

# 标榜股份 (301181.SZ)

## 乘新能源和轻量化春风，汽车尼龙管优质供应商迎增长新机遇

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	632	479	610	760	940
增长率 yoy (%)	12.3	-24.3	27.5	24.6	23.7
归母净利润 (百万元)	124	101	133	168	212
增长率 yoy (%)	34.6	-18.4	31.3	26.1	26.3
ROE (%)	40.6	24.9	26.6	25.5	24.7
EPS 最新摊薄 (元)	1.38	1.13	1.48	1.86	2.36
P/E (倍)	28.2	34.6	26.3	20.9	16.5
P/B (倍)	11.4	8.6	7.0	5.3	4.1

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 3 月 21 日收盘价

- 深耕汽车尼龙管路行业，公司掌握多种核心技术工艺。** 公司是国内领先的汽车尼龙管路制造商，长期致力于汽车尼龙管路制造，经过多年的技术积累和市场开拓，公司已发展成为少数可广泛配套于大众、奥迪等知名品牌供应商体系的内资尼龙管路及连接件制造企业之一，与诸多优秀汽车零部件制造企业建立了良好的长期合作关系。经过十多年的研发，公司在尼龙管路生产方面拥有多项原始取得自主知识产权的核心技术，以及境内专利 59 项，境外专利 1 项，在行业内形成了较高的竞争壁垒。
- 国产替代背景下，公司有望率先受益。** 过去国内传统燃油车合资品牌长期占据国内市场主要份额，和外资尼龙管路供应商的供应关系长期且稳定，再加上国内尼龙管路整体技术水平和储备实力较弱，因此内资零部件厂商难以打破原有供应体系。但在国内新能源自主品牌崛起的背景下，新的电动车供应链正在形成，相比于外资企业，国内本土企业有着供给更快、成本更低、产业链粘性更易形成等诸多优势。目前国内大部分公司在尼龙管路产品布局较少，而公司实现了尼龙管路的大规模量产，具备成熟工艺和先进设备，有望在新能源大浪潮中率先受益。
- 燃油业务深度绑定大众，排放法规趋严有望增厚公司业绩。** 公司最早于 2011 年取得上海大众总成定点，之后陆续切入上汽大众、一汽大众、大众一汽发动机等大众系客户，合作不断深入，目前大众是公司燃油业务的主要客户。自 2019 年 7 月 1 日起，我国快速进入国六 a 阶段。国六排放标准催生整车厂的产品迭代，公司也实现国六产品大批量供货，国六产品的切换带动公司动力连接管路的销售均价大幅提升，从 2018 年的 23.2 元/件涨至 21 年 H1 的 40.6 元/件。节能减排是大趋势，未来排放法规趋严有望进一步提高公司产品单价，增厚公司整体营收。
- 紧抓尼龙发展机遇，新能源业务未来可期。** 由于新能源车存在续航焦虑的问题，因此对轻量化要求更高，而相较于高重量的橡胶和金属管，尼龙管具备成本低、耐候性强、重量轻的特点，有望成为新能源冷却

增持 (首次评级)	
<b>股票信息</b>	
行业	汽车
2023 年 3 月 21 日收盘价 (元)	40.79
总市值 (百万元)	3,671.10
流通市值 (百万元)	1,223.70
总股本 (百万股)	90.00
流通股本 (百万股)	30.00
近 3 月日均成交额 (百万元)	94.70



**作者**

分析师 陈逸同  
执业证书编号: S1070522110001  
邮箱: chenytong@cgws.com

联系人 吴铭杰  
执业证书编号: S1070122070020  
邮箱: wumingjie@cgws.com

**相关研究**

管主流材料。为顺应新能源浪潮，公司积极拓展新能源客户，已经进入上汽大众、一汽大众、比亚迪、零跑、宝马等车企和上海重塑等零部件企业的供应体系，IPO 拟使用 2 亿元用于新能源汽车电池冷却系统管路建设项目，积极布局着电动化转型，新能源业务未来可期。

- **投资建议：**目前公司燃油业务绑定大客户保持稳定增长，新能源业务已经稳定供货大众 MEB 平台，并积极开拓比亚迪等新客户，我们认为未来公司 IPO 项目投产后，电池冷却管等高附加值的新能源产品有望贡献主要增量，助力公司营收、利润高增，我们预计 2022-2024 年公司归母净利润依次为 1.33 亿元、1.68 亿元、2.12 亿元，EPS 为 1.48、1.86、2.36 元，对应 PE 分别为 26.3 倍、20.9 倍、16.5 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

**风险提示：**宏观经济波动风险，国内疫情反复，原材料价格大幅上涨，下游新能源车销量不及预期，新产能投放不达预期，芯片短缺问题延续，新产品研发进度不及预期，行业竞争加剧风险，政策波动风险。

## 内容目录

1.注重产品研发的国内一流尼龙管路供应商 .....	5
1.1 深耕汽车尼龙管路行业，掌握多种核心技术工艺 .....	5
1.2 冷却管路业务持续扩大，营收利润有望筑底回升 .....	8
2.国产替代背景下，公司有望率先受益 .....	11
2.1 行业壁垒：工艺壁垒较高，公司是尼龙管路稀缺标的 .....	11
2.2 竞争格局：外资主导，自主崛起 .....	13
3.燃油业务深度绑定大众，排放法规趋严有望增厚公司业绩 .....	15
4.紧抓尼龙发展机遇，新能源业务有望成为第二成长曲线 .....	19
4.1 汽车轻量化：大势所趋，未来已来 .....	19
4.2 尼龙管是新能源车管路的发展趋势 .....	20
4.3 新能源客户拓展叠加新产能扩张，快速抢占电动车市场 .....	21
5.投资建议 .....	23
6.风险提示 .....	24

## 图表目录

图表 1: 公司发展历程 .....	5
图表 2: 公司股权结构图 .....	5
图表 3: 公司主要尼龙管路产品及介绍 .....	5
图表 4: 2018-2021 年公司研发支出和比例 .....	7
图表 5: 公司核心技术 .....	7
图表 6: 2018-2022H1 公司不同业务营收占比 .....	8
图表 7: 2018-2022H1 营业收入（亿元）及同比增速 .....	8
图表 8: 2018-2022H1 公司综合毛利率 .....	9
图表 9: 2018-2022H1 公司不同业务毛利率 .....	9
图表 10: 公司关键零部件国产化进程 .....	9
图表 11: 2018-2022H1 公司净利率 .....	9
图表 12: 2018-2022H1 公司归母净利润及同比增速 .....	9
图表 13: 2018-2022H1 公司期间费用率 .....	10
图表 14: 汽车尼龙管路和连接件工艺流程图 .....	11
图表 15: 国内主要车用管路供应商 .....	12
图表 16: 全球主要尼龙管路供应商 .....	13
图表 17: 国内新能源车销量及同比增速 .....	14
图表 18: 各国别车系国内市场份额 .....	14
图表 19: "大众系"客户及配套产品 .....	15
图表 20: 全国新生产机动车排放标准实施进度 .....	16
图表 21: 我国机动车尾气排放标准发展历程 .....	16
图表 22: 公司尼龙管演变过程（以 AFK 管为例） .....	17
图表 23: 公司涡轮增压和非涡轮增压配套 AKF 管对比 .....	18
图表 24: 公司动力连接管路销售均价 .....	18
图表 25: 汽车轻量化示意图 .....	19
图表 26: 节能与新能源汽车技术路线图 2.0 轻量化总体目标 .....	20
图表 27: 纯电车热管理回路 .....	20

图表 28: 尼龙管和金属管、橡胶管性能参数对比.....	21
图表 29: 公司主要新能源客户.....	21
图表 30: 大众 MEB 纯电车型月度销量 (万辆) .....	22
图表 31: 公司电池冷却管收入及销售单价 .....	22
图表 32: 公司 IPO 募投项目情况.....	22
图表 33: 公司各业务营收及毛利率预测.....	23

## 1. 注重产品研发的国内一流尼龙管路供应商

### 1.1 深耕汽车尼龙管路行业，掌握多种核心技术工艺

公司是国内领先的汽车尼龙管路制造商。标榜股份成立于 2009 年，公司长期致力于汽车尼龙管路制造，经过多年的技术积累和市场开拓，公司已发展成为少数可广泛配套于大众、奥迪等知名品牌供应商体系的内资尼龙管路及连接件制造企业之一，并与鹏翎等优秀汽车零部件制造企业建立了良好的长期合作关系，为细分行业内具有较强技术优势和产品优势的专业汽车流体管路制造商，于 2022 年 2 月在深交所创业板挂牌上市。

