型的车用管路及其制备方法	大批量应用	自主研发	车用管路及其制备方法
车用尼龙塑料连接件的焊接方法	大批量应用	自主研发	燃油管路系统
安全防撞型燃油管接头结构方式	大批量应用	自主研发	1)防撞型新型燃油管接头结构;2)安全型燃油管路结构;3)燃油管半包式防撞接头结构;4)燃油管全包式防撞接头结构;5)耐冲击型燃油管接头结构
一种通过水辅助注塑成型的工艺方法	大批量应用	自主研发	无
真空管路系统用易拆装型保护套结构方式	大批量应用	自主研发	具有易拆装型保护套的真空管路
一种汽车管路密封性能的检测方法	大批量应用	自主研发	一种汽车管路密封性能的检测方法
一种直管拉细工艺	大批量应用	自主研发	1)一种直管拉细工艺;2)拉细直管组合件;3)直管拉细装置
墩节工艺技术	大批量应用	自主研发	防固定管夹滑移型光滑管

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

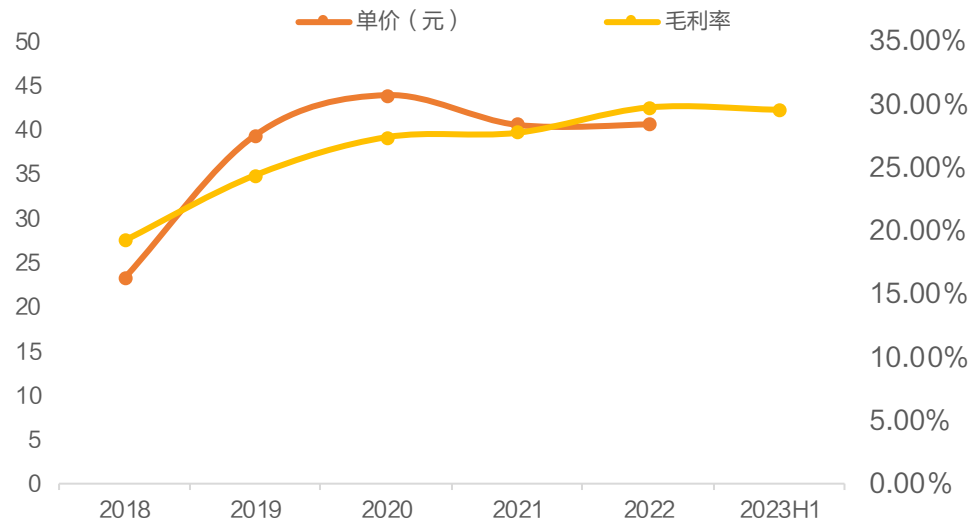
公司积极推进自研工作，实现进口替代。受下游“大众”整车厂要求，公司部分泵阀类原材料需向德国 AFT、德国 EKK 等国外企业采购。进口原材料单价较高，导致公司直接材料成本占比高。公司通过自主研发，不断推进国产替代，毛利率得以进一步提升。目前，公司在曲轴箱通气管、AFK 管等产品中实现部分零部件的自制替代。2019-2020 年，公司抓住“国六”标准实施机遇实现产品更新换代，产品单价&毛利率实现提高，此后产品单价逐步下滑，毛利率却依靠进口替代稳中有增。

表 11：自制替代零部件进展

零部件	对应研发项目	对应核心技术	对应专利
474-AR 系列曲轴箱通气管单向阀	轿车用安全可靠高稳定性单向阀连接件的研发	车用尼龙塑料连接件的焊接方法	一种单向阀总成
366-GJ 系列 AKF 管气管接头	-	1、汽车机油箱上冷却系统用方便快捷连接接头的研发; 2、环保型防漏气曲轴箱通气管路的研发	1、一种汽车管路密封性能的检测设备; 2、拉细直管组合件
366-GK 系列 AKF 管气管接头	-	1、汽车机油箱上冷却系统用方便快捷连接接头的研发; 2、环保型防漏气曲轴箱通气管路的研发	1、一种汽车管路密封性能的检测设备; 2、拉细直管组合件
用于控制曲轴箱气体流动的单向阀	轿车用安全可靠高稳定性单向阀连接件的研发	车用尼龙塑料连接件的焊接方法	一种单向阀总成
1.5T 发动机燃油管	1、高密封高导电双色燃油管接头的研发; 2、轿车用高导电高阻隔性复合燃油管路的研发	1、车用尼龙塑料连接件的焊接方法; 2、安全防撞型燃油管接头结构方式	1、安全型燃油管路结构 2、燃油管半包式防撞接头结构 3、燃油管全包式防撞接头结构 4、防撞型新型燃油管接头结构 5、耐冲击型燃油管接头结构 6、燃油管接头结构

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 15：2018–2023H1 动力系统连接管路毛利率及平均价格



资料来源：招股说明书，Wind，天风证券研究所

3.3. EA888 GEN5 配套产品量产在望，募投扩产保驾护航

公司目前动力系统连接管路主要配套于 EA211 1.2T、1.4T 涡轮增压发动机，主要配套紧凑型、小型车。而 EA888 系列发动机排量更大，主要配套于中高端车型，市场空间广阔。公司参与了 EA888 GEN5 发动机的同步研发工作，配套的动力系统连接管路产品将于 2025 年正式量产，有望成为公司动力系统连接管路业务新的增长中枢。

