

三祥科技 831195.BJ

汽车行业

专注车用胶管及总成产品，主机配套市场+售后市场并重发展

投资要点：

◆**专注车用胶管及总成产品，专精特新“小巨人”企业。**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。截止到2024年上半年，分产品来看，总成产品占比最高，胶管产品收入增速较快；分地区来看，公司收入以外销为主。分客户来看，2023年公司前五大客户占比合计为46.20%，下游客户覆盖主机厂和售后市场。实控人持股比例高达51.48%，股权结构较为稳定。公司2019-2024年前三季度收入保持稳定增长态势。其中，2019-2023年营业收入和归母净利润年化复合增长率分别为12.01%和23.22%。

◆**车用胶管单车用量稳定，国内市场规模稳定增长。**全球汽车销量缓慢复苏，国内汽车销量稳中有升。其中，国内新能源汽车2025年有望实现销售1600万辆，同比增长24.4%。中国上榜企业零部件营业规模在2023年快速提升，总体增长率约20%。中国汽车后市场总体规模在2025年将达到1.9万亿元，2022年至2025年平均复合增速达5%。根据我们的测算，2023-2025年我国汽车胶管市场规模分别为236.99亿元、247.56亿元、259.09亿元。

◆**主机配套市场+售后市场并重发展，公司毛利率领先同行。**公司的客户可分为面向主机配套市场的客户和面向售后市场的客户，其中，约63%销往主机配套市场，约37%销往售后市场。车用胶管行业市场竞争较为激烈，公司具备全球供货的能力。同时，公司现有的高质量客户将在一定程度上为公司产品质量背书，有助于开拓新的客户。截止到2024年前三季度，在可比公司中，公司毛利率领先同行。

◆**估值和投资建议：**我们预计公司2024-2026年营业收入分别为9.22/10.78/12.50亿元，同比增速分别为11.29%、16.94%、15.96%，归母净利润分别为0.52/0.77/0.94亿元，同比增速分别为-37.71%、47.12%、22.83%，对应的EPS分别为0.53/0.78/0.96元，对应当前股价（2025年2月13日）的PE分别为23.94X/16.27X/13.25X。结合对标公司的估值以及我们对三祥科技的分析，首次覆盖给予“买入”评级。

◆**风险提示：**宏观经济波动风险；原材料价格波动的风险；汇率波动的风险；新能源汽车的市场开拓风险。

财务预测	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	724.89	828.21	921.71	1,077.86	1,249.92
增长率（%）	18.36%	14.25%	11.29%	16.94%	15.96%
归母净利润（百万元）	64.84	83.77	52.18	76.77	94.29
增长率（%）	-19.96%	29.20%	-37.71%	47.12%	22.83%
ROE（%）	10.84%	12.09%	7.15%	9.69%	10.82%
EPS 最新摊薄（元/股）	0.66	0.85	0.53	0.78	0.96
P/E（倍）	19.26	14.91	23.94	16.27	13.25
P/B（倍）	2.05	1.83	1.74	1.60	1.45

资料来源：公司财报，江海证券研究发展部

分析师：张诗瑶

执业证书编号：S1410524040001

联系人：王金帅

执业证书编号：S1410123090009

投资评级： 买入（首次）

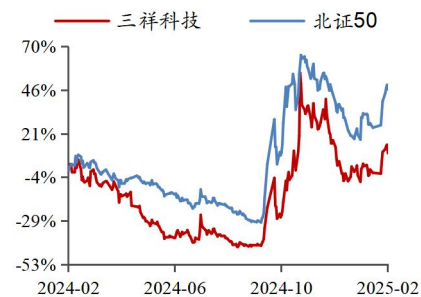
当前价格： 12.74元

市场数据

总股本(百万股)	98.03
A股股本(百万股)	98.03
B/H股股本(百万股)	-/-
A股流通比例(%)	72.18
12个月最高/最低(元)	18.80/6.44
第一大股东	青岛新金泰达经济信息咨询有限公司
第一大股东持股比例(%)	45.38
上证综指/沪深300	3332.48/3905.14

数据来源：聚源 注：2025年2月13日数据

近十二个月股价表现



%	1个月	3个月	12个月
相对收益	-6.84	-7.23	-38.83
绝对收益	17.42	-17.54	11.82

数据来源：聚源 注：相对收益与北证50相比

相关研究报告

正文目录

1 公司介绍	1
1.1 发展历程：中国橡胶工业百强，专精特新“小巨人”企业	1
1.2 产品介绍：专注车用胶管及总成产品，销售区域覆盖海内外多国	2
1.3 股权结构：实控人持股比例集中，股权结构较为稳定	7
1.4 财务分析：收入规模稳定增长，盈利能力短期承压	8
2 汽车零部件行业发展概况	9
2.1 全球汽车销量缓慢复苏，国内汽车销量稳中有升	9
2.2 汽车零部件行业分析	11
2.2.1 汽车零部件供应商分为三级，汽车电动化带动零部件价值链重塑	11
2.2.2 中国汽车零部件行业发展状况及趋势	13
2.3 汽车后市场行业分析	14
2.4 车用胶管单车用量稳定，国内市场规模稳定增长	16
3 主机配套市场+售后市场并重发展，公司毛利率领先同行	18
3.1 主机配套市场+售后市场并重发展，下游客户资源优质且稳定	18
3.2 车用胶管行业竞争激烈，公司毛利率领先同行	19
4 盈利预测及估值	23
4.1 公司收入利润增长的主要逻辑	23
4.2 估值及建议	24
5 风险提示	24

图表目录

图 1、公司发展历程	1
图 2、公司各产品营业收入结构（亿元）	6
图 3、公司各产品营业收入占比（%）	6
图 4、公司国内外各地区收入结构（亿元）	6
图 5、公司国内外各地区收入占比（%）	6
图 6、2023 年公司前五大客户收入占比（%）	7
图 7、公司股权结构	7
图 8、公司历年营业收入及同比增速（亿元，%）	8
图 9、公司历年归母净利润及同比增速（亿元，%）	8
图 10、公司历年毛/净利率情况（%）	9
图 11、公司历年各业务毛利率情况（%）	9
图 12、公司历年期间费用率情况（%）	9
图 13、公司历年经营性现金流量净额情况（亿元，%）	9
图 14、全球汽车产销量数据（辆）	10
图 15、中国汽车销量及增长率（万辆）	10
图 16、中国新能源汽车销量及增长率（万辆）	11
图 17、新能源汽车各零部件占比（%）	12
图 18、汽车零部件行业配套体系	12
图 19、中国百强零部件企业营业收入及增速（亿元，%）	13
图 20、中国百强零部件企业净利润及增速（亿元，%）	13

图 21 、 零部件企业面临的利润难题	14
图 22 、 中国汽车后市场行业发展历程	15
图 23 、 乘用车后市场服务项目市场规模（亿元）	15
图 24 、 车用胶管及总成产品在汽车整车体系中的大致位置	16
图 25 、 汽车胶管 3 层结构产品示意图	16
图 26 、 公司整体销售模式	18
图 27 、 公司及可比公司历年营业收入（亿元，%）	21
图 28 、 公司及可比公司历年净利润（亿元，%）	21
图 29 、 公司及可比公司历年毛利率（%）	22
图 30 、 公司及可比公司历年净利率（%）	22
图 31 、 公司及可比公司国内外收入占比情况对比（%）	22
表 1 、 制动系统软管及总成	2
表 2 、 动力转向系统软管及总成	3
表 3 、 冷却系统软管及总成	4
表 4 、 燃油系统软管及总成	5
表 5 、 车身系统构成	11
表 6 、 平均每台车使用软管数量及金额（米，元）	17
表 7 、 汽车胶管市场规模测算（亿元）	17
表 8 、 同行业可比公司	20
表 9 、 销售收入结构预测	23
表 10 、 可比公司估值	24