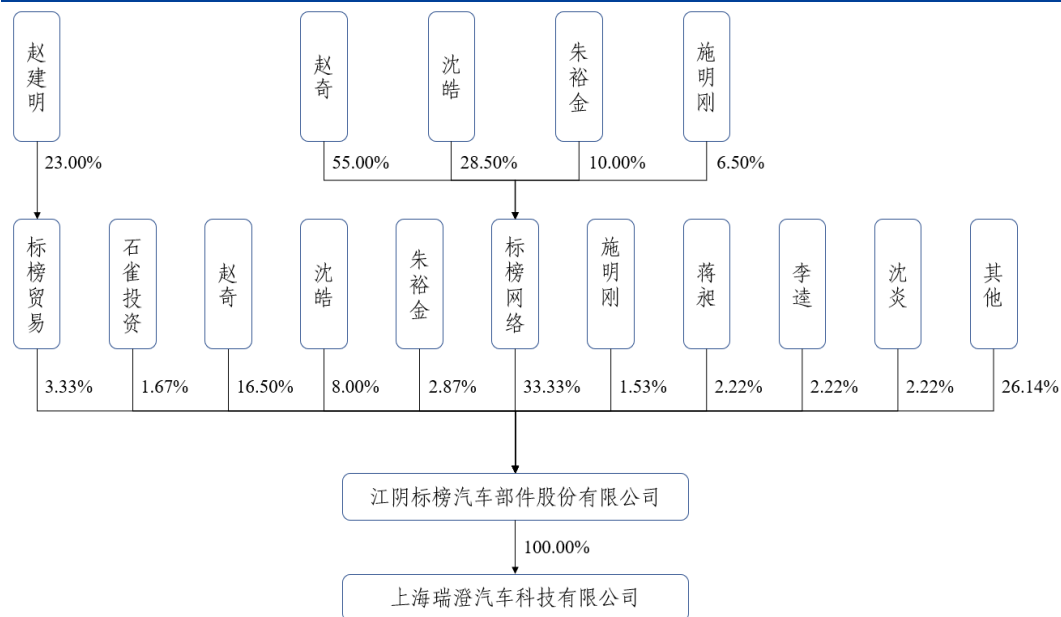
图表1: 公司发展历程

年份	事件
2009	标榜有限公司成立
2011	成为上海大众总成供应商，进入大众供应体系
2015	公司为大众 EA211 发动机进行配套
2016	公司为大众 EA888 发动机进行配套
2017	公司进行股份制改革，正式更名为“江阴标榜汽车部件股份有限公司”
2019	电池冷却管产品实现量产，并为上汽大众电池进行配套
2021	成为零跑汽车供应商
2022	公司在创业板上市;全资设立子公司上海瑞澄汽车科技有限公司

资料来源: 公司官网、长城证券产业金融研究院

公司股权结构明晰，集中度较高。本公司实际控制人为董事长赵奇，截至 2022 年第二季度，赵奇通过直接和间接的方式持有公司 35.11% 的股权。公司于 2022 年 3 月设立全资子公司上海瑞澄汽车科技有限公司，主要业务为汽车零部件技术研发及产品销售。

图表2: 公司股权结构图



资料来源: 公司年报、长城证券产业金融研究院

公司主要产品为汽车尼龙管路和连接件。公司尼龙管路产品主要包括动力系统连接管路、冷却系统连接管路。相比传统金属管路和橡胶管路，汽车尼龙管路在管体重量、加工成型性、耐高低温性、耐化学性等方面更具优越性，更契合近年来汽车节能减排标准提升的趋势。公司连接件产品是实现管路系统连通或断开的零部件。主要作用为汽车管路与

管路之间、管路与汽车水箱、暖风机与散热器等零部件之间的连接，该产品提高了管路系统的拆装效率和密封效果，有利于保证装配质量与产品一致性。

图表3: 公司主要尼龙管路产品及介绍

产品大类	主要产品图示	产品介绍
	 <p>炭罐连接管（AKF管）</p>	<p>应用于发动机的燃油系统，与炭罐相连接；油箱挥发的燃油蒸汽经炭罐后通过该管引入到发动机中燃烧，可以降低油耗，减少排放。</p>
动力系统连接管路	 <p>曲轴箱通气管</p>	<p>应用于曲轴箱中的窜气(含燃油蒸汽、机油蒸汽和废气等)循环，与曲轴箱、油器分离器相连接；曲轴箱中的窜气通过该管引入到油气分离器，将机油分离后，燃油蒸汽进入发动机中燃烧，可有效减少废气排放，防止大气污染。</p>
	 <p>燃油管</p>	<p>应用于发动机燃油系统，与底部输油管相连接；油箱中的油液经底部输油管后经该管引入发动机中燃烧。</p>
	 <p>水辅注塑冷却水管</p>	<p>应用于汽车发动机冷却系统，与散热器、暖风机相连接；通过该管传输冷却液将发动机产生的热量传递至散热器降温，传递至暖风机为驾驶舱供热，并将散热后的冷却液传送回发动机，维持发动机的温度在恒定范围内。</p>
冷却系统连接管路	 <p>新能源汽车冷却管</p>	<p>应用于新能源汽车（纯电、混合动力车型）电池的冷却和加热，与电池、散热器相连接；通过该管可保证电池系统的温度维持在恒定范围内。</p>
	 <p>电动汽车整车冷却水管</p>	<p>应用于新能源汽车（纯电、混合动力车型）电池的冷却和加热，与电池、散热器相连接；通过该管可保证电池系统的温度维持在恒定范围内。</p>





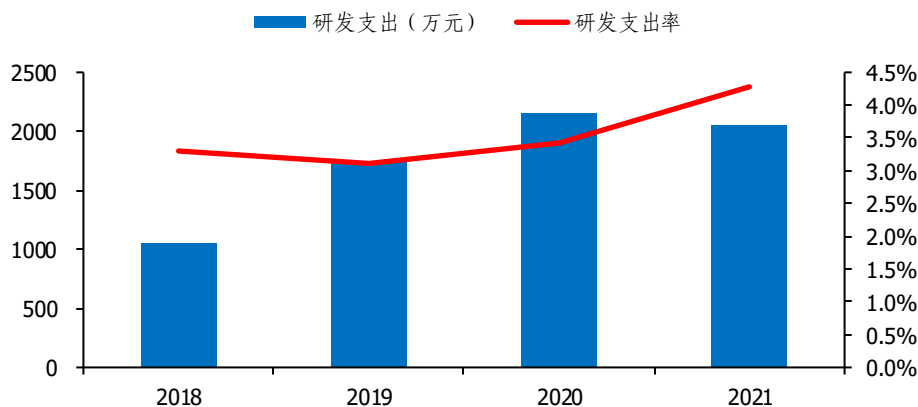
电动汽车电驱冷却管

应用于汽车驱动电机冷却系统，利用循环液路与密封系统，连接在水泵和电机散热器之间，带走电动机与控制器产生的热量。

资料来源：公司招股说明书、长城证券产业金融研究院

**重视技术研发，研发支出逐年上升。**研发投入方面，公司始终重视新产品、替代产品的开发和现有技术创新，不断加大对技术人员、研发设备和技术中心的投入。根据公司招股说明书和年报，2018-2021年公司研发支出率分别为3.3%、3.1%、3.4%和4.3%，稳中有升。公司始终专注于尼龙管路及连接件产品的研发，不断壮大研发团队，提升研发投入效率，提高核心竞争力。

图表4：2018-2021年公司研发支出和比例



资料来源：公司年报、长城证券产业金融研究院

**自主研发多项核心技术，共筑公司深厚技术护城河。**经过十多年的研发，公司在尼龙管路生产方面拥有多项原始取得自主知识产权的核心技术。公司核心技术均已进入大批量应用阶段，通过核心技术的应用，公司提高了生产效率，极大地减少了生产能耗以及生产过程中的污染。此外，公司获得了境内专利59项，境外专利1项，核心技术基本有对应专利进行保护，在行业内形成了较高的竞争壁垒，构成了公司的一大核心竞争力。

图表5：公司核心技术

序号	核心技术名称	阶段	技术来源	对应专利名称
1	一种蒸汽成型的车用管路及其制备方法	大批量应用	自主研发	车用管路及其制备方法
2	车用尼龙塑料连接件的焊接方法	大批量应用	自主研发	燃油管路系统
3	安全防撞型燃油管接头结构方式	大批量应用	自主研发	1)防撞型新型燃油管接头结构; 2)安全型燃油管路结构; 3)燃油管半包式防撞接头结构; 4)燃油管全包式防撞接头结构; 5)耐冲击型燃油管接头结构
4	一种通过水辅助注塑成型的工艺方法	大批量应用	自主研发	无
5	电池冷却管的加工工艺及结构设计方法	大批量应用	自主研发	1)用于新能源汽车上的电池冷却管路总成; 2)车用电池冷却进、

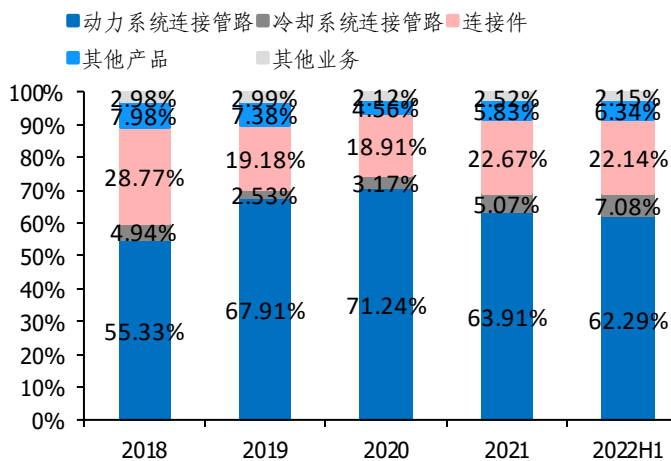
序号	核心技术名称	阶段	技术来源	对应专利名称
				回水管路：3) 安装于车用电池冷却管路中的温度传感装置；4) 新能源汽车冷却管路用快插接头
6	真空管路系统用易拆装型保护套结构方式	大批量应用	自主研发	具有易拆装型保护套的真空管路
7	一种汽车管路密封性能的检测方法	大批量应用	自主研发	一种汽车管路密封性能的检测方法
8	一种直管拉细工艺	大批量应用	自主研发	1) 一种直管拉细工艺；2) 拉细直管组合件；3) 直管拉细装置
9	墩节工艺技术	大批量应用	自主研发	防固定管夹滑移型光滑管