表 12：EA888 部分配套车型及 2023 年销量

配套厂商	大众一汽发动机						上汽大众		
	迈腾	CC	奥迪 A4L	奥迪 Q3 & Q3 Sportback	奥迪 Q5L & Q5L Sportback	奥迪 A6L	途岳	途观 L	帕萨特
2023 年销量 (万辆)	18.94	3.34	13.48	5.90	14.94	18.18	9.96	16.15	19.10

资料来源：太平洋汽车，天风证券研究所

与此同时，公司通过 IPO 上市净募集资金 8.38 亿元，其中 1.76 亿元将用于“汽车动力系统连接管路及连接件扩产项目”，计划新增产能 900 万件。截至 2023 年 H1，项目进度达 22.76%，公司尼龙管路产能从 2018 年的 1000 万件增长至 2022 年的 1600 万件，有效解决了公司尼龙管路业务产能利用率长期高于 85% 的问题，预防了公司产能不足制约进一步发展的情况，为 EA888 GEN5 业务开展做好充分准备。

表 13：公司 2023 年 H1 募投项目进展情况

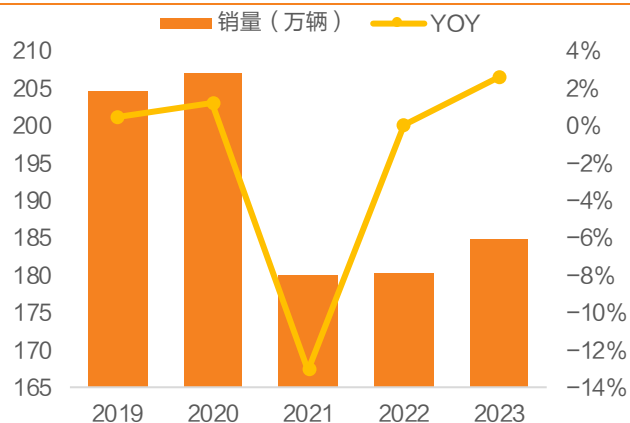
项目名称	投资总额 (亿元)	拟使用募集资金投资额 (亿元)	累计投入金额 (亿元)	项目进度
汽车动力系统连接管路及连接件扩产	1.76	1.76	0.45	25.54%
新能源汽车电池冷却系统管路建设	2.06	2.06	0.40	19.63%
研发中心建设	0.65	0.65	0.09	14.41%
补充流动资金	1.2	1.2	1.21	100.56%

资料来源：江阴标榜汽车部件股份有限公司关于部分募投项目延期的公告（2024 年），天风证券研究所

3.4. 客户集中度高，营收与大众系整车厂销量关联密切

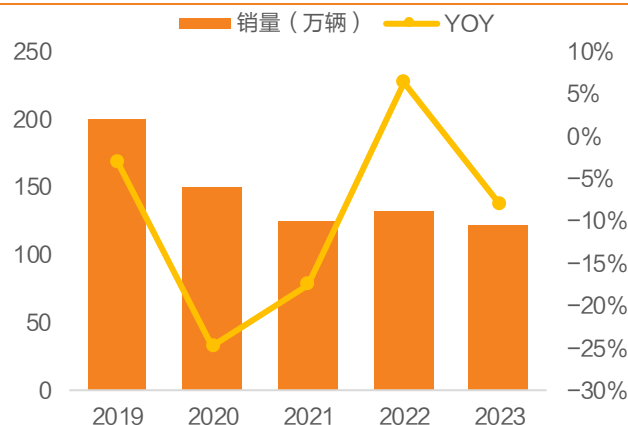
大众系客户营收占比常年超 80%，客户集中度过高导致业务营收对大众系配套车型销量存在依赖。受新冠疫情、汽车芯片短缺等影响，大众系汽车销量一度有所下滑，公司动力系统连接管路营收在 2021 出现较大幅度下跌。新能源趋势也导致了公司配套车型销量有所下滑。2021-2023，大众系整车厂销量基本保持稳定，公司动力系统连接管路营收稳步恢复中。