1 公司介绍

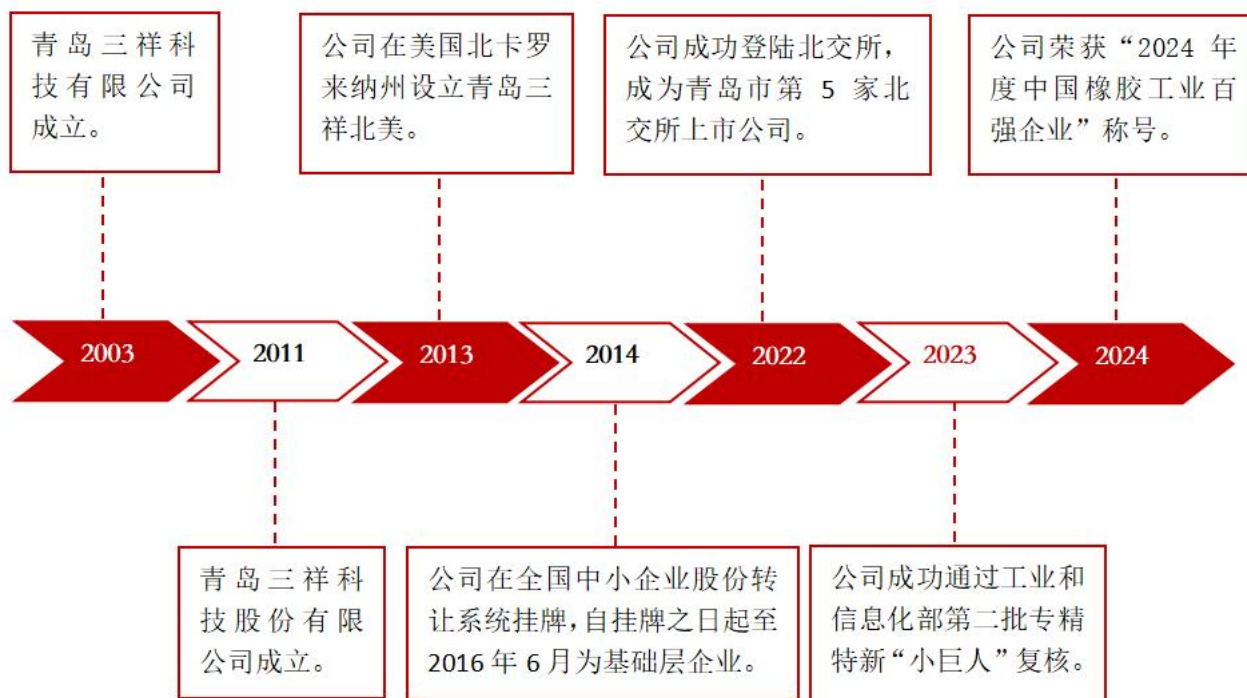
青岛三祥科技股份有限公司主营业务是车用胶管及其总成的研发、生产和销售，为整车厂商及其零部件配套厂商、售后零部件供应商等供应车用胶管及总成产品。主要产品包括制动系统软管及总成、动力转向系统软管及总成、汽车空调系统软管以及加油口管等。通过不断发展，青岛三祥科技在行业内取得较好的声誉，与诸多客户保持了长期稳定的合作关系。

1.1 发展历程：中国橡胶工业百强，专精特新“小巨人”企业

企业

2003 年，青岛三祥科技有限公司成立；2011 年，青岛三祥科技股份有限公司成立；2013 年，公司在美国北卡罗来纳州设立青岛三祥北美；2014 年，公司在全国中小企业股份转让系统挂牌，自挂牌之日起至 2016 年 6 月为基础层企业；2022 年，公司成功登陆北交所，成为青岛市第 5 家北交所上市公司；2023 年，公司成功通过工业和信息化部第二批专精特新“小巨人”复核；2024 年，公司荣获“2024 年度中国橡胶工业百强企业”称号。

图 1、公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，江海证券研究发展部

1.2 产品介绍：专注车用胶管及总成产品，销售区域覆盖海内外多国

公司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。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。

（1）制动系统软管及总成

制动系统软管及总成（又称“刹车管”）是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。公司顺应行业发展趋势，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。

表 1、制动系统软管及总成

产品系列	产品示例	用途特点
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

资料来源：公司公告，公司官网，江海证券研究发展部

(2) 动力转向系统软管及总成

动力转向系统软管及总成连接贮油罐、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。

表 2、动力转向系统软管及总成

产品系列	产品示例	用途特点
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

资料来源：公司公告，公司官网，江海证券研究发展部

(3) 冷却系统软管及总成

公司的冷却系统软管及总成产品主要为汽车空调系统软管、冷却水管和变速箱油冷管。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。

表 3、冷却系统软管及总成

产品系列	产品示例	用途特点
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

资料来源：公司公告，公司官网，江海证券研究发展部

（4）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。其中，公司自主研发了 THV 加油口管，其耐渗透性和耐油性指标优异。

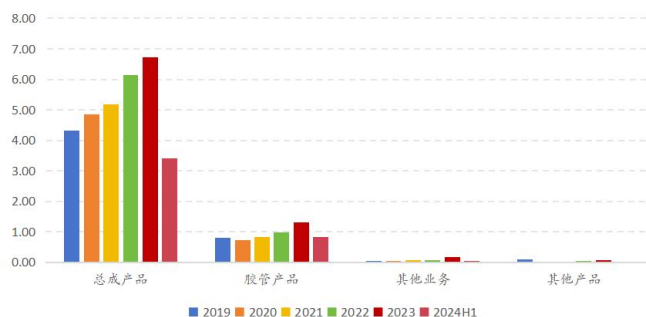
表 4、燃油系统软管及总成

产品系列	产品示例	用途特点
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

资料来源：公司公告，公司官网，江海证券研究发展部

分产品来看，截止到 2024 年上半年，总成产品占比最高，胶管产品收入增速较快。2024 年上半年，总成产品实现收入 3.42 亿元，同比增长 3.62%，占主营业务收入的比重为 79.11%，总成产品增速放缓主要系美国通用业务下滑；胶管产品实现收入 0.83 亿元，同比增长 57.12%，占主营业务收入的比重为 19.30%，胶管产品增速较快主要系公司新能源业务增加，加大空调管开发力度、提高空调管产能、增加胶管出口业务。

图 2、公司各产品营业收入结构（亿元）



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

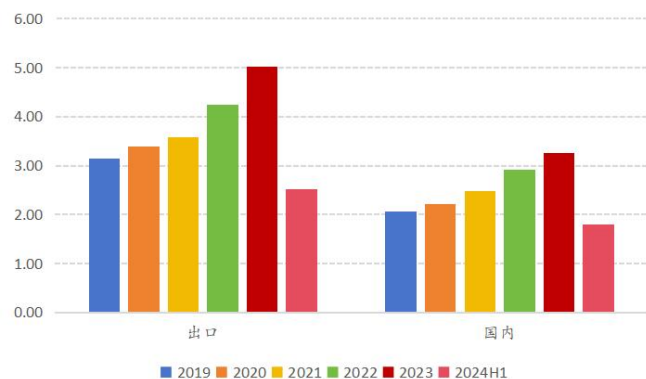
图 3、公司各产品营业收入占比（%）



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

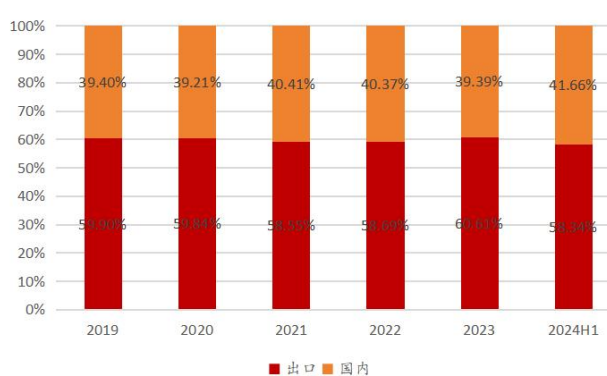
分地区来看，截止到 2024 年上半年，公司收入以外销为主。2024 年上半年，外销实现营业收入为 2.52 亿元，同比增长 0.23%，占营业收入的比重为 58.34%，外销收入增速放缓主要系美国通用业务下滑；内销实现营业收入为 1.80 亿元，同比增长 24.61%，占营业收入的比重为 41.66%，内销收入实现增长主要系国内空调管销售大幅增加、国内主机项目量产。

图 4、公司国内外各地区收入结构（亿元）



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

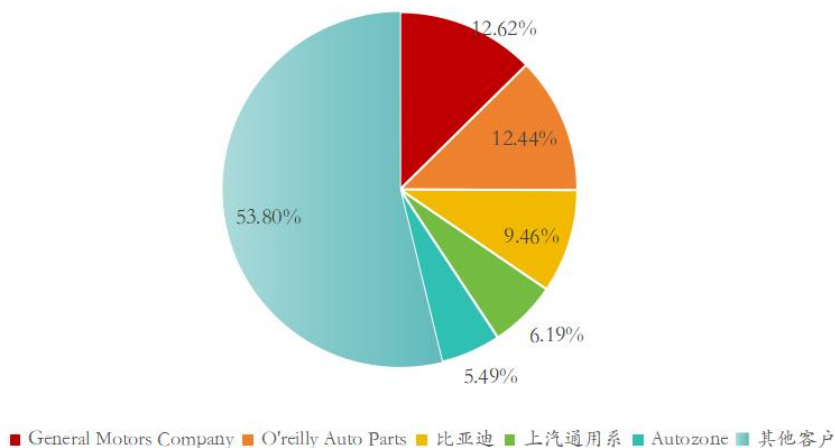
图 5、公司国内外各地区收入占比（%）



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

分客户来看，2023 年公司前五大客户占比合计为 46.20%。公司在前装市场中与美国通用汽车、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建立了稳固的合作关系。并成为国际新能源整车厂 T 集团、蔚来汽车、小鹏汽车等造车新势力的供应商。此外，公司也在海外地区与大型汽配零售商等售后企业保持了紧密的合作。