资料来源：公司招股说明书、长城证券产业金融研究院

## 1.2 冷却管路业务持续扩大，营收利润有望筑底回升

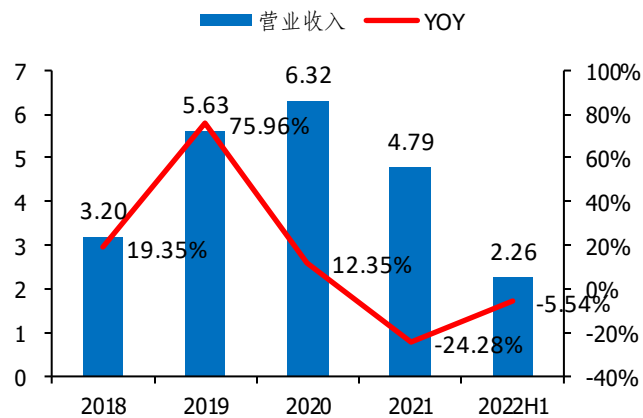
**营收：冷却管路业务营收占比逐步提升，22年以来营收端边际改善。从不同业务营收规模来看，公司动力系统连接管路业务为主要营收来源，2019-2021年公司动力系统连接管路占比维持在60%以上，占比第一；2021年公司冷却管路营收占比为5.07%，2019年起营收占比稳步提升。从整体营收水平来看，2021年，受汽车行业“缺芯”影响，客户需求有所下滑，公司营收同比下滑；22年H1大客户产品销量有所恢复，营收下降趋势有所缓和，22年H1公司收入为2.26亿元，同比下降5.54%。**

图表6: 2018-2022H1公司不同业务营收占比



资料来源：公司年报、长城证券产业金融研究院

图表7: 2018-2022H1营业收入(亿元)及同比增速



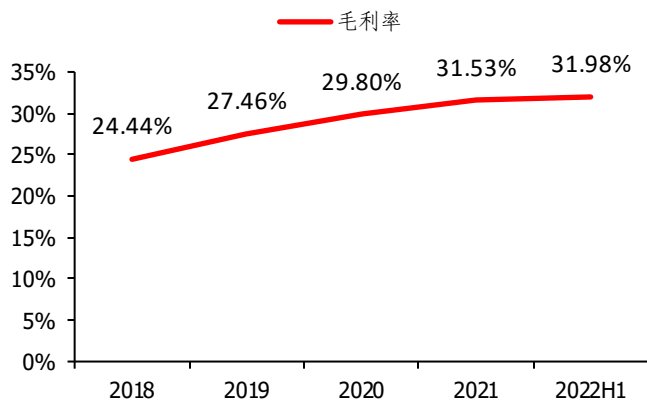
资料来源：公司年报、长城证券产业金融研究院

**毛利率：关键零部件逐步自制&冷却管路放量，整体毛利率逐年增长。**从整体毛利率水平来看，2018-2021年公司毛利率逐年稳定增长，从2018年的24.44%增长至2021年的31.53%，我们认为主要系电池冷却管路产品放量、关键零部件国产化等因素驱动：

- ✓ **电池冷却管等高毛利产品放量。**分不同业务来看，由于国六标准切换，动力管路业务毛利率稳中向好，2018-2021年动力管路业务毛利率从19.24%增长至27.77%。此外，受益于MEB电池冷却水管总成等高附加值产品持续放量，2018-2021年公司冷却系统连接管路产品毛利率由16.71%增长至42.45%，超过动力管路和连接件等传统业务，带动整体盈利水平向好。

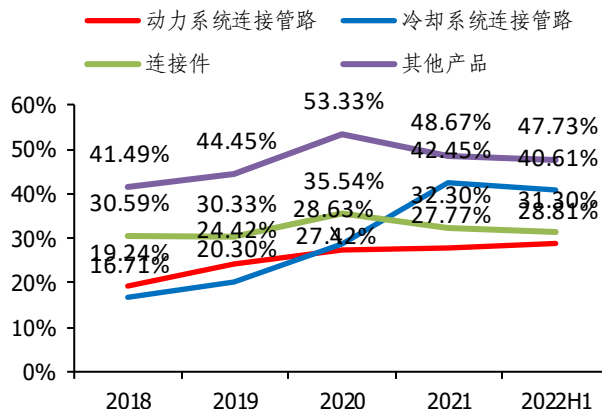


图表8: 2018-2022H1 公司综合毛利率



资料来源: 公司年报、长城证券产业金融研究院

图表9: 2018-2022H1 公司不同业务毛利率



资料来源: 公司年报、长城证券产业金融研究院

- ✓ **公司积极推进关键零部件国产化。**基于尼龙管路及连接件系列产品多年积累的研发经验,公司积极探索国产替代的可行性,目前已在曲轴箱通气管、AKF管等产 PIVOT 品中实现部分零部件的国产替代,在满足整车厂设计标准的同时提供更具性价比的产品设计方案,增强客户粘性,另一方面也有利于公司管控生产成本并维持合理毛利,促进业绩规模稳步发展。

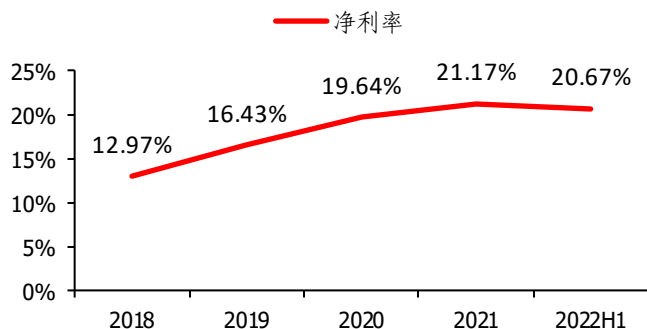
图表10: 公司关键零部件国产化进程

产品名称	国产化进程
曲通管	其单向阀,原德国进口,已于2020年4月国产化。
AKF管	其气管接头,原德国进口,已于2020年4月国产化; 其气管接头,原跨国公司进口,已于2022年6月国产化; 其三通阀,原德国进口,已于2022年8月国产化。
单向阀	原德国进口,已于2021年12月国产化。
燃油管	其燃油接头,原德国进口,已于2022年10月国产化。
水管接头	其温度传感器,原进口,预计于2023年国产化。

资料来源: 公司招股说明书、公司官网、长城证券产业金融研究院

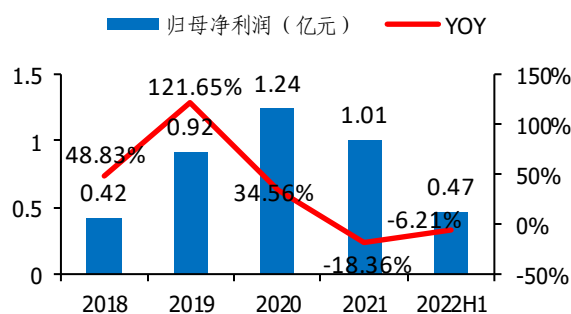
**利润端: 净利率保持良好,营收承压拖累利润下滑。**2018-2021年公司净利率逐步上升,由18年的12.97%增长至21年的21.17%,22年H1由于期间费用率上升小幅下滑。2021年,由于公司重要下游客户一汽大众和上汽大众零售销量下降,整体收入同比下滑,归母净利润同比-18.36%;22年H1大客户产品销量有所恢复,公司归母净利润为0.47亿元,同比下降6.21%。

图表11: 2018-2022H1 公司净利率



资料来源: 公司年报、长城证券产业金融研究院

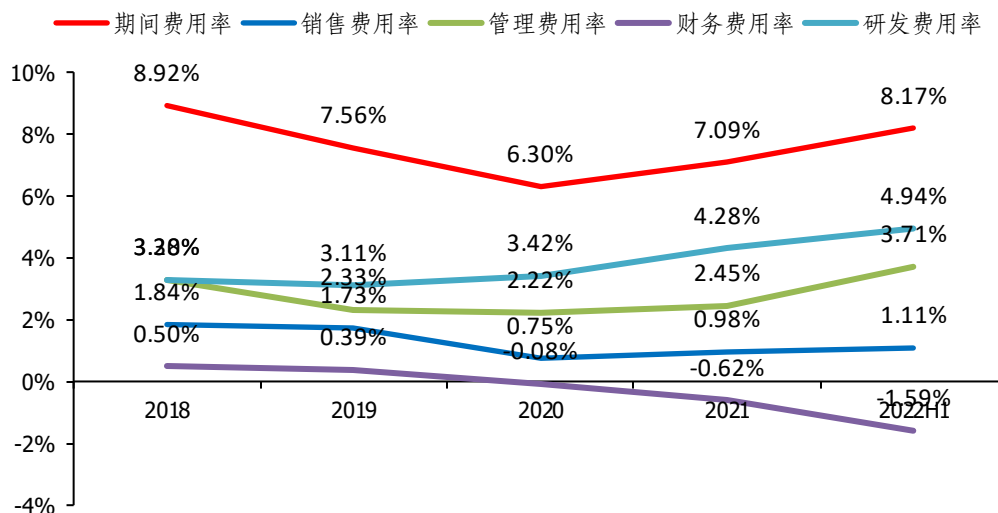
图表12: 2018-2022H1 公司归母净利润及同比增速



资料来源: 公司年报、长城证券产业金融研究院

**期间费用率：整体费用率小幅增加。**2018-2020 年公司期间费用率整体有所下降，分别为 8.92%/7.56%/6.30%，主要原因系公司收入增幅较快，且加强费用管控所致。2020-2022H1 公司期间费用率分别为 6.30%/7.09%/8.17%，整体呈上升态势，主要是因为管理费用率和研发费用率的上升：22 年 H1 管理费用率为 3.71%（同比+1.1pct），主要系当期人员薪酬、办公差旅费及上市活动费用增加所致；22 年 H1 公司研发费用率为 4.94%（同比+0.3pct），研发投入持续增加。

