



## 汽车管路领先供应商，新能源配套价量齐升

### 投资要点

- 推荐逻辑:** (1) 公司是国内车用胶管行业领先供应商，成本管控优势明显，净利率常年高于竞争对手 3-8pp。产品类别丰富，具备关键零部件自产能力，随着整车厂对全车管路系统“打包式”供应模式的应用，公司体现出较强的竞争优势。(2) 新能源趋势下，汽车管路单车价值量提升，22-25年我国乘用车冷却系统管路市场规模 CAGR 为 9.2%，其中新能源汽车市场 CAGR 为 24.2%。公司客户结构转型顺利，新能源客户占比提升至 40%，目前已与主要新能源主机厂建立良好合作关系。(3) 公司产能稳步扩张，有效匹配客户需求增长，储能、数据中心、轨道交通、军品等新兴领域有望构建第二增长极。
- 新能源汽车价量齐升，公司盈利优势明显:** 随着新能源汽车渗透率不断提高，单车价值量较燃油车大幅提升，公司凭借长期以来积累的自主研发、创新、快速响应等各方面能力，顺势切入发展新能源汽车主机厂的供货体系，国产替代加速。公司掌握核心炼胶配方工艺，成本控制能力强，盈利能力常年高于竞争对手，2021年公司毛利率 25.2%，净利率 13.5%，高于竞争对手 3-8pp，优势明显，有望凭借成本及价格优势持续提升市占率。
- 客户结构多元，新能源转型顺利:** 目前公司拥有 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，前五大客户营收占比较低，2021年占比为 33.8%，同比下降 20.3pp，其中最大客户占比 12.2%，同比下降 7.2pp，客户结构呈多元化发展趋势，对单一客户的依赖度低。22H1 新能源汽车配套产品产销同比增长 100%，预计 22H2 新能源汽车配套产品将占公司主营的 40%，较 2021 年 8.3% 实现快速提升，公司新能源客户转型顺利。
- 产能持续扩张，新业务构建第二增长极:** 公司老厂区产值约 8-10 亿元，2022 年开启新厂区建设，目前稳步推进中，预计到 2024 年底公司总产值将达 35 亿元，产能实现快速提升，积极匹配下游需求。公司积极拓展新领域，储能业务有望实现快速增长，并在轨道交通、数据中心、中石油、中石化、军品等领域实现了新突破，构建第二增长极。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司 22-24 年归母净利润 CAGR 为 41.5%，给予公司 2023 年 25 倍 PE，对应目标价 22.8 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 原材料价格波动风险；行业不景气风险；市场竞争加剧风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	776.49	973.29	1451.70	2111.14
增长率	14.62%	25.34%	49.15%	45.43%
归属母公司净利润(百万元)	104.99	128.57	197.95	297.20
增长率	-6.91%	22.46%	53.97%	50.14%
每股收益 EPS(元)	0.48	0.59	0.91	1.37
净资产收益率 ROE	11.24%	12.22%	16.00%	19.62%
PE	32	26	17	11
PB	3.65	3.24	2.75	2.25

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 郑连声  
执业证号: S1250522040001  
电话: 010-57758531  
邮箱: zllans@swsc.com.cn

联系人: 冯安琪  
电话: 021-58351905  
邮箱: faz@swsc.com.cn

联系人: 白臻哲  
电话: 010-57758530  
邮箱: bzzyf@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	2.17
流通 A 股(亿股)	1.77
52 周内股价区间(元)	10.63-21.62
总市值(亿元)	33.84
总资产(亿元)	10.60
每股净资产(元)	4.14

### 相关研究

## 目 录

<b>1 公司概况：车用胶管行业主流供应商</b>	<b>1</b>
<b>2 行业分析：管路应用场景拓宽，可展望空间大</b>	<b>5</b>
2.1 电动化渗透率提升驱动管路单车价值量上升	5
2.2 储能发展前景明朗，液冷为储能温控主流技术路线	7
<b>3 公司分析</b>	<b>11</b>
3.1 盈利优势明显，短期成本压力缓解	11
3.2 新能源转型顺利，产能持续开拓	13
3.3 大排量摩托车销量提升，新业务构建第二增长极	15
<b>4 财务分析</b>	<b>17</b>
4.1 营收稳定增长，经营持续向好	17
4.2 盈利能力处于行业中游，偿债能力较好	17
4.3 总费用率逐年下滑，研发费用率稳中有升	19
<b>5 盈利预测与估值</b>	<b>21</b>
5.1 盈利预测	21
5.2 相对估值	21
<b>6 风险提示</b>	<b>22</b>

## 图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	2
图 2: 公司股权结构图.....	3
图 3: 公司营业收入 (百万元) 及增速.....	3
图 4: 公司归母净利润 (百万元) 及增速.....	3
图 5: 公司盈利水平.....	4
图 6: 公司主营业务收入占比 (分产品).....	4
图 7: 公司毛利率 (分产品).....	4
图 8: 公司主营业务收入占比 (分地区).....	4
图 9: 胶管在汽车的布局.....	5
图 10: 储能系统的应用场景.....	8
图 11: 全球已投运电力储能项目累计装机规模 (GW).....	8
图 12: 我国已投运电化学储能项目规模及占比 (GW).....	8
图 13: 我国主要储能政策梳理.....	9
图 14: 2022 中国储能项目累计装机规模细分结构.....	9
图 15: 液冷工作示意图.....	10
图 16: 液冷系统成本拆分.....	10
图 17: 公司与可比公司毛利率对比.....	11
图 18: 公司与可比公司净利率对比.....	11
图 19: 公司非轮胎橡胶制品销量 (万件).....	11
图 20: 公司非轮胎橡胶制品单价 (元/件).....	11
图 21: 公司成本结构.....	12
图 22: 公司直接材料成本占比.....	12
图 23: 天然橡胶价格走势 (元/吨).....	12
图 24: 炭黑价格走势 (元/吨).....	12
图 25: 公司前五大及最大客户营收占比.....	13
图 26: 公司海外客户分布.....	13
图 27: 各国别品牌乘用车市占率.....	14
图 28: 自主品牌乘用车市占率.....	14
图 29: 公司产值规划 (亿元).....	15
图 30: 快插接头.....	15
图 31: 我国大排量摩托车销量 (万辆).....	15
图 32: 公司摩托车管路业务营收 (百万元) 及占比.....	15
图 33: 公司其他业务营收 (百万元).....	16
图 34: 我国液冷数据中心及其冷却系统市场规模 (亿元).....	16
图 35: 浸没式液冷数据中心结构图.....	16
图 36: 冷板式液冷数据中心结构图.....	16
图 37: 公司营业收入 (百万元) 及增长率.....	17
图 38: 公司分季度营收 (亿元) 及同比增长率.....	17
图 39: 公司盈利能力.....	18

图 40: 分季度盈利能力 .....	18
图 41: 公司归母净利润 (百万元) 及增长率 .....	18
图 42: 公司分季度归母净利润 (万元) 及同比增长率 .....	18
图 43: 可比公司毛利率比较 .....	18
图 44: 可比公司净利率比较 .....	18
图 45: 可比公司 ROE 比较 .....	19
图 46: 可比公司总资产周转率比较 .....	19
图 47: 可比公司资产负债率比较 .....	19
图 48: 可比公司流动比率比较 .....	19
图 49: 公司费用率 (%) .....	20
图 50: 公司期间费用 (百万元) 及增速 .....	20
图 51: 公司销售费用 (亿元) 及销售费用率 .....	20
图 52: 公司管理费用 (万元) 及管理费用率 .....	20
图 53: 公司研发费用 (万元) 及研发费用率 .....	20
图 54: 公司财务费用 (万元) 及财务费用率 .....	20

## 表 目 录

表 1: 公司产品示意图 .....	1
表 2: 公司前十大股东 (截至 2022 年 9 月 30 日) .....	2
表 3: 汽车胶管行业进入壁垒 .....	6
表 4: 不同材料管路性能对比 .....	6
表 5: 热管理管路系统单车价值量 .....	7
表 6: 我国乘用车冷却系统管路规模测算 .....	7
表 7: 储能温控技术路线对比 .....	10
表 8: 全球储能液冷系统管路规模测算 .....	10
表 9: 国内胶管行业竞争格局 .....	12
表 10: 公司产能规划 (亿元) .....	14
表 11: 数据中心风冷与液冷指标对比 .....	16
表 12: 分业务收入及毛利率 .....	21
表 13: 可比公司估值 (截止 2023.4.17 收盘) .....	22
附表: 财务预测与估值 .....	23

## 1 公司概况：车用胶管行业主流供应商

国内车用胶管行业主流供应商。四川川环科技股份有限公司成立于2002年6月21日，2016年9月30日在深圳证券交易所挂牌上市。公司自设立以来一直专注于研发、生产和销售车用胶管系列产品，具有年产车用胶管15000吨的生产能力，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，产品满足国六汽车排放标准，是国内规模较大的专业汽车胶管主流供应商之一，同时也是国内摩托车胶管系列产品的主要供应商之一。

表 1：公司产品示意图



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司前身为四川川环科技有限公司，成立于 2002 年 6 月 21 日。2002 年，收购川环橡胶资产及负债，川环橡胶于 1998 年 8 月由大竹县橡胶厂、大竹县高家乡乡镇企业管理站、邻水县柑子粮油食品经营站、大竹县电力公司、邻水县太和乡乡镇企业办公室共同出资设立。2005 年 4 月 19 日，川环有限整体变更为四川川环科技股份有限公司。2009 年，发行人定向增发新股，收购福翔科技，主要经营摩托车胶管业务，与公司主营的汽车胶管业务相近。2016 年公司正式在深圳证券交易所挂牌上市，2022 年为扩展新能源汽车领域业务，投资了四川川环德尚新能源科技有限公司，主要经营储能技术服务、电池零配件生产、电子专用材料研发、光伏设备及元器件制造等。