图 16：2019-2023 年一汽大众广义乘用车批发销量及年增长率



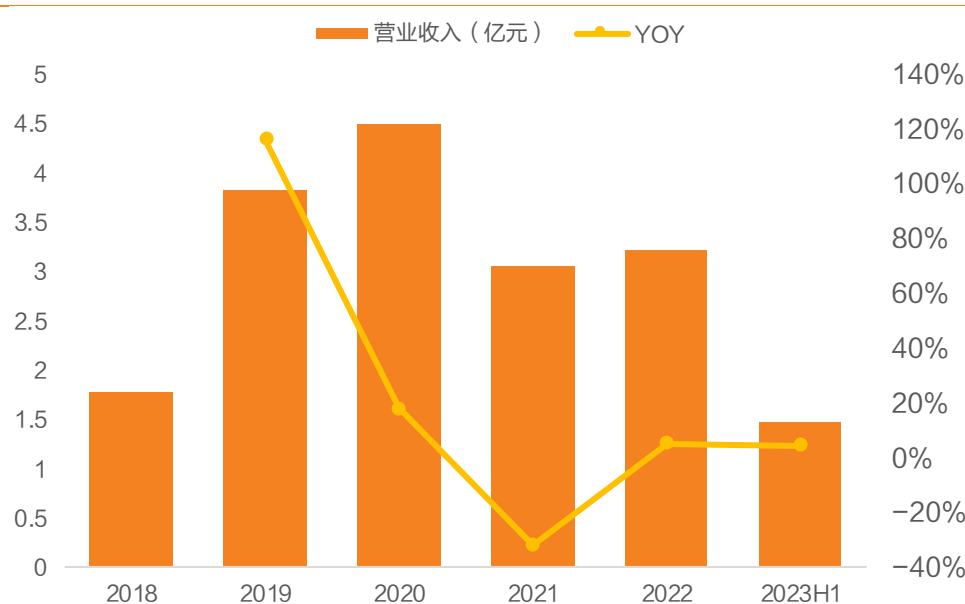
资料来源：乘联会，天风证券研究所

图 17：2019-2023 年上汽大众广义乘用车批发销量及年增长率



资料来源：乘联会，天风证券研究所

图 18：2018-2023H1 动力系统连接管路收入及年增长率



资料来源：公司财报，招股说明书，天风证券研究所

4. 冷却系统连接管路：新能源趋势实现量价齐升

公司主要为传统燃油车提供冷却管路，为新能源汽车提供电池冷却管、电机冷却管。此外，公司还生产了水辅助注塑冷却水管、电动汽车冷却管等产品。

表 14：冷却系统连接管路主要产品

名称	示意图	应用场景	主要功能
冷却水管		燃油车汽车发动机冷却系统，与散热器、暖风机相连	通过该管传输冷却液将发动机工作产生的热量传递至散热器降温，传递至暖风机为驾驶舱供热，并将散热后的冷却液送回发动机，维持发动机的温度在恒定范围内。
电池冷却管		新能源汽车（EV、PHEV）电池包内，与电池、散热器相连接	电池的冷却与加热，保持电池系统的温度维持在恒定范围内
电池冷却管		新能源汽车（EV、PHEV）电池包外，与电池、散热器相连接	电池的冷却与加热，保持电池系统的温度维持在恒定范围内
电机冷却管		新能源汽车（PHEV、EV）驱动电机冷却系统，利用循环液路与密封系统，连接在水泵和电机散热器之间	带走电动机与控制器产生的热量

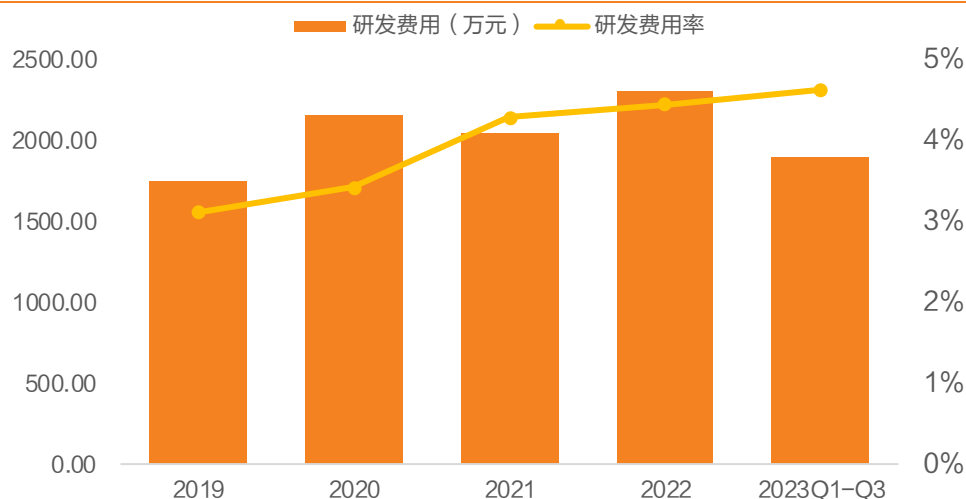
资料来源：2023 年半年报，天风证券研究所

在传统燃油车领域，公司自 2011 年进入“大众系”整车厂供应链以来，逐步为大众系整车厂 EA111、EA211、EA888 系列发动机提供配套冷却管路产品。在新能源汽车领域，公司一方面依托与大众系的深入合作关系，2019 年第四季度起为大众配套新能源汽车电池冷却管路，并获取大量 MEB 平台订单；另一方面，公司积极开拓新产品、新客户，开发了欣旺达、零跑汽车等新能源主机厂，客户结构趋于多元化，并开发了电机冷却管等新产品。