图表 13: 2018-2022H1 公司期间费用率



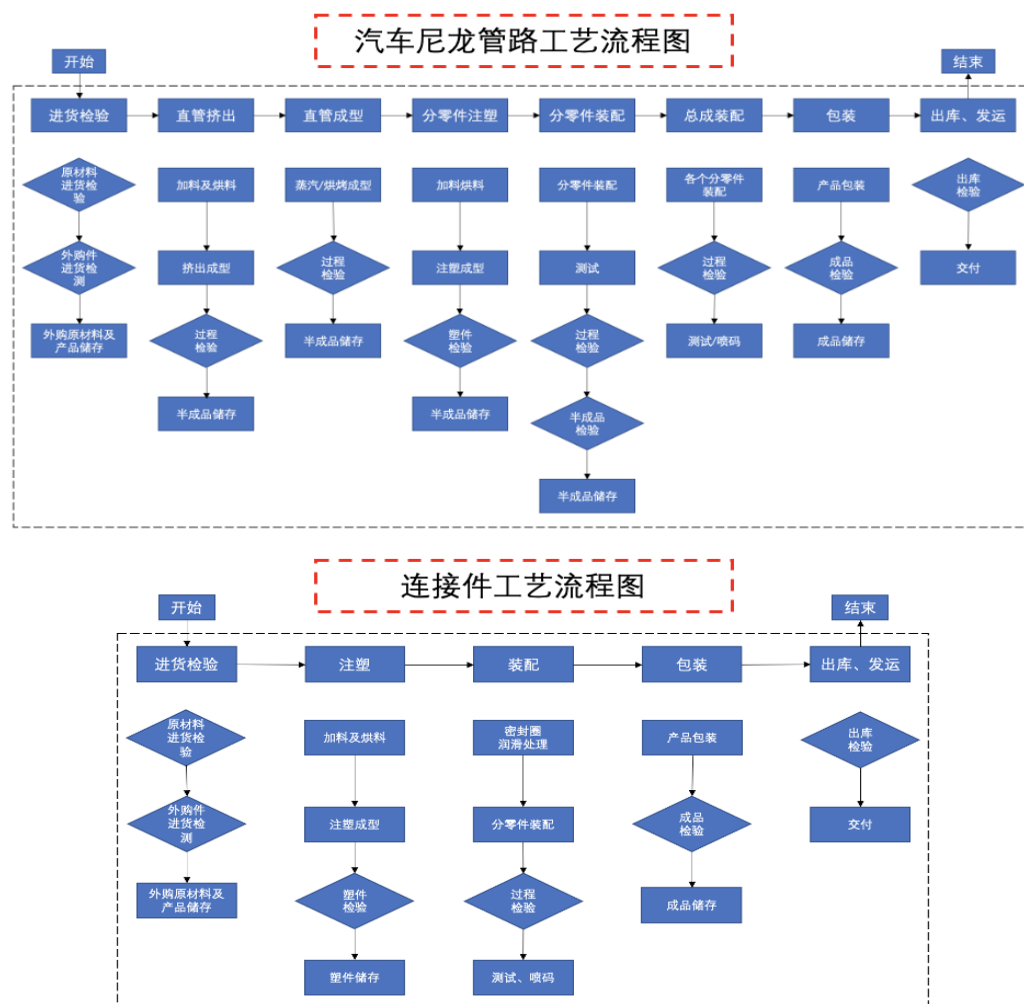
资料来源：公司年报、长城证券产业金融研究院

## 2. 国产替代背景下，公司有望率先受益

### 2.1 行业壁垒：工艺壁垒较高，公司是尼龙管路稀缺标的

汽车尼龙管路的行业壁垒主要体现在生产工艺上。由于尼龙材质的硬度、熔点、温度敏感性等物理特性与金属、橡胶材质不同，其生产工艺与其他材质生产工艺呈现一定差异。主要体现在以下方面：**1) 工艺参数设定**。产品的生产对热成型中温度及压力、冷却环节的温度、使用模具的规格等参数均需要精细化控制，需要企业积累生产经验、不断优化生产工艺；**2) 生产设备调试**。行业中缺乏尼龙管路及连接件的标准生产设备，生产企业需要根据不同的材质特性和产品特征，定制专用设备，以提升生产的适用性，保证产品的质量和性能；**3) 模具开发设计**。尼龙管路生产企业需要根据整车厂的图纸确定具体的技术参数，而后进行相应的工装、模具设计与开发。因此，工艺参数设定、生产设备调试、模具开发设计等要求形成了尼龙管路较高的工艺壁垒。

图表14：汽车尼龙管路和连接件工艺流程图



资料来源：公司招股说明书、长城证券产业金融研究院

公司具备成熟工艺和先进设备，是尼龙管路稀缺标的。目前国内管路市场竞争格局较为分散，但是大部分公司主要产品仍为车用胶管或者金属管，在尼龙管路产品布局较少。而公司是国内较早独立研发、制造和销售汽车用胶管及总成产品的生产企业，不断进行产品拓宽和外延，实现了尼龙管路的大规模量产，并在管路成型、管路密封和新能源等工艺上掌握多项核心技术。公司通过采购国际先进设备和进行定制化创新保证了产品的

高耐久性、强密封性，已经进入一汽大众、上汽大众、比亚迪等主流合资和自主品牌供应链，是尼龙管路稀缺标的。

图表15: 国内主要车用管路供应商

公司名称	主要产品	主要产品材质	客户构成	市场地位
川环科技	燃油系统胶管和冷却系统胶管	橡胶	吉利、上汽五菱、长安、长安福特等国内整车厂为主	公司为国内 50 多家主机厂，50 多家摩托车厂商，以及 200 多家二次配套厂商供货，产品综合市场占有率在 15% 以上。
鹏翎股份	汽车流体管路和汽车密封部件	橡胶为主	主要客户为一汽大众、上汽大众、一汽集团等，还包括众泰、比亚迪、江淮汽车等	公司主营的汽车流体管路综合销量连续多年位居行业第一。
腾龙股份	为汽车空调管路、汽车热管理系统连接硬管及附件、汽车废气再循环系统、传感器、汽车胶管	金属为主	主要客户包括本田、沃尔沃、标致雪铁龙、福特、马自达、吉利、上汽、东风、长城、广汽、北汽、蔚来、比亚迪等多家国内外汽车整车制造企业，也包括法雷奥、马勒等国际知名汽车零部件系统供应商	公司在汽车热管理系统零部件领域具有优势地位，并且不断拓展汽车发动机节能环保产品和氢燃料电池及其核心零部件市场。
中鼎股份	密封件、特种橡胶制品(冷却系统、降噪减振底盘系统、密封系统、空气悬挂及电机系统四大领域)	橡胶	汽车行业客户主要包括大众、通用、宝马、戴姆勒、沃尔沃、福特、雷诺日产、菲亚特、捷豹路虎、奥迪等	公司继续跻身 2020 年“全球汽车零部件行业 100 强”(名列第 87 位)和 2020 年“全球非轮胎橡胶制品行业 50 强”(名列第 13 位，国内第 1)。
天普股份	汽车用高分子材料流体管路系统及密封系统零件及总成	橡胶	汽车行业主要客户包括日产投资、东风日产、日本仓迪等	公司位于国内汽车胶管行业第二梯队，拥有明显的规模效应。
溯联股份	动力系统的燃油管路总成、蒸发排放管路总成，以及真空制动管路总成、天窗排水管、新能源汽车热管理系统管路总成、流体控制件及紧固件等管路零部件	尼龙	汽车行业主要客户包括长安汽车、上汽通用五菱、比亚迪、上汽通用、长安福特、小康股份等。	深耕汽车用流体管路及塑料零部件行业二十余年，为国内主要汽车塑料流体管路供应商。
标榜股份	动力系统连接管路、冷却系统连接管路、连接件等	尼龙	主要客户包括一汽大众、上汽大众、上汽大通等整车厂以及鹏翎股份、哈金森 Hutchinson、法雷奥 Valeo、康迪泰克 Continental、中鼎股份等汽车零部件企业	国内率先实现尼龙管路国产化的本土企业，是国内少数进入合资品牌整车厂供应体系的汽车尼龙管路优势企业之一，汽车尼龙管路细分领域市场份额国内领先。

资料来源：公司招股说明书、长城证券产业金融研究院

## 2.2 竞争格局：外资主导，自主崛起

尼龙管路外资厂商起步较早，长期占据主要份额，尼龙在汽车工业的应用最早开始于欧美及日本等发达国家，这些国家的汽车尼龙管路制造业发展成熟，市场集中度高，生产企业积累了很强的综合实力及尼龙管路研发能力，诸如邦迪 TI、特科拉 Teklas、凯塞 Kayser、帕萨思 PASS、弗兰科系 Fraenkisch 等汽车尼龙管路供应商，这些企业占据了国内大部分合资品牌高端车型的配套市场。

