

川环科技(300547)深度报告： 新能源推动ASP提升，客户网驱动业绩增长

评级：买入(首次覆盖)

薛玉虎(分析师)

S0350521110005

xueyh@ghzq.com.cn

王璟(联系人)

S0350121120086

wangl15@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
川环科技	-4.8%	8.0%	41.5%
沪深300	-1.1%	2.3%	-7.0%

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	776	1055	1711	2407
增长率(%)	15	36	62	41
归母净利润 (百万元)	105	146	249	360
增长率(%)	-7	39	70	45
摊薄每股收益 (元)	0.48	0.67	1.15	1.66
ROE(%)	11	14	20	22
P/E	30.60	25.56	15.00	10.38
P/B	3.44	3.65	2.93	2.28
P/S	4.14	3.54	2.18	1.55
EV/EBITDA	20.05	17.84	10.76	7.35

资料来源: Wind资讯、国海证券研究所

- ◆ **公司深耕汽车胶管行业数十年，产品品类丰富，客户结构良好。**公司产品覆盖汽车冷却、动力、进排气等各系统胶管及总成九大系列。在客户资源方面，公司已与超50家主机厂及上百家配套厂商建立合作，其中与比亚迪、广汽埃安、吉利、长安、哪吒、赛力斯等自主品牌车企有着深度合作关系（问界M5、M7管路系统由公司100%独供；广汽埃安全系车型橡胶类管路由公司100%独供，并争取到50%的尼龙管路配套），并积极调整发展战略规划，重点布局新能源市场。
- ◆ **汽车管路单车价值量显著提升，公司产能快速扩张，营收有望迎来高增长。**新能源汽车管路系统单车价值量相比燃油车有较大提升，燃油、纯电、插混车型单车管路价值量约达1300、1400、2000元；其中冷却管路变化更加明显，根据川环科技2022年3月23日投资者互动问答，以公司配套的管路产品单车价值量来看，传统燃油车200-400元，纯电车型400-600元，混动系统600-800元（部分车型可达800-1200元）。我们预计，国内汽车管路总体市场规模有望于2025年达到368亿元，其中橡胶、尼龙和TPV管路规模共320亿元。为应对良好的市场需求，公司于2021年分两期投资扩建16-20亿元产能，一期厂房已于2022年8月投产，二期厂房预计2023年投产，将有效缓解此前产能紧张的情况。
- ◆ **公司持续加强技术积累，业务领域多元化发展。**公司通过成立技术中心加强新产品研发、自主化生产外协件等方式，形成与主机厂同步开发和协调设计等产研能力，实现总成化供货要求，并通过客户严格供配体系认证，进一步强化客户网络。随着市场建设不断深入，公司迎来中车、中石油、中石化和军品领域等新业务，并布局储能赛道，将进一步拓宽公司未来营收增长空间。
- ◆ **公司盈利能力处于行业领先水平。**近年受到原材料价格、运费上涨以及年降的冲击，公司盈利水平有所下降，但毛利率始终保持在20%以上，净利率保持在13%以上。公司通过持续推进技术创新、精细化生产、智能化改造、工艺进一步优化等措施进行改善，同时加大了对某些外协件外采改为自产。此外，公司不断优化客户结构，提高高附加值产品业务占比，我们认为公司未来几年盈利能力将逐步回升。公司多项并举以降低费用，期间费用率由2017年15.2%降低至2021年9.9%，2022年前三季度继续优化至9.1%。
- ◆ **投资建议：**公司产品单车配套价值量显著受益于新能源汽车的快速发展和自主品牌的占比提升，在主流自主车企中拥有良好的客户资源，因此我们看好公司产品在核心大客户带动下的量价齐升。同时，上游原材料价格、疫情冲击等因素转好，公司盈利能力有望提升。我们预期2022-2024年公司管路业务营收、利润进入高速增长期，总营收分别为10.55、17.11、24.07亿元，净利润分别为1.46、2.49、3.60亿元，对应PE分别为26、15、10倍，低于可比公司平均市盈率。首次覆盖，给予公司“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**下游客户销量不达预计风险，新能源汽车销量渗透率不及预期，新客户及新订单开拓不及预期，扩产进度不及预期，测算的主观性及偏误风险，原材料成本波动。

01 深耕车用胶管行业数十年，迎来新一轮增长期

- ◆ 1.1 深耕车用胶管行业，国内专业汽车管路供应商
- ◆ 1.2 新能源汽车快速渗透，冷却系统业务成为亮眼增长点
- ◆ 1.3 新能源客户广泛开拓，客户集中度下降

1.1、深耕车用胶管行业数十年，新能源推动公司新一轮成长

■ 公司是国内市场领先的汽车胶管生产企业龙头。自成立以来，公司专注于研发、生产和销售车用胶管类产品，期间公司多次扩大规模并不断发展壮大，并于2016年在深交所创业板上市。2020年以来，随着国内新能源汽车行业的快速发展，公司把握机会切入新能源汽车供应链，拓展产品矩阵，扩张产能，迎来新一轮成长期。

创业发展期 (1984-2002年)

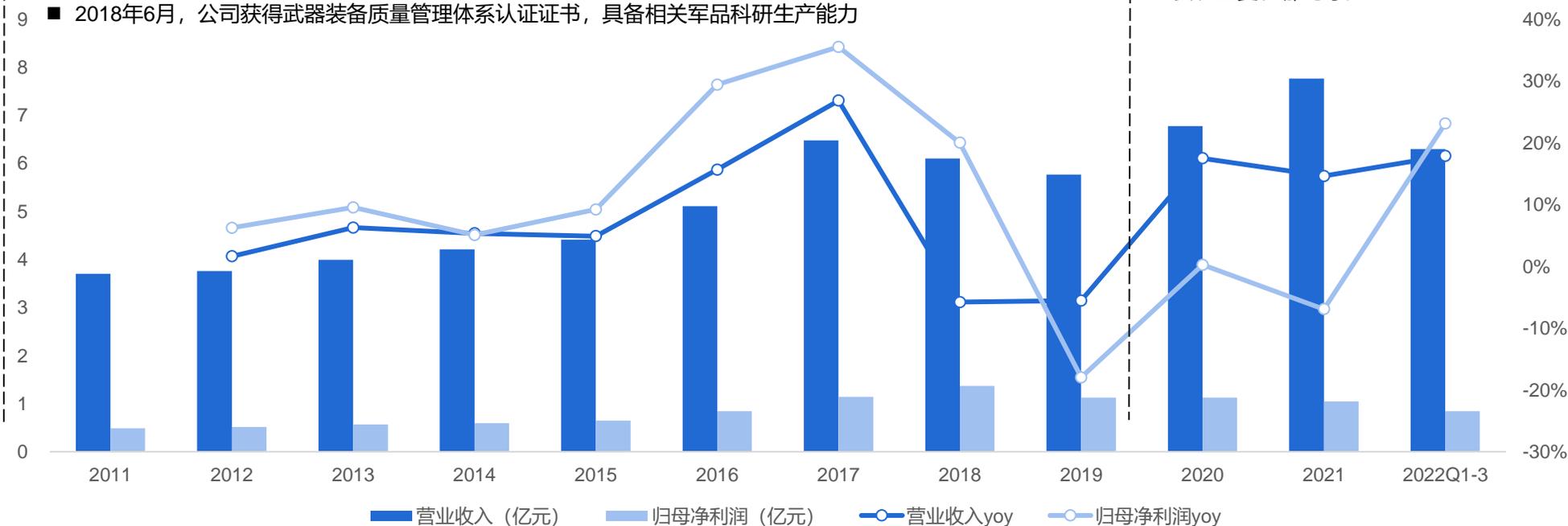
- 1984年，高家榨油厂转型为大竹县橡胶厂，公司前身初具雏形。
- 1998年，川环橡胶工业公司正式成立。
- 2002年收购原大竹县二丝厂厂房实施企业第一次技改（2002-2004）。公司前身四川川环科技有限公司成立。

发展壮大期 (2005-2019年)

- 2005年4月，整体变更为四川川环科技股份有限公司。
- 2009年10月，成功收购四川福翔科技有限公司，福翔科技成为公司全资子公司。
- 2016年9月，公司在深交所创业板挂牌上市。
- 2018年6月，公司获得武器装备质量管理体系认证证书，具备相关军品科研生产能力

新一轮成长期 (2020-至今)

- 2021年，公司投资扩产项目，预计新增产能1万吨。
- 截至2023年2月，老厂区产能约8-10亿元，设计产能约8-10亿元的101、102号厂房已投入使用。目前公司新能源客户覆盖吉利、长安、比亚迪、广汽埃安、五菱、哪吒等。



1.1、国内领先的专业汽车管路供应商，产品分为九大系列

- 公司主要产品范围涵盖汽车冷却系统胶管及总成、汽车燃油系统胶管及总成、油冷管及总成、涡轮增压管路及总成、制动系统胶管及总成、动力转向系统胶管及总成、尼龙管及总成、进出系统胶管及总成、车身附件系统及总成九大系列。

图：公司汽车管路产品

燃油系列胶管及总成



冷却系统胶管及总成



制动系统胶管及总成



动力转向系统胶管及总成



车身附件系统及总成



进出系统胶管及总成



尼龙管及总成



油冷管及总成



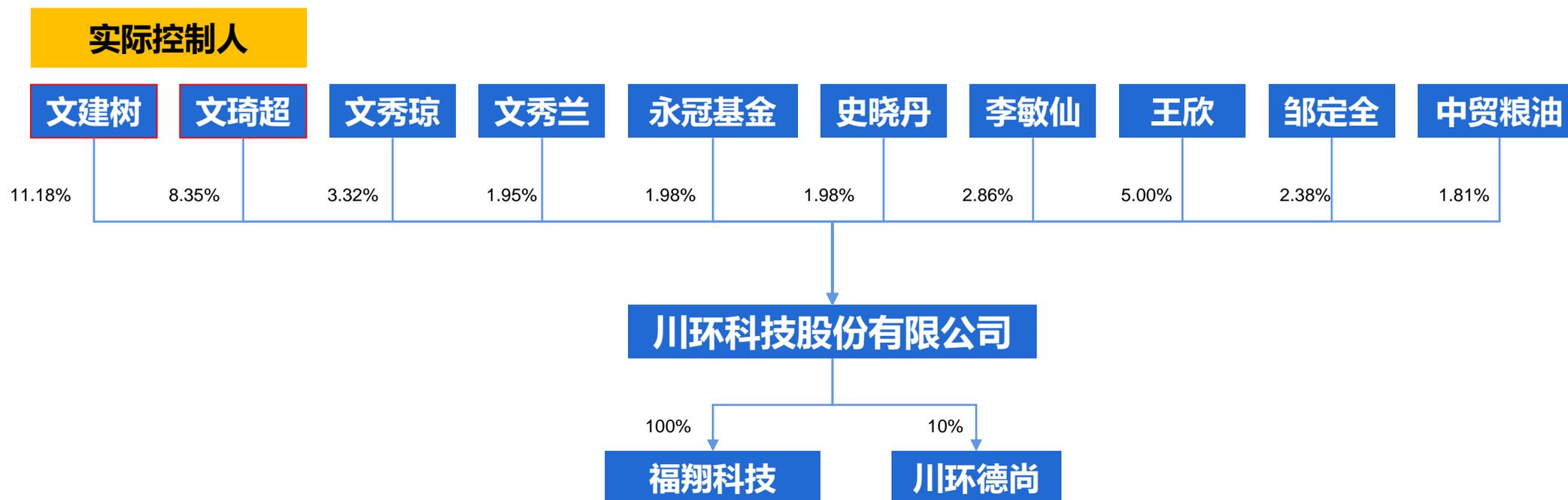
涡轮增压管路及总成



1.1、公司实际控制人合计持股19.53%，股权结构较为清晰

■ 截至2023年3月6日，公司实际控制人为文建树和文琦超，二人系父子关系，合计持有公司19.53%股权，前十大股东中其余八大股东共持股21.28%。福翔科技为公司全资控股子公司，主要负责公司的橡胶软管业务的生产销售。