4.1. 研发投入逐步兑现，电池&电机冷却管路打造新增长极

标榜多年来重视研发投入，研发成果显著。2020-2022 年公司累计研发投入 6511 万元，且研发费用率、研发人员呈逐年上升趋势。目前，公司是经江苏省科学技术厅、江苏省财政厅、国家税务总局江苏省税务局认定的高新技术企业。公司 IPO 上市募集的资金中，也将有 6541 万元用于建设研发中心，以提高公司研发能力。截至 2022 年 12 月 31 日，公司拥有境内专利 70 项，其中发明专利 5 项，实用新型专利 64 项，外观设计专利 1 项，且均为有效状态。

图 19：2019-2023Q1-3 研发费用及研发费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

2017 年 7 月，公司多款新能源汽车冷却管路相关专利提交申请。通过对应技术工艺，公司新能源车冷却管路与水泵、散热器形成了闭合回路，从而对电池进行冷却，提高了耐老化性能和防水性能，为新能源业务打下坚实基础。

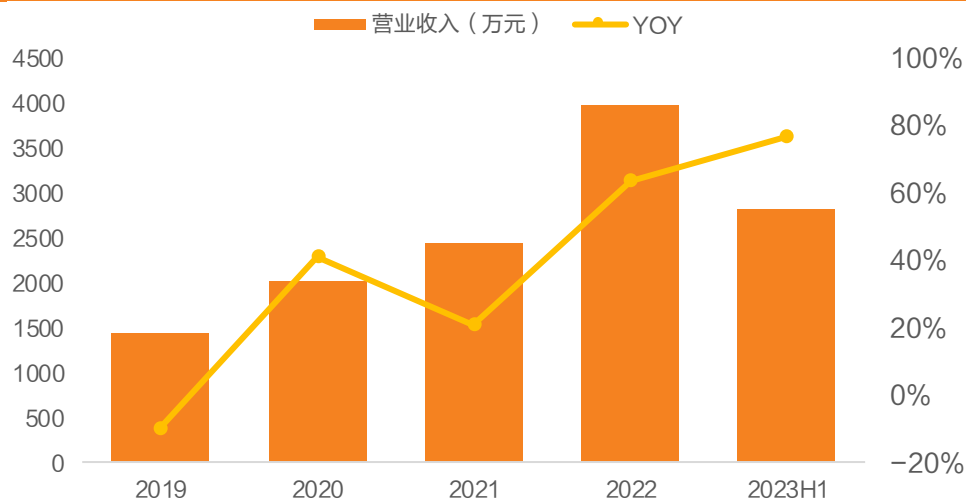
表 15：新能源汽车冷却系统连接管路核心技术及对应专利

核心技术名称	技术来源	对应专利名称	专利申请日	发明人
电池冷却管的加工工艺及结构设计方法	自主研发	用于新能源汽车上的电池冷却管路总成	2017/7/22	施明刚、邵晓波、马婷
		车用电池冷却进、回水管路	2017/7/22	邵晓波
		安装于车用电池冷却管路上的温度传感装置	2017/7/22	邵晓波、林宇
		新能源汽车冷却管路由快插接头	2017/7/22	马婷

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

随着下游新能源整车厂持续放量，公司前期研发投入进入兑现期，冷却系统连接管路营收增长迅速，2019-2022 年营收年复合增长率达到 40.61%，有望成为公司新增长极。与此同时，为零跑汽车开发的电机冷却管产品意味着公司新能源汽车冷却系统连接管路产品从电池系统正式拓展至电机系统，业务拓展潜力大，营收有望进一步提升。公司拟募集 2.06 亿元用于新能源汽车电池冷却系统管路建设项目，占预期募集资金的 36%，该项目有助于公司突破产能极限，为新客户开发和产品放量做好准备。