图 6、2023 年公司前五大客户收入占比 (%)



资料来源：公司公告，iFind，江海证券研究发展部

1.3 股权结构：实控人持股比例集中，股权结构较为稳定

截至 2024 年 9 月 30 日，魏增祥持有公司控股股东金泰达 44.84% 的股份，通过金泰达控制公司 45.38% 的股份，为公司的实际控制人。魏增祥担任公司董事长，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》，协议长期有效。李桂华、魏杰、恒业海盛、海纳兆业为公司实际控制人魏增祥的一致行动人，公司实际控制人及其一致行动人合计直接和间接控制公司 51.48% 的股权。其中，李桂华为魏增祥之妻，直接持有 1% 的股权；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；恒业海盛为魏增祥作为普通合伙人并持有 28.03% 合伙企业份额的合伙企业，其持有公司 2.55% 的股权；海纳兆业为魏增祥之女魏杰作为普通合伙人并持有 27.69% 合伙企业份额、且魏增祥作为有限合伙人并持有 6.77% 合伙企业份额的合伙企业，其持有公司 2.55% 的股权。

图 7、公司股权结构



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

1.4 财务分析：收入规模稳定增长，盈利能力短期承压

公司 2019-2024 年前三季度收入保持稳定增长态势。2019-2023 年，公司营业收入由 5.26 亿元增长至 8.28 亿元，年化复合增长率为 12.01%；归母净利润由 0.36 亿元增长至 0.83 亿元，年化复合增长率为 23.22%。2024 年前三季度公司实现营业收入 6.93 亿元，同比增长 12.55%；实现归母净利润 0.45 亿元，同比下滑 39.84%，利润下降主要系管理费用同比大幅增加，其他收益同比大幅减少。

图 8、公司历年营业收入及同比增速（亿元，%）



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

图 9、公司历年归母净利润及同比增速（亿元，%）



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

毛利率方面，2024 年前三季度毛利率稳中有升，净利率明显下降。2024 年前三季度销售毛利率为 35.63%，同比提升 3.04pct；销售净利率为 6.47%，同比下降 4.94pct，净利率下降主要系管理费用率和财务费用率提高，其他收益同比大幅减少。其中，管理费用支出 1.07 亿元，同比增加 44.93%，增加的原因一是为应对美国政府对公司的调查，聘请律师等费用发生 2213.13 万元；二是管理费用职工薪酬等同比增加。财务费用支出 0.18 亿元，同比增长 163.30%，增加的原因一是公司汇兑损失同比增加 897.97 万元(2023 年同期为汇兑收益)；二是公司贷款及售后客户回款保理金额增加，利息支出同比增加 283.47 万元。其他收益同比较少主要系 2023 年同期收到计入当期损益的政府补助 0.21 亿元。

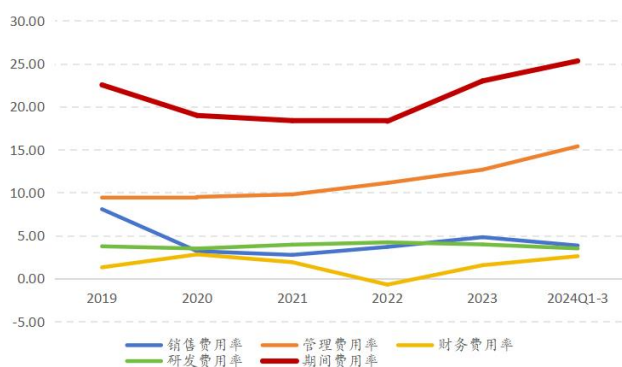
现金流方面，2024 年前三季度公司经营活动产生的现金流量净额为 0.66 亿元，同比下降 1.30%，主要系本期美国子公司收到员工留任税收抵免(ERC)补助 1,795.26 万元，使收到其他与经营活动有关的现金同比减少 1,717.60 万元。扣除此因素，受销售商品、提供劳务收到的现金增加的影响，经营活动产生的现金流量净额同比增长 34.85%。

图 10、公司历年毛/净利率情况 (%)



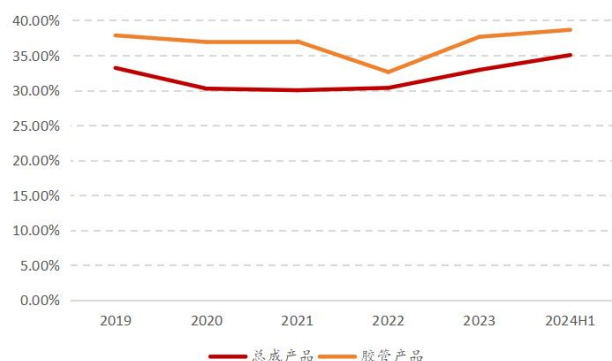
资料来源：iFind，江海证券研究发展部

图 12、公司历年期间费用率情况 (%)



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

图 11、公司历年各业务毛利率情况 (%)



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

图 13、公司历年经营性现金流量净额情况 (亿元, %)



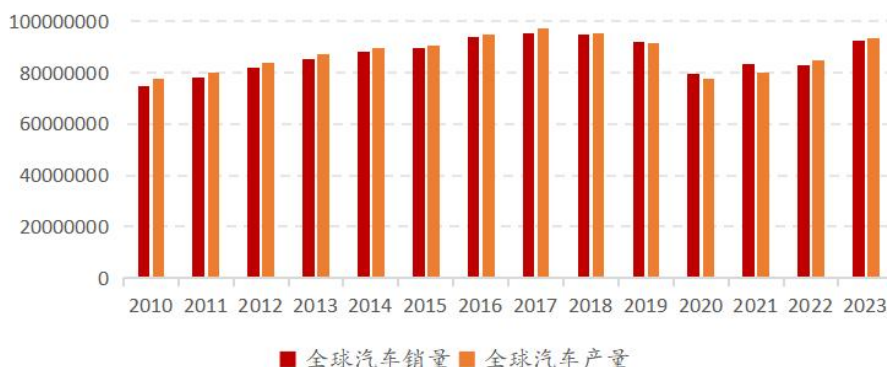
资料来源：iFind，江海证券研究发展部

2 汽车零部件行业发展概况

2.1 全球汽车销量缓慢复苏，国内汽车销量稳中有升

根据国际汽车制造商协会统计数据显示，全球汽车产量从 2010 年的 7770.40 万辆增长至 2017 年的 9730.25 万辆，复合增长率为 3.27%；同期，全球汽车销量从 7497.15 万辆增长至 9566.06 万辆，复合增长率为 3.54%。自 2018 年以来，受全球宏观经济下行、汽车产业发展周期等因素的影响，全球汽车行业供需均受到较大冲击，全球汽车产销量连续出现下滑。2021 年开始全球汽车行业总体发展向好，根据 iFind 统计数据显示，2023 年全球汽车产量为 9354.66 万辆，同比增长 10.03%；同期全球汽车销量为 9272.47 万辆，同比增长 11.89%。

图 14、全球汽车产销量数据（辆）



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

我国汽车产销总量连续 16 年稳居全球第一。2024 年，虽然国内消费信心依然不足，国际贸易保护主义形势更加严峻，行业竞争进一步加剧，但由于一系列政策持续发力显效，各地补贴政策的有效落实、企业促销活动热度不减，多措并举共同激发车市终端消费活力，促进汽车市场稳中向好，产销量继续保持在 3000 万辆以上规模。2024 年，汽车产销分别完成 3128.2 万辆和 3143.6 万辆，同比分别增长 3.7% 和 4.5%，完成全年预期目标。

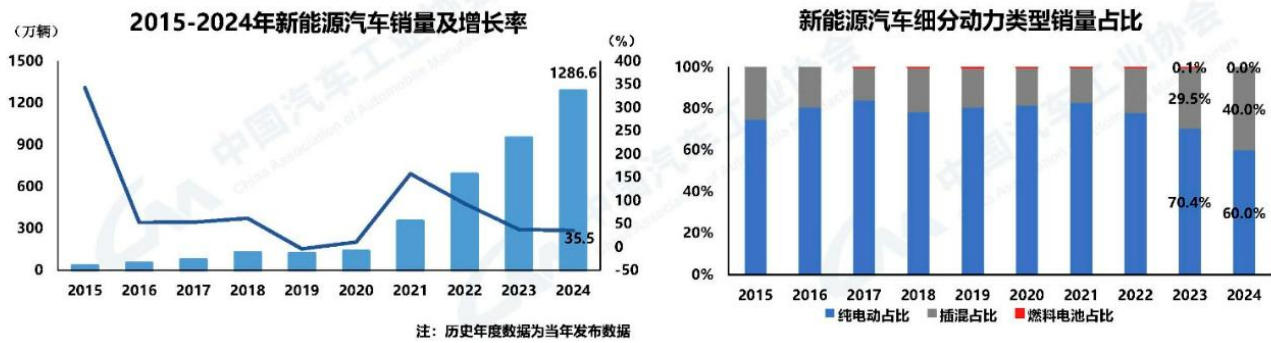
图 15、中国汽车销量及增长率（万辆）



资料来源：中国汽车工业协会，江海证券研究发展部

我国新能源汽车连续 10 年位居全球第一。2024 年，在政策利好、供给丰富、价格降低和基础设施持续改善等多重因素共同作用下，新能源汽车持续增长，产销量突破 1000 万辆。2024 年，新能源汽车产销分别完成 1288.8 万辆和 1286.6 万辆，同比分别增长 34.4% 和 35.5%，新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的 40.9%，较 2023 年提高 9.3 个百分点。其中，纯电动汽车销量占新能源汽车比例为 60%，较去年下降 10.4 个百分点；插混汽车销量占新能源汽车比例为 40% 较去年提高 10.4 个百分点。插混汽车的增长迅速，成为带动新能源汽车增长的新动能。