**图 1：公司发展历程**

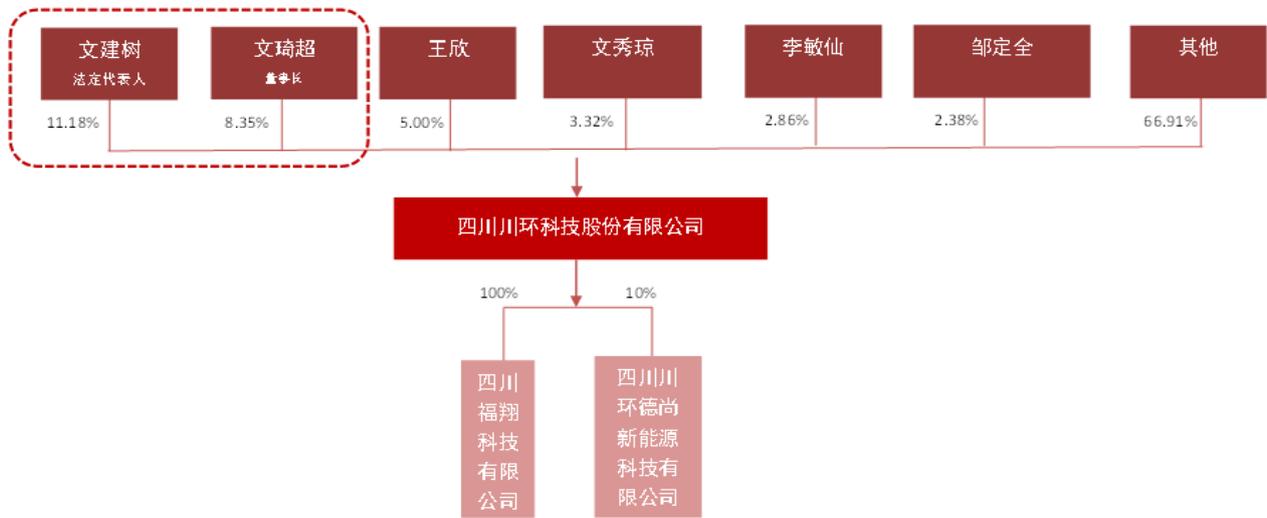

数据来源：公司官网，西南证券整理

**股权结构分散。**公司第一大股东为文建树先生，为创始人文漠统之子，持有公司 11.18% 的股份，是公司法定代表人，第二大股东为文琦超先生，为文建树之子，二者合计持有公司 19.53% 股份，双方签署了《一致行动协议》，共同为公司实际控制人。公司仅有一家全资子公司四川福翔科技有限公司，主要从事橡胶、塑料制品研究、开发、生产、销售；化工原料（不含危险品）、纸箱生产、销售。2022 年 7 月，公司发布公告，与文琦超、文建树、唐宏等 3 名自然人股东共同投资设立合资公司四川川环德尚新能源科技有限公司，持股 10%。

**表 2：公司前十大股东（截至 2022 年 9 月 30 日）**

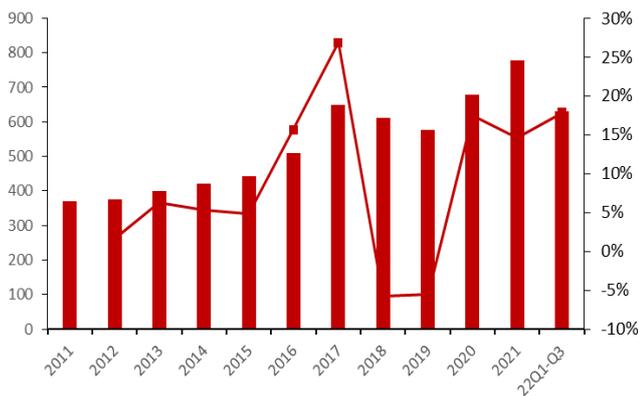
股东名称	持股数量(股)	持股比例	股本性质
文建树	24,255,896	11.18%	流通 A 股，限售流通 A 股
文琦超	18,109,571	8.35%	流通 A 股，限售流通 A 股
王欣	10,845,250	5.00%	流通 A 股，限售流通 A 股
文秀琼	7,200,000	3.32%	流通 A 股，限售流通 A 股
李敏仙	6,210,340	2.86%	流通 A 股
邹定全	5,152,000	2.38%	流通 A 股
史晓丹	4,296,200	1.98%	流通 A 股
深圳永冠基金管理有限公司-永冠新瑞 1 号私募证券投资基金	4,290,000	1.98%	流通 A 股
文秀兰	4,239,762	1.95%	流通 A 股，限售流通 A 股
达州市中贸粮油有限公司	3,916,333	1.81%	流通 A 股，限售流通 A 股

数据来源：公司公告，西南证券整理

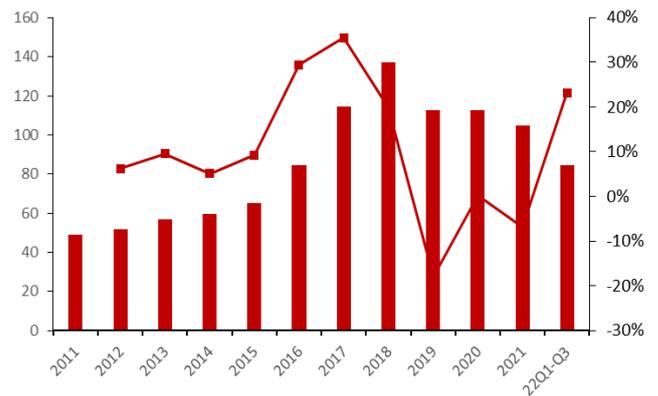
**图 2：公司股权结构图**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**主业聚焦国内车用胶管，盈利能力有所下降。**公司主要产品分为汽车燃油系统软管、汽车冷却系统软管、汽车附身系统及制动软管、摩托车软管。从产品结构来看，2021 年营业收入达到 7.76 亿元，其中冷却系统占比最高，达 55%，收入 4.29 亿元，同比上涨 10%，其次是汽车燃油系统收入 2.23 亿元，占比 29%，同比上涨 12%。从区域来看，公司业务主要分布在国内，占比维持在 90%+。从盈利水平来看，受原材料价格波动影响，近年来公司毛利率和净利率有所下滑，盈利能力回落，但整体毛利率均维持在 20% 以上。从区域来看，国外毛利率普遍高于国内，均维持在 30% 以上。

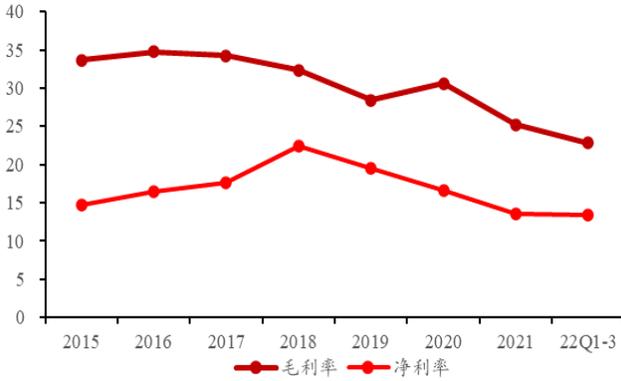
**图 3：公司营业收入（百万元）及增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 4：公司归母净利润（百万元）及增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：公司盈利水平



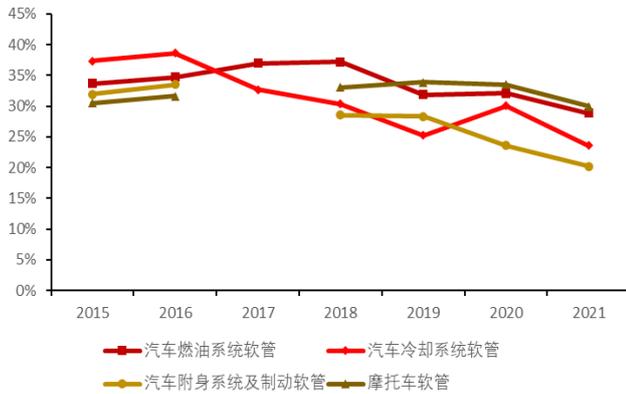
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：公司主营业务收入占比（分产品）



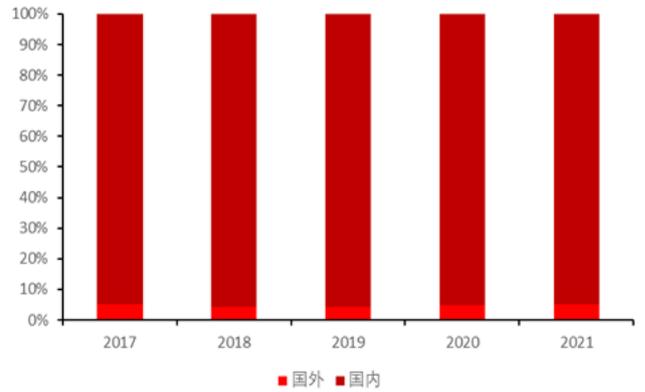
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：公司毛利率（分产品）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：公司主营业务收入占比（分地区）



数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2 行业分析：管路应用场景拓宽，可展望空间大

### 2.1 电动化渗透率提升驱动管路单车价值量上升

汽车胶管是重要的汽车零部件。汽车胶管是指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橡胶软管，是汽车管路的主要组成部分。胶管内部传输燃油、润滑油、制冷剂和水，帮助汽车各子系统实现其功能。汽车胶管在汽车中要长期工作在较为复杂的工况下，受各种环境因素的影响，虽然胶管用途不一，但对耐高低温、压力、气候以及传输液体的腐蚀性均有一定要求。

图 9：胶管在汽车的布局



数据来源：公司官网，西南证券整理

汽车胶管行业进入壁垒包括技术壁垒、渠道壁垒、人才壁垒、政策壁垒等。技术方面，当前主机厂的生产模式以整车开发为主，对供应商的同步开发能力提出了更高要求；供应商需要通过长期积累形成 know-how，很难通过引入新技术或购买先进设备实现。渠道方面，供应商需要先后通过 ISO9002 等第三方质量体系认证、主机厂对产品的工艺审核、产品质量认证、试样、小批量供货等一系列程序；主机厂与供应商形成稳定的合作关系，会给新进入者设置障碍。人才方面，供应商需要建立良好人才培养机制，培养出复合型人才同时保持持续创新等能力才能顺应市场发展。

**表 3：汽车胶管行业进入壁垒**

行业壁垒	详述
技术壁垒	汽车胶管必须同时满足以下要求：①耐管内介质化学特性及管内介质温度；②能够经受胶管外部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其他特性。
渠道壁垒	一方面供应商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；另一方面主机厂选定供应商后，鉴于更换供应商的机会成本较高，往往不再更换供应商。
人才壁垒	一方面企业必须建立良好的人才培养机制，投入大量时间，才能培养出同时具备精通橡胶制品和汽车的研发人员，另一方面汽车用胶管产品更新换代很快，企业必须有足够稳定的人才队伍，保证自身持续具备极强的技术吸收、优化、再创新及应用能力。
政策壁垒	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，这在一定程度上压缩新进入该行业的中小企业的生存空间。

数据来源：川环科技招股说明书，鹏翎股份招股说明书，西南证券整理

**橡胶管和尼龙管各具优势。**与金属管路相比，橡胶管路具有不可替代的绝缘性、导电性、耐腐蚀性、重量轻等天然优势，在热管理管路方面应用更广。与橡胶管相比，尼龙管在重量、空间布局、密封性上更具优势，但耐高温等级低于橡胶管。虽然在相同长度和相同应用场景下，尼龙管更便宜，但由于尼龙管的连接件快插接头单价约 2-3 元，橡胶管路的连接件弹簧卡箍单价在 1 元以下，所以尼龙管路的总体价格会略高于橡胶管路。因此，橡胶管和尼龙管在汽车热管理管路的应用上各具优势。