图 20：2019-2023H1 冷却系统连接管路营业收入及年增长率

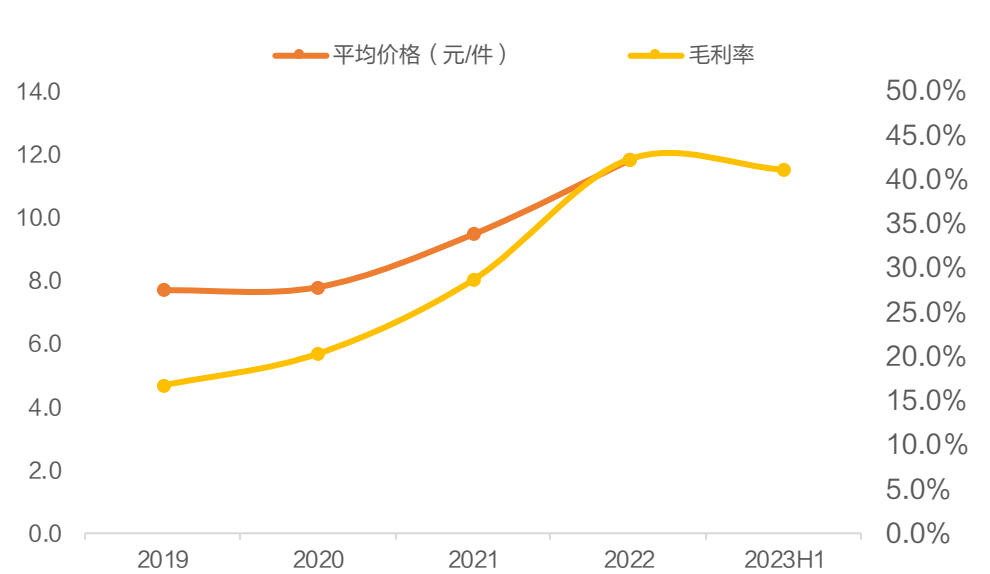


资料来源：Wind，天风证券研究所

4.2. 平均单价&毛利率提高明显，产品更新换代未来可期

公司自主研发的新能源汽车冷却管路与燃油车冷却管路相比，结构更加复杂，性能要求更高，有效拉高了平均价格，毛利率实现提高。与此同时，在燃油车领域，公司为大众系整车厂 EA888 GEN5 发动机配套的冷却管路产品预计于 2024 年正式量产，将逐步替代原有 EA888 GEN3 系列发动机，产品平均价格和毛利率有望进一步提升。

图 21：2019-2023H1 冷却系统连接管路平均价格及毛利率



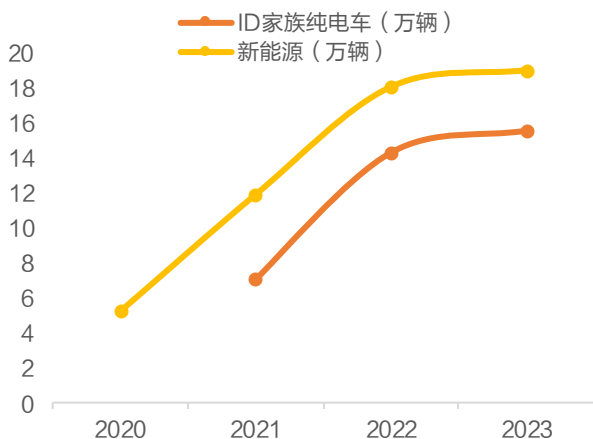
资料来源：Wind，公司财报，招股说明书，天风证券研究所

4.3. 下游整车厂持续放量

MEB 平台延续模块化传统，ID 家族增长强势。大众新能源延续了一贯的模块化平台作风，以最小空间内容纳电驱动组件为基本原则，开发了模块化电驱动平台 MEB。大众可通过统一的 MEB 平台打造多款产品，有效优化成本效益。其中，2023 年中国市场上 ID 家族纯电车销量占大众新能源汽车销量的 80%以上，是推动以新能源汽车迅猛增长的主要力量，ID.4 更是在紧凑型 SUV 中的市场份额跃居前五。2020 年 12 月，大众集团接管江淮大众管理权，更名为安徽大众。大众安徽主要聚焦新能源汽车，在此建成了大众集团在华第三家 MEB 工厂，已于 2023 年底实现量产。

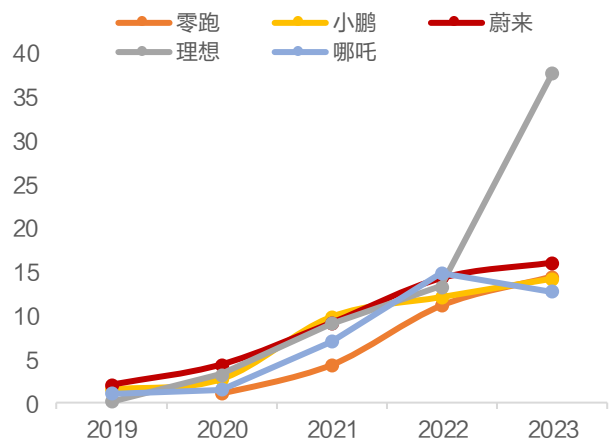
零跑汽车：造车新势力中的佼佼者。孵化自安防视频监控行业龙头大华股份，依托大华股份的技术经验积累，公司坚持全域自研，并实现了超高的垂直整合度。公司从纯电车起步，主打中高端市场，并逐步拓展至增程车。现有产品包括 C01、C11、T03，2024 年 3 月 2 日，C10 车型正式上市。零跑汽车作为造车新势力中的佼佼者，2023 年销量达 14.4 万台，超越小鹏，在造车新势力中仅次于理想和蔚来。2023 年 10 月，公司与 Stellantis 集团达成合作，将成立合资公司负责零跑汽车的海外业务。

图 22：大众集团在中国市场的新能源汽车&ID 家族纯电车销量



资料来源：大众汽车官网，天风证券研究所

图 23：造车新势力 2019-2023 年销量 (万辆)



资料来源：各公司官网、官微等，天风证券研究所

5. 连接件营收占比稳中有增，产品结构趋于多元化

汽车连接件作为实现管路系统连通或断开的零部件，主要作用为汽车管路和管路之间、管路与汽车水箱、暖风机与散热器等零部件之间的连接，连接件提高了管路系统的拆装效率和密封效果，有利于保证装配质量与产品一致性。公司连接件产品以气管连接件、水管连接件为主。