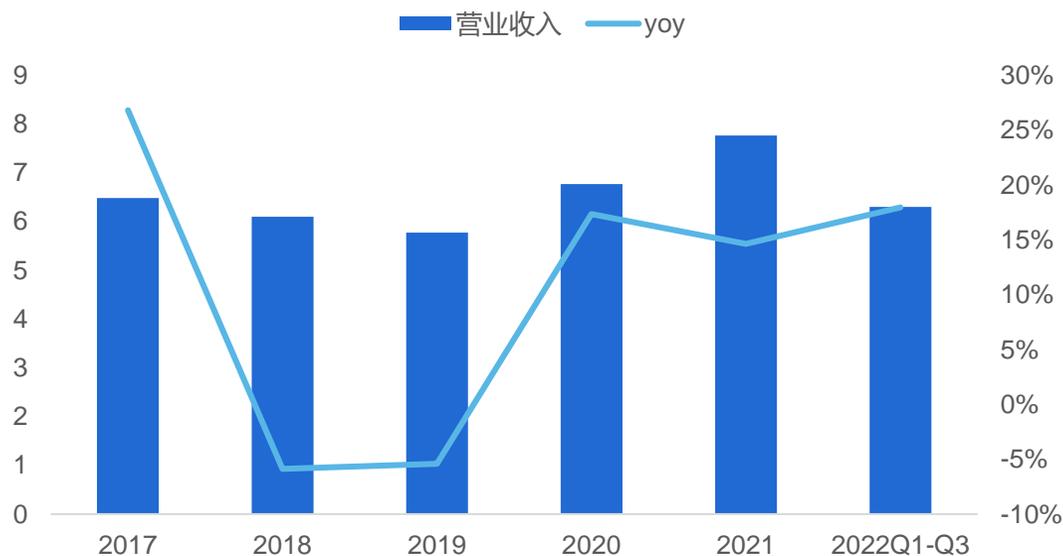
图：公司股权架构图



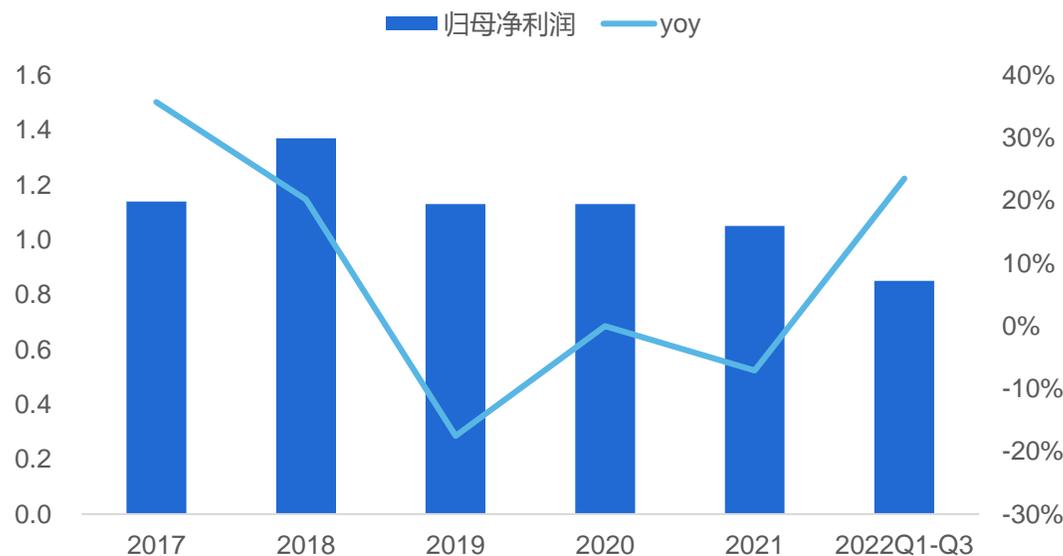
1.2、新能源汽车快速渗透推动公司营收新增长

- **2020年以来，公司营收重回正增长。**2018-2019年，汽车行业受到宏观经济放缓、中美贸易摩擦等影响，销量出现下滑，公司营收受此影响亦有所下降。2020年以来，受益于汽车行业回暖以及新能源汽车快速增长等因素，公司营收重回增长。随着公司客户不断拓展，新项目产能相继落地，营收有望实现新的突破。
- **受原材料价格增长及运输成本增长等因素影响，盈利能力短期下滑。**受近两年石油价格波动影响，公司产品主要原材料价格以及运输成本上涨，致公司盈利能力近两年出现短期下滑，2021年归母净利润同比负增长，但2022年前三季度同比已实现明显回正。

图：2017-2022年前三季度营业收入情况（亿元）



图：2017-2022年前三季度净利润情况（亿元）



1.2、汽车冷却系统胶管为营收占比最高，毛利率相对较低

- **冷却系统胶管及总成成为公司营收主要来源。**公司营收结构中，汽车冷却系统胶管及总成业务近年来占比不断提升，2022H1已达61.6%，贡献营收2.34亿元。
- **汽车冷却系统胶管及总成业务毛利率相对较低，公司综合毛利率始终保持20%以上。**对比各业务的毛利率水平，2018年以来，摩托车胶管及总成最高，汽车燃油系统胶管及总成次之，汽车冷却系统胶管及总成和汽车附件、制动系统胶管及总成两项业务最低。2020年以来，由于原油等原材料价格上涨以及运输费用的提升，叠加政府补助减少及研发投入增加因素，公司毛利率有所下降，但始终保持在20%以上水平。

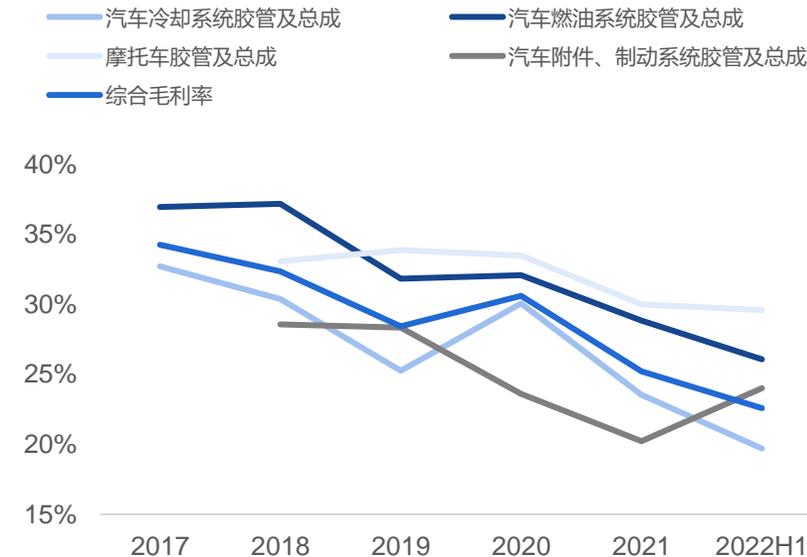
图：2017-2022 H1 各业务营收情况 (亿元)



图：2017-2022H1 各业务营收占比



图：2017-2022H1 分业务毛利率情况



1.3、新能源客户广泛开拓，客户集中度显著下降

- 公司拥有广泛客户群体，与国内主要车企建立良好合作关系，部分商品出口至日本、美国等国家。公司现与沃尔沃、东风、长安、长安福特、江淮、吉利、华普、奇瑞、北汽、昌河铃木、上汽五菱、长城、建设、雅马哈、嘉陵、嘉陵本田、力帆、宗申、隆鑫、大长江、五羊本田等300多家汽车和摩托车生产厂建立了稳定的供配关系，并进入福特、法雷奥、菲亚特、百力通、比亚乔等大集团的国际采购体系。
- 随着国内新能源市场景气度高增，公司把握机会快速切入新能源汽车产业链。目前公司已经和与比亚迪、广汽埃安、长安新能源、赛力斯、吉利新能源、合众等国内头部新能源汽车厂家建立了长期稳定的合作关系。公司客户结构也在进一步优化，2021年前五大客户占营业收入比降为33.80%，同比下降20.26pcts。

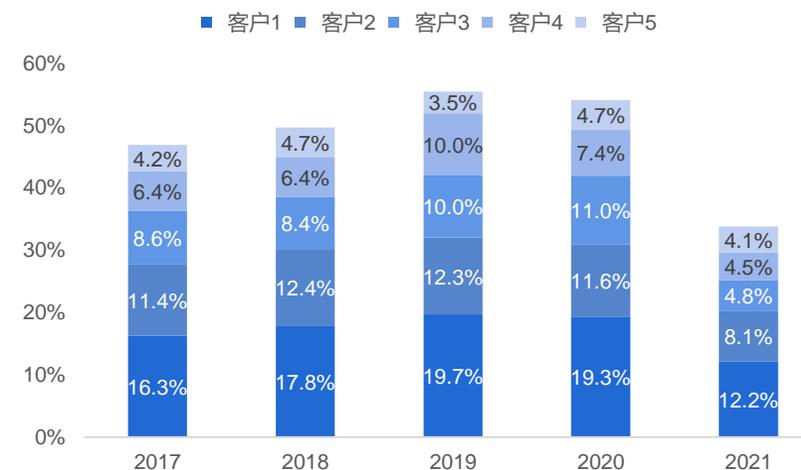
图：公司合作汽车厂商



图：公司国外客户分布



图：2017-2021年度前5大客户占营收比例



02 新能源汽车渗透率提升带来管路行业新增量

- ◆ 2.1 不同材质管路应用不同，TPV应用前景广阔
- ◆ 2.2 汽车管路产品非标准化，壁垒主要在于材料配方、同步设计开发能力、客户资源
- ◆ 2.3 新能源汽车热管理管路单车价值辆提升，推动市场空间提升
- ◆ 2.4 自主品牌新能源车快速发展重塑行业竞争格局

2.1、汽车管路应用于冷却、燃油、制冷等多个系统

- 汽车管路按材质类别可将产品分为橡胶、尼龙、金属三类，通常应用在汽车上用于冷却系统、燃油系统、制冷系统、动力系统、制动系统、转向系统和空调系统等。管路内部传输燃油、润滑油、制冷剂和水，长期工作在较为复杂的工况下，帮助汽车各子系统实现其功能，直接影响汽车可靠性、安全性及整车性能，因此通常对压力、高低温及传输流体的腐蚀性等方面有特定的机械、化学特性要求。

表：三种主要材质的汽车管路对比

产品示例			
材质	橡胶	尼龙	金属
优点	耐震、耐化学特性好	轻量化	散热效率高、耐老化、强度高
缺点	连接效率低、拉伸性较弱	脆性大、不耐疲劳	重量大、成本高
使用特征	用量较大，汽车各系统均有使用	常见低温回路系统	各系统均有使用，多见于热交换、空调系统

表：汽车管路主要产品大类

类别	细分产品
燃油系统	供回油管、碳罐油管；
冷却系统	冷却水管、出气管；
传动系统	离合硬管、离合软管；
制动系统	液压制动硬管、液压制动软管、气压制动硬管、气压制动软管、真空管；
转向系统	高压油管、吸油管、回油管；
进气系统	空压机进气管、中冷器管。

2.1、新型TPV软管兼具橡胶及塑料优势，应用前景广阔

- **热塑性动态硫化橡胶（TPV）兼具橡胶和塑料的特性，在冷却管路上愈加受到关注。**伴随汽车轻量化、环保、低成本的发展趋势，汽车冷却管路中塑料材质的应用愈加广泛，TPV材料性能兼具橡胶和塑料优势，在汽车冷却液管路上逐渐显示出更加广阔的应用潜力。

表：各类管路材料特性及使用特征

管路型材	原材料	特性（同型材间对比）	使用
热塑性动态硫化橡胶（TPV）	PP / EPDM	优点：兼具橡胶和塑料的特性，耐老化、回弹性、可环保循环利用； 缺点：拉伸强度、撕裂强度较低、价格较高。	技术商业化前景广阔，目前该型材的成功应用主要聚焦于冷却液管路。
橡胶	氟橡胶（FKM）	优点：耐高温、耐油、耐化学试剂、耐酸、耐老化、耐臭氧； 缺点：加工性差、耐寒性差、弹性透气性较低、价格较高。	使用温度约-20℃~+250℃，主要用于O形圈油封、燃油胶管内层及其它密封制品等。
	乙烯基硅橡胶（VMQ）	优点：耐热性、低温弹性、抗氧化、高透气性、电绝缘性； 缺点：耐水蒸气性能较弱、拉伸强度低、抗磨损性弱。	主要用于制作各种密封件、橡胶管中外层等。
	丁晴橡胶（NBR）	优点：气密性、耐磨及耐水性等均较好粘结力强； 缺点：耐寒、耐臭氧性较差、强力及弹性较低、耐酸性、耐电绝缘性较差。	使用温度约-30℃~+100℃，主要用于橡胶管、密封圈、油封等。
	顺丁橡胶（BR）	优点：弹性高、耐磨性好、耐寒性好、生热低、耐曲挠性； 缺点：抗湿滑性差、撕裂和拉伸强度低，冷流性大、加工性能稍差。	主要用于轮胎、胶管、胶带等。
塑料	PA6	优点：易加工、耐磨性，自润滑性和耐溶剂性； 缺点：吸水率大、耐热性低、低温脆性。	适合轻负载环境。
	PA12	优点：绝缘性、低温韧性、抗冲击性、化学稳定性； 缺点：不耐氧化性酸。	主要用于部分燃油管路内层、外层及空调管路。
	乙烯-乙烯醇共聚物（EVOH）	优点：气体阻隔性、易加工、热稳定性、耐气候性、耐磨性； 缺点：防潮性差、不耐高压。	主要用于复合尼龙管的阻隔层。