图 16、中国新能源汽车销量及增长率（万辆）



资料来源：中国汽车工业协会，江海证券研究发展部

根据中国汽车工业协会发布的《2025 中国汽车市场发展预测报告》预计，2025 年汽车产业将呈现稳中有升的基本态势，汽车产销将继续保持增长，新能源汽车产业有望继续加快发展，汽车出口增速预计会进一步放缓。协会初步预计 2025 年全年汽车销量在 3290 万辆左右，同比增长 4.7%，其中乘用车 2890 万辆，同比增长 4.9%；商用车 400 万辆，同比增长 3.3%；新能源汽车 1600 万辆，同比增长 24.4%；汽车出口 620 万辆，同比增长 5.8%。

2.2 汽车零部件行业分析

2.2.1 汽车零部件供应商分为三级，汽车电动化带动零部件价值链

重塑

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。一辆汽车通常由上万个零部件组装而成，主要包括发动机、底盘、车身和电气设备四大部分。其中，车身安装在底盘的车架上，用以驾驶员、乘客乘坐或装载货物。车身系统包括车身壳体（白车身）、车门、外饰件、内饰件、车身附件、座椅等。

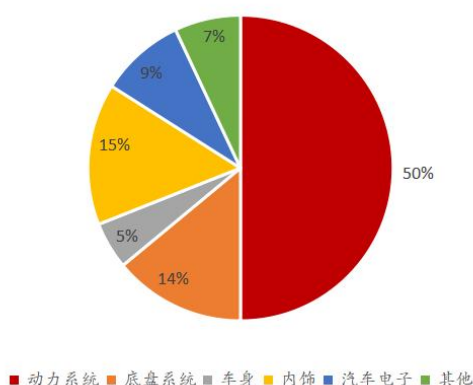
表 5、车身系统构成

分类	构成简介
车身壳体	是全体车身部件的安装基础，通常是指主要承力元件（纵、横梁和支架等）以及与其相连的部件共同组成的刚性空间结构。
车门	主要包括门外板、门内护板、窗框等部件。
外饰件	主要包括保险杠、灯具和后视镜等附件，以及装饰条、标识等装饰件。
内饰件	主要包括仪表板、顶棚、地毯等表面覆饰物。
车身附件	主要包括门锁、门铰链、风窗刮水器、内视镜等。
座椅	车身内重要装置之一，由座椅骨架、坐垫、靠背、滑轨、调节机构组成。

资料来源：明阳科技招股说明书，江海证券研究发展部

新能源车的价值增量环节主要集中在三电系统——动力电池、电机和电控，三电系统构成了新能源汽车的动力系统，在新能源汽车中成本占比达50%，其中动力电池是成本大头。三电系统替代传统发动机成为核心部件，电动化正重塑汽车零部件价值链，原有的竞争格局也将发生历史性变革。而汽车胶管行业也由此发生了一定的变化，如冷却管路的需求因三电系统的出现而增长。

图 17、新能源汽车各零部件占比 (%)



资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

整车制造企业的零部件配套体系是由“零件→组件→部件→系统→系统总成”形成的金字塔式配套体系。在全球经济一体化分工明确的汽车产业链体系下，整车制造企业主要进行车型开发设计、整车组装和终端品牌经营，零部件企业负责零部件的模块化、系统化开发设计和制造。零部件供应商通常划分为一级、二级、三级供应商，其中一级零部件供应商直接配套整车厂，主要供应系统或系统总成，二、三级供应商主要为一级供应商配套产品，二级供应商一般供应组件或部件，三级供应商一般供应零件或小组件。

图 18、汽车零部件行业配套体系



资料来源：明阳科技招股说明书，Wind，江海证券研究发展部

2.2.2 中国汽车零部件行业发展状况及趋势

中国百强零部件企业营收规模及利润总额快速持续上升。相较 2022 年疫情造成的“低增收低增利”，中国上榜企业零部件营业规模在 2023 年快速提升，总体增长率约 20%，整体利润规模也迎来爆发式增长，增幅接近 50%。其中，98% 的上榜企业实现营收上升，超 60% 的企业实现利润增长。

图 19、中国百强零部件企业营业收入及增速（亿元，%）

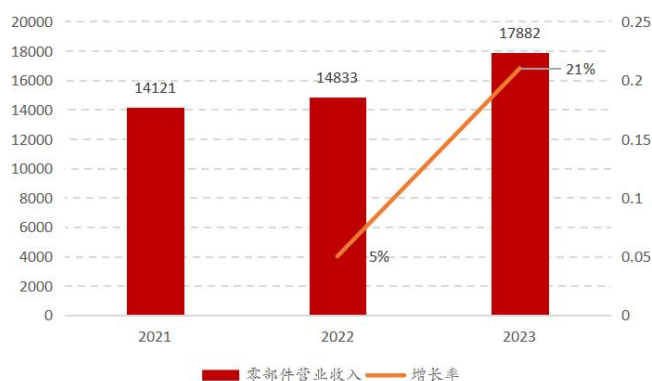


图 20、中国百强零部件企业净利润及增速（亿元，%）



资料来源：《2024 全球汽车供应链核心企业竞争力白皮书》，
江海证券研究发展部

资料来源：《2024 全球汽车供应链核心企业竞争力白皮书》，
江海证券研究发展部

随着市场规模的扩大、全球化采购的增长、技术创新的推进以及产业专业分工的明确，中国汽车零部件产业在六大汽车产业集群中逐渐形成了具有区域特色的集群。这些集群在地理上相对集中，拥有完善的产业链和配套体系，为企业提供了便捷的生产和配套服务。

其中，长三角汽车产业集群作为国内最强大的汽车产业集群，拥有主机厂、关键零部件企业、资本和人才的密集优势，汽车产业链条完整，代表整车制造企业包括特斯拉、蔚来、零跑、吉利、上汽等；大湾区汽车产业集群以强大的创新能力著称，汽车电子产业尤为发达，代表整车制造企业有广汽、埃安、比亚迪、小鹏等；西三角汽车产业集群优势在于资源丰富，重工业基础坚实，传统汽车制造体系完备，代表整车制造企业包括长安、吉利、比亚迪、赛力斯、福特、沃尔沃等；华北汽车产业集群集中了众多研发机构和总部机构，北京在技术、人才和市场方面具有优势，天津在新能源汽车集群方面表现突出，而河北则以制造基地为特色，代表整车制造企业有北汽、理想、长城、小米、奔驰等；中部地区汽车产业集群以湖北作为核心，拥有东风汽车等关键企业，形成了以“中国车谷”为中心，“武襄十随”汽车走廊产业带为支撑，宜昌等地多点发力的格局；东北汽车产业集群拥有一批历史悠久、实力雄厚的汽车及配套企业。中国重要汽车产业基地之一——长春拥有一汽

集团等大型企业，商用车和乘用车制造领域基础深厚。

中国汽车零部件企业面临充满机会和挑战的发展环境。全球化进入新阶段，但国际局势不明朗，海外的区域本土化要求不断提高；国内则竞争愈发白热化，产品研发上市周期不断缩短，对企业研发和产品的要求更加多样。从自身整体发展情况来看，中国零部件企业规模和利润均虽然有所提升，但仍然持续面临盈利压力，在持续进行的业务转型中亟需提升研发和不同业务的管理能力，同时加强应对危机的管控能力。