图表 16: 全球主要尼龙管路供应商

企业名称	竞争产品	基本情况
凯塞 Kayser	动力系统、冷却系统连接管路及连接件	成立于 1928 年，公司总部位于德国北部艾因贝克，是从事油箱、发动机和乘客舱开发和生产产品的国际汽车工业供应商，在全球设立了 8 个生产基地。公司产品包括 AKF 管，真空管，通气管，滤清器，单向阀等。
帕萨思 PASS	动力系统、冷却系统连接管路及连接件	成立于 1920 年，是一家位于德国的汽车零部件企业，主要提供汽车管路总成产品，包括发动机冷却管路，通风管路，真空管，燃油管总成等。
特科拉 Teklas	冷却系统连接管路	成立于 1971 年，是知名的汽车零部件供应商。该公司的主要产品包括汽车发动机制冷系统、空调系统、制动系统、抗震系统和雨刮器中的橡胶部件等，主要客户包括上汽大众、一汽大众、宝马、菲亚特等多个汽车整车厂。
弗兰科系 Fraenkisch	动力系统连接管路及连接件	成立于 1906 年，是世界制管业巨头。公司产品主要包括燃油管路、油箱通风管路、底盘管路、SCR 通风管道、曲轴箱通气管路和真空管路等。
邦迪 TI	动力系统、冷却系统连接管路	前身追溯至 1922 年，公司于 2001 年自 TI 集团独立，是全球领先的汽车管路集成供应商。公司产品有汽车空调管路、快速接头、干燥储液瓶、EOCTOC 油路冷却管、制动管路和刹车管路等。
亚大塑料制品有限公司	动力系统连接管路	成立于 1987 年，是中外合资的先进技术型企业，其外方投资者为澳大利亚乔治·费歇尔工业管道系统有限公司。该公司主要生产汽车尼龙塑料管路总成系统产品，广泛应用于汽车气制动管路、燃油管路、真空控制管路等系统。
鹏翎股份	动力系统、冷却系统连接管路	成立于 1998 年，是国内较早独立研发、制造和销售汽车用胶管及总成产品的生产企业。公司在传统的橡胶管路的产品基础上拓展新型尼龙燃油管、AKF 管和汽车涡轮增压尼龙管路总成产品。

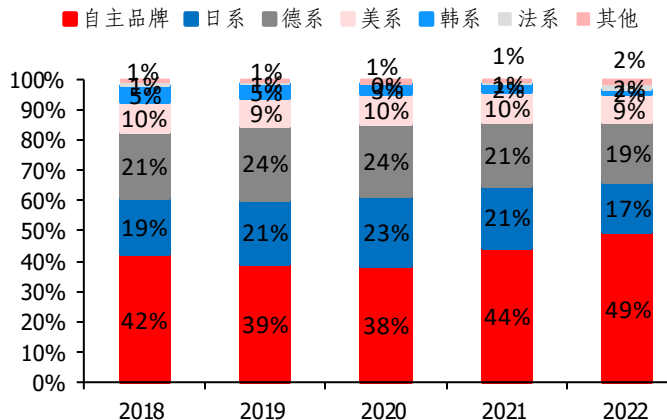
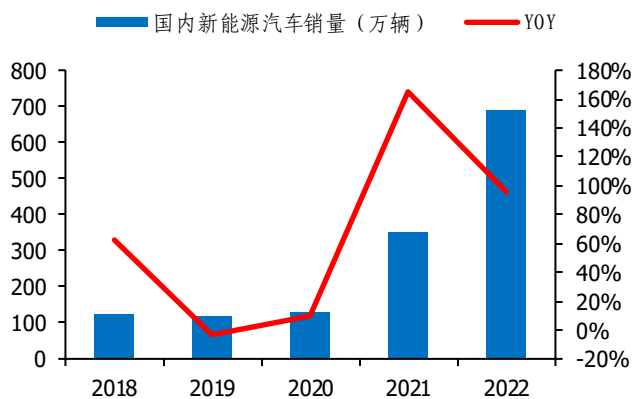
资料来源：招股说明书、长城证券产业金融研究院

**新能源浪潮已至，自主品牌崛起。**2022 年国内新能源车销量实现 687 万辆，同比高增 96%，电动化率达到 26%，电动化进程持续加速。在新能源大浪潮中，国内涌现出了比亚迪、奇瑞、蔚来、理想、赛力斯等优秀的自主新能源品牌，旗下王朝、海洋、蚂蚁、问界等火爆车型持续热销，助力自主品牌份额持续提升，2022 年自主品牌份额同比 +5.2pct。



图表17: 国内新能源车销量及同比增速

图表18: 各国别车系国内市场份额



资料来源: 中汽协, 长城证券产业金融研究院

资料来源: 中汽协, 长城证券产业金融研究院

**电动化趋势打破原有供应链，国产替代持续加速。**过去国内传统燃油车合资品牌长期占据国内市场主要份额，和外资尼龙管路供应商的供应关系长期且稳定，再加上国内尼龙管路整体技术水平和储备实力较弱，因此内资零部件厂商难以打破原有供应体系。但在国内新能源自主品牌崛起的背景下，新的电动车供应链正在形成，以标榜股份、溯联股份等内资尼龙管路厂商有望陆续切入国内新能源车企的供应链，扩大市场份额。其主要优势表现在以下几个方面：**1）本土配套响应更快**，随着国内汽车开发周期的缩短，快速响应在整车开发周期中至关重要，而国内本土企业可以充分利用这一优势；**2）成本优势**，相比于国际市场，国内具有更低的人工成本以及国产设备成本；**3）众多新势力品牌在企业发展初期，更容易形成产业链粘性，共同成长**；**4）技术差距不断缩小**，国内部分先行企业积极向欧美同行企业引进技术并消化吸收，自身也不断加大研发投入，在产品品质和工艺技术方面已经能够媲美国际先进水平。



### 3.燃油业务深度绑定大众，排放法规趋严有望增厚公司业绩

深度绑定“大众系”，主要配套 EA211、EA888 等发动机。公司最早于 2011 年取得上海大众总成定点，成为其尼龙管路供应商，之后陆续切入上汽大众、一汽大众、大众一汽发动机等大众系客户，合作不断深入。由于公司主要客户“大众系”采用模块化平台方式进行整车生产和零部件配套采购，公司产品主要配套供应“大众系”客户 EA211、EA888 等发动机的生产，不直接对应终端具体车型，根据公司招股说明书，21H1 公司“大众系”客户销售占比超过 70%。

图表 19: “大众系”客户及配套产品

“大众系”整车厂	主要产品与配套车型
上海大众动力总成	生产 EA211 发动机,用于配套朗逸、帕萨特、桑塔纳、凌度、途岳、明锐、柯米克等品牌 1.2T、1.4T、1.4L、1.5L、1.6L 排量车型
大众一汽发动机	生产 EA888 发动机,用于配套迈腾、CC、奥迪 A4L、奥迪 Q3、奥迪 Q5、奥迪 A6L 等 1.8T、2.0T 排量的高端车型
上汽大众	生产 EA888 发动机,用于配套途岳、途观、帕萨特、辉昂、柯迪亚克等 1.8T、2.0T 排量的高端车型 生产朗逸、帕萨特、桑塔纳、凌度、途岳、途观、辉昂、科迪亚克、明锐、柯米克等整车 全资子公司上汽大众动力电池有限公司主要开展新能源车相关研发、生产工作
一汽大众	生产 EA211 发动机,用于配套速腾、迈腾、奥迪 A3、奥迪 Q2L、宝来、高尔夫、捷达、探歌等品牌 1.2T、1.4T、1.4L、1.5L、1.6L 排量车型 生产宝来、高尔夫、速腾、迈腾、奥迪、捷达、CC、探歌等整车

资料来源:公司招股说明书、长城证券产业金融研究院

**节能减排是大趋势，我国尾气处理已步入国六标准阶段。**我国与国外发达国家相比，机动车尾气处理排放法规的制定起步较晚。我国通过引进和学习欧洲的汽车技术，于 1983 年颁布了《汽油车怠速污染排放标准》等第一批汽车尾气污染控制排放标准，这一批标准的制定和实施，标志着我国汽车尾气法规从无到有。随后于 1989 年和 1993 年分别继续颁布相关法规，逐步构建一个相对完善的机动车尾气处理体系。直至 2001 年《轻型汽车污染物排放限值及测量方法（I）》的出台，随后我国第一阶段尾气处理标准正式拉开帷幕。在紧接着的 20 年间，我国实现了从国一、国二、国三直至国六的大发展。国六分为国六 a 和国六 b 进行实施。

自 2019 年 7 月 1 日起，江苏、安徽、上海、陕西多地政府提前实施国六排放标准，进行登记的轻型汽车和重型汽车均应符合国六 a 标准，我国快速进入国六 a 阶段。此外，根据政策时间表规划，预计 23 年 7 月我国将全面迈入国六 b 阶段。

图表20: 全国新生产机动车排放标准实施进度

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	
轻型汽车	柴油车	无要求		国一				国二				国三				国四				国五		国六a		
	汽油车	无要求		国一				国二				国三				国四				国五		国六a		
	气体燃料车	无要求		国一				国二				国三				国四				国五		国六a		
重型汽车	柴油车	无要求		国一				国二				国三				国四				国五		国六a		
	汽油车		无要求		国一		国二				国三				国四						国六a			
	气体燃料车	无要求		国一				国二				国三				国四				国五		国六a	国六b	
摩托车	两轮和轻便摩托车		无要求			国一		国二				国三				国四								
	三轮摩托车		无要求			国一		国二				国三				国四								
三轮汽车				无要求				国一		国二				国三				国四						
低速货车				无要求				国一		国二				国三				国四						