2.2、行业主要壁垒在于材料配方、同步设计开发能力、客户资源

- **汽车管路产品非标准化，随客户需求更迭频率高**，在研发、测试、良率控制等方面具有相应技术要求，销售渠道、人才队伍及政府产业政策调整也一同构成了行业进入壁垒。

表：汽车管路行业进入壁垒

类别	进入壁垒
技术	汽车用软管属于非标产品，在技术引领市场竞争的行业发展过程中，企业必须具有自主研发和创新能力，能够根据下游客户的具体需求和质量标准，在配方设计、工艺设计、同步开发能力等方面为客户提供全方位整体服务，才能在市场竞争中立稳脚跟并谋求发展。 产品生产核心配方的研制是企业生存与发展的关键所在，难以单纯通过引进生产技术或者购买先进设备来实现。 各企业纷纷加大投入研发先进配方、工艺提升，并通过申请专利保护或制定并执行严格的保密制度等措施来保证企业在技术上的竞争力，提高潜在进入者的成本。
渠道	由于汽车用软管的质量直接关系到整车的质量和安全可靠性能，大型汽车整车制造商通常对为其配套的供应商管理体系及其产品提出严格的考核程序，供应商往往需经过独立第三方质量体系认证、评审、现场工艺考核、产品质量认证、试样、小批量供货等多道程序才能成为整车厂供应商，考核周期较长。 鉴于更换供应商的机会成本较高，整车制造商选定供应商后，多与其供应商形成长期、稳定的合作关系，打破原有的合作关系将带来转换和重构成本，这种既有的长期稳定的合作关系给新进入者设置了障碍。
人才	汽车用软管行业同时跨橡胶行业和汽车零部件行业，研发人员不仅需要具备扎实的与橡胶制品有关的知识和技能，还必须对汽车、发动机、工程机械等行业相关知识有充分的理解，技术人员必须在生产和研发实践中进行多年的学习和积累才能胜任研发工作，开发出适应下游行业发展的产品，增强企业的市场竞争力，而这种复合型人才的培养需要企业良好的人才培养机制及长时间的投入。
产业政策	国家鼓励拥有核心技术并具有一定规模经济效益的汽车零部件骨干企业进行跨地区兼并重组扩大规模，形成大型零部件企业集团，提高国内外企业配套市场份额。鼓励整车企业与零部件企业联合开发汽车零部件产品，打破区域之间或企业集团之间汽车零部件配套的障碍。这些措施将增加新进入企业的投资成本和投资风险，在一定程度上压缩新进入该行业的中小企业的生存空间。

2.2、材料配方设计及模块功能匹配是管路生产技术核心

- 橡胶管路生产企业核心技术集中体现在材料的配方设计和针对整车的功能及模块化匹配的技术上。
- 橡胶管路生产流程对材料配方、结构设计、复合技术、先进工艺、试验检测等方面均有较高的工业标准要求。以氟硅橡胶涡轮增压管为例，其主要工艺流程包括【混炼-热处理-过滤-反炼-硫化-清洗-试压-检验】等流程。
- 尼龙管路的生产流程以尼龙粒子来料加工为特征，流程包括【塑化-定型-成型-装配】，技术壁垒较低。

表：汽车胶、塑管路总体特性要求

产品特性要求	
1	耐管内介质化学特性及管内介质温度
2	耐管外环境温度及可能的化学腐蚀及环境紫外线、臭氧老化等
3	具有特殊的内外部阻燃、电阻特性
4	耐震动和疲劳脉冲
5	能与所在汽车子系统模块化设计及感温器、电子阀、分水器等连接件进行良好的匹配
6	符合计算机数模模拟装车的各空间尺寸的匹配
7	解决产品寿命与成本相互制约的矛盾因素
8	满足客户要求的其他特殊性能

图：氟硅橡胶涡轮增压管主要工艺流程



2.3、新能源汽车热管理对管路的需求量增大

- 燃油车热管理系统回路较为简单，新能源车热管理管路增量多。传统燃油汽车热管理主要围绕发动机热系统进行，从而使发动机内部部件尽快达到最佳温度并防止过热。而新能源汽车一方面电机余热无法满足换热器除霜、车窗玻璃除雾、冬季制热等需求，另一方面还需要面对电池、电机、电控系统的温度控制，因此新能源车的热管理系统与燃油车区别较大，主要新增动力电池、电控、电机等方面的热管理回路。

图：燃油车发动机热管理系统

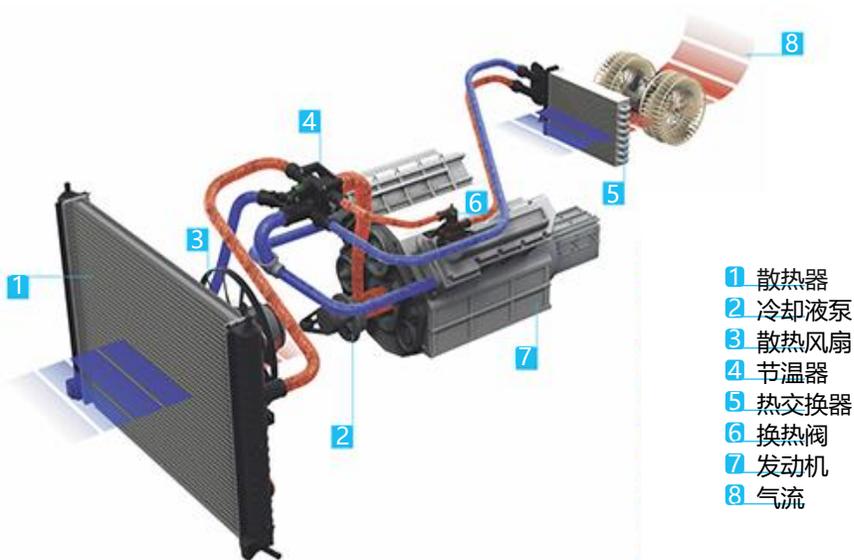
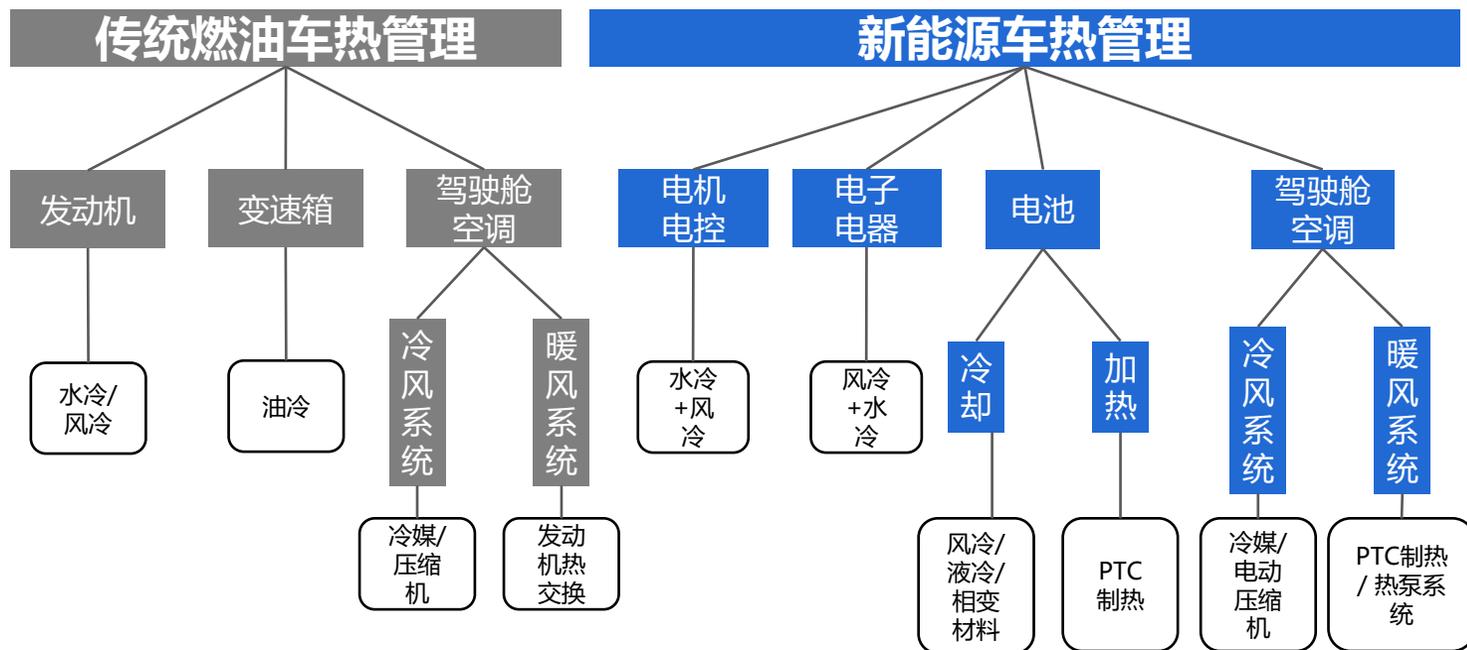


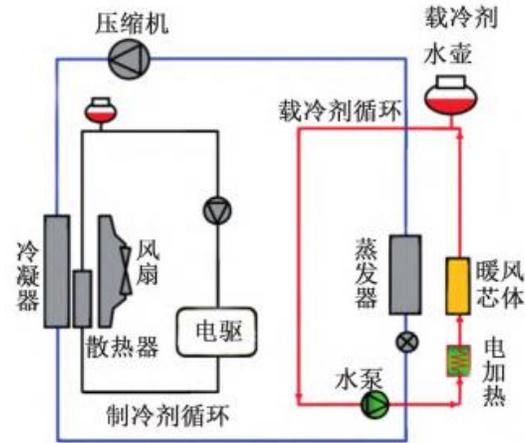
图 传统燃油车热管理对比新能源车热管理



2.3、新能源车热管理趋于集成化，产生更高管路用量需求

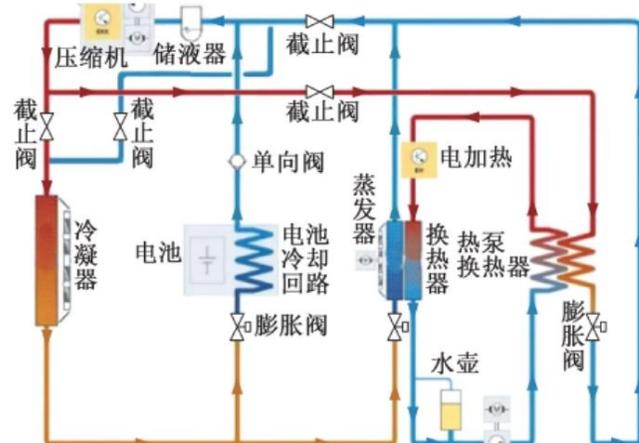
- **新能源汽车热管理技术复杂度不断提升，刺激管路用量需求。**随着电动汽车的普及以及应用场景的增多，汽车动力需求不断提升，电动汽车电机需要更高的功率、扭矩以及转速，也意味着更高发热量，超标的环境温度会严重影响电池包的性能、寿命及安全性，因此热管理技术成为了新能源汽车驾乘安全与舒适的重要保证，已成为电动汽车发展的核心关键技术。电动汽车整车热管理技术逐渐朝着高度集成化、智能化的方向发展，**整车热管理系统增加了更多气液回路，相应阀体、水泵、管路等零部件随之增多，产生了更高的管路用量需求。**