图 21、零部件企业面临的利润难题



资料来源：《2024 全球汽车供应链核心企业竞争力白皮书》，江海证券研究发展部

2.3 汽车后市场行业分析

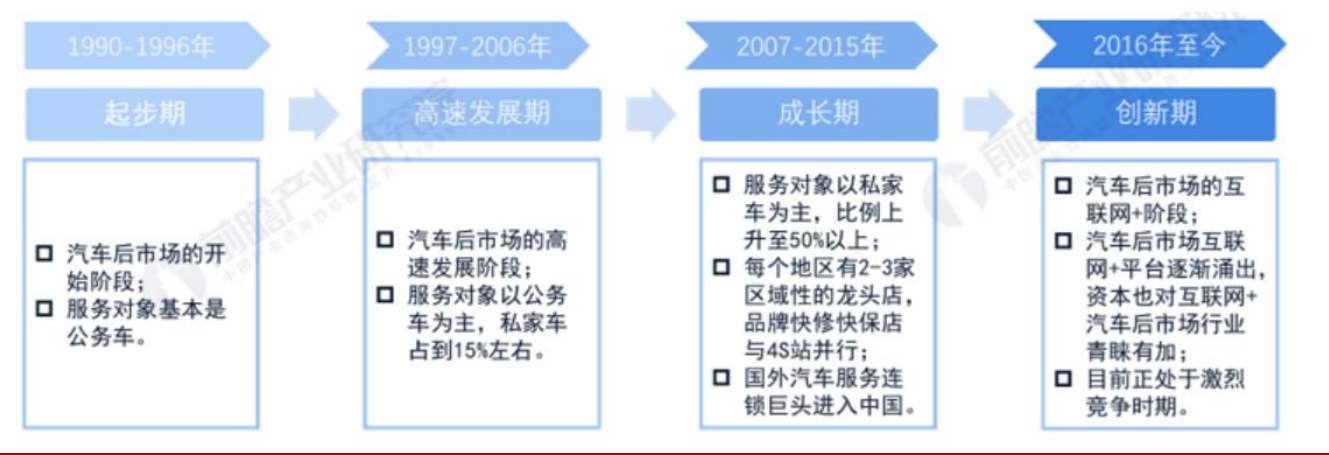
汽车后市场伴随着汽车而产生，迄今已有 100 多年的历史，相较于已进入成熟期的汽车制造行业，汽车后市场仍有较大的发展空间。根据麦肯锡分析，2018 年，全球汽车后市场的市场体量是 8,000 亿欧元，每年经历 3 个百分点的增长，到 2030 年将达 1.2 万亿欧元。

其中，美国是全球最大、最成熟的单体汽车市场之一，专业化、标准化及细分度高，质量体系完善，对产品质量和服务要求较高。美国车辆平均车龄在近十年一直处于上升状态，2023 年，美国汽车平均车龄为 12.5 年。根据美国汽车后市场协会的统计，美国汽车后市场规模较大并保持了稳定的增长，年复合增长率高于美国同期实际 GDP 的增速。

与国外发达国家相比，我国汽车产业的发展较晚，汽车后市场从形成到发展大体上经历了四个发展阶段：起步期、高速发展期、成长期和创新期。汽车美容、养护业在中国兴起于 20 世纪 90 年代。随着轿车拥有量特别是私家车拥有量的增加，汽车美容、养护业开始被有车族所熟知，“七分养，三分修”，以养代修的爱车新理念逐步被广大有车族所接受。

目前，我国汽车后市场正处于“互联网+”阶段，结合电商平台方便快捷，获客渠道较多等特点，汽车后市场互联网+平台逐渐涌出，资本也对互联网+汽车后市场行业青睐有加，市场正处于激烈竞争时期。

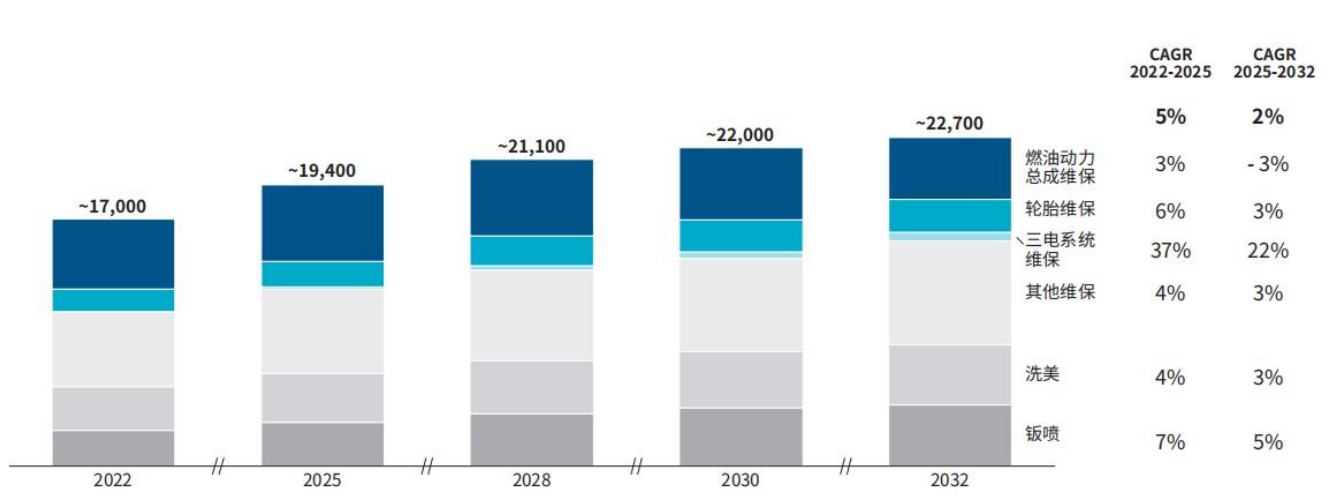
图 22、中国汽车后市场行业发展历程



资料来源：前瞻产业研究院，江海证券研究发展部

尽管中国汽车市场已不再是绝对的“增量市场”，且燃油车保有量将被售后维保价值更低的电动车逐步代替，但未来十年内，随着车龄的快速增加，后市场将持续增长，且价值巨大。根据《汽车后市场白皮书》预测，中国汽车后市场总体规模在 2025 年将达到 1.9 万亿元，2022 年至 2025 年平均复合增速达 5%。2032 年的中国汽车后市场总价值规模将超过 2.2 万亿元。

图 23、乘用车后市场服务项目市场规模（亿元）

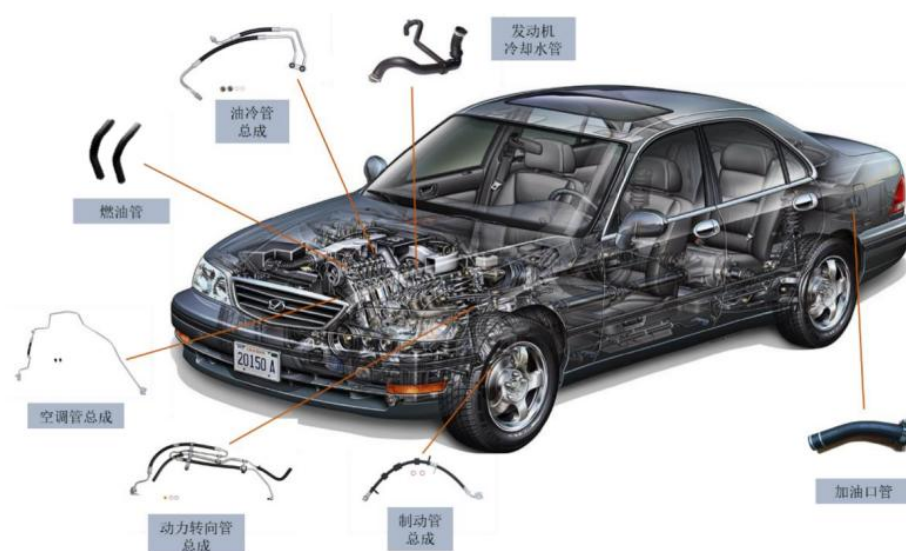


资料来源：《汽车后市场白皮书》，江海证券研究发展部

2.4 车用胶管单车用量稳定，国内市场规模稳定增长

汽车胶管是胶管中的一种，其产量占胶管总产量的一半以上。汽车胶管分为汽车冷却系统、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。

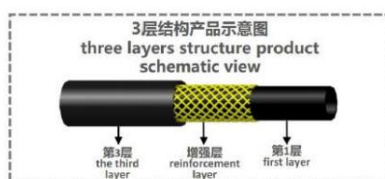
图 24、车用胶管及总成产品在汽车整车体系中的大致位置



资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

汽车胶管根据生产工艺结构分为内、中、外三层。内层结构：主要是橡胶层，多为天然橡胶和合成橡胶产品，这层主要接触汽车中的液体类介质。内层橡胶层一般需要具有耐油、耐热、耐腐蚀和耐压等功能，厚度也是考虑指标之一。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织而成，是胶管结构中主要承受压力的部分，能够有效的保护胶管结构的稳定性，需要比较高的硬度和强度，是汽车胶管耐压性的一个重要组成部分。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，这层是整个胶管结构的外层，和外部空气接触，作为胶管的直接保护层，设计要求具有耐磨性、耐热空气和耐臭氧性等。

图 25、汽车胶管 3 层结构产品示意图



资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

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，因此，汽车胶管行业的发展依赖于汽车工业的规模和增长速度。随着中国汽车行业市场规模迅速扩张，与此相匹配的汽车胶管需求量也大幅增加。中国每辆汽车（包括轿车、货车、客车等各类车型）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。