**表 4：不同材料管路性能对比**

指标	尼龙管路	橡胶管路	金属管路
绝缘性	√	√	×
导电性	×	√	×
耐臭氧	√	√	×
耐腐蚀	√	√	×
重量	最轻	稍重，为同等规格尼龙管的 2 倍	最重，为同等规格尼龙管的 3-8 倍
塑形性	优于橡胶管，便于加工成型	稍差	具有较好的塑形性
装配便捷性	可直接与快插接头相连	需使用卡箍	需加接橡胶管、法兰
价格	稍高	最低	-
应用部位	热管理管路	热管理管路	空调管路

数据来源：川环科技、标榜股份、鹏翎股份投资者关系活动记录表，中金企信国际咨询，西南证券整理

**新能源汽车管路单车价值量大幅提升。**车身的冷却系统设计变化和连接接口用量上升是导致新能源汽车热管路单车价值量上升的主要原因。传统燃油车冷却管路主要散热单元集中于发动机附近，如发动机系统冷却、进气系统冷却等，管路用量约 15 米，单车价值一般在 200-400 元之间。纯电动车虽然没有发动机，但增加了三电系统，冷却管路在整车的分布更加分散，底盘系统也发生变化，因此冷却管路设计、走向与传统燃油车有很大不同，导致汽车冷却系统相关管路更复杂，且管路朝着总成集成化、电子化方向发展，需要连接更多的传感器、温控阀、相关管卡（如快装接头、卡箍、三通、O 型圈等连接件）等附件，单车价值量提升，一般在 400-600 元之间。插电式混合动力汽车集合了燃油车和电动车管路，管路用量更多，约 30 米，且集成了更多电子元件，因而单车价值量更高，一般在 600-1000 元之间，最高可达 1200 元。

**表 5：热管理管路系统单车价值量**

	传统燃油车	纯电动车	插电式混合动力汽车
管路系统米数 (米)	15	12	30
管路系统单车价值量 (元)	200-400	400-600	600-1200

数据来源：公司投资者关系活动记录表，西南证券整理

到 2025 年我国汽车冷却系统管路市场规模约 119 亿元，新能源汽车管路规模 CAGR 达 24%。(1) 假设 23-25 年我国乘用车销量分别增长 3%；新能源车销量分别增长为 35%、40%、46%，其中 EV 占比分别为 74%、72%、70%；(2) 燃油车、纯电动车、插混电动车配套管路单车价值量分别为 300、500、1000 元。据此我们测算出 2025 年我国乘用车冷却系统管路市场规模可达 119 亿元，22-25 年 CAGR 为 9.2%，其中新能源汽车市场规模为 77 亿元，占比 65%，22-25 年 CAGR 为 24.2%。

**表 6：我国乘用车冷却系统管路规模测算**

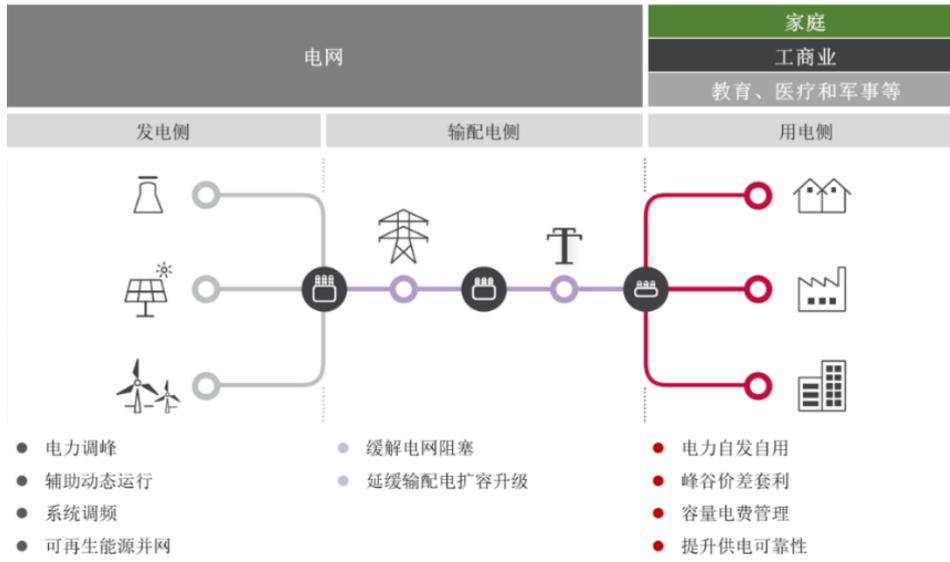
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
国内乘用车销量 (万辆)	2148.15	2356.30	2426.99	2499.80	2574.79
新能源车销量 (万辆)	333.42	654.80	839.00	1006.80	1188.02
EV 销量 (万辆)	272	503.3	620.86	724.90	831.62
PHEV 销量 (万辆)	61.42	151.50	218.14	281.90	356.41
燃油车销量 (万辆)	1814.74	1701.50	1587.99	1493.00	1386.77
燃油车管路单车价值量 (元)	300	300	300	300	300
纯电车管路单车价值量 (元)	500	500	500	500	500
混动车管路单车价值量 (元)	1000	1000	1000	1000	1000
燃油车管路市场规模 (亿元)	54.44	51.05	47.64	44.79	41.60
纯电车管路市场规模 (亿元)	13.60	25.17	31.04	36.24	41.58
混动车管路市场规模 (亿元)	6.14	15.15	21.81	28.19	35.64
我国乘用车管路市场规模 (亿元)	74.18	91.36	100.50	109.23	118.82

数据来源：中汽协，西南证券整理

## 2.2 储能发展前景明朗，液冷为储能温控主流技术路线

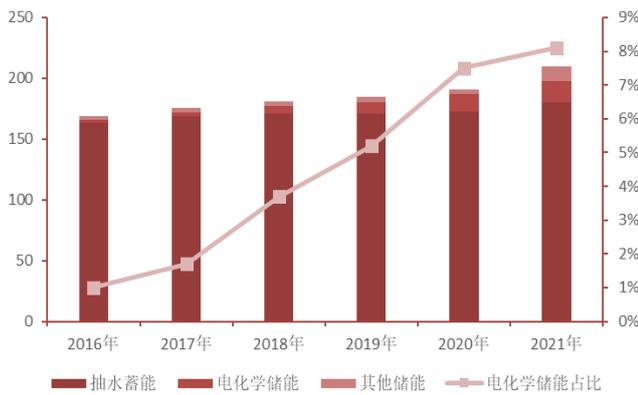
储能是指通过介质或设备把能量存储起来，在需要时再释放的装置。储能系统由电池、逆变器 (PCS)、电池管理系统 (BMS) 及能量管理系统 (EMS) 等部分组成，主要用于实现电力在供应端、输送端、用户端的稳定运行，具体应用场景包括：(1) 应用于电网的削峰填谷、平滑负荷、快速调整电网频率等领域，提高电网运行的稳定性和可靠性；(2) 应用于新能源发电领域降低光伏和风力等发电系统瞬时变化大对电网的冲击，减少“弃光、弃风”的现象；(3) 应用于新能源汽车充电站，降低新能源汽车大规模瞬时充电对电网的冲击，还可以享受波峰波谷的电价差。

图 10：储能系统的应用场景



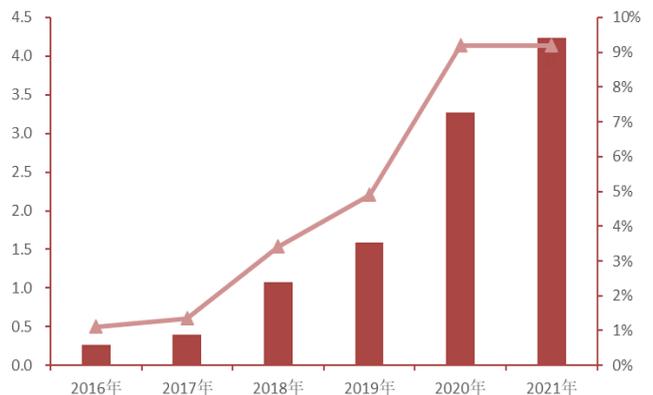
数据来源：派能科技招股说明书，西南证券整理

图 11：全球已投运电力储能项目累计装机规模 (GW)



数据来源：CNESA，西南证券整理。注：2021 年全球电化学储能占比在 CNESA 披露的新型储能基础上扣除了飞轮储能和压缩空气储能装机规模

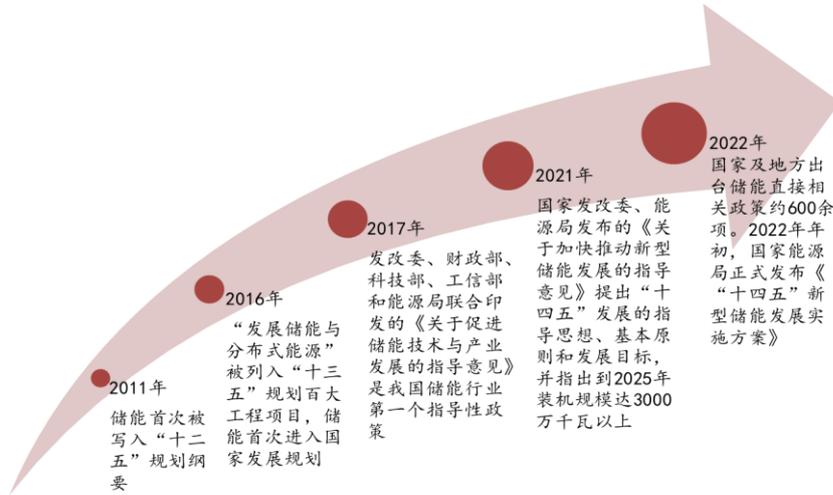
图 12：我国已投运电化学储能项目规模及占比 (GW)



数据来源：CNESA，西南证券整理

**政策频频出台助推储能产业发展。**2021 年我国出台的《关于加快推动新型储能发展的指导意见》，是继 2017 年产业发展指导意见后另一个系统的指导性文件，为未来储能产业发展指定了明确的路径。《意见》提出 2025 年 30GW 的累积装机指标，2030 年实现新型储能全面市场化发展，新型储能成为能源领域“碳达峰”、“碳中和”的关键支撑之一。据 CNESA 统计，2022 年国家及地方出台储能直接相关政策约 600 余项，主要集中在储能规划、实施方案、市场机制、技术研发、安全规范等领域。