资料来源:《中国移动源环境管理年报(2021)》、长城证券产业金融研究院

图表21: 我国机动车尾气排放标准发展历程

阶段	主要标准及颁布时间	开始实施时间	主要内容及意义
排放标准 初试水	1983年颁布了三个限值标准《汽油车怠速污染排放标准》、《柴油车自由加速烟度排放标准》、《汽车柴油机全负荷烟度排放标准》和三个测量方法标准《汽油车怠速污染物测量方法》、《柴油车自由加速烟度测量方法》、《汽车柴油机全负荷烟度测量方法》		颁布了第一批汽车尾气污染控制排放标准,这一批标准的制定和实施,标志着我国汽车尾法规从无到有
消化吸收 国外排放标准	1989年和1993年分别颁布了两个限值标准《轻型汽车排气污染物排放标准》和《车用汽油机排气污染物排放标准》和《轻型汽车排气污染物测量方法》、《车用汽油机排气污染物测量方法》二个工况法测量方法标准		颁布了第二批汽车尾气污染控制排放标准的相关法规,至此我国已逐步形成了一个完善的机动车尾气排放标准体系
国一标准	1999年公布初定方案,2001年4月16日正式发布《轻型汽车污染物排放限值及测量方法(I)》和《车用压燃式发动机排气污染物排放限值及测量方法》	2000年7月1日	标志我国的汽车排放标准开始追赶发达国家
国二标准	2001年4月16日发布《轻型汽车污染物排放限值及测量方法(II)》等三项国家污染物排放标准的通知	2003年7月1日	国二标准与国家一标准相比单车污染物排放一氧化碳降低30.4%,碳氢化合物和氮氧化物降低55.8%
国三标准	2005年4月15日发布《轻型汽车污染物排放限值及测量方法(中国III、IV阶段)》,2005年5月30日发布《车用压燃式、气体燃料点燃式发动机与汽车污染物排放限值及测量方法(中国III、IV、V阶段)》	2008年7月1日	“国三”排放污染物总量比达到“国二”的车辆减少40%左右,同时国三标准要求加装车载排放诊断系统,因此单车排放更低,对大气环境的影响更小
国四标准		2011年7月1日	“国四”比“国三”污染物排放量下降50%左右
国五标准	2013年9月17日发布《轻型汽车污染物排放限值及测量方法(中国第五阶段)》	2017年7月1日	“国五”相比“国四”,最大区别在于对重型车排放更加严格,新标准轻型车氮氧化物排放可以降低25%,而重型车氮氧化物排放可以降低

低 43%

国六标准 2016年12月23日发布《轻型汽车污染物排放限值及测量方法(中国第六阶段)》; 2018年6月28日发布《重型柴油车污染物排放限值及测量方法(中国第六阶段)》

国六 a 阶段最早从 2019 年 7 月起实施, 到 2023 年 7 月实现国六 b 全面实施

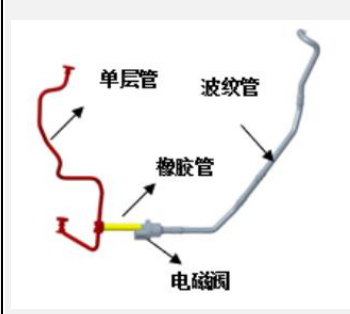
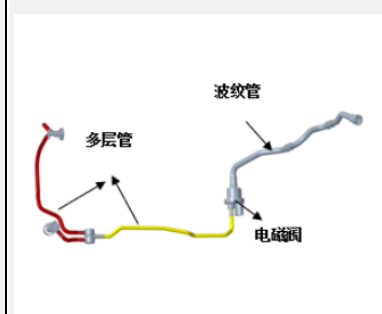
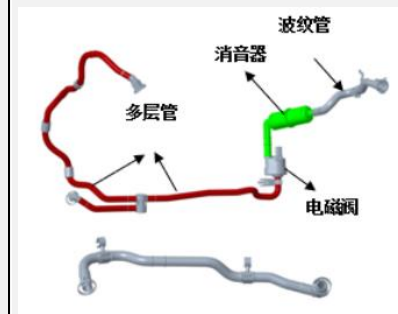
国六 a 的实施标志着我国汽车标准全面进入国六时代, 基本实现与欧美发达国家接轨

资料来源: 生态环境部、长城证券产业金融研究院

**节能减排趋势下, 公司产品结构持续改善。**我们认为在节能减排的大背景下, 受益于国六产品切换、涡轮增压技术普及两大驱动因素, 公司动力连接管产品结构将不断改善:

**①产品标准由国五向国六切换。**2009 年大众在国内推出 EA111 发动机并于 2012 年升级为 EA211 发动机, 在轻量化、提升功率、扭矩及减排等方面性能更为优异, 成为大众小排量发动机的主力。2018 年为满足国六排放标准, EA211 发动机推出国六版本, 由于国六发动机对配套管路的规格、功能和工艺技术的要求均有所提升, 公司也跟随整车厂发动机升级的步伐, 产品不断更新换代, 并于 2019 年实现国六产品大批量供货, C6 版 AFK 管、C6 版通气管等国六产品持续放量。

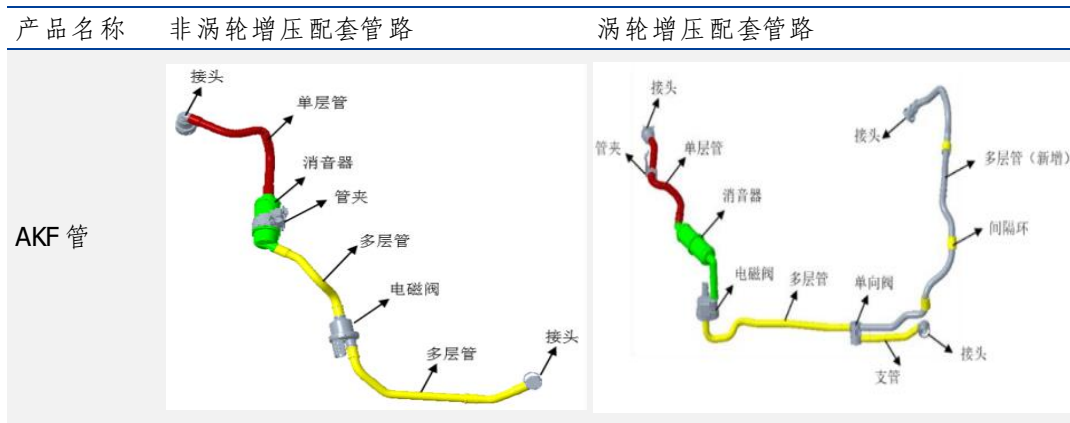
图表 22: 公司尼龙管演变过程 (以 AFK 管为例)

配套机型	EA111 发动机	EA211 发动机 C5	EA211 发动机 C6
结构图			
演变过程	使用尼龙单层替代了原有橡胶管, 管体重量减轻。	管材由尼龙管完全取代橡胶管, 且由进口多层管替代单层管, 并在材料中增加阻隔层, 能有效防止燃油渗透, 具有良好的耐冲击、耐高温性能, 可满足国五排放要求。	1、管材改用国产多层管, 直径尺寸加粗, 致使管路内部流量增加, 提高了传导效率, 减少了物质挥发, 满足国六排放要求; 2、增设一根管路, 充当真空泵的作用, 可有效利用汽车涡轮高速运行状态下产生的高压将燃油整齐引入发动机再次燃烧 3、增设消音器结构, 可以降低碳罐连接管路工作时产生的脉冲气流噪声。

资料来源: 公司招股说明书、长城证券产业金融研究院

**②涡轮增压技术快速普及。**涡轮增压技术凭借燃油效率高、低排放等优势, 得以快速推广, 根据头豹研究院预测, 2020 年国内汽车涡轮增压渗透率为 52%, 仍有较大提升空间。涡轮增压车型作为公司动力系统连接管路产品的重要应用场景之一, 其发动机设计包括油箱、涡轮增压器、碳罐、进气管、曲轴箱等, 由于涡轮增压车型结构更加精密复杂、工作环境更加严苛, 因此对汽车管路的制造精密度、结构强度、耐高温性、耐腐蚀性等性能提出了更高的要求, 单车配套的管路及连接件价值更大, 未来随着小排量 TS1、PHEV、增程式相关车型销量及渗透率的提升, 公司配套产品的销售规模亦将同步增长。

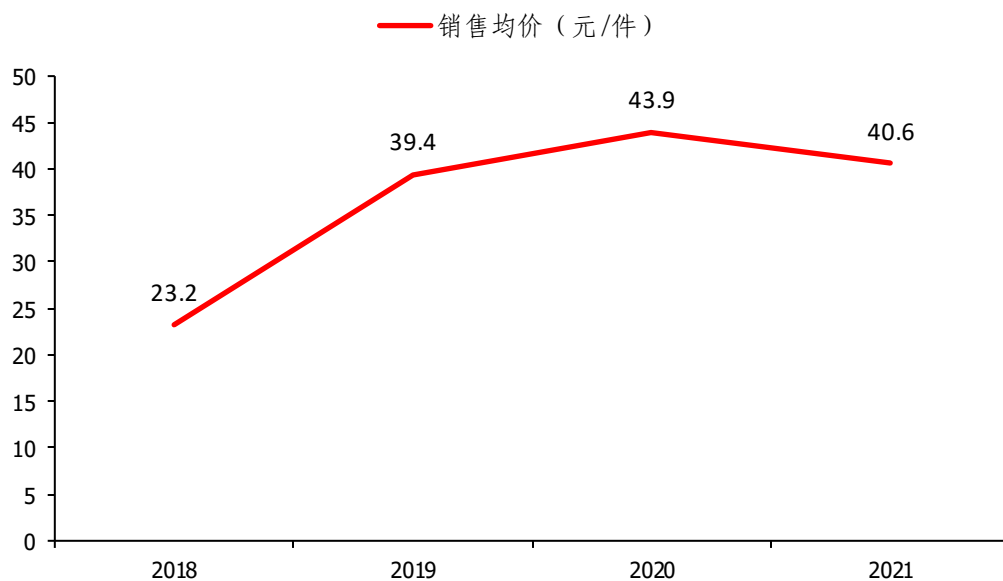
图表23: 公司涡轮增压和非涡轮增压配套 AKF 管对比



资料来源: 公司招股说明书、长城证券产业金融研究院

**排放法规趋严助力产品均价上升，未来公司营收有望增厚。** 由于国六和涡轮增压配套产品占比提升带动公司产品结构升级，近年来公司动力连接管路的销售均价快速提升，从2018年的23.2元/件涨至21年H1的40.6元/件。根据欧盟委员会提案，欧7排放标准将于2025年实施，适用于所有轻型和重型车辆，美国版“欧7”排放标准也将于2027年实施。我们认为碳排放政策趋严是大趋势，我国也将积极向发达国家靠近，安排国七排放标准的实施，未来排放要求的提高有望进一步提高公司产品单价，增厚公司整体营收。