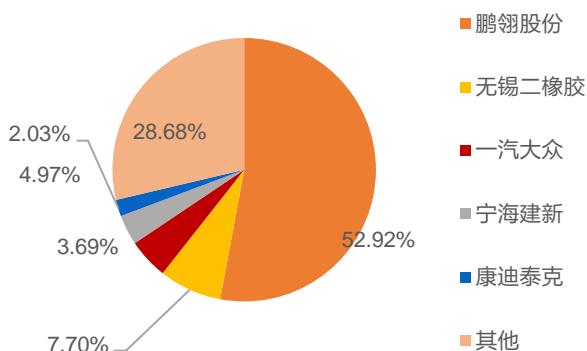
图 24：连接件产品示意图



资料来源：2023 年半年报，天风证券研究所

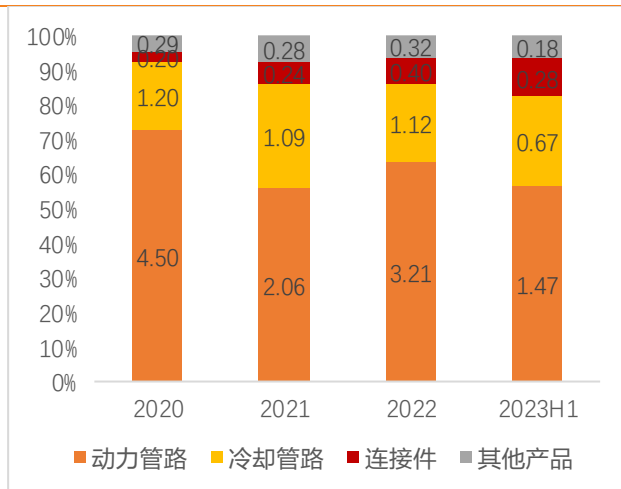
公司连接件产品除自用外，还作为二级供应商，向天津鹏翎、Teklas、无锡二橡胶等客户供货，间接为整车厂供货。连接件业务客户结构集中，2021 年 H1 前五大客户销售占比超 70%。公司抓住新能源趋势，积极开发新客户、新产品。当前，公司连接件产品已覆盖 PHEV、EV、FCV 车型，开发了 Stellantis、上海重塑等新能源客户。公司还获得 Nikola 定点，在电动卡车领域实现首次突破。随着下游新能源整车厂持续放量，连接件业务营收占比稳中有增，毛利率维持在 30%以上。

图 25：2021 年 H1 连接件业务前五大客户销售占比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 26：2020-2023H1 公司主营业务收入构成（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

除尼龙管路及连接外，公司开发了以精密注塑件为代表的其他产品，这些非核心产品在丰富产品结构的同时，有效分散了盈利点单一化的风险。此外，该产品较高的毛利率有效拉高了公司整体毛利率。一方面，由于该产品种类繁多，单位价值较低，产品的业务规模相对较小，因此客户的价格敏感性较低，公司的议价能力相对较高，销售产品

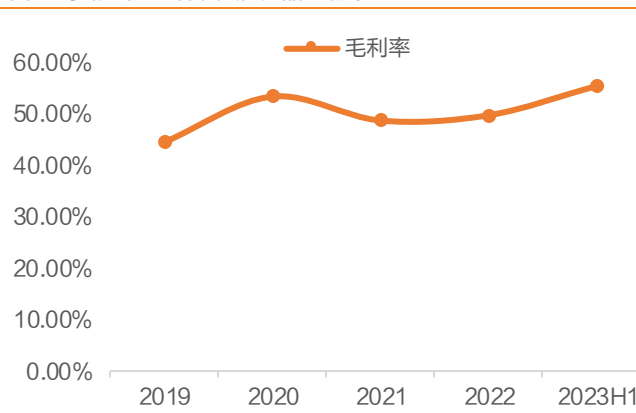
价格存在一定的溢价空间。另一方面，该类产品生产工序相对简单、生产自动化程度较高，因此单位产品的人工成本和制造费用相对较低，因此精密注塑件及其他产品的毛利率相对较高，维持在 50%左右。

图 27：精密注塑件产品图示



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 28：精密注塑件及其他产品毛利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司积极拓展产品品类。2021 年，公司获得雷达供应商安波福新加坡的雷达支架、压缩机供应商南京奥特佳的压缩机支架、充电桩供应商宁波均胜的充电桩立柱等相关产品定点。2022 年，公司为安徽威灵开发了电机汇流排，并完成了 TPV 材料的单层管、多层管、多层编织管等产品的开发。

6. 盈利预测

动力系统连接管:主要客户大众系整车厂汽车销量整体保持稳定，且随着 EA888 发动机项目的量产以及增程器客户的开发，动力系统连接管路业务收入总体稳定，年增速预计在 4%-5%。

冷却系统连接管路:随着新能源汽车渗透率逐步提高，冷却系统连接管路需求量骤增，市场前景广阔。相较于传统冷却水管，电池冷却管总成结构更为复杂，单价更高，拉动毛利率进一步提升。目前，公司新客户开发工作较为顺利，客户结构更为多元化，风险得以有效分散。公司产品也从电池冷却水管拓展至电机冷却管，业务成长空间大。目前公司已获大量定点信，随着在手订单逐步量产，公司有望延续高增长态势，年增长率可达 60% 以上。