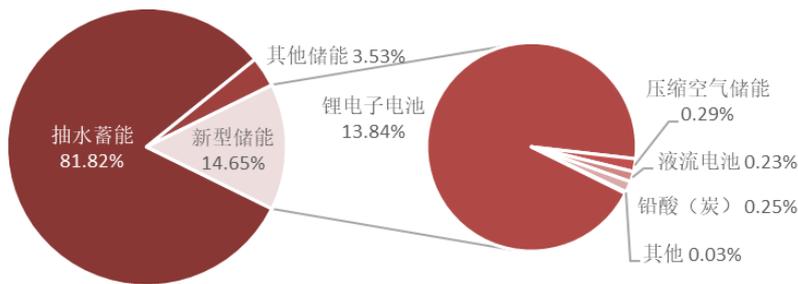
图 13：我国主要储能政策梳理



数据来源：CNESA，西南证券整理

电化学储能是应用范围最广、发展潜力最大的电力储能技术。根据能量存储形式的不同，储能可以分为电化学储能和机械储能，前者指各种二次电池储能，如锂离子电池、铅蓄电池和钠硫电池等；后者主要包括抽水蓄能、压缩空气储能和飞轮储能等。相比机械蓄能，电化学储能受地理条件影响较小，建设周期短，可灵活运用于电力系统各环节及其他各类场景中，随着锂电池成本下降，发展前景广阔。根据中国能源研究会储能专委会/中关村储能产业技术联盟（CNESA）统计，截止到 22 年底，中国已投运的电力储能项目累计装机达 59.4GW，新型储能继续保持高增长，累计装机规模首次突破 10GW，其中锂离子电池储能占比 94.5%，处于绝对主导地位。

图 14：2022 中国储能项目累计装机规模细分结构



数据来源：国家能源局，西南证券整理

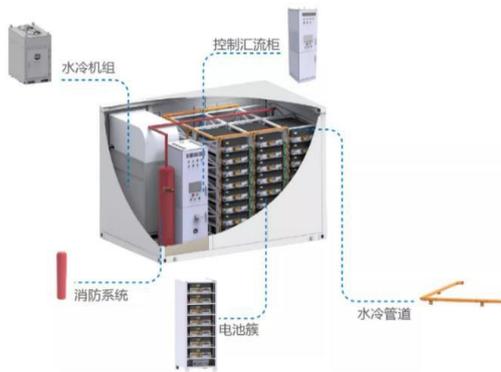
储能安全事故频发，储能温控迎来加速发展期。储能系统具有电池容量大、功率高、散热要求高的特点，且储能系统内部存在电池易热和温度分布不均匀的问题，容易引发事故，据 CNSEA 统计，近十年来全球储能领域发生 70 余起储能安全事故。储能温控能进行有效热管理，保障系统内部处于一个恒定的温湿状态，是防止储能系统容量衰减、寿命减短、热失控的关键。目前风冷技术路线市场份额最大，液冷方案是未来发展主流。风冷具备方案成熟、结构简单、易维护、成本低等优点，是目前储能系统的主流选择，而液冷系统具有换热系数高、比热容大、冷却效果好的特点，且在不同环境、不同季节影响下效果持续性好。未

来随着储能能量和充放电倍率的提升，中高功率储能产品使用液冷的占比将逐步提升，液冷有望成为未来储能系统热管理主流方案。

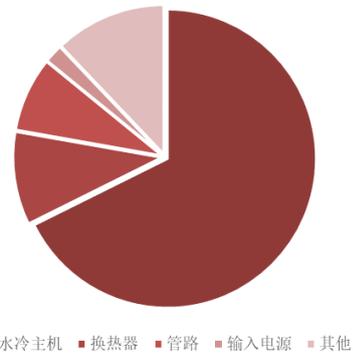
**表 7：储能温控技术路线对比**

温控技术路线	风冷	液冷
初始投资成本	低	高
空间占地	小	大
冷却效果	稍差	换热系数高、比热容大、冷却效果好
运行能耗	高	低
电池热失控风险	高	低
应用场景	通信基站、小型地面电站等功率密度相对较小、产热率比较低的场合	大型地面电站等大容量、高能量比的领域

数据来源：GGII、西南证券整理

**图 15：液冷工作示意图**


数据来源：海博思创，西南证券整理

**图 16：液冷系统成本拆分**


数据来源：华经产业研究院，西南证券整理

到 2025 年全球储能热管理规模约 185 亿元，其中液冷系统管路市场规模约 14.8 亿元，3 年 CAGR 达 147%。假设：(1) 据 GGII 预测，23-25 年全球电化学储能新增装机规模分别为 78、180、360GWh；(2) 随着储能能量和充放电倍率的提升，液冷较风冷优势凸显，根据 Wood Mackenzie 测算，21 年全球储能液冷渗透率约 30%，因此假设 22-25 年储能温控液冷渗透率分别提升至 40%、50%、60%、70%；(3) 据华经产业研究院测算，储能热管理管路价值量占液冷系统成本的 8%，21 年储能热管理单价为 9000 万元/GWh，假设 22-25 年单价年降 5%。据此我们测算出 2025 年全球储能热管理规模约 185 亿元，其中液冷系统管路市场规模约 14.8 亿元，22-25 年 CAGR 高达 147%，增长迅速。

**表 8：全球储能液冷系统管路规模测算**

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
全球电化学储能新增装机规模 (GWh)	25	42	78	180	360
液冷渗透率	30%	40%	50%	60%	70%
储能热管理单价 (万元/GWh)	9000	8550	8122.50	7716.38	7330.56
储能热管理管路单价 (万元/GWh)	720	684	649.8	617.31	586.44
全球储能热管理市场规模 (亿元)	6.75	14.36	31.68	83.34	184.73
全球储能热管理管路市场规模 (亿元)	0.54	1.15	2.53	6.67	14.78

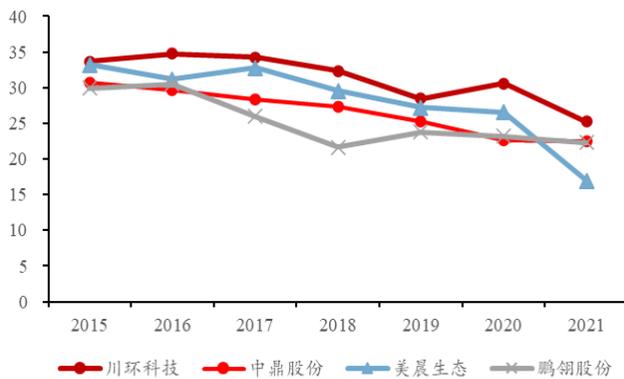
数据来源：GGII，中电联，Wood Mackenzie，西南证券整理

## 3 公司分析

### 3.1 盈利优势明显，短期成本压力缓解

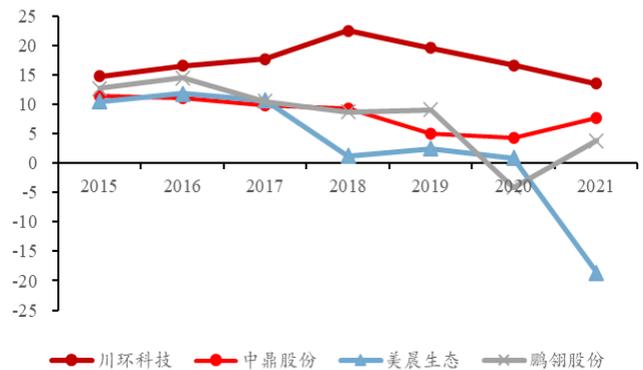
盈利能力优势明显，市占率有望持续提升。公司具备多年胶管技术积累，掌握核心炼胶配方工艺，成本控制能力强，盈利能力常年高于竞争对手，2021年公司毛利率 25.2%，净利率 13.5%，高于竞争对手 3-8pp，优势明显。从行业竞争格局上看，我国胶管行业高端市场主要为外资企业所占据，如康迪泰克、菲尼克斯、BTR、固特异、派克等。随着新能源汽车渗透率不断提高，部分国内胶管生产商凭借长期以来积累的自主研发、创新、快速响应等各方面能力，顺势切入发展新能源汽车主机厂的供货体系，国产替代加速，近年来公司橡胶制品出货量和单价持续提升，2021年销量 776.5 万件，同比+14.6%，单价 6.05 元/件，16-21 年 CAGR 为 13.9%，公司作为国内优质胶管供应商，有望凭借成本及价格优势持续提升市占率。

图 17：公司与可比公司毛利率对比



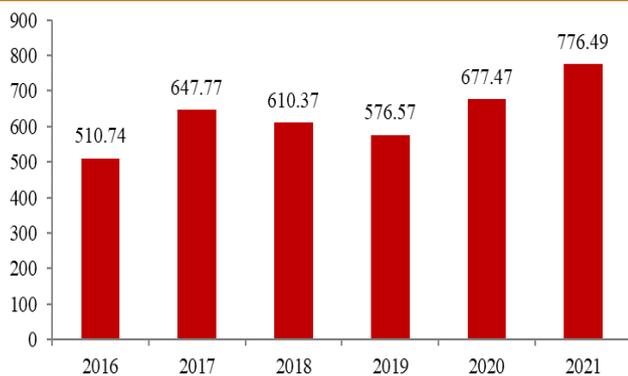
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 18：公司与可比公司净利率对比



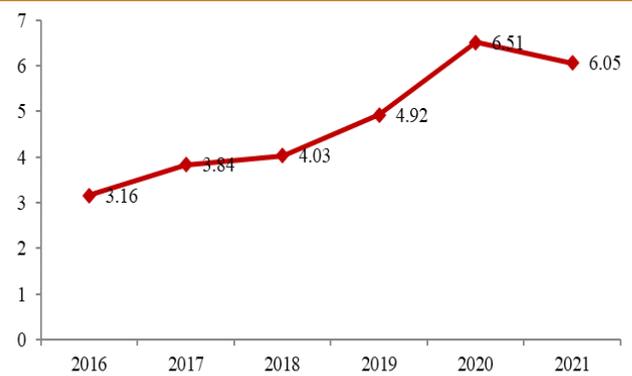
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 19：公司非轮胎橡胶制品销量（万件）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 20：公司非轮胎橡胶制品单价（元/件）



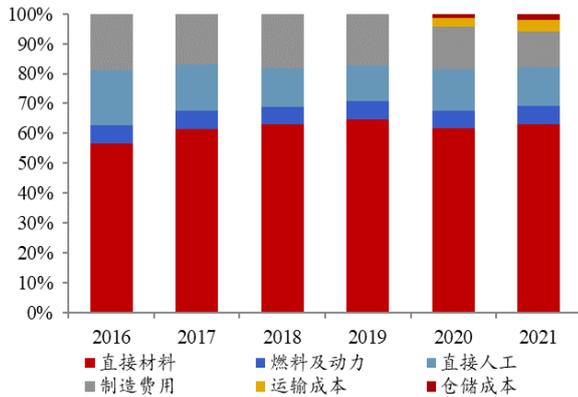
数据来源：公司公告，西南证券整理

**表 9：国内胶管行业竞争格局**

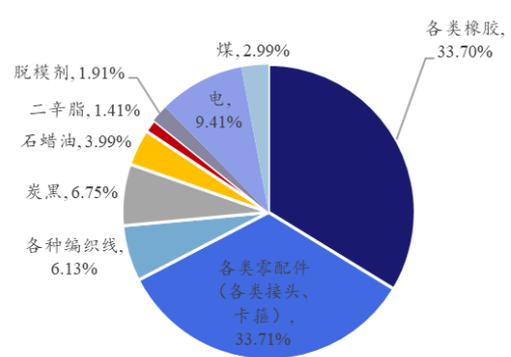
竞争格局	企业类型	汽车胶管供应商
第一梯队	外资企业，占据国内高端汽车胶管市场	德国康迪泰克、菲尼克斯；英国 BTR；美国固特异、派克等
第二梯队	国内上市企业及未上市已具有一定规模的企业	川环科技、鹏翎股份、美晨生态、天普股份、宁波丰茂、上海尚翔等
第三梯队	众多的小型汽车胶管企业，该梯队企业规模较小，在产能、工艺技术和产品质量上有待进一步提升	-