图表24: 公司动力连接管路销售均价



资料来源: 公司招股说明书、长城证券产业金融研究院

## 4. 紧抓尼龙发展机遇，新能源业务有望成为第二成长曲线

### 4.1 汽车轻量化：大势所趋，未来已来

纯电车的续航问题一直是影响消费者购买决策的重要因素之一。相较于过去 200km 左右的续航里程，现在国内纯电车的续航已经大幅提高，普遍达到了 500km+，甚至于部分车型续航超过 1000km，但是许多车主仍持有对续航里程方面的焦虑，主要是他们有长途出行方面的需求，如果在自驾游或者远途出行时电动车电量中途耗尽，而周围又没有相应的充电设施，纯电车也就难以继续行驶。这对于消费者而言十分不便，将大大影响他们的用车体验。

**汽车轻量化是解决新能源车续航问题的主要措施。**汽车轻量化不仅适用于传统燃油汽车，对新能源电动汽车来说，减轻车身重量，实现汽车轻量化同样很重要，因为它关系着新能源汽车最主要的问题——续航。相关研究表明，新能源汽车每减少 100kg 重量，续航里程可提升 10%-11%，还可以减少 20% 的电池成本以及 20% 的日常损耗成本。以特斯拉 Model X100D 为例，其在采用了全铝车身等轻量化技术后，整备质量比之前减少了半吨，提高续航里程接近百公里以上。未来，随着新能源市场高速发展，轻量化趋势不断强化，铝镁合金等轻量化产品需求将大幅增加。

图表25：汽车轻量化示意图



资料来源：汽车之家、长城证券产业金融研究院

**汽车轻量化大势所趋。**根据节能与新能源汽车技术路线图 2.0，国内要求 2025 年/2030 年/2035 年燃油乘用车的轻量化系数分别降低 10%/18%/25%，纯电动乘用车轻量化系数分别降低 15%/25%/35%，汽车轻量化是汽车行业较为明确的发展路径。



图表26: 节能与新能源汽车技术路线图 2.0 轻量化总体目标

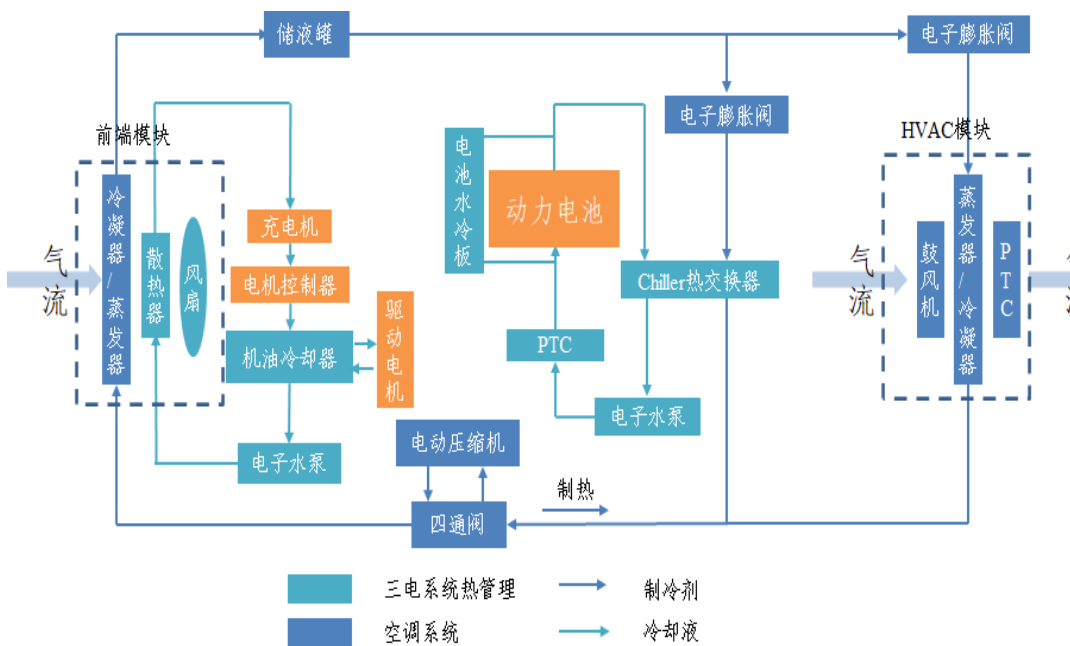


资料来源: 节能与新能源汽车技术路线图 2.0. 长城证券产业金融研究院

#### 4.2 尼龙管是新能源车管路的发展趋势

新能源汽车冷却管路材质主要分为橡胶、金属和尼龙。新能源汽车管路主要集中在热管理系统，包括空调管路系统和三电系统冷却管路系统：空调管路需要在不同压力下均能正常工作，硬度和拉伸性要求较高，一般选择金属硬管和橡胶管；冷却液管路作为新能源汽车上的重要零部件，需要满足耐水解、耐油、耐高温、轻量化等多种要求，目前主要使用橡胶、金属和尼龙三种管路。

图表27: 纯电车热管理回路



资料来源: 汽车之家、长城证券产业金融研究院



尼龙管成本低、重量轻，有望成为新能源冷却管主流材料。对新能源汽车而言，金属铝冷却管路主要安装在 PTC、水泵、chiller 集成式铝冷却管路上，散热效率高，但是重量较重且成本高。橡胶软管因为环境适应性较差或者冷却效率低应用较少，如硅胶管冷却效率较低、重量偏高、易老化。相较而言，尼龙管成本远远低于金属管，耐候性强于橡胶管，重量比金属管和橡胶管轻，较好的契合了新能源汽车对成本、轻量化和安全性的要求，我们认为未来尼龙管有望持续替代金属管和橡胶管在新能源冷却管路的应用。

图表 28: 尼龙管和金属管、橡胶管性能参数对比

性能指标	单层尼龙管	金属管	橡胶管（氟）
拉伸强度	中(25MPa)	好	中
断裂伸长率	好(200%)	差(15%)	差(30%)
爆破压力	中(5.4MPa)	好	中(5.5MPa)
耐低温	好(-60°C)	中(-50°C)	中(-30t)
耐高温	中(120°C)	好(200°C)	中(120°C)
密度	轻(1.15g/cm <sup>3</sup> )	重(2.7g/cm <sup>3</sup> )	中(1.95g/cm <sup>3</sup> )
耐挠曲	好	差	好
耐汽油	好	好	好
耐乙醇汽油	中	中	好
耐甲醇汽油	差	差	中
渗透性(FUELC)	中	好	好
渗透性(CE/M10)	差	好	中
耐老化	中	好	中
连接效率	好	差	差
连接安全性	好	好	中
长度变化率	中(5%)	好	中(5%)

资料来源: ATC 汽车技术会议, 长城证券产业金融研究院

### 4.3 新能源客户拓展叠加新产能扩张，快速抢占电动车市场

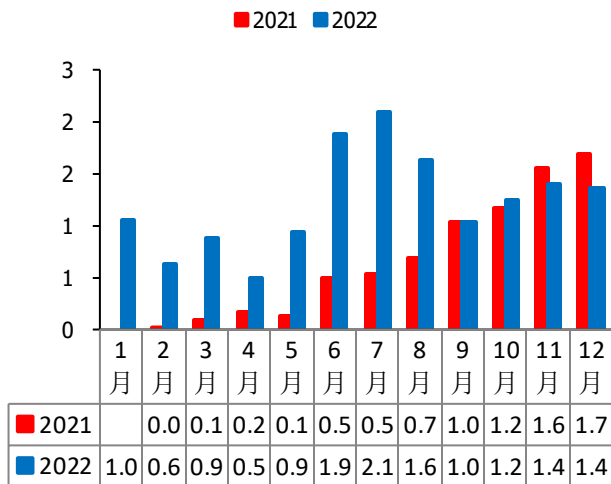
图表 29: 公司主要新能源客户



资料来源: 公司年报、公司招股说明书、长城证券产业金融研究院

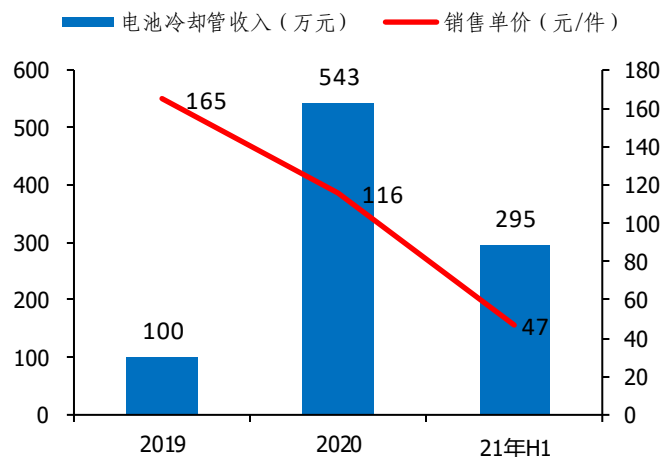
MEB 纯电平台合作顺利，冷却管业务迎来量价齐升。电池冷却管是公司的新能源标杆产品，对应客户主要为上汽大众及其子公司，合作车型为 MEB 纯电平台车型，MEB 车型销量爬坡带动公司电动冷却管业务收入稳步上升，预计公司电池冷却管 21 年收入超过 2000 万元。此外，由于电池冷却管是配套新能源车型的新产品，产品复杂度较高，因而单价较高，21 年 H1 销售单价高达 47 元/件（传统燃油车冷却水管单价为 8 元/件）。我们认为未来随着 MEB 平台现有车型的放量，再叠加新车型上市，公司冷却管业务有望迎来量价齐升。