连接件:连接件业务覆盖范围广，传统燃油车、EV、PHEV 和 FCV 等车型均包含在内。在传统燃油车有关业务的基础上，连接件业务抓住新能源机遇营收稳步提升，预计年增长率在 10% 以上。

其他产品:近年来，公司积极扩充产品种类，改善产品结构。2021 年，公司获得安波福新加坡雷达支架、南京奥特加压缩机支架、宁波均胜充电桩立柱定点，2022 年为安徽威灵开发了发电机汇流排。公司致力于提高在新能源领域的覆盖性与全面性，相关产品营收增长率预计可达 20% 以上。

综上所述，我们预计 2023-2025 年公司整体营业收入有望达 5.93/6.84/8.04 亿元，同比增速分别为 14.5%/15.4%/17.5%。

表 16：2021-2025 年公司分业务盈利预测（亿元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
动力系统连接管路	3.06	3.21	3.34	3.48	3.62
YOY	-32.07%	5.07%	4%	4%	4%
毛利率	27.80%	29.80%	30%	32%	33.50%
冷却系统连接管路	0.24	0.40	0.71	1.21	1.94
0.96	20.85%	63.35%	80%	70%	60%
毛利率	42.25%	41.11%	41%	41%	41%
连接件	1.09	1.12	1.34	1.54	1.77
YOY	-9.24%	2.84%	20%	15%	15%
毛利率	32.30%	31.40%	40%	40%	40%
精密注塑件及其他	0.28	0.32	0.40	0.49	0.58
YOY	-3.08%	18.53%	25%	20%	20%
毛利率	48.70%	49.70%	50%	50%	50%
其他	0.12	0.13	0.13	0.13	0.13
YOY	-9.81%	6.03%	0	0	0
毛利率	58.50%	56.80%	55%	55%	55%
合计	4.79	5.18	5.93	6.84	8.04
YOY	-24.28%	8.17%	14.48%	15.43%	17.46%
毛利率	31.53%	32.90%	35.49%	37.10%	38.28%
净利率	21.17%	23.40%	26.33%	27.19%	27.86%
净利润	1.01	1.21	1.56	1.86	2.24

资料来源：公司财报，天风证券研究所

我们预计公司 2023-2025 年归母净利润有望达 1.56 /1.86 /2.24 亿元，对应当前 PE 为 17/15/12X。公司作为汽车尼龙管路龙头企业，有望受益于尼龙管路行业的发展，公司积极布局新能源业务，顺应市场潮流，积极开发新客户，在未来业绩有望进一步增长，参考可比公司 PE，给予公司 2024 年 17.5 倍的 PE，对应目标价为 27.71 元，首次覆盖予以“增持”评级。

表 17：可比公司估值预测表（截至 2024 年 4 月 3 日）

	归母净利润增速			PE		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
湖联股份	11.11%	25.84%	26.36%	21.92	17.29	13.32
标榜股份	29.34%	18.20%	17.89%	17.35	14.56	12.10

资料来源：Wind，天风证券研究所（可比公司数据来源为 Wind 一致预期，截至 2024 年 4 月 3 日收盘价）

7. 风险提示

客户集中度高：大众系客户收入占主营业务收入份额长期超过 50%，若未来大众系整车厂自身市场竞争力下降，将对公司造成严重不利影响，导致营收大幅下降并带来大量坏账。且整车厂对零部件厂商认证标准严格、认证周期长，开拓新客户较为困难。

募投项目进展不及预期：公司 IPO 募集资金超预期，但投资进度缓慢。公司受 2022 年下游整车厂销量影响，主动延缓了扩产项目建设进度。截至 2023 年，汽车动力系统连接管路及连接件扩产项目进度仅 25.54%，新能源汽车电池冷却系统管路建设项目仅 19.63%。研发中心建设项目也受设备采购与汽车行业波动影响进度仅 14.41%。2024 年 2 月，公司将达到预定可使用状态时间延长至 2026 年 2 月 21 日，与原定时间相差 2~3 年。若产能爬坡过慢，公司将难以消化现有定点。

研发投入无法回收：随着尼龙管路与零部件结构趋于复杂、车型生命周期不断缩短，公司研发费用不断增加研发费用率明显提高，以此维持行业地位，维持与整车厂的合作关

系。但科研创新具有不确定性，存在失败风险

原材料价格波动：原材料成本占营业成本比例较高，且部分原材料来自境外采购。若原材料受宏观经济、政治环境等因素大幅波动，将对公司造成负面影响。塑料粒子作为主要原材料之一，公司按照季度对其进行采购，不受年降合同保护。塑料粒子价格波动大，不受公司控制，对毛利率影响较大。