表 6、平均每台车使用软管数量及金额（米，元）

产品名称	软管数量/米	售价/元	金额/元
汽车发动机附件系统软管及总成	5.50	20.00	110.00
汽车燃油系统软管及总成	4.00	55.00	220.00
汽车空调系统软管及总成	3.50	40.00	140.00
汽车制动系统软管及总成	3.00	30.00	90.00
汽车车身附件系统软管及总成	2.00	15.00	30.00
汽车动力转向系统软管及总成	2.00	80.00	160.00
合计	20.00	—	750.00

资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

按照 20 米的单车胶管用量、750 元的单车价值量以及汽车维修市场的增量为当年汽车总产量的 5%对中国汽车胶管市场进行测算，则 2023-2025 年，我国汽车胶管市场规模分别为 236.99 亿元、247.56 亿元、259.09 亿元。

表 7、汽车胶管市场规模测算（亿元）

项目	2023	2024	2025
中国汽车产量（万辆）	3009.40	3143.60	3290.00
新车配套所需胶管（万米）	60188.00	62872.00	65800.00
新车配套胶管市场规模（亿元）	225.71	235.77	246.75
配件维修市场汽车数量（万辆）	150.47	157.18	164.50
配件维修市场所需胶管（万米）	3009.40	3143.60	3290.00
配件维修胶管市场规模（亿元）	11.29	11.79	12.34
汽车胶管市场规模（亿元）	236.99	247.56	259.09

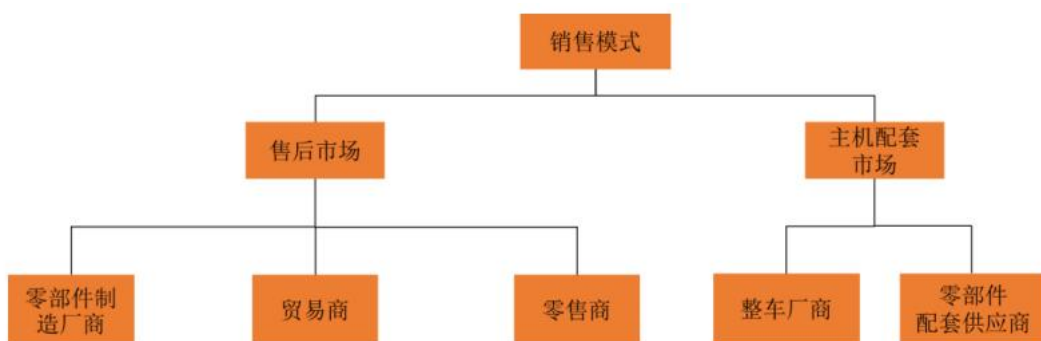
资料来源：公司公告，中国汽车工业协会，江海证券研究发展部

3 主机配套市场+售后市场并重发展，公司毛利率领先同行

3.1 主机配套市场+售后市场并重发展，下游客户资源优质且稳定

公司的客户可分为面向主机配套市场的客户和面向售后市场的客户，其中，约 63% 销往主机配套市场，约 37% 销往售后市场。其中，面向主机配套市场的客户以整车厂商及其零部件配套供应商为主；面向售后市场的客户多为汽配连锁商超等零售商和贸易商，且主要集中在北美地区。公司从自身业务实际出发，采取直销模式向客户销售产品。

图 26、公司整体销售模式



资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

(1) 主机配套市场的销售模式

整车厂商通常委托合格零部件制造厂商研发并生产车用零部件，最终用于整车制造或售后配件，此为主机配套市场。主机配套市场的客户群体为整车厂商及其零部件配套供应商。公司采取直销的模式，给整车厂商及其零部件配套供应商供货。目前，在前装市场中，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建立了稳固的合作关系，并于 2024 年成功获得大众安徽的项目。同时，公司也成为国际新能源整车厂 T 集团、蔚来汽车、小鹏汽车等造车新势力的供应商。

(2) 售后市场的销售模式

售后市场指的是机动车因零部件耗损在售后维修过程中需更换的零部件市场。车用零部件售后市场建立了包含售后零部件制造厂商、零部件贸易商、汽配连锁商超、汽配零售商及汽车维修店等销售渠道在内的多层次销售网络。在汽车保有量较高的欧美国家，其售后市场销售渠道也更为成熟和普及，例

如美国四大汽配连锁商超 AutoZone、Advance Auto Parts、O'Reilly 和 NAPA，其门店遍布美国主要城市。

公司售后客户类型情况如下：

① 汽配连锁商超等零售商客户

汽配连锁商超通常为当地售后市场较为知名的企业，其自全球范围内的优质供应商采购货品，并向个人消费者和汽车维修店等终端客户进行销售。

公司通过了 AutoZone、Advance Auto Parts 和 O'Reilly 等北美大型汽配连锁商超的评审，成功进入客户的合格供应商体系，一定程度上也提升了公司产品的市场知名度，为公司扩大全球售后市场份额创造了有利条件。

② 贸易商客户

北美和欧洲的汽车售后市场经百年的发展，建立了较为成熟的全球供应链体系。规模较大的贸易商会建设自己的仓储和物流，直接向公司这样的优质制造商进行采购，再销售给下游的零售商和连锁商超。境外贸易商能独立自主决定销售政策、销售区域、销售渠道和销售对象。公司主要贸易商客户有 Brake Parts、Ferdinand Bilstein GmbH 和 Alliance Parts Warehouse。

③ 生产型客户

公司来自生产型客户的收入较少。

公司主机配套市场和售后市场并重发展，具备全球供货的能力。同时，公司现有的高质量客户将在一定程度上为公司产品质量背书，有助于开拓新的客户。

3.2 车用胶管行业竞争激烈，公司毛利率领先同行

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世界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来，行业竞争日益加剧。外国汽车胶管企业包括：日本日轮、德国大陆集团、韩国和承 R&A 公司、法国 flexitech 公司等。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。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。

公司始终专注于车用胶管产品生产工艺和配方技术的研究，已有专利百余项，并设有国家认可委员会（CNAS）认可的检测实验室，能同时进行新材料、新产品、新工艺的研究开发和测试、实验产品各项性能。此外，公司产

品质量良好，达到了欧美等各主要出口国的技术标准要求，获得了 AMECA 机构颁发的 DOT 认证等质量管理体系认证，并通过了主机厂一级供应商所必要的 IATF16949 质量认证。

表 8、同行业可比公司

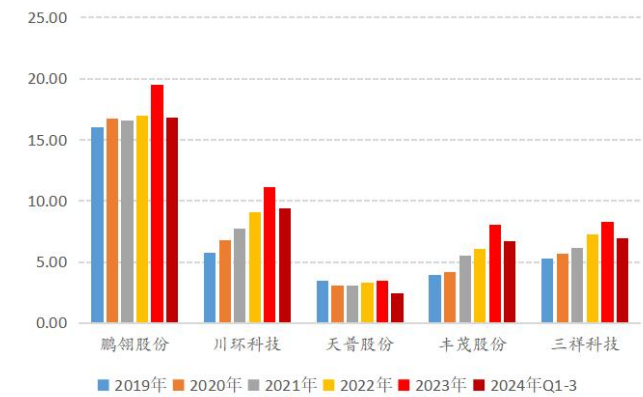
证券代码	证券名称	公司简介	主营产品名称
300375.SZ	鹏翎股份	主要业务为汽车流体管路和汽车密封部件的设计、研发、生产和销售，公司主要产品为汽车流体管路、汽车密封件产品。公司主营产品汽车流体管路综合销量连续多年位居行业第一。在细分领域，公司与国际知名汽车流体管路企业并驾齐驱。根据中国橡胶工业协会胶管胶带分会统计，公司已连续 14 年蝉联胶管行业十强企业榜首。	汽车流体管路及总成、汽车密封部件及总成
300547.SZ	川环科技	主营业务为汽车、摩托车用橡塑软管及总成的研发、设计、制造和销售。公司主要产品范围涵盖汽车燃油系统胶管及总成、汽车冷却系统胶管及总成、汽车附件、制动系统胶管及总成、汽车多层复合尼龙软管、汽车涡轮增压管路总成、汽车真空制动管路总成、汽车天窗排水管路、汽车模压管路总成、摩托车胶管及总成等九大系列。公司拥有较强的研发优势和技术工艺优势,严格的质量控制和性价比为公司产品带来较高的市场认可度,公司与大中型整车厂商建立了长期稳定的合作关系,客户群体涵盖了国内大多数整车制造企业,公司不断做精做强主营业务,保持了经营业绩的稳定增长,多年来被行业协会评为十强单位,形成了较为明显的市场优势地位。公司获得“国家高新技术企业”、“国家创新型企业”、“全国模范劳动关系和谐企业”、“全国就业与社会保障先进民营企业”、“国家知识产权优势企业”、“中国上市公司诚信企业百佳”等荣誉。	汽车燃油系统胶管及总成、汽车冷却系统胶管及总成、汽车附件、制动系统胶管及总成、汽车多层复合尼龙软管、汽车涡轮增压管路总成、汽车真空制动管路总成、汽车天窗排水管路、汽车模压管路总成、摩托车胶管及总成
605255.SH	天普股份	主营业务是汽车用高分子材料流体管路系统和密封系统零件及总成的研发、生产及销售，为汽车整车厂商及其一级供应商提供橡胶软管及总成产品。公司主营产品为汽车发动机附件系统软管及总成、汽车燃油系统软管及总成、汽车空调系统软管及总成以及模压制品等。公司拥有 33 项专利，其中发明专利 16 项，实用新型专利 17 项，技术研发及创新能力行业领先。	发动机附件系统软管及总成、燃油系统胶管及总成、空调系统软管及总成、动力转向系统软管及总成、其他车身附件系统胶管、模压件