数据来源：华经产业研究院，西南证券整理

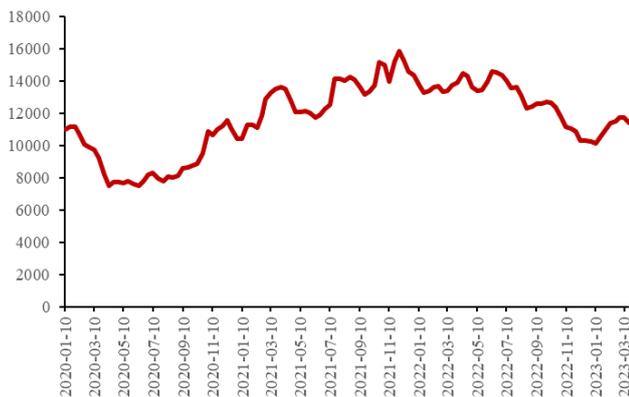
**原材料价格下滑，短期成本压力缓解。**公司的主营业务成本结构中以直接材料为主，近年来占比保持在 60%+，材料价格变动对总成本影响显著，原材料主要包括橡胶、接头、卡箍、后片、编织线、炭黑等。20 年起，由于石油等大宗商品价格上涨，带动下游产品橡胶、炭黑、塑料粒子等价格上涨幅度较大，公司成本压力增长，盈利能力承压，随着各项成本价格逐渐回归常态，预计 23 年成本压力将持续缓解。

**图 21：公司成本结构**


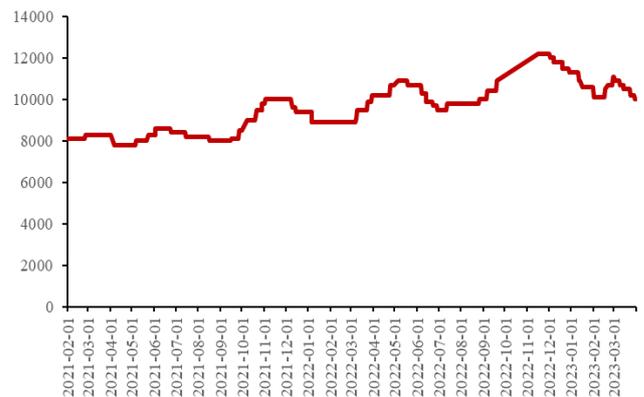
数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 22：公司直接材料成本占比**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 23：天然橡胶价格走势 (元/吨)**


数据来源：Wind，西南证券整理

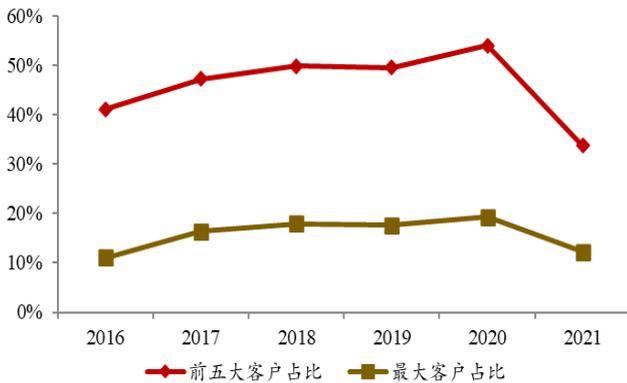
**图 24：炭黑价格走势 (元/吨)**


数据来源：Wind，西南证券整理

### 3.2 新能源转型顺利，产能持续开拓

**客户结构分散。**公司前五大客户营收占比较低，2021年占比为33.8%，同比下降20.3pp，客户结构呈多元化发展趋势，其中最大客户占比12.2%，同比下降7.2pp，对单一客户的依赖度低。目前公司拥有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，与一汽大众、上汽大众、比亚迪、长安、吉利、长城、广汽、长安福特、长安马自达、上汽通用五菱、东风汽车、日本三菱、奇瑞、北汽等整车厂，成为国内外众多整车制造企业的定点供配基地，还出口到美国、日本、欧盟、东南亚等国家和地区，形成了较为明显的市场优势地位。

图 25：公司前五大及最大客户营收占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

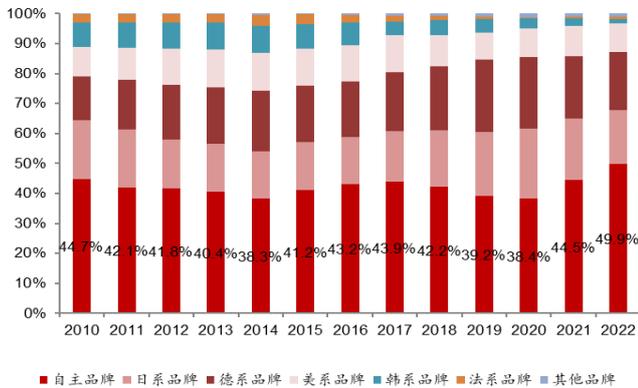
图 26：公司海外客户分布



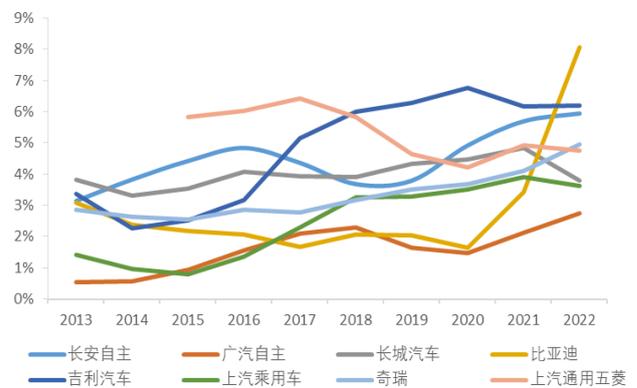
数据来源：公司官网，西南证券整理

**新能源配套占比快速提升。**公司目前与比亚迪（王朝系列：秦、汉、宋、唐、元等；海洋系列：海豚、海豹等；腾势系列；军舰系列等）、广汽埃安（AION Y/S/V/LX等）、五菱（MiniEV等）、哪吒（U/V/N/S等）、北汽新能源（极狐等）、长安新能源（深蓝系列）、赛力斯（问界M5、M7等）、吉利新能源（领克、极氪等）、东风新能源（岚图等）、理想汽车等新能源汽车厂家建立了长期稳定的合作关系，同时参与了未势能源、长城、庆铃等客户的氢能源车型相关配套管路研发工作。根据公司半年报披露，22H1 新能源汽车配套产品产销同比增长100%，预计22H2 新能源汽车配套产品将占公司主营的40%，较2021年8.3%实现快速提升，公司新能源客户转型顺利。

**主要客户市占率持续提升。**公司客户以自主品牌为主，近年来在电动智能化趋势带动下，国内自主品牌乘用车市占率持续提升，2022年市占率达49.9%，同比+5.4pp，连续两年保持正增长，其中公司主要客户如比亚迪、吉利、长安、广汽等市占率保持稳健或不断提升，22年分别占比8.1%/6.2%/6%/2.7%，同比分别+4.7/0/+0.3/+0.6pp，竞争力不断增强，预计随着主要客户销量增长，公司业务有望持续受益。

**图 27：各国别品牌乘用车市占率**


数据来源：乘联会，西南证券整理

**图 28：自主品牌乘用车市占率**


数据来源：乘联会，西南证券整理

**产品种类丰富，总成化供货优势明显。**软管方面，公司产品涵盖了车用燃油系统、冷却系统、制动系统、动力转向系统、车身附件系统、进排气系统等全车管路系统，被客户形象比喻为“车用软管超市”，随着整车厂对全车管路系统的“打包式”供应模式的应用，公司体现出较强的竞争优势。此外，公司具备同时生产橡胶类管路、尼龙类管路和两者相结合管路及总成化供货能力，同时对各类连接件、三通、快装接头（包括外壳和里面的关键部件 O 型圈）等自主化生产，这与只生产上述某一种管路的供应商比较占有非常大的优势，有利于整车厂的整体工作展沟通协调和解决相关问题。

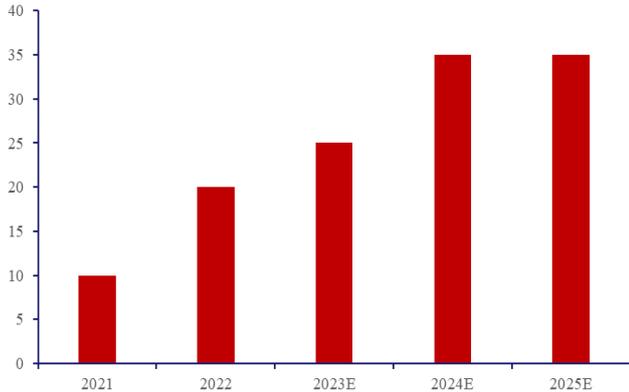
**产能持续扩张，积极匹配下游增长需求。**根据公司公告披露，公司老厂区产值约 8-10 亿元，2022 年开启新厂区建设，目前稳步推进中，截止 23Q1，101、102 号车间厂房已经建成投入使用，产能正在持续爬坡中，这两个车间的设计产能约 8-10 亿元；103 车间的厂房主体工程已经建成；104 车间厂房主体钢结构已经建成，约完成总体工程的 50% 左右。我们预计到 2024 年底，公司总产值将达 35 亿元，较 2022 年底增长 15 亿元，产能实现快速提升，积极匹配下游需求。

**表 10：公司产能规划（亿元）**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
老厂房	10	10	10	10	10
101 工厂		5	5	5	5
102 工厂		5	5	5	5
103 工厂			5	5	5
104 工厂				5	5
105 工厂				5	5
总计	10	20	25	35	35

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 29：公司产值规划（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 30：快插接头