公司市值较小，股价波动或较大：公司市值规模较小，存在短期内大幅波动的风险。

主观性风险：文中预测具有一定的主观性，仅供参考。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	153.58	259.38	320.42	409.33	465.80
应收票据及应收账款	76.57	64.68	111.95	83.31	151.10
预付账款	3.57	3.71	4.25	4.74	5.60
存货	109.17	110.44	130.95	140.89	172.32
其他	57.37	869.72	829.46	849.77	839.56
流动资产合计	400.27	1,307.92	1,397.03	1,488.03	1,634.39
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	96.77	111.24	125.76	138.73	150.14
在建工程	5.02	9.58	16.97	26.97	36.97
无形资产	11.66	11.77	10.99	10.21	9.44
其他	12.64	14.84	7.87	6.27	5.76
非流动资产合计	126.09	147.43	161.58	182.18	202.30
资产总计	526.36	1,455.35	1,558.62	1,670.21	1,836.69
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	103.72	127.00	144.18	151.30	194.85
其他	13.30	11.01	13.16	13.95	13.02
流动负债合计	117.03	138.01	157.34	165.25	207.87
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1.07	3.23	2.15	2.69	2.42
非流动负债合计	1.07	3.23	2.15	2.69	2.42
负债合计	118.98	142.75	159.49	167.94	210.29
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	67.50	90.00	117.00	117.00	117.00
资本公积	79.04	894.59	867.59	867.59	867.59
留存收益	260.83	328.01	414.53	517.68	641.81
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	407.38	1,312.60	1,399.12	1,502.27	1,626.39
负债和股东权益总计	526.36	1,455.35	1,558.62	1,670.21	1,836.69

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	101.36	121.18	156.08	186.06	223.90
折旧摊销	18.29	20.28	17.26	18.81	20.36
财务费用	0.31	(0.40)	(2.90)	(3.65)	(4.38)
投资损失	(0.38)	(10.91)	(10.91)	(8.00)	(6.00)
营运资金变动	8.91	(71.76)	(4.35)	7.96	(47.02)
其它	(26.23)	84.94	0.00	(0.00)	0.00
经营活动现金流	102.25	143.32	155.17	201.18	186.87
资本支出	19.11	31.71	39.47	40.46	41.27
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(48.99)	(855.61)	(66.95)	(73.46)	(76.27)
投资活动现金流	(29.87)	(823.90)	(27.48)	(33.00)	(35.00)
债权融资	(7.03)	6.01	2.90	3.65	4.38
股权融资	(54.00)	784.05	(69.55)	(82.91)	(99.78)
其他	49.58	(4.09)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(11.45)	785.97	(66.65)	(79.26)	(95.40)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	60.92	105.39	61.04	88.92	56.46

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	478.72	517.84	592.80	684.26	803.71
营业成本	327.77	347.48	382.44	430.39	496.05
营业税金及附加	2.77	2.39	2.73	3.15	3.70
销售费用	4.68	7.74	5.93	6.84	8.04
管理费用	11.73	17.36	14.82	17.11	20.09
研发费用	20.51	23.01	23.71	27.37	32.15
财务费用	(2.98)	(6.01)	(2.90)	(3.65)	(4.38)
资产/信用减值损失	0.26	(0.13)	0.30	0.30	0.30
公允价值变动收益	0.00	1.97	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.38	10.91	10.91	8.00	6.00
其他	(4.27)	(25.67)	0.00	0.00	0.00
营业利润	117.88	138.79	177.28	211.35	254.36
营业外收入	0.00	0.05	0.10	0.10	0.10
营业外支出	0.39	0.31	0.02	0.02	0.02
利润总额	117.49	138.53	177.36	211.43	254.44
所得税	16.14	17.36	21.28	25.37	30.53
净利润	101.36	121.18	156.08	186.06	223.90
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	101.36	121.18	156.08	186.06	223.90
每股收益(元)	0.87	1.04	1.33	1.59	1.91

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	-24.28%	8.17%	14.48%	15.43%	17.46%
营业利润	-19.41%	17.74%	27.73%	19.22%	20.35%
归属于母公司净利润	-18.36%	19.56%	28.80%	19.21%	20.34%
获利能力					
毛利率	31.53%	32.90%	35.49%	37.10%	38.28%
净利率	21.17%	23.40%	26.33%	27.19%	27.86%
ROE	24.88%	9.23%	11.16%	12.39%	13.77%
ROIC	46.73%	48.16%	50.08%	53.94%	62.02%
偿债能力					
资产负债率	22.60%	9.81%	10.23%	10.05%	11.45%
净负债率	-37.70%	-19.76%	-22.90%	-27.25%	-28.64%
流动比率	3.39	9.37	8.88	9.00	7.86
速动比率	2.47	8.58	8.05	8.15	7.03
营运能力					
应收账款周转率	6.19	7.33	6.71	7.01	6.86
存货周转率	4.63	4.72	4.91	5.03	5.13
总资产周转率	0.95	0.52	0.39	0.42	0.46
每股指标(元)					
每股收益	0.87	1.04	1.33	1.59	1.91
每股经营现金流	0.87	1.22	1.33	1.72	1.60
每股净资产	3.48	11.22	11.96	12.84	13.90
估值比率					
市盈率	26.72	22.35	17.35	14.56	12.10
市净率	6.65	2.06	1.94	1.80	1.67
EV/EBITDA	0.00	12.92	8.61	6.89	5.57
EV/EBIT	0.00	14.14	9.46	7.52	6.02

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com