301459.SZ	丰茂股份	主要从事精密橡胶零部件研发及产业化。主要产品包括传动系统部件、流体管路系统部件和密封系统部件等，产品广泛应用于汽车、工业机械、家电卫浴等领域。在汽车传动系统领域具有较高的知名度和信誉度，先后荣获“优秀供应商”、“质量信得过供应商”、“传动带行业八强企业”等荣誉。	传动系统部件、流体管路系统部件、密封系统部件
831195.BJ	三祥科技	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。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。公司是工业和信息化部第二批专精特新“小巨人”。公司成功获得国家知识产权示范企业称号。公司生产的液压制动橡胶软管系列产品销量连续多年被中国橡胶工业协会胶管胶带分会评为“国内同行业第一”。公司被中国橡胶工业协会胶管胶带分会授予“胶管十强企业”荣誉称号。	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、加油口管

资料来源：iFind，江海证券研究发展部

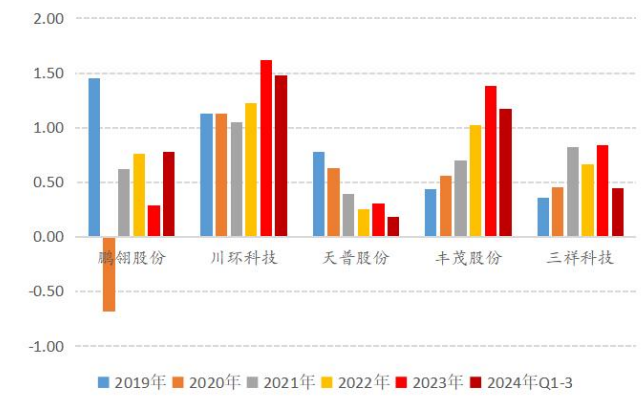
截止到 2024 年前三季度，在可比公司中，公司营业收入排名第 3，净利润排名第 4，毛利率排名第 1，净利率排名第 4。

图 27、公司及可比公司历年营业收入（亿元，%）



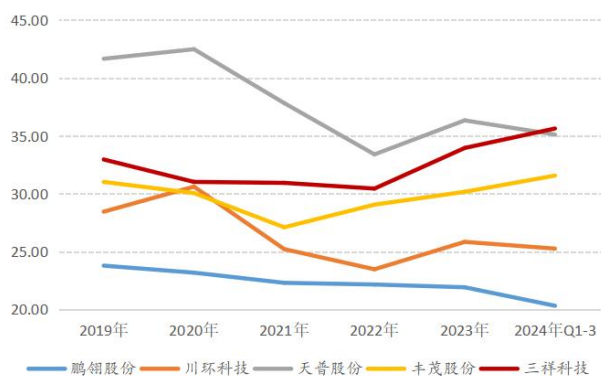
资料来源：iFind，江海证券研究发展部

图 28、公司及可比公司历年净利润（亿元，%）



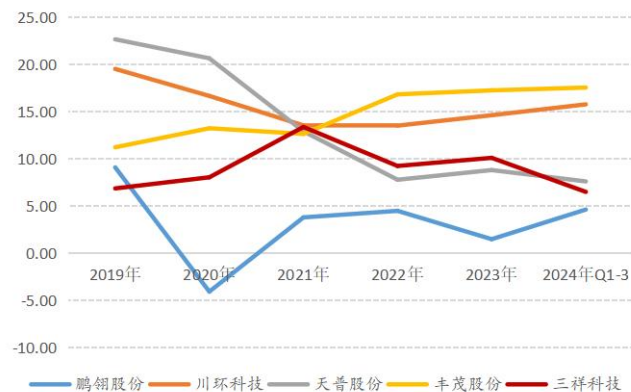
资料来源：iFind，江海证券研究发展部

图 29、公司及可比公司历年毛利率 (%)



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

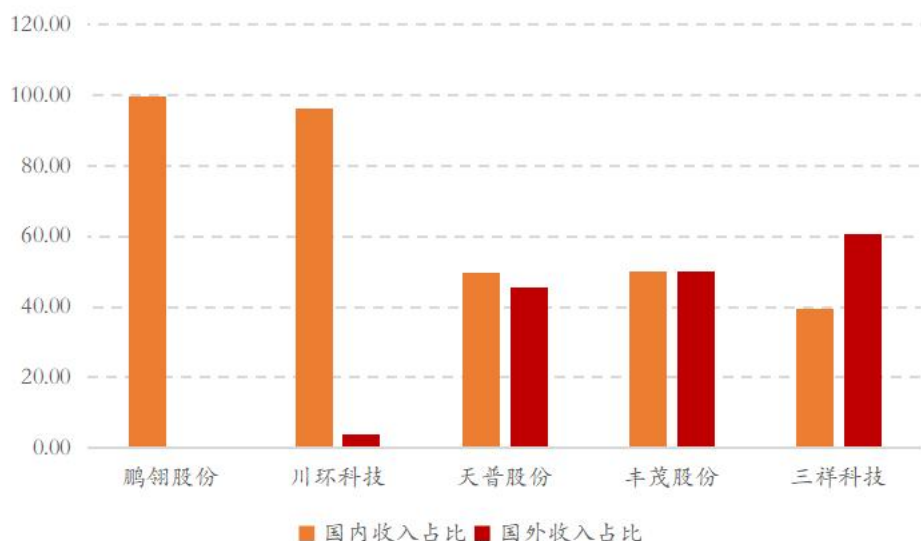
图 30、公司及可比公司历年净利率 (%)



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

公司和天普股份以及丰茂股份毛利率接近且明显领先于鹏翎股份和川环科技，主要系公司海外收入占比较高，且海外业务毛利率明显高于国内业务毛利率。公司国内客户主要为主机厂客户，而主机厂客户自身具备生产环节，采购规模较大、议价能力较强，在供应链中处于核心地位，供应商竞争较为激烈，公司为应对激烈的竞争环境、获取较高的市场规模，对其销售价格较低，因此毛利率相对较低。公司海外客户主要为售后市场客户，售后市场客户多为零售商、贸易商，自身不具备生产环节，直接面对终端消费者或下游零售商，因此议价空间相对较大，公司对其销售价格较高。公司净利率下降主要系管理费用率和财务费用率提高。

图 31、公司及可比公司国内外收入占比情况对比 (%)



资料来源：iFind，江海证券研究发展部

4 盈利预测及估值

4.1 公司收入利润增长的主要逻辑

公司 2024-2026 年各业务毛利率预测：总成产品受毛利率较高的售后业务占比增加、毛利率较低的美国通用业务占比下降影响，我们预计 2024 年总成产品整体毛利率为 35.00%；考虑到汽车零部件的年降规律，我们预计 2025 年和 2026 年该业务的毛利率分别为 34.50%和 34.00%。胶管产品因出口业务、空调管业务毛利率较高且公司改进工艺和配方，不断降低胶管生产成本，我们预计我们预计 2024 年胶管产品整体毛利率为 38.50%；考虑到汽车零部件的年降规律，我们预计 2025 年和 2026 年该业务的毛利率分别为 38.00%和 37.50%。其他（包含其他产品和其他收入）受销售结构变化和美國客户工装模具销售同比大幅减少影响，我们预计 2024 年其他整体毛利率为 33.00%；考虑到汽车零部件的年降规律，我们预计 2025 年和 2026 年该业务的毛利率分别为 32.50%和 32.00%。

（1）总成产品：该业务受益主机新项目量产，但受美国通用业务下滑影响，我们预计该业务 2024-2026 年的营业收入分别为 705.72、811.58、933.32 百万元；同比增速分别为 5.00%、15.00%、15.00%。

（2）胶管产品：该业务受益新能源业务增加，加大空调管开发力度、提高空调管产能、增加胶管出口业务，我们预计该业务 2024-2026 年的营业收入分别为 203.63、254.54、305.44 百万元；同比增速分别为 55.00%、25.00%、20.00%。

（3）其他：该业务因售后业务对附件需求下降，业务量减少以及美国客户工装模具销售同比大幅减少，我们预计该业务 2024-2026 年的营业收入分别为 12.36、11.74、11.16 百万元；同比增速分别为-50.00%、-5.00%、-5.00%。