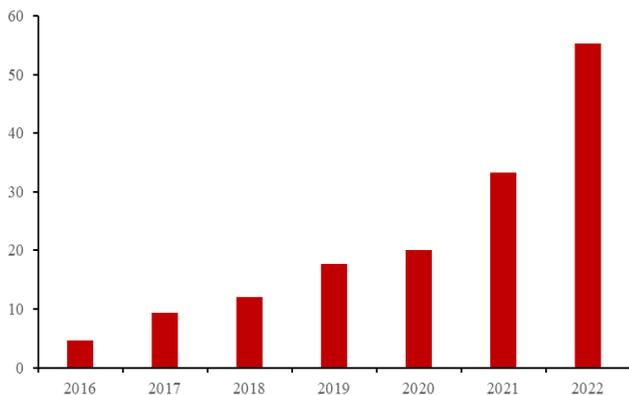


数据来源：百度，西南证券整理

### 3.3 大排量摩托车销量提升，新业务构建第二增长极

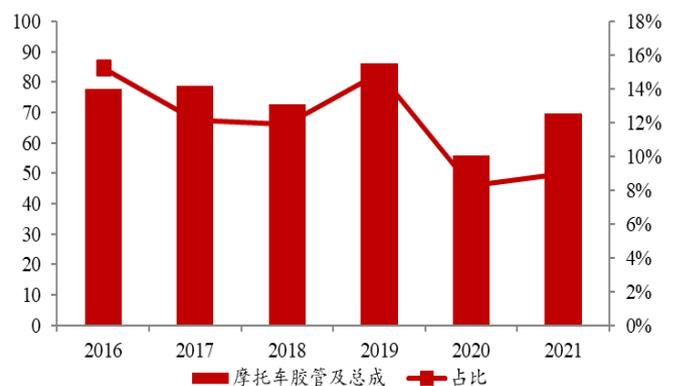
**大排量摩托车保持高速增长。**随着消费升级持续推进，摩托车产品朝高端化发展，当前各大摩托厂家均在开发豪华型大排量摩托车，我国 250ml 以上大排量摩托车销量保持快速增长，2022 年共销售 55.3 万辆，同比+44.7%。日本、欧洲和美国等发达国家大排量摩托车年人均消费量为 6.6-8.8 辆/万人，我国人均销量仅 4 辆/万人，仍有较大提升空间。大排量摩托车管路系统比传统摩托车价值高 5 倍以上，管路市场容量大幅提升，公司与国内外 50 多家摩托车厂均保持合作关系，如雅马哈、本田、春风、大长江、铃木等，摩托车管路业务有望保持稳中有升。

图 31：我国大排量摩托车销量（万辆）



数据来源：中汽协，西南证券整理

图 32：公司摩托车管路业务营收（百万元）及占比



数据来源：Wind，西南证券整理

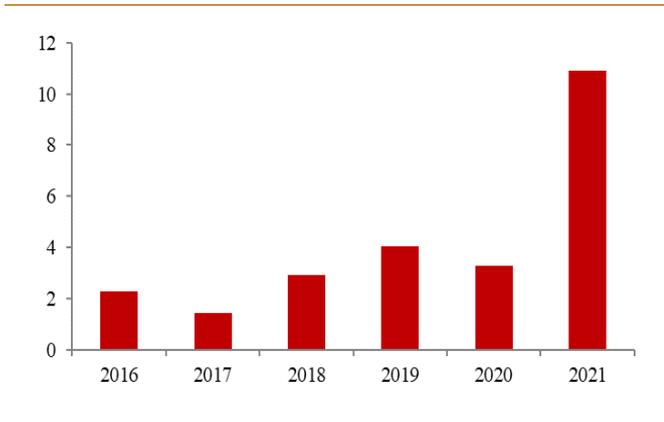
**积极拓展新领域，构建第二增长极。**公司专门成立了针对储能产品的市场开发和技术保障团队，目前已经与比亚迪、英杰电气、西安奇点等多家储能客户建立了合作关系，正在进行产品测试或小批量供货，随着储能市场爆发，公司储能业务有望实现快速增长。此外，公司还在数据中心系统、存储系统、轨道交通、中石油、中石化、军品等领域冷却管路实现了新突破，22H1 实现军品、轨道交通领域小批量供货，公司积极拓展新领域，第二增长极潜力大。

表 11：数据中心风冷与液冷指标对比

	风冷	冷板式液冷	浸没式液冷
PUE/电源使用效率	1.6	1.3 以下	1.2 以下
数据中心总能耗单节点均摊	1	0.67	0.58
数据中心总成本单节点均摊 (量产)	1	0.96	0.74
功率密度 (kw/机柜)	10	40	200
主机房占地面积比例	1	1/4	1/20
CPU 核温 (°C)	85	65	65
机房环境 (温度、湿度、洁净度、腐蚀性气体)	要求高	要求高	要求低

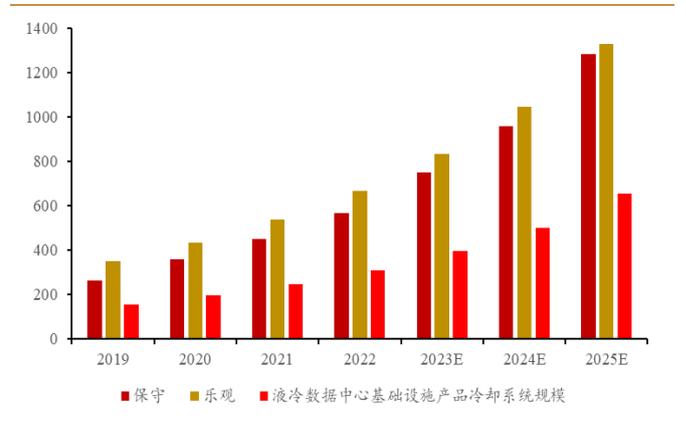
数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

图 33：公司其他业务营收 (百万元)



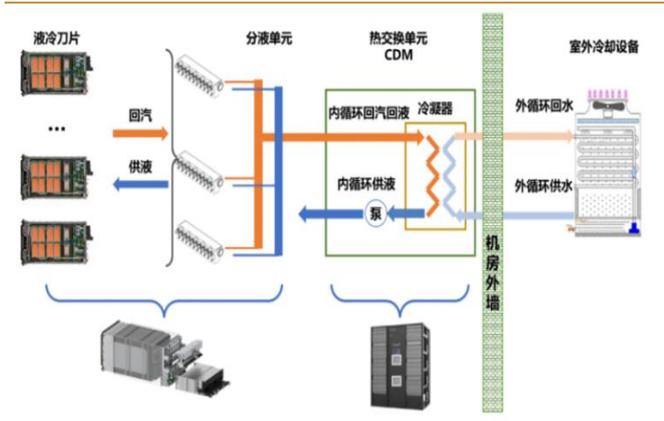
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 34：我国液冷数据中心及其冷却系统市场规模 (亿元)



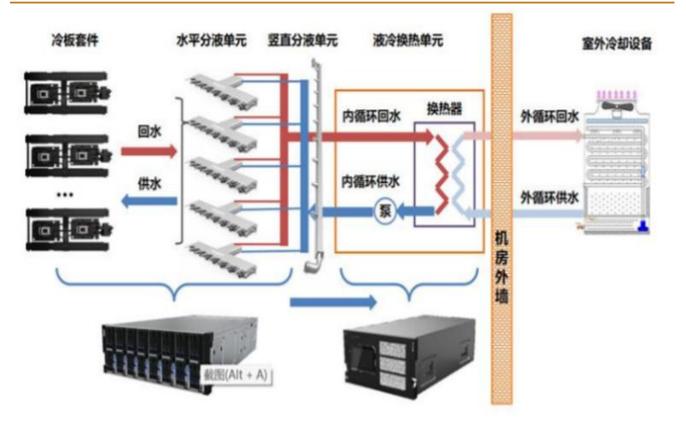
数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

图 35：浸没式液冷数据中心结构图



数据来源：第十届数据中心标准峰会，西南证券整理

图 36：冷板式液冷数据中心结构图



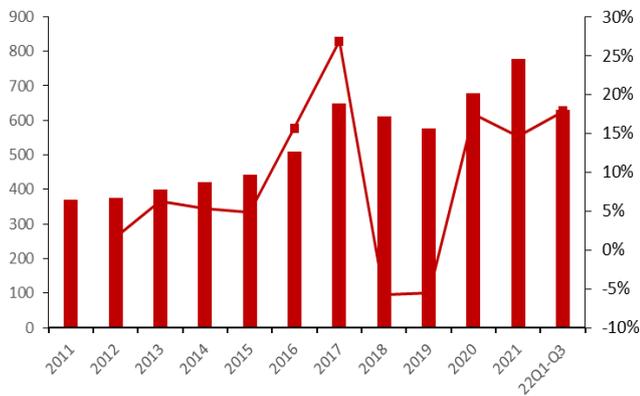
数据来源：第十届数据中心标准峰会，西南证券整理

## 4 财务分析

### 4.1 营收稳定增长，经营持续向好

公司营收持续创新高。营收方面，2017-2021年CAGR为3.69%，保持稳健增长，其中18、19年受宏观经济增速放缓、中美贸易摩擦等多重因素影响，中国汽车市场回冷，行业销量同比分别-2.8%、-8.2%，公司营业收入同比分别-5.8%、-5.5%；20、21年随着行业销量回暖，公司营收持续创新高，21年达7.76亿元，同比+14.6%。22H1受疫情反复等不利因素影响，营收同比下滑，随着政策刺激效果显现，汽车行业特别是新能源汽车行业需求增长，产业链供需有效增强，公司Q3营收同比与环比均显著改善，分别为+48.9%、+22.9%。