图 新能源车热管理技术发展历程



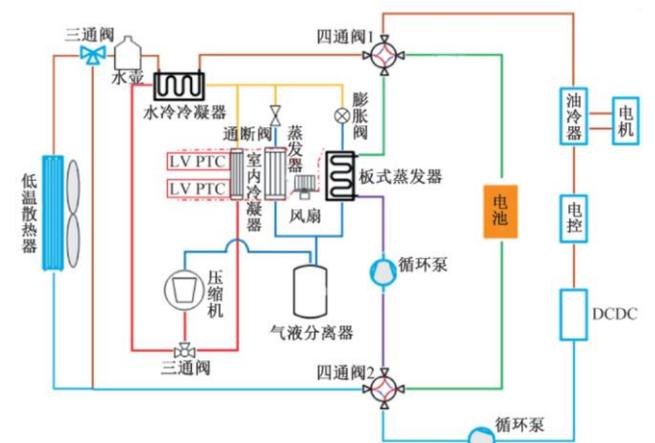
第一阶段——PTC 供热
(三菱 i-MIEV)

在电动汽车产业化起步阶段，热管理系统基本是以电池、电机等动力系统为核心在传统燃油汽车热管理技术基础上逐步改进而来，这一阶段的热管理主要形式是各个独立的子系统分别满足热管理需求。



第二阶段——热泵技术
(宝马 i3)

传统PTC 供热耗电量较高，能源利用率低，因此这一阶段普遍使用热泵系统代替PTC以增加电动汽车制热工况下的续航里程。虽然集成化程度有所提升，但这一阶段的热管理系统只对电池制冷与乘员舱制冷进行了简单整合，电池、电机余热未得到有效利用。



第三阶段——宽温区热泵及整车热管理一体化
(特斯拉Model Y)

这一阶段一系列提升热泵空调低温工况下性能的方法得以开发应用。通过合理增加二次换热回路，可以实现在对动力电池与电机系统进行冷却的同时，对其余热进行回收利用，提高电动汽车在低温工况下的制热量。电动汽车热管理在极端条件下的环境适应能力逐渐提升，并朝着集成化、绿色化的方向发展。

2.3、插混车型管路单车价值或达2000元，增量显著

- **新能源汽车管路价值普遍高于燃油车。**纯电车型以三电系统取代了燃油排汽系统，混动车型则同时拥有燃油和电动两套系统。根据川环科技2022年3月23日投资者互动问答，以公司配套的管路产品单车价值量来看，燃油车约200-400元，纯电约400-600元，插混约800-1200元；空调系统中，燃油车单车管路价值约200元，新能源车普遍使用热泵空调系统，整个空调管路系统要更复杂，其单车空调管路价值大幅高于燃油车，约为一倍以上。
- **据我们测算，燃油、纯电、插混车型单车管路价值量约达1300、1400、2000元。**

图 奥迪e-tron GT Quattro热管理系统管路

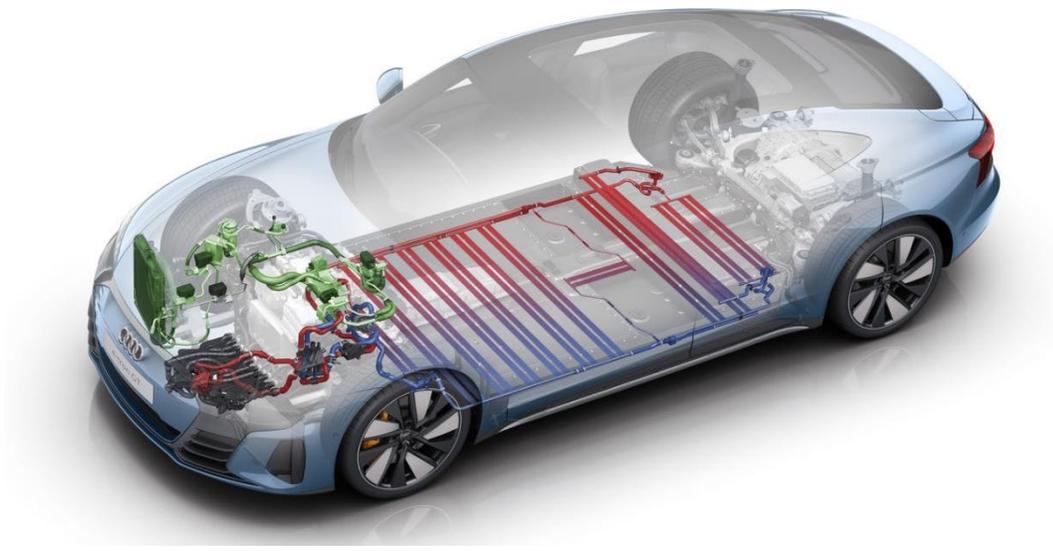
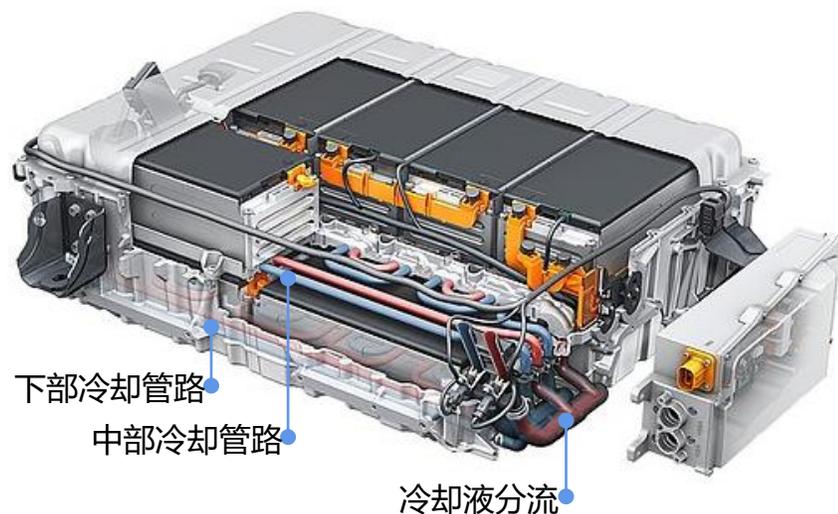


图 奥迪Q7 e-tron 3.0 TDI Quattro动力电池模块



2.3、2025年国内乘用车管路市场规模有望达368亿元

- **新能源渗透率持续提升，我们预计2025年国内乘用车管路市场规模有望达368亿元。**2022年新能源乘用车销售迎来快速增长，其中插混销量增速大于纯电，我们预计新能源汽车市场销量未来仍将保持一定增长态势，受益于新能源汽车热管理需求，以橡胶、尼龙为主的冷却管路需求将大幅增长。
- 基于国内乘用车销售规模历史数据，假设在2023~2024年保持3%的增长率，并且此后保持2%的增长预期，同时假设新能源渗透率于2025年达到46%且插混车型渗透率达16%，以燃油、纯电、插混车型单车管路价值分别为1300、1400、2000元计，测算得出2025年国内乘用车管路市场规模有望达368亿元，2022~2025年CAGR为4.5%；其中2025年橡胶、尼龙、TPV管路市场规模为320亿元，2022~2025年CAGR为6.2%。

2.3、2025年国内乘用车管路市场规模有望达368亿元

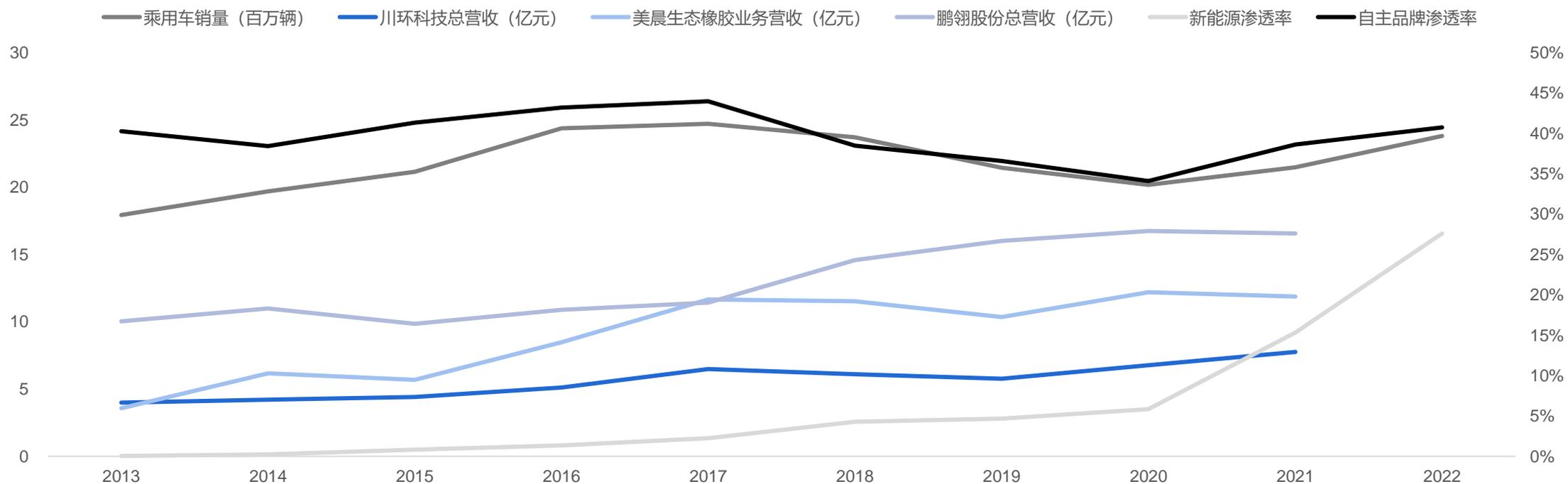
图：国内乘用车管路市场规模测算

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
销量 (万辆)							
乘用车合计	2148.2	2356.3	2427.0	2499.8	2549.8	2600.8	2652.8
YoY	6.5%	9.7%	3%	3%	2%	2%	2%
新能源车合计	333.4	654.8	849.5	999.9	1172.9	1300.4	1406.0
YoY	167.5%	96.4%	29.7%	17.7%	17.3%	10.9%	8.1%
新能源渗透率	15.5%	27.8%	35%	40%	46%	50%	53%
纯电乘用车	273.4	503.3	620.1	680.0	762.4	806.3	843.6
YoY	173.5%	84.1%	23.2%	9.7%	12.1%	5.8%	4.6%
在新能源中占比	82.0%	76.9%	73.0%	68.0%	65.0%	62.0%	60.0%
插混乘用车	60.0	151.5	229.4	320.0	410.5	494.2	562.4
YoY	143.24%	152.40%	51.41%	39.51%	28.30%	20.37%	13.81%
在新能源中占比	18.0%	23.1%	27.0%	32.0%	35.0%	38%	40%
传统燃油车	1814.7	1701.5	1577.6	1499.9	1376.9	1300.4	1246.8
YoY	-4.14%	-6.24%	-7.28%	-4.92%	-8.20%	-5.56%	-4.12%
单车价值量 (元)							
纯电乘用车	1400	1400	1400	1400	1400	1400	1400
插混乘用车	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000
传统燃油车	1300	1300	1300	1300	1300	1300	1300
管路市场空间 (亿元)							
乘用车合计	286	322	338	354	368	381	393
YoY	8.0%	12.5%	4.9%	4.9%	3.9%	3.5%	3.1%
纯电乘用车	38.3	70.5	86.8	95.2	106.7	112.9	118.1
YoY	173.5%	84.1%	23.2%	9.7%	12.1%	5.8%	4.6%
插混乘用车	12.0	30.3	45.9	64.0	82.1	98.8	112.5
YoY	143.2%	152.4%	51.4%	39.5%	28.3%	20.4%	13.8%
燃油乘用车	235.9	221.2	205.1	195.0	179.0	169.1	162.1
YoY	-4.1%	-6.2%	-7.3%	-4.9%	-8.2%	-5.6%	-4.1%
管路细分市场空间 (亿元)							
橡胶管	123.59	132.00	135.11	138.13	139.78	140.88	137.44
YoY		6.8%	2.4%	2.2%	1.2%	0.8%	-2.4%
橡胶管比例	43.2%	41.0%	40.0%	39.0%	38.0%	37.0%	35.0%
尼龙管	108.86	125.56	131.73	134.59	136.10	137.07	137.44
YoY		15.3%	4.9%	2.2%	1.1%	0.7%	0.3%
尼龙管比例	38.0%	39.0%	39.0%	38.0%	37.0%	36.0%	35.0%
金属管	50.34	54.73	50.67	49.58	47.82	45.69	47.12
YoY		8.7%	-7.4%	-2.1%	-3.6%	-4.4%	3.1%
金属管比例	17.6%	17.0%	15.0%	14.0%	13.0%	12.0%	12.0%
TPV管	3.40	9.66	20.27	31.88	44.14	57.11	70.68
YoY		183.8%	109.8%	57.3%	38.5%	29.4%	23.8%
TPV管比例	1.2%	3.0%	6.0%	9.0%	12.0%	15.0%	18.0%