表 9、销售收入结构预测

业务	项目	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总计	营业收入（百万元）	724.89	828.21	921.71	1077.86	1249.92
	YOY	18.36%	14.25%	11.29%	16.94%	15.96%
	营业成本（百万元）	504.24	547.04	592.23	697.26	814.37
	毛利率（%）	30.44%	33.95%	35.75%	35.31%	34.85%
总成	营业收入（百万元）	615.28	672.12	705.72	811.58	933.32
	YOY	——	9.24%	5.00%	15.00%	15.00%
	营业成本（百万元）	428.58	450.90	458.72	531.58	615.99
	毛利率（%）	30.34%	32.91%	35.00%	34.50%	34.00%
胶管	营业收入（百万元）	97.61	131.37	203.63	254.54	305.44
	YOY	——	34.59%	55.00%	25.00%	20.00%

其他	营业成本（百万元）	65.78	81.93	125.23	157.81	190.90
	毛利率（%）	32.60%	37.64%	38.50%	38.00%	37.50%
	营业收入（百万元）	12.01	24.72	12.36	11.74	11.16
	YOY	22.75%	105.90%	-50.00%	-5.00%	-5.00%
	营业成本（百万元）	9.87	14.21	8.28	7.87	7.47
	毛利率（%）	17.76%	42.50%	33.00%	33.00%	33.00%

资料来源：聚源，江海证券研究发展部

4.2 估值及建议

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 9.22/10.78/12.50 亿元，同比增速分别为 11.29%、16.94%、15.96%，归母净利润分别为 0.52/0.77/0.94 亿元，同比增速分别为-37.71%、47.12%、22.83%，对应的 EPS 分别为 0.53/0.78/0.96 元，对应当前股价（2025 年 2 月 7 日）的 PE 分别为 23.94X/16.27X/13.25X。结合对标公司的估值以及我们对三祥科技的分析，首次覆盖给予“买入”评级。

表 10、可比公司估值

证券代码	证券名称	EPS（元）				PE（倍）			
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
300547.SZ	川环科技	0.75	1.00	1.24	1.50	38.72	28.90	23.37	19.25
301459.SZ	丰茂股份	1.73	1.99	2.34	2.75	25.46	22.13	18.82	15.99
832978.BJ	开特股份	0.63	0.79	0.97	1.24	30.67	24.96	20.21	15.74
算数平均值						31.62	25.33	20.80	16.99
831195.BJ	三祥科技	0.85	0.53	0.78	0.96	14.99	24.07	16.36	13.32

资料来源：iFind，江海证券研究发展部（注：可比公司数据来自于 iFind 一致预期）

5 风险提示

宏观经济波动风险。公司所处行业为汽车零部件行业，其发展与下游行业的发展状况及宏观经济波动密切相关，直接影响公司产品的市场需求。近年来，由于全球性通货膨胀、国际直接投资活动低迷、国际贸易摩擦等因素影响，宏观经济出现波动，全球经济增速放缓，国内外汽车行业在需求及供应两方面均受到负面影响。因此，公司所处行业的市场行情存在一定不确定性，不排除未来一定时间内公司经营业绩受到宏观经济周期性波动及下游行业景气度不利变化的影响。

原材料价格波动的风险。编织线、橡胶、炭黑及金属连接件是生产汽车胶管及总成的主要原材料，其中橡胶、炭黑均属于市场定价的大宗商品，编织线、金属连接件的采购价格也受到其原材料石油、钢材等大宗商品价格波动的影响，大宗商品价格的波动将层层传导并直接影响行业企业产品的利润

率水平。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。

汇率波动的风险。公司境外主营业务收入占比较高，主要以美元、欧元等外币结算，汇率受国内外政治、经济等因素影响较大，如果汇率出现大幅波动，公司未通过有效手段管理外汇风险，公司未来生产经营活动将会受到不利影响。

新能源汽车的市场开拓风险。随着全球新能源汽车的快速发展，未来汽车行业的动力来源由传统能源向新能源发展的趋势逐渐明朗。公司现有产品中，专门用于燃油车的加油口管、燃油管、动力转向管产品的市场需求可能会出现下降，而制动管、空调管、冷却水管等可用于燃油车及新能源车的多类产品的未来收入占比将随着公司新能源车整车客户的开拓而提升。如公司无法通过客户拓展、产品研发以及生产技术改进等方式提升在新能源汽车市场中的竞争力，将会对公司的业务规模和经营业绩产生不利影响。

附录:

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	826	835	899	1092	1194
现金	273	152	170	198	230
应收票据及应收账款	224	293	283	390	390
其他应收款	3	4	4	5	5
预付账款	5	5	6	7	8
存货	291	282	338	392	461
其他流动资产	29	99	99	99	99
非流动资产	266	383	376	383	394
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	96	235	241	254	266
无形资产	25	29	26	24	22
其他非流动资产	144	119	109	105	106
资产总计	1091	1218	1275	1475	1588
流动负债	429	471	493	633	669
短期借款	177	214	220	300	306
应付票据及应付账款	202	217	236	297	326
其他流动负债	50	40	37	36	37
非流动负债	46	57	54	52	50
长期借款	0	12	9	7	5
其他非流动负债	46	45	45	45	45
负债合计	475	528	548	685	719
少数股东权益	7	8	8	8	8
股本	98	98	98	98	98
资本公积	245	245	245	245	245
留存收益	255	324	367	430	508
归属母公司股东权益	610	682	720	782	861
负债和股东权益	1091	1218	1275	1475	1588

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-52	79	69	24	111
净利润	67	83	52	77	94
折旧摊销	16	19	29	33	36
财务费用	-5	13	16	19	22
投资损失	-0	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	-165	-62	-44	-124	-64
其他经营现金流	35	27	17	20	24
投资活动现金流	-31	-192	-21	-39	-46
资本支出	33	116	22	40	47
长期投资	2	-76	0	0	0
其他投资现金流	0	0	1	1	1
筹资活动现金流	226	3	-37	-36	-39
短期借款	85	36	6	80	6
长期借款	0	12	-2	-2	-2
普通股增加	14	0	0	0	0
资本公积增加	123	0	0	0	0
其他筹资现金流	4	-45	-42	-113	-43
现金净增加额	148	-106	11	-51	25

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	725	828	922	1078	1250
营业成本	504	547	592	697	814
营业税金及附加	5	6	6	8	9
销售费用	27	40	44	52	60
管理费用	81	105	149	153	165
研发费用	31	33	37	43	50
财务费用	-5	13	16	19	22
资产和信用减值损失	-14	-16	-17	-20	-24
其他收益	2	21	1	1	1
公允价值变动收益	-0	-0	-0	-0	-0
投资净收益	0	1	1	1	1
资产处置收益	-0	0	0	0	0
营业利润	71	91	62	88	109
营业外收入	2	2	2	2	2
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	73	93	63	90	111
所得税	6	9	11	14	17
净利润	67	83	52	77	94
少数股东损益	2	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	65	84	52	77	94
EBITDA	101	131	101	134	159
EPS (元)	0.66	0.85	0.53	0.78	0.96

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	18.4	14.3	11.3	16.9	16.0
营业利润(%)	-2.5	27.6	-32.2	43.0	23.2
归属于母公司净利润(%)	-20.0	29.2	-37.7	47.1	22.8
获利能力					
毛利率(%)	30.4	33.9	35.7	35.3	34.8
净利率(%)	9.2	10.1	5.6	7.1	7.5
ROE(%)	10.8	12.1	7.1	9.7	10.8
ROIC(%)	9.6	11.0	6.2	7.9	8.9
偿债能力					
资产负债率(%)	43.5	43.3	42.9	46.5	45.3
净负债比率(%)	-12.3	11.5	8.6	14.0	9.6
流动比率	1.9	1.8	1.8	1.7	1.8
速动比率	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	4.0	3.9	3.9	3.9	3.9
应付账款周转率	4.2	3.5	3.5	3.5	3.5
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.66	0.85	0.53	0.78	0.96
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.53	0.81	0.70	0.24	1.13
每股净资产(最新摊薄)	6.22	6.96	7.34	7.97	8.79
估值比率					
P/E	19.3	14.9	23.9	16.3	13.2
P/B	2.0	1.8	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	11.7	9.7	12.4	9.8	8.0

资料来源: 公司财报, 江海证券研究发展部

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为发布报告日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中沪深市场以沪深 300 为基准；北交所以北证 50 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	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5% 到 15% 之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5% 到 5% 之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5% 以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10% 以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10% 到 10% 之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10% 以上

特别声明

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

分析师介绍

姓名：张诗瑶

从业经历：本科毕业于英国谢菲尔德大学，硕士毕业于英国伦敦大学皇家霍洛威学院；拥有近 5 年的证券从业经历，曾先后就职于光大证券和广发证券，对宏观经济政策以及机械行业具有丰富的研究经验。

分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

江海证券有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，江海证券有限公司及其附属机构（包括研发部）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司及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。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“江海证券有限公司研究发展部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。