图 37：公司营业收入（百万元）及增长率



数据来源：Wind，西南证券整理

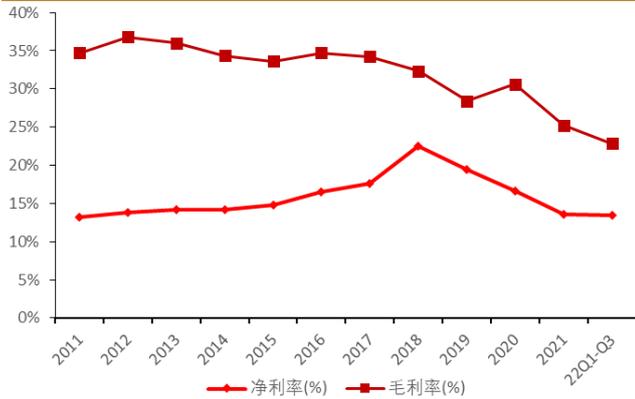
图 38：公司分季度营收（亿元）及同比增长率



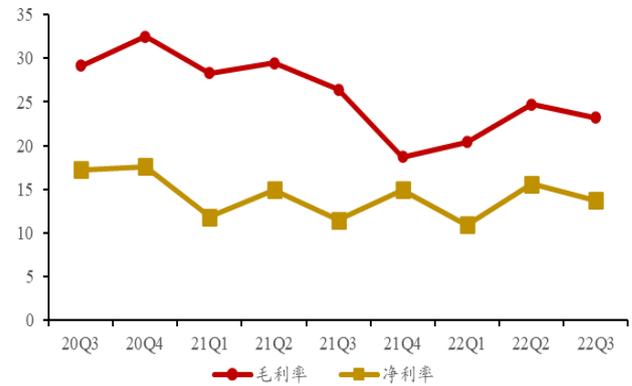
数据来源：Wind，西南证券整理

### 4.2 盈利能力处于行业中游，偿债能力较好

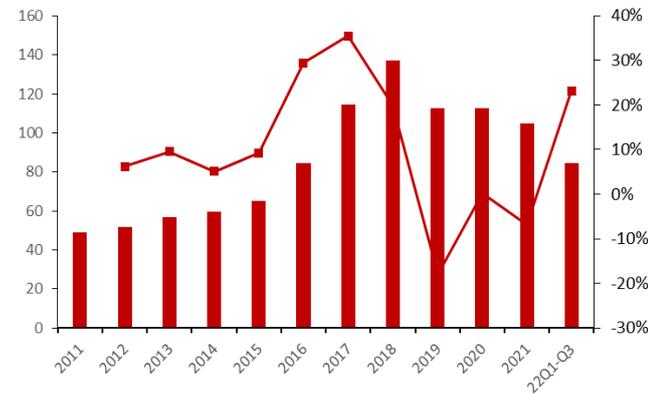
盈利能力较为稳定。2011年以来，公司毛利率高于25%，2021年受石油价格上涨影响，公司产品主要原材料成本上涨，同时因市场需求变化，公司急件增加，异常运输费用增加，导致公司在2021年毛利率下降至历史最低25.2%，归母净利润为1.05亿元，同比-6.9%。22年以来受芯片短缺、疫情反复以及大宗原材料涨价等不利因素影响，毛利率持续下滑，22Q1-3毛利率22.8%，同比-5.3pp，受益于费用管控有效，归母净利润8472.7万元，同比+23.1%，净利率保持稳定。

**图 39: 公司盈利能力**


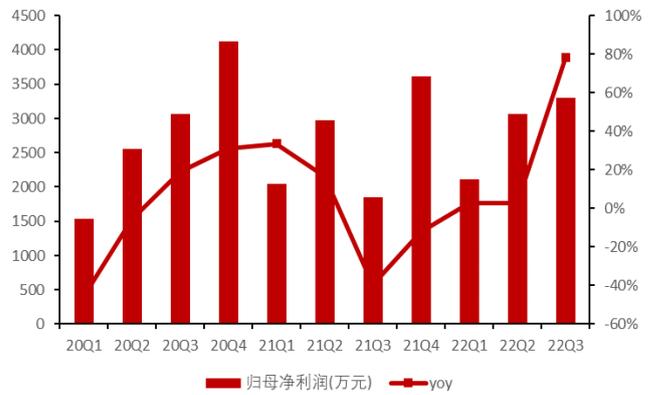
数据来源: Wind, 西南证券整理

**图 40: 分季度盈利能力**


数据来源: Wind, 西南证券整理

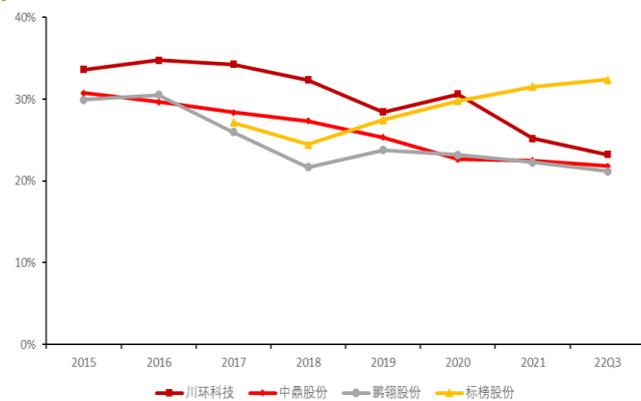
**图 41: 公司归母净利润(百万元)及增长率**


数据来源: Wind, 西南证券整理

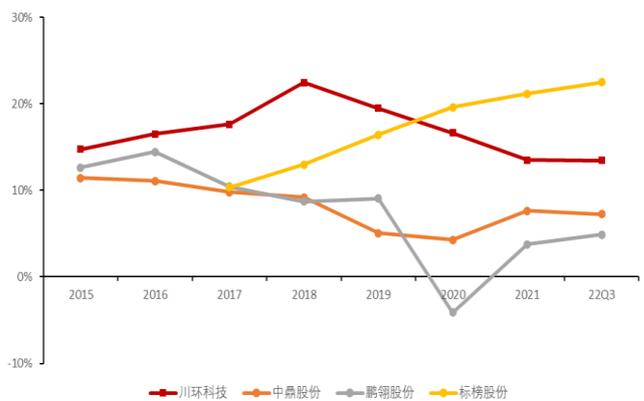
**图 42: 公司分季度归母净利润(万元)及同比增长率**


数据来源: Wind, 西南证券整理

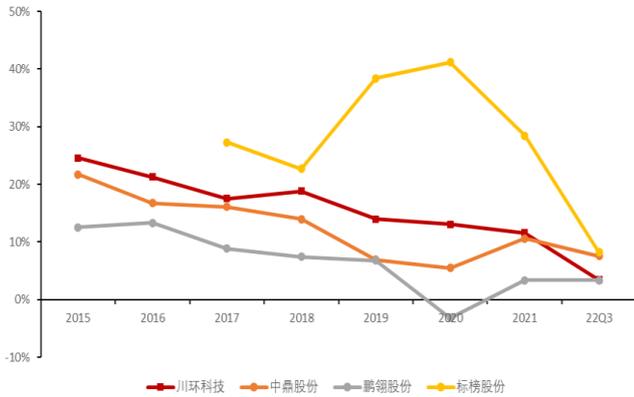
公司毛利率和净利率位于行业中上游, 盈利能力较高。2015年以来 ROE 受行业不景气影响持续下滑。公司 2017-2021 年总资产周转率平均为 0.7 (次/年); 相关营运能力表现均位于行业头部, 综合营运能力出色。

**图 43: 可比公司毛利率比较**


数据来源: Wind, 西南证券整理

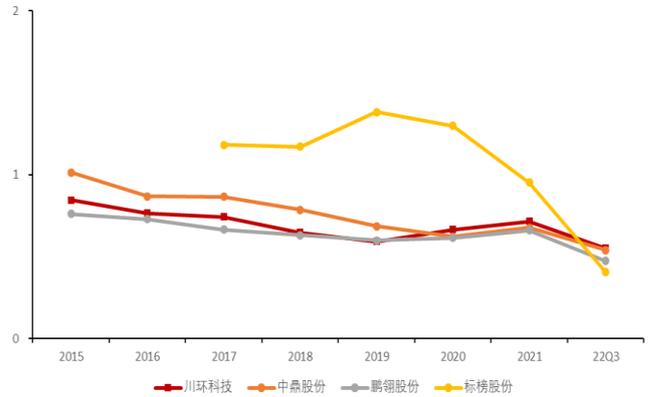
**图 44: 可比公司净利率比较**


数据来源: Wind, 西南证券整理

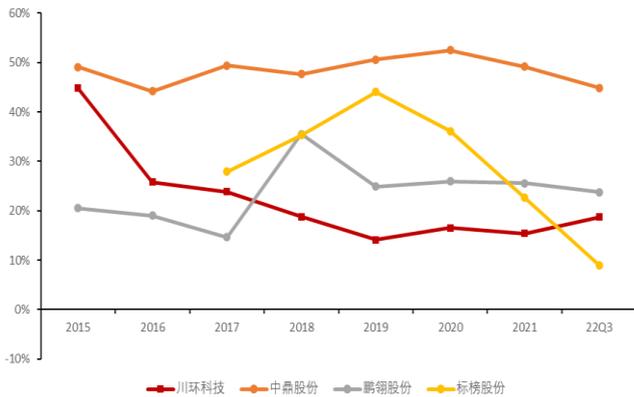
**图 45: 可比公司 ROE 比较**


数据来源: Wind, 西南证券整理

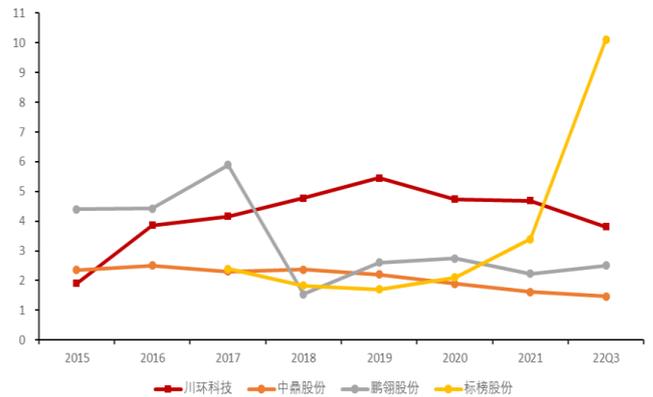
公司资产负债率处于可比公司较低水平, 2021 年的资产负债率为 15.36%, 长期偿债能力一般。公司流动比率处于可比公司较高水平, 近年稳定高于 4.5%, 2021 年为 4.69%, 短期偿债能力较好。

**图 46: 可比公司总资产周转率比较**


数据来源: Wind, 西南证券整理

**图 47: 可比公司资产负债率比较**


数据来源: Wind, 西南证券整理

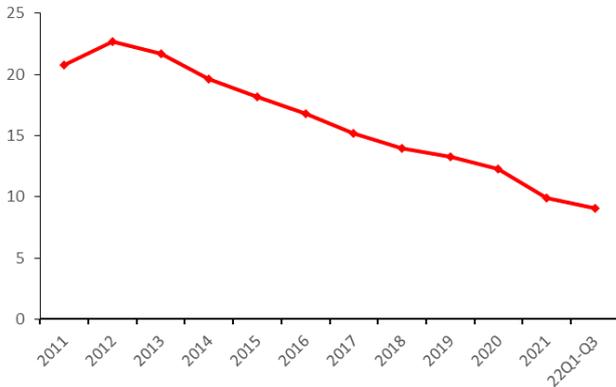
**图 48: 可比公司流动比率比较**


数据来源: Wind, 西南证券整理

### 4.3 总费用率逐年下滑, 研发费用率稳中有升

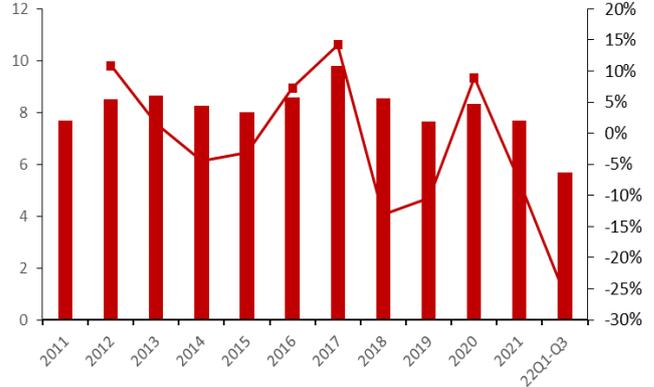
2011 年以来公司管理成效显著, 期间费用率逐年下滑, 2021 年为 9.9%, 同比 -2.4pp, 22Q1-3 为 9.1%, 同比 -5.4pp, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.3%/3.4%/3.7%/-0.4%。由于新技术、项目增加, 研发团队的不断扩大, 研发投入进一步增加, 公司研发费用近年不断走高, 2021 年和 2022 年前三季度研发费用分别为 3217 万元和 2361 万元, 占营收比例达到 4.14% 和 3.74%。