图表30: 大众 MEB 纯电车型月度销量 (万辆)



资料来源: MARKLINES、长城证券产业金融研究院

图表31: 公司电池冷却管收入及销售单价



资料来源: 公司招股说明书、长城证券产业金融研究院

**募投项目助力新能源产能扩张, 电池冷却管即将放量。** 公司为满足新能源客户日益增长的需求积极进行扩产, IPO 除计划扩充动力管产能外, 还拟使用 2 亿元用于新能源汽车电池冷却系统管路建设项目, 目标客户为大众、沃尔沃、零跑等新能源车企。该项目预计于 23 年投产, 我们认为新能源工厂投产后将有效满足下游客户需求, 缓解电池冷却管产能不足的情况, 电池冷却管业务即将放量。

图表32: 公司 IPO 募投项目情况

序号	项目名称	投资总额 (万元)	目标客户	建设期	建设地点
1	汽车动力系统连接管路及连接件扩产项目	17571.75	“大众系”客户、福特、通用	12个月	江阴市
2	新能源汽车电池冷却系统管路建设项目	20558.19	上汽大众、一汽大众、奇瑞捷豹、标致、沃尔沃、零跑	24个月	江阴市
3	研发中心建设项目	6540.87		12个月	江阴市
4	补充流动资金项目	12000			

资料来源: 公司招股说明书、长城证券产业金融研究院

## 5.投资建议

**动力系统连接管路业务：**公司动力管业务的主要客户是“大众系”客户，我们认为未来随着公司与大客户合作的深入，合作车型有望增加，再叠加排放法规趋严驱使动力管路单车价值量提升，预计2022-2024年公司动力系统连接管路业务营收分别为3.85、4.65、5.62亿元；未来受益于公司规模效应显现、产品升级等因素，动力管路业务毛利率持续上升，预计毛利率分别为28.8%、28.9%、29.0%。

**冷却系统连接管路业务：**我们认为新能源化热潮下公司不断拓宽新能源客户，再叠加公司新工厂产能的投放，公司冷却管路业务规模有望大幅增加，预计2022-2024年公司冷却管路业务营收分别为0.37、0.57、0.76亿元；公司和大众合作的电池冷却管产品毛利率较高，未来随着公司电池冷却管产品放量优化冷却管整体产品结构，毛利率或将继续上升，预计毛利率分别为43%、44%、44%。

**连接件业务：**连接件应用于燃油车和新能源车，应用场景广泛，未来随着公司管路业务规模的扩大，连接件业务营收规模和盈利水平有望稳步增长，预计2022-2024年公司特殊线缆业务营收分别为1.38、1.76、2.24亿元，毛利率分别为32%、33%、34%。

**其他主营业务：**未来公司雷达支架及其他塑料新产品有望逐步投产放量，预计2022-2024年公司其他主营业务营收分别为0.36、0.47、0.61亿元，毛利率分别为45%、45%、45%。

图表33：公司各业务营收及毛利率预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>动力系统连接管路业务</b>					
营业收入（亿元）	4.50	3.06	3.85	4.65	5.62
YOY	17.85%	-32.07%	26.00%	20.75%	20.75%
毛利率	26.84%	27.77%	28.80%	28.90%	29.00%
<b>冷却系统连接管路业务</b>					
营业收入（亿元）	0.20	0.24	0.37	0.57	0.76
YOY	40.82%	20.85%	52.41%	53.47%	34.14%
毛利率	28.38%	42.45%	43.45%	44.40%	44.18%
<b>连接件业务</b>					
营业收入（亿元）	1.20	1.09	1.38	1.76	2.24
YOY	10.76%	-9.24%	27.40%	27.40%	27.40%
毛利率	34.67%	32.23%	32.00%	33.00%	34.00%
<b>其他主营业务</b>					
营业收入（亿元）	0.29	0.28	0.36	0.47	0.61
YOY	-30.54%	-3.08%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率	52.59%	48.67%	45.00%	45.00%	45.00%
<b>其他业务</b>					
营业收入（亿元）	0.13	0.12	0.13	0.15	0.16
YOY	-20.61%	-9.81%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	38.92%	58.51%	50.00%	50.00%	50.00%

资料来源：招股说明书、公司年报、长城证券产业金融研究院

**盈利预测：**预计公司 2022-2024 年营收依次为 6.10 亿元、7.60 亿元、9.40 亿元，同比增速依次为 27.5%、24.6%、23.7%。归母净利润依次为 1.33 亿元、1.68 亿元、2.12 亿元，EPS 为 1.48、1.86、2.36 元，对应 PE 分别为 26.3 倍、20.9 倍、16.5 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

## 6.风险提示

宏观经济波动风险，国内疫情反复，原材料价格大幅上涨，下游新能源车销量不及预期，新产能投放不达预期，芯片短缺问题延续，新产品研发进度不及预期，行业竞争加剧风险，政策波动风险。

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	361	400	411	554	762
现金	93	154	196	320	470
应收票据及应收账款	78	77	0	0	0
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	3	4	5	6	8
存货	97	109	153	171	227
其他流动资产	89	57	57	57	57
<b>非流动资产</b>	118	126	124	119	111
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	92	97	93	89	84
无形资产	12	12	13	13	12
其他非流动资产	14	18	18	17	15
<b>资产总计</b>	479	526	535	673	873
<b>流动负债</b>	172	118	34	14	15
短期借款	10	0	19	0	0
应付票据及应付账款	143	104	0	0	0
其他流动负债	18	14	15	14	15
<b>非流动负债</b>	1	1	1	1	1
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1	1	1	1	1
<b>负债合计</b>	173	119	35	16	16
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	68	68	68	68	68
资本公积	79	79	79	79	79
留存收益	159	261	341	441	569
归属母公司股东权益	306	407	500	658	857
<b>负债和股东权益</b>	479	526	535	673	873

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	137	102	70	158	166
净利润	124	101	133	168	212
折旧摊销	21	18	12	13	14
财务费用	-1	-3	-3	-3	-2
投资损失	0	-0	-0	-0	-0
营运资金变动	-10	-18	-71	-19	-57
其他经营现金流	3	4	-1	-0	0
<b>投资活动现金流</b>	-22	-30	-10	-8	-6
资本支出	23	30	10	8	6
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	1	0	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	-115	-11	-37	-7	-10
短期借款	-19	-10	19	-19	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-96	-1	-56	12	-10
<b>现金净增加额</b>	0	61	23	144	149

**利润表 (百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	632	479	610	760	940
营业成本	444	328	416	514	631
营业税金及附加	3	3	3	4	5
营业费用	5	5	7	8	9
管理费用	14	12	13	16	19
研发费用	22	21	26	30	36
财务费用	-1	-3	-3	-3	-2
资产减值损失	-1	-1	-2	-1	-1
其他收益	3	3	4	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	146	118	156	196	247
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	0	1	1	1
<b>利润总额</b>	145	117	155	195	246
所得税	21	16	22	28	34
<b>净利润</b>	124	101	133	168	212
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	124	101	133	168	212
EBITDA	164	131	163	201	248
EPS (元/股)	1.38	1.13	1.48	1.86	2.36

**主要财务比率**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	12.3	-24.3	27.5	24.6	23.7
营业利润 (%)	34.6	-19.4	32.1	25.9	26.0
归属母公司净利润 (%)	34.6	-18.4	31.3	26.1	26.3
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	29.8	31.5	31.8	32.4	32.8
净利率 (%)	19.6	21.2	21.8	22.1	22.6
ROE (%)	40.6	24.9	26.6	25.5	24.7
ROIC (%)	38.7	23.9	24.9	24.6	23.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	36.1	22.6	6.6	2.3	1.9
净负债比率 (%)	-27.1	-37.7	-35.3	-48.7	-54.8
流动比率	2.1	3.4	12.0	38.4	49.6
速动比率	1.5	2.4	7.4	26.2	34.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.3	1.0	1.1	1.3	1.2
应收账款周转率	8.4	7.0	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	5.0	4.7	14.7	0.0	0.0
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	1.38	1.13	1.48	1.86	2.36
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.52	1.14	0.78	1.76	1.84
每股净资产 (最新摊薄)	3.40	4.53	5.56	7.31	9.52
<b>估值比率</b>					
P/E	28.2	34.6	26.3	20.9	16.5
P/B	11.4	8.6	7.0	5.3	4.1
EV/EBITDA	15.5	18.9	15.1	11.5	8.7

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 3 月 21 日收盘价

### 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券产业金融研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

### 投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上	强于大市	预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间	中性	预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来6个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上		

### 长城证券产业金融研究院

#### 深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518033

传真：86-755-83516207

#### 上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

#### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044

传真：86-10-88366686