2.3、汽车终端销量结构及规模直接影响汽车管路市场

- **汽车管路市场受益于汽车销量的结构和规模变化。**传统燃油车时代，汽车管路单车用量相对稳定，汽车整车行业的市场规模和增长速度直接影响汽车管路的市场规模和增长速度。2019年后，以川环科技为代表的上市公司收入增长受益于国内新能源汽车渗透率的快速提升。

图：国内乘用车行业结构及主要汽车胶管上市公司营收走势



2.4、管路市场竞争充分，不同企业各有侧重

- 据我们测算，2022年我国车用胶管（包括橡胶、尼龙、TPV等）市场规模约267亿元。根据《汽车胶管市场需求及展望》（冯威，2016年），国内主要汽车胶管生产企业50多家，其中外资约15家占1/3，产量则占到1/2，高档、豪华汽车软管市场多半市场份额被外资企业占据，行业竞争较充分。
- 自主管路厂商中缺乏航母级头部企业，高技术含量的产品多由外资厂商把持。行业总体呈现规模大，但企业规模小且产品结构单一的特点。

表：国内汽车管路企业配套模式及相应企业

模式	供配客户特征	代表企业
欧美体系	“水平分工、自主发展” 欧美系整车企业与零部件供应商的合作关系在专业分工的基础上呈现较为开放的网络状态。	法国哈钦森、美国派克汉尼芬
日韩体系	“双向垄断” 日韩系整车厂商的主要零部件的首选供应商基本都是日韩资企业，而日韩系的零部件供应商也主要为日韩系整车厂商提供配套，双方的合作关系较为封闭。	日本东海橡胶工业、日本丰田合成
自主系	“围绕国内自主品牌整车形成” 目前该体系的典型特征尚不明晰。一方面国企企业原有的“纵向一体化”模式依然存在，另一方面内资民营企业OEM配套处于不稳定的“游离”状态。此外，在高端零部件OEM配套领域，也与外资进行了大量的合资合作，同时具有欧美和日韩模式的色彩。	川环科技、鹏翎股份、美晨生态、宁波丰茂远东

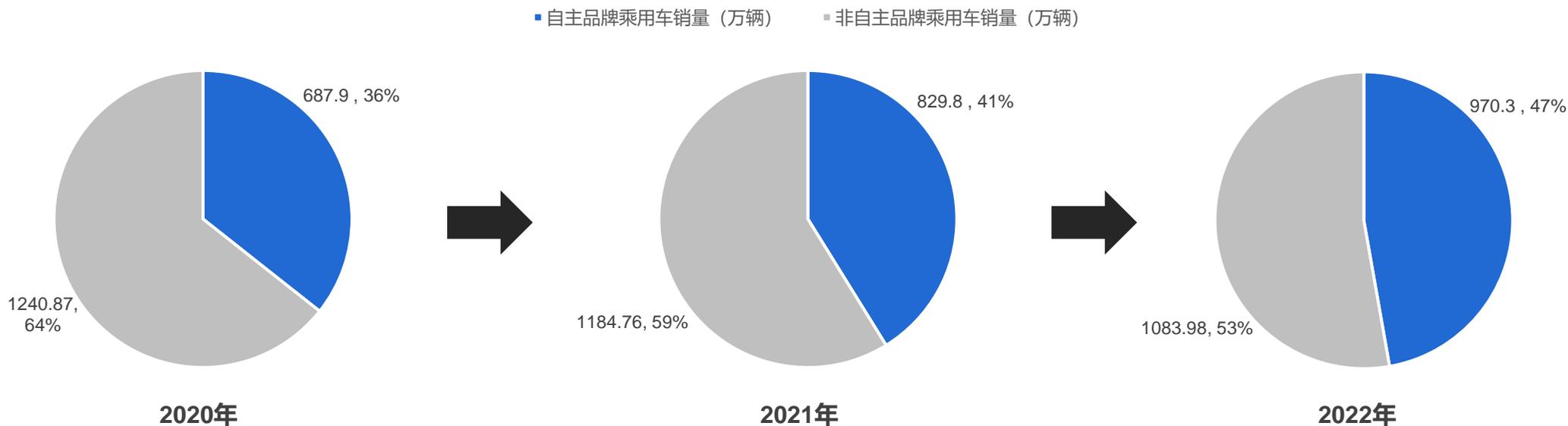
表：内资汽车管路企业侧重方向

企业	2021年主要管路产品营收（亿元）	主要客户
川环科技	冷却系统胶管及总成：4.29； 汽车燃油系统胶管及总成：2.23； 汽车附件、制动系统胶管及总成：0.43。	自主品牌车企为主+部分合资车企。 主要有比亚迪、吉利、长安等。
鹏翎股份	汽车发动机附件系统软管及总成：8.79； 尼龙管：1.45； 汽车燃油系统软管：0.84； 吹塑管：0.77。	一汽大众、上汽大众、一汽集团、众泰、比亚迪等。
美晨生态	橡胶制品：11.88（含汽车减震系统制品）。	长城、吉利、广汽、奇瑞等。
中鼎股份	冷却系统零部件：32.97； 空气悬挂及电机系统零部件：6.3。	拥有合资背景，掌握TPV生产技术，客户构成较为开放，包括宝马、奥迪、沃尔沃。
腾龙股份	汽车热管理系统零部件：12.38； 汽车胶管：5.99。	以合资品牌、自主品牌为主，包括本田、沃尔沃、神龙等

2.4、受益自主车企份额提升，管路市场迎来新的发展机遇

- **自主车企市场份额快速提升，上游管路供应商格局迎来变化。**乘新能源之势，自主车企在国内汽车市场竞争中逐渐掌握主动权，市场份额逐年提升，2020/2021/2022年份额分别为36%/41%/47%。下游格局的变化也将为上游带来新的发展机遇，自主管路供应商有望与自主车企一起共同成长，在未来市场竞争中抢占更大的市场份额。

图：自主品牌乘用车市场份额变化



03 拥抱新能源国产化浪潮，公司管路业务持续突破

- ◆ 3.1 提前布局产能，加大产研保持产品优势
- ◆ 3.2 全面进入自主车企供应链，强化客户网络
- ◆ 3.3 疫情冲击减退叠加海外消费萎缩，上游成本有望下行
- ◆ 3.4 业务趋向多元化，布局储能有望再造新增长点

3.1、产能快速提升打造“车用胶管超市”，重点布局新能源

- **产能加速扩张，重点布局新能源，打造“车用胶管超市”。**根据公司2022半年报，针对国内汽车市场新能源化新格局，公司积极调整发展战略规划，重点布局新能源发展方向，于2021年新征土地200亩投资建设“传统汽车与新能源汽车零部件增量（制造）扩能”项目，项目含101~104四间厂房，建成后产能将新增10000吨的生产能力，目前一期101、102厂房已于2022年4月建成、8月投产，产能正逐步爬坡。二期103、104厂房预计将于2023年投产。
- **新增产能将大幅缓解产能不足问题。**2022年H1公司新能源汽车配套产品产销同比增幅100%，预计H2新能源汽车配套产品约占公司主营的40%，一期新产能的投产将大幅改善当前产能不足的问题。

表：产能布局情况（2022年）

图：公司厂房情况

厂房	设计产能	产能现状
原有厂房	8-10亿元	产线成熟，已投产，2022年产值预计约7亿元。
一期新厂区 101、102 厂房	8-10亿元	作为公司进军新能源汽车胶管领域的核心生产基地，2022年年中投产，目前产能正逐渐爬坡，2022年可实现工业总产值约5亿元。
二期新厂区 103、104 厂房	10亿元	103厂房主体工程已经建成，地面硬化已经完成，正在进行车间墙面装饰等工程，约完成总体工程的90%以上，103厂房将主要生产尼龙管路总成。 104车间厂房主体钢结构已经建成，约完成总体工程的50%左右。将根据市场情况适时启动投产。



3.1、打造产研护城河，提升全方位供应能力

- **外协件自主化生产，总成化、集成化供货能力突出。**除子公司福翔科技外，公司还成立加工中心对各类外协件自主化生产，能够根据客户的不同需求把常规的众多单件软管进行总成化、集成化，打包成一个组合件，提高主机厂在装配此类汽车零部件的可靠性和快捷性，与主机厂的管路系统同步开发和设计协调方面具有独特的优势。
- **成立技术中心，提升技术综合竞争力。**公司核心技术人才队伍稳定。在原技术部的基础上整合开发部、项目部等公司部门重新组建技术中心。聘请了化工行业专家、技术骨干，提升TPV管等新产品研发能力及现产品质量，从而巩固现有市场开拓新市场。

图：TPV管路（积极研发中）



图：汽车胶管总成外协件



卡箍



三通



O型圈

3.2、客户结构逐步优化，新能源业务提升空间大

- **公司客户以自主车企为主，涵盖大部分主流OEM厂商。**公司2022年拥有50多家汽车主机厂、50多家摩托车厂以及上百家二次配套厂商的客户群体，新能源汽车客户主要有：比亚迪、广汽埃安、长安、赛力斯、吉利、极氪、零跑、理想等，合作车型广泛。
- **新能源主机厂营收增量明显。**2022年，公司参与了比亚迪的王朝系列(唐、宋、元、秦、汉等)、海洋系列(海豚、海豹等)、腾势系列、军舰系列等多个车型的管路系统配套；赛力斯M5、M7车型管路系统由公司100%独家配套；与广汽埃安的合作中，公司100%独供橡胶类管路，并争取到50%的尼龙管路配套比例。

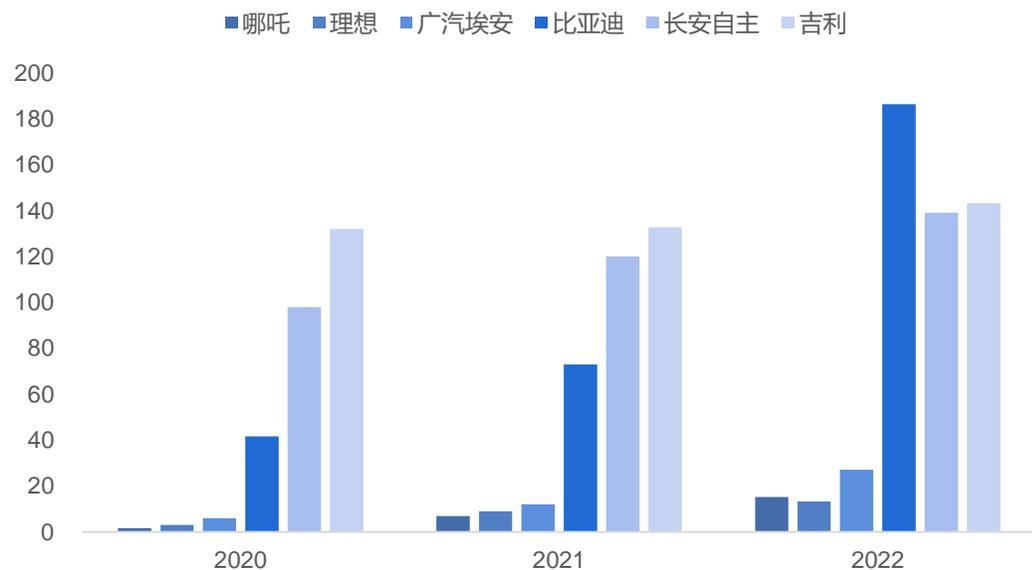
表：公司客户情况梳理

业务类别	客户	合作情况
传统业务客户	出口：三菱、菲亚特	2021年海外出口业务营收占比约为5%； 总体供配关系稳定。
	合资：一汽大众、上汽大众、长安福特、长安马自达、上汽通用五菱	
	自主：比亚迪汽车、长安汽车、吉利汽车、长城汽车、广汽、东风汽车、奇瑞汽车、北京汽车	
新能源业务客户	比亚迪、广汽埃安、五菱、哪吒汽车、北汽新能源（极狐等）、长安新能源（深蓝等）、赛力斯、吉利集团（包括几何、领克、极氪等）、东风新能源、理想汽车、威马汽车（EX系列）	2022年下半年新能源业务营收占比预计达40%。 合作车型：王朝系列、海洋系列、腾势系列、军舰系列；AION Y/S/V/LX；Mini EV；哪吒U/V/N/S；极狐；深蓝；问界M5、M7；领克、极氪；岚图；理想One；威马EX。
摩托车业务	雅马哈、本田、春风、大长江、铃木	2021年营收占比略小于10%。积极配合各大摩托厂家开发豪华型大排量摩托车管路系统，豪华型大排量摩托车管路系统比传统摩托车价值要高5倍以上。
氢能源业务客户	未势能源、长城、庆铃	配合开展相关配套管路研发工作。

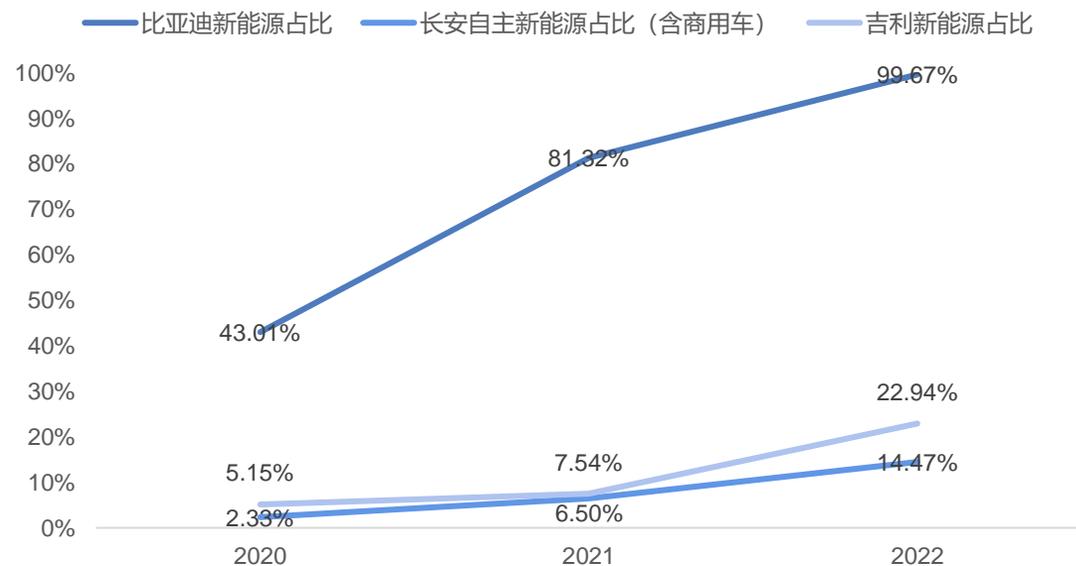
3.2、客户新能源车渗透提升快，公司加深新能源车型配套

- **主要客户中新能源销量增长亮眼，持续向新能源转型。**公司主要客户如比亚迪、广汽埃安、长安自主、哪吒、理想等品牌新能源战略获得市场认可，销量不断攀升。预计未来新能源汽车市场将继续扩张所处价格区间，销量有望进一步提高，并扩大与公司的合作深度，为公司带来更多市场增量。
- **积极进入新能源车企供应体系，强化客户网络。**汽车零部件供应商想要进入主机厂的供配体系所需较长周期的认证，公司在向客户批量供应产品之前，要经过多项客户认证程序，通过认证进入配套体系后公司能够与客户建立长期稳定的合作关系，形成渠道优势。

图：主要客户乘用车销量态势（万辆）



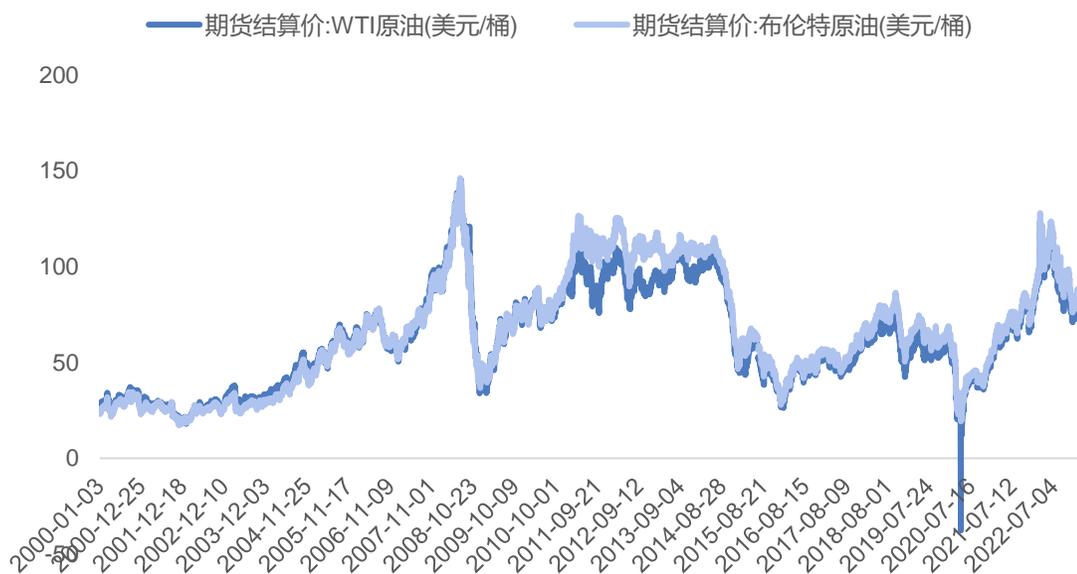
图：传统车企客户新能源转型趋势



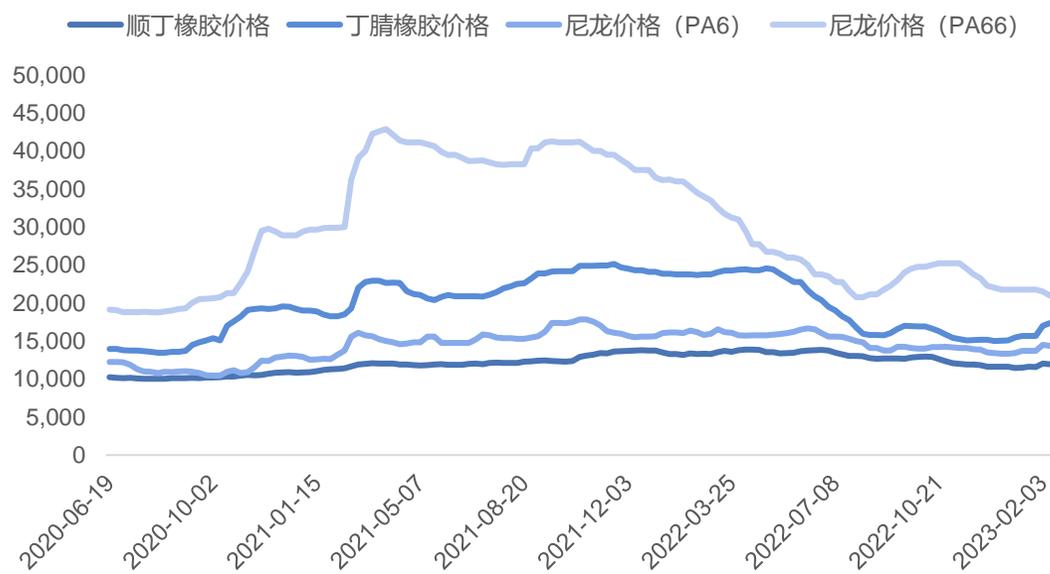
3.3、疫情影响快速消退，上游成本有望进入下行区间

- **国内疫情冲击减退，规模以上企业全面复工复产，有力保障公司产能扩张节奏。**百年建筑网数据显示，2月14日全国施工企业开复工率76.5%，较上期（2月7日）提升38.1pcts，相比去年同期(农历)提升6.9pcts。
- **世界经济预期不足，上游原材料总体供过于求，原材料成本有望进入下行区间。**总体而言，石油及其下游产品橡胶、尼龙等大宗商品2022年面临“供给冲击、需求收缩、预期转弱”三重压力，流动性由放转收、库存周期由补到去、经济周期由牛转熊是大宗商品价格转势的主要逻辑。2023年三重压力依旧，供应相对稳定，需求仍待刺激。因此，我们预计2023年橡胶、尼龙等大宗商品价格仍保持低位，有望继续下行。

图：石油价格走势



图：主要原材料价格走势（元/吨）



3.4、管路业务应用范围拓展，储能或成为公司未来新增长点

- **客户范围趋向多元化，新领域市场佳音频传。** 2020年8月，公司与徐州中车轨道装备有限公司签署合作框架协议，向中车供应轨道交通车辆制动系统在内的各类管路，2021年还在中石油、中石化、军品等领域取得突破。
- **公司战略部署储能/半导体领域，拓展储能/半导体市场。** 近年来，新能源发电占比不断增加带动储能市场火热，2022年户储大储两翼齐飞，带动国内储能电池出货量达到130GWh，同比增速达170%。国家能源局提出到2025年，中国新型储能装机规模达300GW以上，成为管路需求的又一增长点。储能柜体内部热管理系统使用大量的冷却管路，与车用管路相比，对技术和质量指标有新的要求，公司相关管路产品已小批量供货。

表：储能市场简介

用户划分	主要部件	客户	行业简介	产品示例
户储	电池; 逆变器; 电池管理系统(BMS), 管理电池充放电、电压、限流等功能)	居民用户、经销商。	户用家储主要应用于家庭小型户用备电场合，呈现出一定的电器化特点。户用家储单柜带电量普遍在5-20KWh左右。全球户用储能装机市场主要集中在欧洲、美国。	
大储	电池; 电池管理系统; 能量管理系统(EMS), 发挥监控、预警等功能对电网侧进行管理。	大型发电集团、EPC承包方、电网公司。	大储是是当前中国储能装机的主力，2022年大储新增装机占总新增装机的92%，目前国内40尺标准集装箱储能柜单体储电量最高可达6.6MWh。随着中国双碳目标的推进，新能源项目在政策要求下强制配储，随其经济性不断提升，商业前景广阔。	

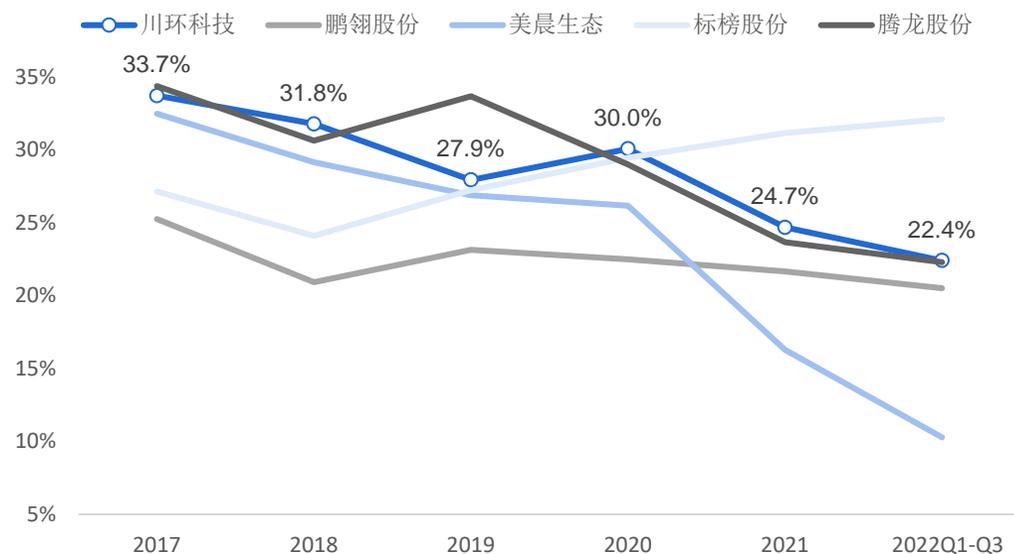
04 财务分析及投资建议

- ◆ 4.1 公司财务状况良好，在同行业中处于领先水平
- ◆ 4.2 公司当前估值较低，具有较大营收增长空间

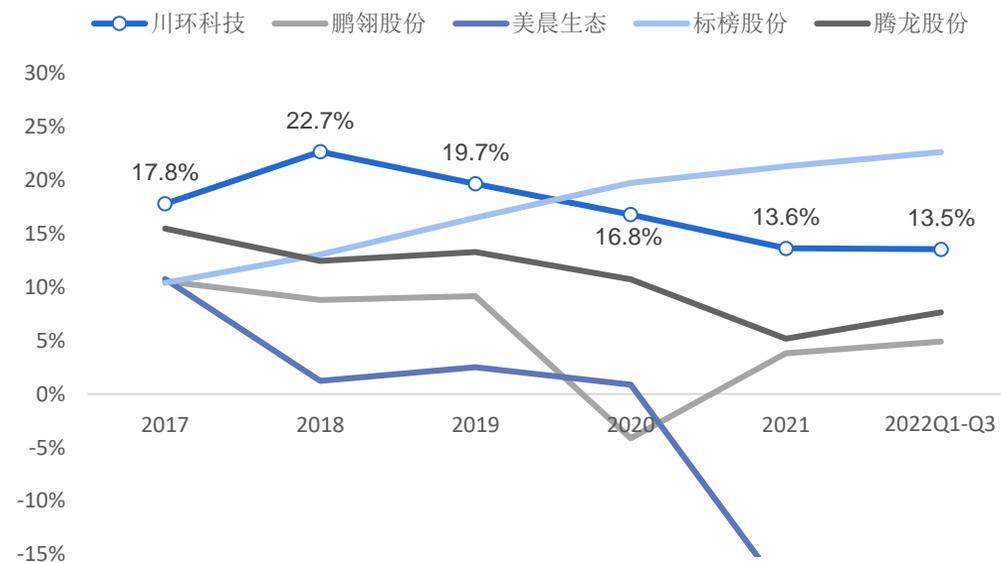
4.1、公司盈利水平处行业领先水平，利润率有望逐步回升

- **公司盈利能力处于行业领先水平，利润率有望逐步实现回升。**近年公司受到原材料价格、运费上涨以及年降的冲击，公司盈利水平有所下降，但毛利率始终保持在20%以上，净利率保持在13%以上。公司通过持续推进技术创新、精细化生产、智能化改造、工艺进一步优化等措施进行改善，同时加大了对某些外协件外采改为自产（如卡箍、接头、三通、O型圈等），并提升涡轮增压管、空调管、制动管等产品市场份额，实现“快速上量”。此外，公司不断优化客户结构，提高高附加值产品业务占比，并扩大规模效应，我们认为公司未来几年的利润率将逐步回升。

图：公司及同行销售毛利率情况对比



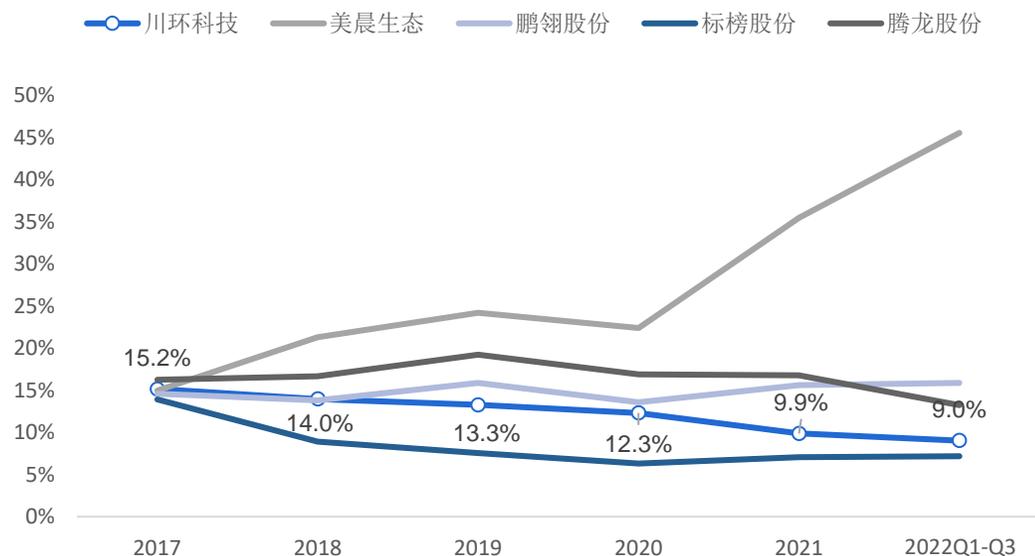
图：公司及同行销售净利率情况对比



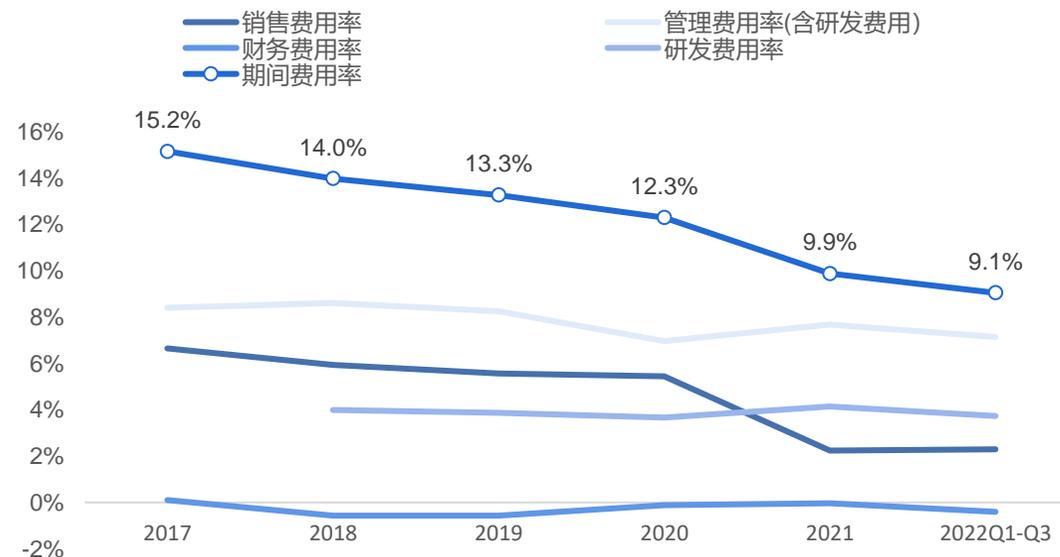
4.1、公司费用管控优于同行，期间费用率逐年优化

- 公司期间费用率相比同行处于较低水平，彰显优秀费用管控能力。近年来，公司多项并举以降低费用，期间费用率由2017年15.2%降低至2021年9.9%，2022年前三季度继续优化至9.1%。但公司重视研发创新，研发费用率保持在4%左右。

图：公司与同行期间费用率对比



图：公司各项费用率情况

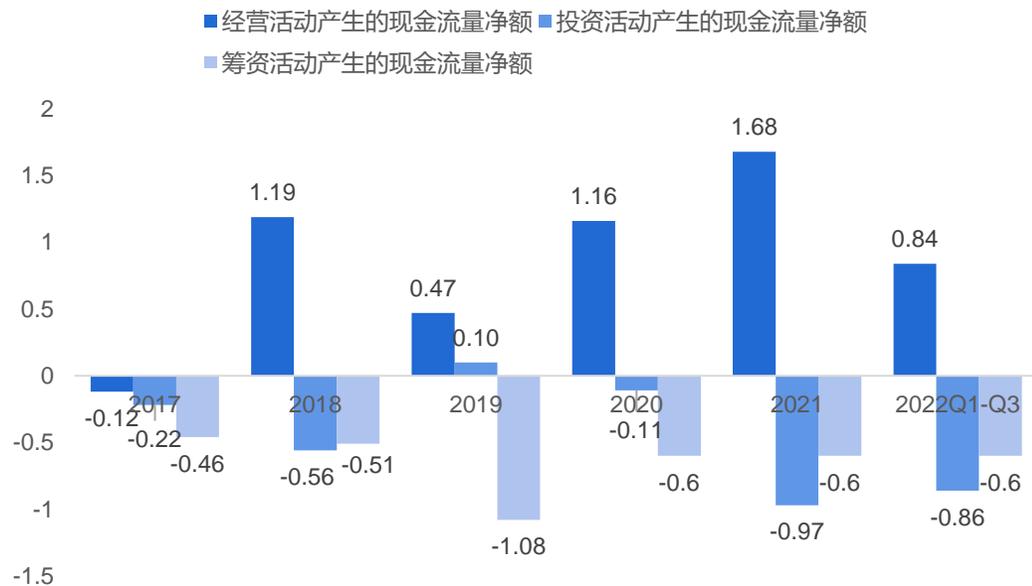


■ 注：其中2021年销售费用以及销售费用率下降的原因为新收入准则下将运输费计入营业成本而非销售费用

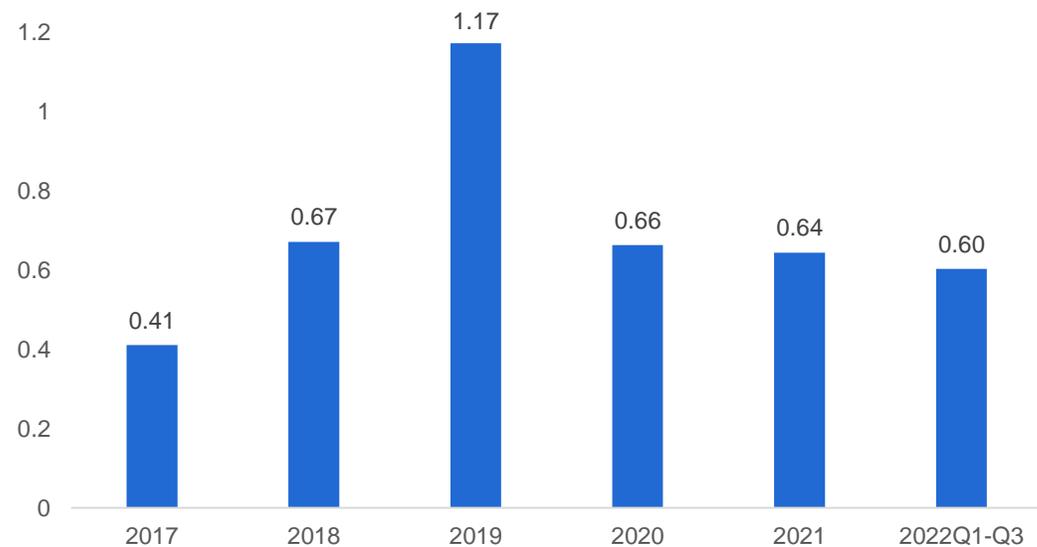
4.1、公司经营现金流稳定，自由现金流维持较好状态

- **公司经营现金流相对稳定，自由现金流长期保持健康水平。**2018年以来，公司的经营性现金流净额始终为正，受汽车行业不景气影响，2019年经营性现金流净额有所下降，但随着新能源汽车市场的景气高增以及公司“降本增效”举措的实施，公司经营现金流净额逐年递增，由2019年的0.47亿元提升至2021年的1.68亿元。2020年开始，由于新建产能支出较大导致公司自由现金流有所下降，但整体来看仍较为充裕。

图：公司经营、投资、筹资活动现金流量净额（亿元）



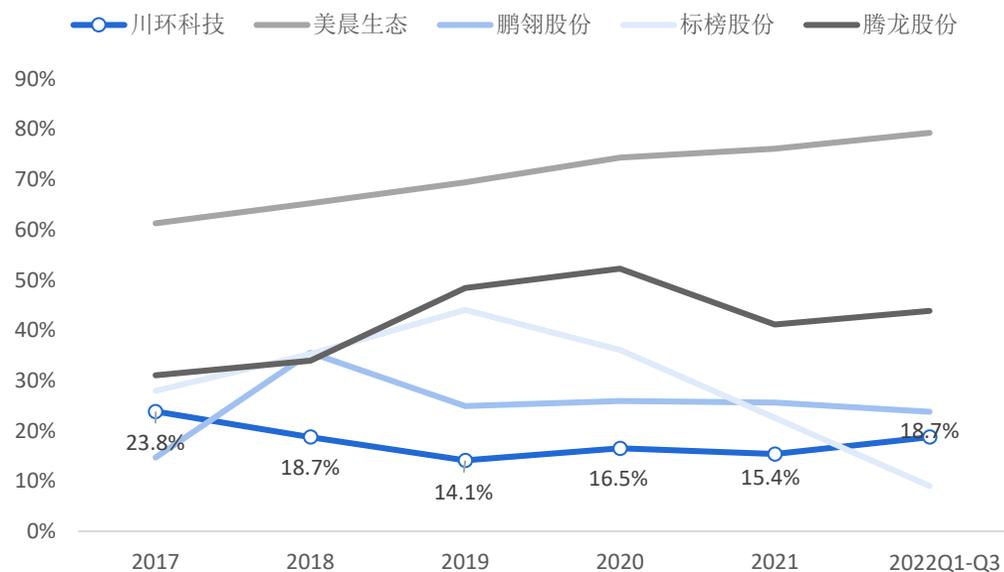
图：公司自由现金流量（亿元）



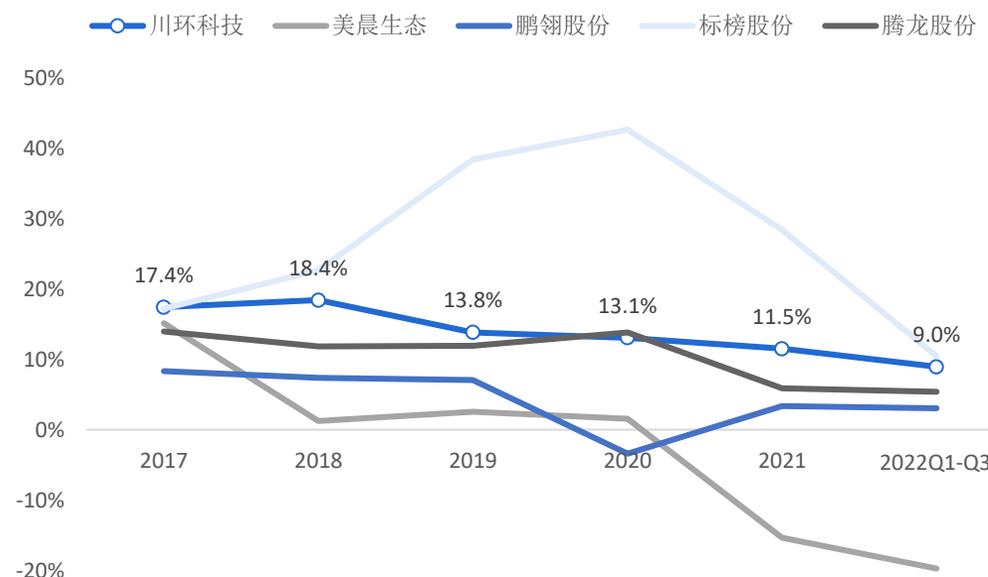
4.1、公司资产负债率处于行业较低水平，ROE行业领先

- **公司资产负债率处于行业较低水平。**公司的资产负债率自2017年的23.8%逐年下降至2019年14.1%；后由于扩展项目的建设，负债率略有上升，2022年前三季度升至18.7%，但与同行相比仍处较低水平。
- **在保持较低财务杠杆的情况下，公司ROE始终处于行业较优水平。**近年来受盈利能力影响，ROE有所下降，我们认为，随着利润端的改善，公司ROE水平将逐步回升。

图：公司及同行资产负债率对比



图：公司及同行ROE水平对比



4.2、盈利预测假设与主营业务拆分

- 公司大客户吉利、长安、比亚迪等混动车型快速放量，预计2023年汽车相关业务营收将实现超50%的增长。我们预测，公司2022/2023/2024年营收将达10.6/17.1/23.7亿元，增速分别为35.9%/61.9%/39.0%。

表：公司营业收入预测（百万元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总营收	576.57	677.47	776.49	1055.28	1708.11	2373.41
YoY	-5.54%	17.50%	14.62%	35.90%	61.86%	38.95%
毛利	164.02	207.30	197.69	258.35	439.46	622.28
毛利率	28.45%	30.60%	25.46%	24.48%	25.73%	26.22%
汽车冷却系统胶管及总成						
收入	294.43	383.19	429.18	574.79	981.74	1399.01
YoY	-6.44%	30.15%	12.00%	33.93%	70.80%	42.50%
毛利率	25.25%	30.06%	23.55%	22.00%	24.00%	25.00%
毛利	74.34	115.19	101.06	126.45	235.62	349.75
汽车燃油系统胶管及总成						
收入	157.93	202.83	223.14	207.09	322.57	388.61
YoY	-6.82%	28.44%	10.01%	-7.19%	55.76%	20.47%
毛利率	31.82%	32.07%	28.85%	26.50%	28.00%	28.00%
毛利	50.26	65.05	64.38	54.88	90.32	108.81
摩托车胶管及总成						
收入	86.12	55.84	69.83	190.00	255.63	330.34
YoY	18.28%	-35.16%	25.05%	172.11%	34.54%	29.23%
毛利率	33.87%	33.48%	30.00%	30.00%	30.50%	31.00%
毛利	29.17	18.70	20.95	57.00	77.97	102.40
汽车附件、制动系统胶管及总成						
收入	34.06	32.35	43.44	63.40	98.17	155.45
YoY	-32.51%	-5.05%	34.30%	45.94%	54.86%	58.34%
毛利率	28.35%	23.61%	20.23%	24.00%	24.00%	24.00%
毛利	9.66	7.64	8.79	15.22	23.56	37.31
其他业务						
收入	2.48	3.26	10.91	20.00	50.00	100.00
YoY			234.45%	83.32%	150.00%	100.00%
毛利率	24.00%	22.36%	23.12%	24.00%	24.00%	24.00%
毛利	0.60	0.73	2.52	4.80	12.00	24.00

4.2、公司当前估值相对较低，给予“买入”评级

- 我们选取4家公司作为对比，其中腾龙股份、标榜股份的主营业务均为汽车管路系统，前者侧重金属管路和橡胶管路，后者侧重尼龙管路及连接件；中鼎股份主营业务中橡胶制品占营收比重最大，其中管路系统为重要组成部分；银轮股份专注于油、水、气和冷媒间的热交换器、汽车空调等热管理产品，主营业务与公司同属于热管理行业大类。2022/2023/2024年可比公司平均市盈率分别为27/20/15倍。
- 公司产品单车配套价值量显著受益于新能源汽车的快速发展和自主品牌的占比提升，在主流自主车企中拥有良好的客户资源，因此我们看好公司产品在核心大客户带动下的量价齐升，预计公司 2022/2023/2024 年归母净利润分别为1.46/2.49/3.60 亿元，EPS 分别为0.67/1.15/1.66元，市盈率分别为26/15/10倍，低于可比公司平均市盈率。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表：可比公司估值

股票代码	股票名称	股价 (元) 2023.3.8	EPS				PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
603158	腾龙股份	8.22	0.26	0.28	0.4	0.54	63.94	29.36	20.55	15.22
301181	标榜股份	45.62	1.5	1.44	1.9	2.46	-	31.68	24.01	18.54
600480	中鼎股份	14.25	0.79	0.84	1.04	1.24	27.59	16.96	13.70	11.49
002126	银轮股份	14.26	0.28	0.47	0.71	0.98	45.15	30.34	20.08	14.55
	平均						45.56	27.09	19.59	14.95
	川环科技	17.22	0.48	0.67	1.15	1.66	30.60	25.56	15.00	10.38

注：可比公司数据取自 Wind 一致预期

05 风险提示

- **下游客户销量不达预计风险：**乘用车产品主要面向C端，消费者的需求和喜好具有多样化，且易变化。因此下游主机厂客户的整车销量具有不确定性，存在不达预期的风险。
- **新能源汽车销量渗透率不及预期：**公司产品的单车配套价值量显著受益于新能源汽车，尤其是混动车型。但由于新能源国补取消，新能源渗透率提升进度存在不达预期的风险。
- **新客户及新订单开拓不及预期：**公司目前已与大部分主流自主车企展开合作，但仍有部分车企需要进一步拓展。并且，已合作的新车型也需要持续拓展配套。因此，新客户及新订单的拓展存在一定风险。
- **扩产进度不及预期：**公司目前客户资源较好，可能存在公司产能扩张进度与大客户销量增长幅度错配的情况，存在一定的风险。
- **测算的主观性及偏误风险：**在盈利预测的测算中存在一定的主观性，从而形成一定的偏误风险。
- **原材料成本波动：**公司产品主要原材料是橡胶和塑料，而石油是合成橡胶和塑料的重要原料，因此石油价格的波动对公司原材料成本的影响较大，存在一定风险。

川环科技盈利预测表

证券代码: 300547

股价: 17.22

投资评级: 买入(首次覆盖)

日期: 20230308

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	216	270	374	558	营业收入	776	1055	1711	2407	每股指标				
应收款项	240	251	334	409	营业成本	581	797	1271	1776	EPS	0.48	0.67	1.15	1.66
存货净额	215	225	264	322	营业税金及附加	6	8	13	18	BVPS	4.31	4.71	5.87	7.55
其他流动资产	109	122	180	240	销售费用	17	24	39	55	估值				
流动资产合计	780	868	1152	1529	管理费用	27	38	60	86	P/E	30.6	25.6	15.0	10.4
固定资产	204	238	287	323	财务费用	0	-5	-7	-9	P/B	3.4	3.7	2.9	2.3
在建工程	61	89	122	157	其他费用/(-收入)	32	42	72	101	P/S	4.1	3.5	2.2	1.6
无形资产及其他	58	74	95	116	营业利润	119	165	280	405	财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
长期股权投资	0	0	0	0	营业外净收支	-2	-1	-1	-1	盈利能力				
资产总计	1104	1270	1655	2124	利润总额	117	164	280	404	ROE	11%	14%	20%	22%
短期借款	0	0	0	0	所得税费用	12	18	31	44	毛利率	25%	24%	26%	26%
应付款项	116	185	295	376	净利润	105	146	249	360	期间费率	6%	5%	5%	5%
预收帐款	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	销售净利率	14%	14%	15%	15%
其他流动负债	50	59	83	108	归属于母公司净利润	105	146	249	360	成长能力				
流动负债合计	166	244	378	484	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	收入增长率	15%	36%	62%	41%
长期借款及应付债券	0	0	0	0	经营活动现金流	168	217	230	295	利润增长率	-7%	39%	70%	45%
其他长期负债	3	3	3	3	净利润	105	146	249	360	营运能力				
长期负债合计	3	3	3	3	少数股东权益	0	0	0	0	总资产周转率	0.70	0.83	1.03	1.13
负债合计	170	247	381	487	折旧摊销	32	28	27	23	应收账款周转率	3.83	5.14	6.45	7.28
股本	217	217	217	217	公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	3.60	4.68	6.47	7.48
股东权益	934	1022	1274	1637	营运资金变动	26	39	-53	-95	偿债能力				
负债和股东权益总计	1104	1270	1655	2124	投资活动现金流	-97	-102	-127	-112	资产负债率	15%	19%	23%	23%
					资本支出	-97	-107	-130	-117	流动比	4.69	3.56	3.05	3.16
					长期投资	0	0	-1	-1	速动比	3.31	2.57	2.28	2.42
					其他	1	5	4	7					
					筹资活动现金流	-60	-60	0	0					
					债务融资	0	0	0	0					
					权益融资	0	0	0	0					
					其它	-60	-60	0	0					
					现金净增加额	10	54	104	184					

汽车小组介绍

薛玉虎，研究所食品饮料行业首席分析师，十五年消费品从业及研究经验，专注于行业研究，连续多年上榜新财富、金牛奖、水晶球、中国保险资产管理业最受欢迎分析师等奖项。

王琰，中国人民大学管理学硕士、新加坡管理大学财务分析专业硕士、吉林大学汽车设计专业学士。3年主机厂汽车设计经验，2年汽车市场研究经验。曾任职于一汽汽研负责自主品牌造型设计工作，目前主要覆盖整车及特斯拉产业链。

分析师承诺

薛玉虎，本报告中的分析师均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、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券·研究所·汽车研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区福佑路8号人保寿险大厦7F

邮编：200010

电话：021-60338252

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597