图 49：公司费用率 (%)



数据来源：Wind, 西南证券整理

图 50：公司期间费用 (百万元) 及增速



数据来源：Wind, 西南证券整理

图 51：公司销售费用 (亿元) 及销售费用率



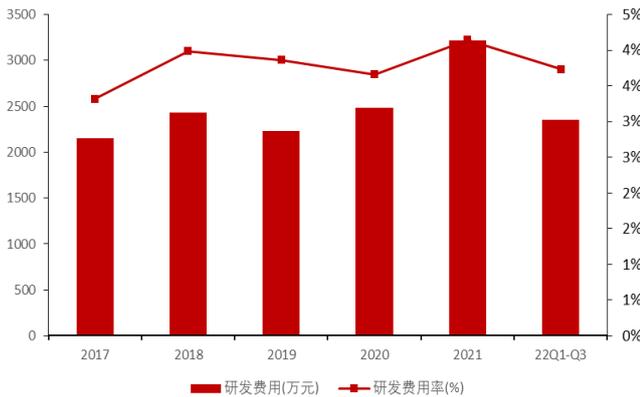
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 52：公司管理费用 (万元) 及管理费用率



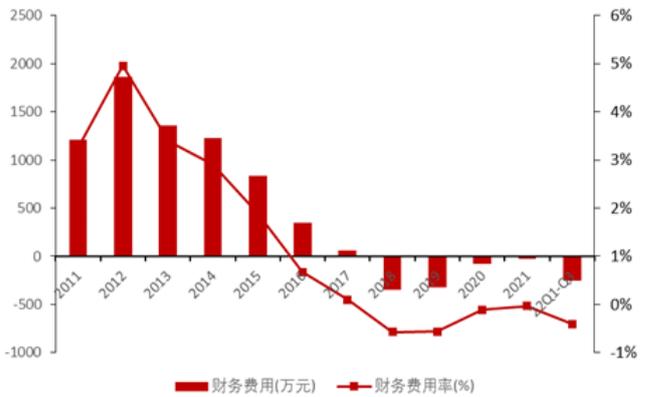
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 53：公司研发费用 (万元) 及研发费用率



数据来源：Wind, 西南证券整理

图 54：公司财务费用 (万元) 及财务费用率



数据来源：Wind, 西南证券整理

## 5 盈利预测与估值

### 5.1 盈利预测

#### 关键假设：

假设 1：随着公司客户持续开拓，销量不断提升，假设 22-24 年公司主营产品橡胶制品销量分别为 15267/23338/32378 万件；随着产品结构变化，单价分别为 6.24/6.42/6.62 元/件；

假设 2：随着成本压力缓解，公司橡胶制品毛利率分别为 24.5%/25%/25.5%；

假设 3：储能、轨交、军品等新业务不断开拓，随着产能利用率提升，预计 22-24 年其他业务毛利率分别为 23.5%/24%/24.5%。

表 12：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021	2022E	2023E	2024E
汽车管路	收入	765.59	960.21	1336.00	1892.31
	增速	13.55%	25.42%	39.14%	41.64%
	成本	570.41	724.96	1002.00	1409.77
	毛利率	25.49%	24.50%	25.00%	25.50%
其他	收入	10.91	13.09	115.71	218.85
	增速	234.66%	20.00%	783.83%	89.14%
	成本	8.39	10.08	89.10	168.52
	毛利率	23.10%	23.50%	24.00%	24.50%
合计	收入	776.50	973.30	1451.71	2111.16
	增速	14.62%	25.34%	49.15%	45.43%
	成本	578.80	734.97	1089.94	1575.00
	毛利率	25.46%	24.49%	24.92%	25.40%

数据来源：Wind, 西南证券

### 5.2 相对估值

我们选取了行业中与川环科技业务较为相近的四家公司，2022 年四家公司的平均 PE 为 25 倍，2023 年平均 PE 为 17 倍。川环科技未来最大的看点有三个：（1）成本管控能力强，盈利能力优势明显。产品类别丰富，具备关键零部件自主生产能力。（2）客户结构转型顺利，新能源客户占比提升。（3）产能稳步扩张，储能等领域有望构建第二增长极。给予公司 2023 年 25 倍 PE，对应目标价 22.8 元，对应市值 49.5 亿元，首次覆盖给予“买入”评级。

**表 13：可比公司估值（截止 2023.4.17 收盘）**

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
000887.SZ	中鼎股份	12.43	0.79	0.84	1.04	1.24	39.10	14.82	11.96	9.99
301181.SZ	标榜股份	38.04	1.50	1.35	1.84	2.31	31.61	26.56	20.72	16.46
603158.SH	腾龙股份	7.05	0.29	0.25	0.41	0.54	82.61	28.19	17.18	13.16
603239.SH	浙江仙通	14.56	0.52	0.47	0.76	1.16	57.42	31.21	19.11	12.53
平均值							52.69	25.20	17.24	13.04

数据来源：Wind, 西南证券整理

## 6 风险提示

（1）原材料价格波动风险。公司主营业务成本中直接材料占比较高，受国际国内经济形势、国家宏观调控政策及市场供求变动等因素的影响，如果上游原材料短期内出现大幅上涨，公司产品价格未能及时调整，可能对公司经营业绩产生不利影响。

（2）行业不景气风险。公司的产品主要应用于汽车行业，若未来全球经济形势恶化，或者国家产业政策发生不利变化，则可能导致汽车行业产销量持续下滑，从而对公司生产经营和盈利能力造成不利影响。

（3）市场竞争加剧风险。随着汽车管路行业不断发展，客户对产品技术水平和质量提出了更高要求，未来如果公司不能继续保持技术创新并及时响应市场和客户对先进技术和创新产品的需求，将对公司持续盈利能力和财务状况产生不利影响。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	776.49	973.29	1451.70	2111.14	净利润	104.99	128.57	197.95	297.20
营业成本	580.75	734.97	1089.93	1574.99	折旧与摊销	4.55	25.48	25.48	25.48
营业税金及附加	5.60	7.02	10.48	15.23	财务费用	-0.23	-0.89	-1.02	-0.98
销售费用	17.37	19.47	29.03	42.22	资产减值损失	-4.09	0.00	0.00	0.00
管理费用	27.43	68.13	101.62	147.78	经营营运资本变动	34.68	-43.18	-209.05	-312.94
财务费用	-0.23	-0.89	-1.02	-0.98	其他	27.60	8.51	17.74	24.47
资产减值损失	-4.09	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>167.51</b>	<b>118.49</b>	<b>31.11</b>	<b>33.22</b>
投资收益	0.27	0.00	0.00	0.00	资本支出	-36.04	-30.00	-30.00	-30.00
公允价值变动损益	0.19	0.09	0.11	0.12	其他	-60.57	3.00	3.02	3.03
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-96.61</b>	<b>-27.00</b>	<b>-26.98</b>	<b>-26.97</b>
<b>营业利润</b>	<b>118.50</b>	<b>144.69</b>	<b>221.77</b>	<b>332.01</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.87	-1.87	-1.87	-1.87	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>116.63</b>	<b>142.82</b>	<b>219.89</b>	<b>330.14</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	11.64	14.25	21.94	32.94	支付股利	-60.08	-10.50	-12.86	-19.80
净利润	104.99	128.57	197.95	297.20	其他	-0.06	-0.64	-0.51	-0.56
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-60.14</b>	<b>-11.14</b>	<b>-13.37</b>	<b>-20.35</b>
归属母公司股东净利润	104.99	128.57	197.95	297.20	<b>现金流量净额</b>	<b>10.09</b>	<b>80.35</b>	<b>-9.24</b>	<b>-14.10</b>
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	215.17	295.52	286.28	272.18	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	254.30	360.95	521.13	754.69	销售收入增长率	14.62%	25.34%	49.15%	45.43%
存货	215.46	304.55	446.35	647.20	营业利润增长率	-8.74%	22.10%	53.27%	49.71%
其他流动资产	95.41	0.53	0.52	0.54	净利润增长率	-6.91%	22.46%	53.97%	50.14%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-21.30%	37.82%	45.46%	44.79%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	265.74	275.38	285.03	294.67	毛利率	25.21%	24.49%	24.92%	25.40%
无形资产和开发支出	45.86	40.74	35.61	30.49	三费率	5.74%	8.91%	8.93%	8.95%
其他非流动资产	11.76	8.85	5.94	3.03	净利率	13.52%	13.21%	13.64%	14.08%
<b>资产总计</b>	<b>1103.70</b>	<b>1286.52</b>	<b>1580.86</b>	<b>2002.80</b>	ROE	11.24%	12.22%	16.00%	19.62%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.51%	9.99%	12.52%	14.84%
应付和预收款项	143.98	203.48	297.27	425.76	ROIC	14.00%	15.89%	20.55%	23.47%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	15.82%	17.39%	16.96%	16.89%
其他负债	25.58	30.83	46.28	62.33	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>169.56</b>	<b>234.31</b>	<b>343.55</b>	<b>488.09</b>	总资产周转率	0.72	0.81	1.01	1.18
股本	216.91	216.91	216.91	216.91	固定资产周转率	3.59	5.01	8.35	13.76
资本公积	184.44	184.44	184.44	184.44	应收账款周转率	3.30	3.49	3.63	3.64
留存收益	532.79	650.86	835.96	1113.36	存货周转率	2.65	2.71	2.82	2.82
归属母公司股东权益	934.14	1052.21	1237.31	1514.71	销售商品提供劳务收到现金营业收入	72.01%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>934.14</b>	<b>1052.21</b>	<b>1237.31</b>	<b>1514.71</b>	资产负债率	15.36%	18.21%	21.73%	24.37%
负债和股东权益合计	1103.70	1286.52	1580.86	2002.80	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.69	4.13	3.65	3.42
					速动比率	3.40	2.82	2.35	2.10
					股利支付率	57.23%	8.17%	6.49%	6.66%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	122.83	169.28	246.23	356.51	每股收益	0.48	0.59	0.91	1.37
PE	32.44	26.49	17.20	11.46	每股净资产	4.31	4.85	5.70	6.98
PB	3.65	3.24	2.75	2.25	每股经营现金	0.77	0.55	0.14	0.15
PS	4.39	3.50	2.35	1.61	每股股利	0.28	0.05	0.06	0.09
EV/EBITDA	25.87	18.32	12.64	8.78					
股息率	1.76%	0.31%	0.38%	0.58%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

**西南证券研究发展中心****上海**

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

**北京**

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

**深圳**

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

**重庆**

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

**西南证券机构销售团队**

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn	