

川环科技 (300547.SZ)

增持 (首次)

汽车胶管显著受益电动化趋势，绑定头部自主客户迎来高增长

2023年02月14日

市场数据

市场数据日期 2023-02-13

收盘价(元) 18.69

总股本(百万股) 216.91

流通股本(百万股) 176.63

净资产(百万元) 959.01

总资产(百万元) 1180.02

每股净资产(元) 4.42

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

分析师:

董晓彬

dongxiaobin@xyzq.com.cn

S0190520080001

戴畅

daichang@xyzq.com.cn

S0190517070005

投资要点

- 汽车胶管行业充分受益电动化尤其混动化带来行业规模扩容，国内胶管企业有望伴随自主整车崛起迎来规模扩张。随着新能源汽车渗透率提高，汽车胶管的应用存在结构性用量增加趋势，重点体现在电动车制冷管路系统复杂化，其中混动车由于具备两套系统导致胶管用量显著增加，单车价值量将从传统燃油车 200-400 元提升至 800-1000 元及以上。经测算，国内乘用车胶管市场规模有望于 2025 年达到约 132 亿元，2022-2025 年 CAGR 约为 15.2%。川环科技当前市占率约为 10%，后续有望凭借新能源胶管放量、绑定自主客户结构优势、成本优势，市场份额有望提升。
- 公司深度绑定比亚迪、赛力斯等头部新能源车客户，新能源车胶管配套进入放量期。伴随新能源车放量，公司配套新能源相关管路产品价值量提升，新能源业务迎来放量期，公司深度绑定比亚迪、赛力斯、广汽埃安等新能源乘用车客户，后续有望伴随头部新能源客户放量带来新能源相关配套放量，公司新能源业务收入进入快速放量期。
- 产能扩张提速有望驱动收入高增长，原材料价格或将下行有望驱动盈利能力提升。伴随 101, 102 新工厂逐步投产，公司 2022/2023 年预计汽车胶管产能分别为 10/20 亿元，将匹配和支撑由新能源客户带动的收入增长，到 2025 年公司总产值有望达到约 30 亿元。成本端来看，主要影响因素为合成橡胶、尼龙等原材料价格，与石油价格高度正相关，当前价格处于高位，后续有望进入下行区间，预期将利好公司后续盈利能力提升。
- 投资建议：看好胶管行业电动化升级以及公司优质自主客户放量带来高增长，首次覆盖给予“增持”评级。汽车胶管行业显著受益电动化尤其混动化带来单车 ASP 以及市场规模快速扩容，当前公司深度绑定比亚迪、赛力斯、埃安等头部自主新能源客户，后续主要混动客户也进入公司配套体系，当前在手订单充足，固定资产加速产能释放公司收入增速有望加速。当前原材料价格处于高位，后续若价格回落利润增速有望超过收入增速。我们看好国内电动化尤其混动化放量趋势公司绑定头部自主新能源客户有望迎来放量，预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 1.22/2.07/2.65 亿元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：新能源汽车行业终端需求不及预期；公司主要配套客户销量不及预期；公司产能建设情况不及预期；原材料价格大幅上行

主要财务指标

| 会计年度 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 776 | 1034 | 1459 | 1881 |
| 同比增长 | 14.6% | 33.2% | 41.1% | 28.9% |
| 归母净利润(百万元) | 105 | 122 | 207 | 265 |
| 同比增长 | -6.9% | 15.8% | 70.5% | 28.0% |
| 毛利率 | 25.2% | 25.6% | 25.7% | 25.7% |
| ROE | 11.2% | 12.2% | 18.2% | 20.6% |
| 每股收益(元) | 0.48 | 0.56 | 0.96 | 1.22 |
| 市盈率 | 38.6 | 33.3 | 19.6 | 15.3 |

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

目 录

| | |
|---|--------|
| 1、汽车胶管：电动化尤其混动化驱动单车价值量提升..... | - 4 - |
| 1.1、汽车胶管：新能源车胶管用量增加，带动汽车胶管单车 ASP 提升..... | - 4 - |
| 1.2、市场规模：2025 年有望达 132 亿元，2022-2025 复合增速 15.2%..... | - 5 - |
| 1.3、竞争格局：当前外资主导，国内胶管龙头伴随自主整车快速崛起..... | - 6 - |
| 2、川环科技：国内胶管龙头，绑定头部自主客户迎来放量期..... | - 7 - |
| 2.1、车用胶管龙头，汽车管路全面配套..... | - 7 - |
| 2.2、深度绑定头部自主新能源客户，新能源业务迎来放量期..... | - 9 - |
| 3、固定资产扩张提速，未来收入增长可期..... | - 10 - |
| 4、原材料价格有望进入下行区间，公司盈利能力有望提升..... | - 12 - |
| 5、投资建议..... | - 14 - |
| 6、风险提示..... | - 16 - |

图目录

| | |
|---|--------|
| 图 1、汽车胶管在整车上的应用情况..... | - 4 - |
| 图 2、2021 年国内汽车胶管行业市场份额..... | - 7 - |
| 图 3、川环科技主要客户..... | - 8 - |
| 图 4、公司历史年度营收（单位：百万元）及同比增速（右轴）..... | - 8 - |
| 图 5、公司历史年度归母净利润（单位：百万元）及同比增速（右轴）..... | - 8 - |
| 图 6、公司历史季度营收（单位：百万元）及同比增速（右轴）..... | - 8 - |
| 图 7、公司历史季度归母净利润（单位：百万元）及同比增速（右轴）..... | - 8 - |
| 图 8、川环科技 2021 年产品生产成本各项占比..... | - 9 - |
| 图 9、公司历年制造费用和人工成本占比..... | - 9 - |
| 图 10、公司与其主要行业竞争对手毛利率对比..... | - 9 - |
| 图 11、公司历年毛利率与净利率..... | - 9 - |
| 图 12、比亚迪新能源乘用车月销量（单位：万辆）及同比增速（右轴）..... | - 10 - |
| 图 13、赛力斯问界月销量（单位：万辆）..... | - 10 - |
| 图 14、广汽埃安月销量（单位：万辆）及同比增速（右轴）..... | - 10 - |
| 图 15、公司新能源业务收入占比预测..... | - 10 - |
| 图 16、公司历年固定资产规模、营收和固定资产周转率（单位：亿元）..... | - 11 - |
| 图 17、公司历年 CAPEX 投入情况（单位：亿元）..... | - 11 - |
| 图 18、2021 年产品生产成本各项占比..... | - 12 - |
| 图 19、2016 年川环原材料分成分占比..... | - 12 - |
| 图 20、主要原材料合成橡胶历史价格（单位：元/吨）..... | - 13 - |
| 图 21、石油现货平均价格指数（以 2016 年=100 作为基准）..... | - 13 - |
| 图 22、川环科技收入预测（单位：亿元）及同比增速（右轴）..... | - 14 - |
| 图 23、川环科技归母净利润预测（单位：亿元）及同比增速（右轴）..... | - 14 - |

表目录

| | |
|---------------------------------------|--------|
| 表 1、汽车胶管按子系统分类..... | - 4 - |
| 表 2、汽车胶管单车价值量（分动力类型）..... | - 5 - |
| 表 3、中国乘用车胶管行业规模测算（单位：亿元，万辆，元）..... | - 5 - |
| 表 4、汽车胶管行业国内整体竞争格局..... | - 6 - |
| 表 5、内资主要汽车胶管企业经营情况对比..... | - 6 - |
| 表 6、公司产能规划情况..... | - 11 - |
| 表 7、川环科技整体营收预测按车企客户拆分（单位：百万元，万辆）..... | - 15 - |
| 附表..... | - 17 - |

报告正文

1、汽车胶管：电动化尤其混动化驱动单车价值量提升

1.1、汽车胶管：新能源车胶管用量增加，带动汽车胶管单车 ASP 提升

汽车胶管为整车零部件配套的基础部件，主要负责流体输送。按照功能不同，汽车胶管主要应用于燃油系统、冷却系统、动力转向系统、制动系统、进排气系统和附件系统等，属于汽车管路系统的一部分。应用于不同子系统的胶管，技术指标要求有所差异，主要来自环境温度、压力、弯曲半径、输送介质、脉冲寿命、胶管内径、渗透性、废气排放、介质(如燃油和制冷剂)的变化等。

表 1、汽车胶管按子系统分类

| 汽车子系统 | 胶管种类 |
|------------|--------------------------------------|
| 燃油系统 | 输油管及总成、电喷油软管及总成、发动机进出燃油管及总成、油箱加油管及总成 |
| 冷却系统 | 空调软管及总成、变速箱冷却管、发动机油冷却管机总成、水管及总成 |
| 动力转向系统 | 高压动力转向管及总成、低压动力转向管及总成 |
| 制动系统 | 液压制动软管及总成、气压制动软管及总成、真空制动软管及总成 |
| 进、排气系统 | 涡轮增压管及总成、空滤器进出气软管及总成、曲轴箱通风管及总成 |
| 其他车身附件系统胶管 | — |

资料来源：川环科技招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 1、汽车胶管在整车上的应用情况



资料来源：川环科技官网，兴业证券经济与金融研究院整理

新能源带动整车对冷却管路需求，混动管路系统更为复杂，单车用量显著提升。燃油车冷却胶管主要应用于空调系统和发动机，管路数量和复杂度相对较低，而新能源汽车新增了三电系统（电池、电机、电控）的冷却/加热，对热管理要求

更高，整车散热体系分布更为分散，导致冷却管路单车使用量提升。纯电车动力系统制冷减少了发动机部分，新增三电系统制冷，而混动车型则同时具备燃油和电动两套动力系统，管路系统复杂度更高，热管理难度和要求较大。整车胶管用量方面，纯电车一般使用 20-35 组，混动车用量可达 40-50 组，为燃油车用量 3 倍左右。汽车胶管受益于电动化趋势 ASP 提升明显，其中混动车型单车价值量较高。随着新能源渗透率提升，混动继续放量，汽车胶管平均单车价值量有明显提升趋势。

表 2、汽车胶管单车价值量（分动力类型）

| 分动力类型 | 胶管单车价值量 |
|-------|---------------------------------|
| 燃油车 | 200-400 元 |
| 纯电车 | 400-600 元 |
| 混动车 | 一般为 800-1000 元；部分车型可达 1200 元及以上 |

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、市场规模：2025 年有望达 132 亿元，2022-2025 复合增速 15.2%

国内乘用车胶管市场规模 2022 年约为 86 亿元，有望于 2025 年达到 132 亿元，2022-2025 年 CAGR 为 15.2%。汽车胶管行业主要受益于新能源渗透率尤其是混动渗透率提升，带来单车 ASP 上行。经测算乘用车胶管行业规模 2025 年市场规模有望达到 132 亿元，2022-2025 年 CAGR=15.2%。

表 3、中国乘用车胶管行业规模测算（单位：亿元，万辆，元）

| 市场规模（亿元） | 2020A | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 燃油车 | 46.7 | 44.1 | 40.6 | 36.9 | 29.4 | 25.0 |
| YoY | | -5.6% | -8.1% | -9.1% | -20.2% | -15.1% |
| 新能源车 | 8.7 | 22.6 | 45.7 | 59.9 | 88.7 | 106.7 |
| YoY | | 160.6% | 101.7% | 31.1% | 48.2% | 20.3% |
| 合计 | 55.4 | 66.8 | 86.2 | 96.7 | 118.1 | 131.7 |
| YoY | | 20.5% | 29.1% | 12.2% | 22.1% | 11.5% |
| 新能源市场份额 | 15.7% | 33.9% | 52.9% | 61.9% | 75.1% | 81.0% |
| 销量（万辆） | 2020A | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 燃油车 | 1869.8 | 1765.9 | 1623.2 | 1475.0 | 1176.7 | 999.2 |
| 占比 | 92.9% | 82.1% | 69.0% | 62.1% | 48.1% | 38.9% |
| 纯电车 | 95.6 | 274.5 | 501.0 | 570.0 | 709.5 | 941.7 |
| 占比 | 4.7% | 12.8% | 21.3% | 24.0% | 29.0% | 36.7% |
| 混动车 | 48.9 | 111.4 | 229.0 | 330.1 | 560.2 | 627.8 |
| 占比 | 2.4% | 5.2% | 9.7% | 13.9% | 22.9% | 24.4% |
| 乘用车合计 | 2013.6 | 2151.8 | 2352.9 | 2375.2 | 2446.4 | 2568.7 |
| ASP（元） | 2020A | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 燃油车 | 250 | 250 | 250 | 250 | 250 | 250 |
| 纯电车 | 500 | 500 | 500 | 500 | 500 | 500 |
| 混动车 | 800 | 800 | 900 | 950 | 950 | 950 |
| 平均 ASP | 280 | 321 | 376 | 428 | 540 | 574 |

资料来源：中汽协、公司公告，兴业证券经济与金融研究院测算

(测算假设: 2025年预计燃油/纯电/混动占比分别为38.9%/36.7%/24.4%。混动车ASP于2020-2023年呈现提升趋势, 原因为混动中单车价值量较高的插电车型在混动中占比有边际提升趋势。)

1.3、竞争格局: 当前外资主导, 国内胶管龙头伴随自主整车快速崛起

外资企业主导, 随新能源渗透率提升, 内资企业凭借低价优势份额逐步提升。国内汽车胶管市场大约有50多家企业, 其中外资约15家, 位列第一梯队, 汽车胶管产量占市场二分之一, 并且占据高端市场的主要份额; 内资企业随我国汽车工业高速发展, 产品具备高性价比的优势, 成为自主品牌的主要供应商, 并逐步进入合资及外资企业供应商, 规模较大的企业有川环科技、鹏翎股份、中鼎流体、标榜股份和美晨生态。随着新能源渗透率提升, 乘用车终端市场竞争加剧, 自主整车崛起带动整车行业格局变迁, 配套关系绑定带来胶管行业格局或将重塑, 自主体系的汽车胶管企业发展迅速。

表4、汽车胶管行业国内整体竞争格局

| 市场地位 | 特点 | 代表企业 |
|------|--|---------------------------|
| 第一梯队 | 主要是外资企业, 大多数在国内设立独资或合资企业, 胶管产量占比约1/2, 主导高端产品 | 派克、康迪泰克、峻和、利德东方、威扬斯、哈钦森等 |
| 第二梯队 | 规模较大的内资上市企业或非上市企业, 主导中低端市场 | 川环科技、鹏翎股份、中鼎流体、美晨生态、标榜股份等 |
| 第三梯队 | 小型汽车胶管厂商, 产能规模低, 优势为低价 | -- |

资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

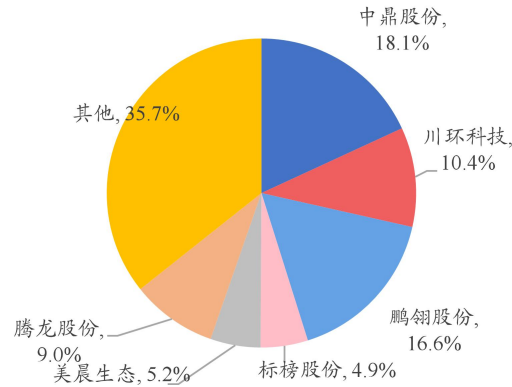
表5、内资主要汽车胶管企业经营情况对比

| 企业名称 | 经营情况&产品 | 主要客户 | 市场地位 |
|------|---|--|---|
| 川环科技 | 公司主要从事汽车胶管(主要为燃油系统和冷却系统胶管)的研发、生产和销售, 汽车业务占比约90%。公司2021年和2022年前三季度收入分别为7.8/6.3亿元, 归母净利润分别为1.0/0.8亿元, 受益于新能源业务业绩增速较快。 | 自主品牌为主: 比亚迪、吉利、长安、广汽埃安、上汽五菱、赛力斯、其他新势力厂商等国内整车厂。 | 公司为国内50多家主机厂、50多家摩托厂商、以及200多加二次配套厂商供货, 产品综合市占率名列前茅。 |
| 鹏翎股份 | 公司主要从事汽车流体管路和汽车密封部件研发、生产和销售; 公司2021年和2022年前三季度收入分别为16.6/12.0亿元, 归母净利润分别为0.6/0.6亿元。 | 主要客户为一汽大众、上汽大众、一汽集团, 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多年位居行业领先地位。 |
| 中鼎流体 | 中鼎股份子公司, 主营业务包括汽车工业及其他相关管件产品(汽车各大系统管件及各类油管接头的设计与制造); 公司2022H1营收为3.3亿元, 归母净利润为0.5亿元。 | 覆盖国内新能源前十几名客户, 目前已经给宝马、沃尔沃、奥迪、大众、吉利、小鹏和理想等新能源汽车平台配套。 | 背靠中鼎子公司德国TFH, 拥有TPV软管和尼龙管的核心技术, 行业地位领先。 |
| 标榜股份 | 公司主要从事汽车尼龙管路及连接件等系列产品的研发、生产和销售; 公司2021年和2022年前三季度收入分别为4.8/3.9亿元, 归母净利润分别为1.0/0.9亿元。 | 合资品牌为主: 一汽大众、上汽大众、上汽大通等整车厂, 以及鹏翎和哈金森等零部件商。 | 国内率先实现尼龙管路国产化的本土企业, 尼龙管细分领域市场份额国内领先 |
| 美晨生态 | 公司主要从事车用非轮胎橡胶制品及园林生态业务, 汽车胶管业务占比约为25%; 公司2021年和2022年H1汽车胶管收入约为3.5/1.2亿元。 | 汽车业务客户有长城、吉利、广汽、奇瑞等。 | 美晨橡胶制品以汽车管路系统和汽车减振系统为主, 公司。非轮胎橡胶制品与园林业务较为平衡。 |

资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

行业格局相对分散，川环科技 2021 年市占率约为 10.4%。整体胶管竞争格局而言，当前仍以外资零部件公司为主导，配套合资车企客户较多。内资企业中，中鼎股份、鹏翎股份、川环科技、腾龙股份、美晨生态、标榜股份等份额较高，后续伴随自主品牌份额提升，国内配套自主品牌车企的相关企业份额有望提升。

图 2、2021 年国内汽车胶管行业市场份额



资料来源：iFinD、公司公告，兴业证券经济与金融研究院测算

市场份额测算方法：根据每家公司 2021 年披露的分产品类型营收占比，计算出汽车胶管业务规模，除以 2021 年中国乘用车胶管市场规模（参见 1.2 节市场规模测算），得到每家公司汽车胶管业务市场份额。

- 美晨生态汽车胶管业务：2021 年美晨生态营收 57.3% 为橡胶制品，根据历史披露信息，橡胶制品中，汽车橡胶减震业务和汽车胶管业务大约各占一半。
- 标榜股份汽车胶管业务：主要包含其动力系统连接管路和冷却系统连接管路产品，2021 年占总营收约 69%。
- 中鼎股份汽车管路业务：中鼎流体+安徽特思通。

2、川环科技：国内胶管龙头，绑定头部自主客户迎来放量期

2.1、车用胶管龙头，汽车管路全面配套

二十年车用胶管产品研发、生产和销售经验，汽车管路全面配套。公司 2002 年成立，位于四川省达州市大竹县，隶属于汽车零部件行业，被中国橡胶工业协会表彰为“中国胶管十强企业”。公司两大核心业务分别为汽车胶管业务和摩托车胶管业务，是市场上主流车用胶管供应商，产品涵盖汽车燃油系统、冷却系统、制动系统、动力转向系统、进排气系统及车身附件系统胶管。

广泛覆盖一线新能源车企，新获订单充沛。公司通过多年在汽车领域的聚焦发展，产品具备优异的性价比，叠加在自主品牌的客户资源优势，目前公司主要新能源客户涵盖比亚迪（王朝系列，海洋系列、腾势系列、军舰系统等多个车型项目）、

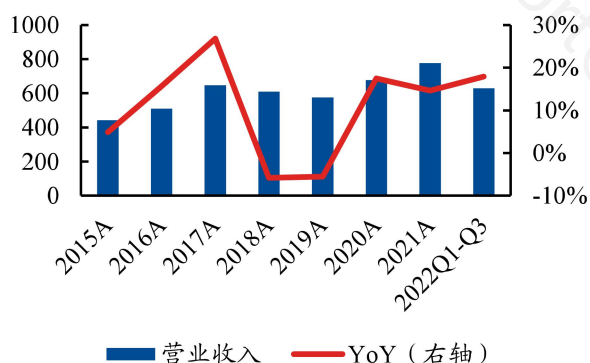
广汽埃安（全系）、五菱、哪吒、北汽极狐、长安深蓝、赛力斯、吉利、极氪、东风岚图、零跑、理想等。头部混动客户已实现深度绑定，后续混动放量，公司充足在手订单有望支撑收入上行。

图 3、川环科技主要客户



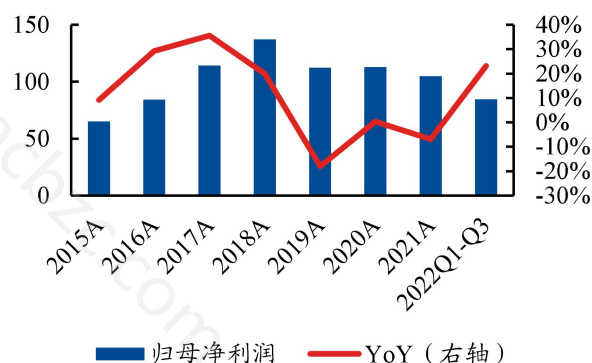
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、公司历史年度营收（单位：百万元）及同比增速（右轴）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院测算

图 5、公司历史年度归母净利润（单位：百万元）及同比增速（右轴）



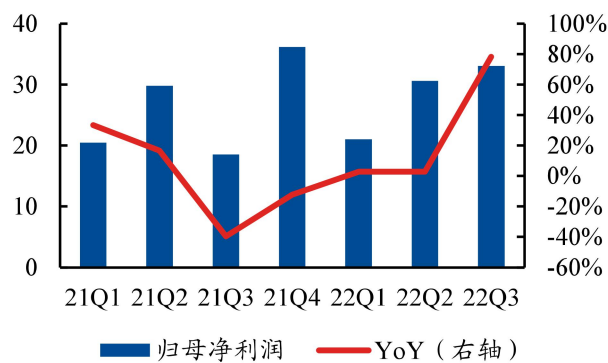
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院测算

图 6、公司历史季度营收（单位：百万元）及同比增速（右轴）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

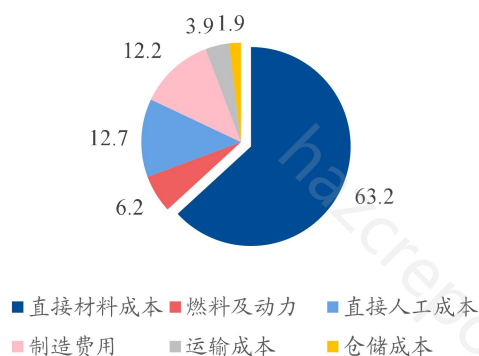
图 7、公司历史季度归母净利润（单位：百万元）及同比增速（右轴）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

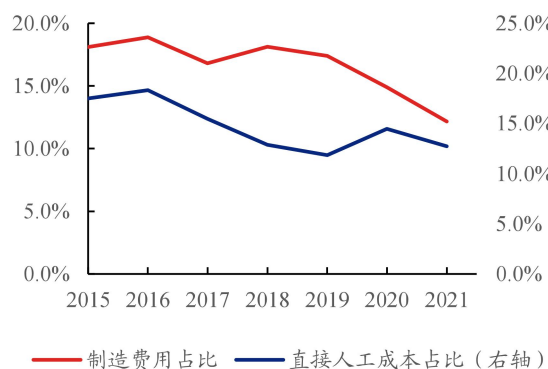
公司毛利率业内领先，2021 年以来受原材料价格上行影响，毛利率承压。胶管产品特点小批量多品类，需要针对每款车型定制设计开发，成本结构中制造费用与人工成本相对较高。川环科技公司位于四川达州，当地人工成本相对华东华北地区相对较低，凭借人工成本优势，公司毛利率水平相对同行较为领先。2021 年由于橡胶，尼龙等主要原材料价格上涨，行业整体毛利率进入下行区间，后续伴随公司新能源业务占比提升，叠加产品升级，以及原材料有望进入下行区间，公司毛利率有望企稳回升。

图 8、川环科技 2021 年产品生产成本各项占比



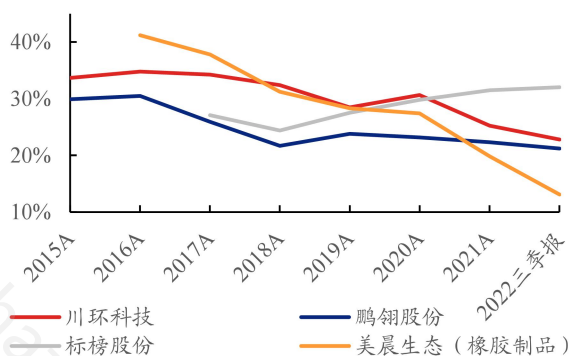
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、公司历年制造费用和人工成本占比



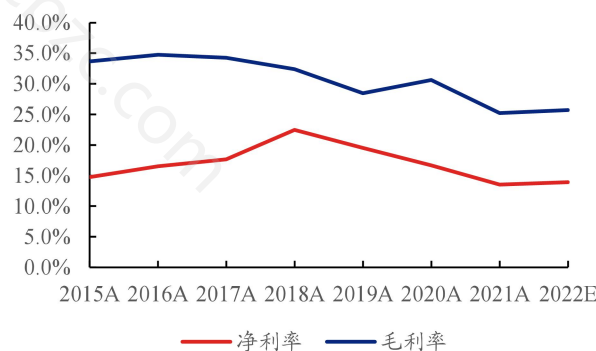
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、公司与其主要行业竞争对手毛利率对比



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、公司历年毛利率与净利率



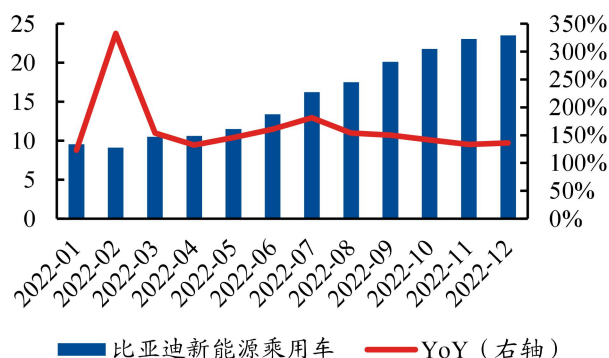
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、深度绑定头部自主新能源客户，新能源业务迎来放量期

川环科技深度绑定头部新能源客户，新能源业务占比有望迅速提升。比亚迪、广汽埃安和赛力斯为公司主要新能源客户，预计将在未来 3 年贡献公司新能源业务重要增量。2022 年比亚迪新能源乘用车、广汽埃安和赛力斯问界销量分别为 186.3/27.1/7.8 万辆，比亚迪/埃安新能源车销量同比增速分别为 208.6%/125.7%。伴随头部客户新能源车型放量，预计公司配套新能源车型收入占比有望从 2021

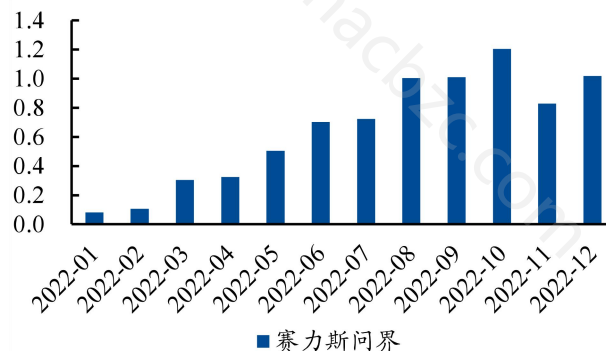
年不到 10% 提升至 2023 年约 61% (根据对公司主要车企客户新能源业务部分收入预测及公司总营收预测, 测算所得), 新能源业务占比有望显著提升。

图 12、比亚迪新能源乘用车月销量 (单位: 万辆) 及同比增速 (右轴)



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、赛力斯问界月销量 (单位: 万辆)



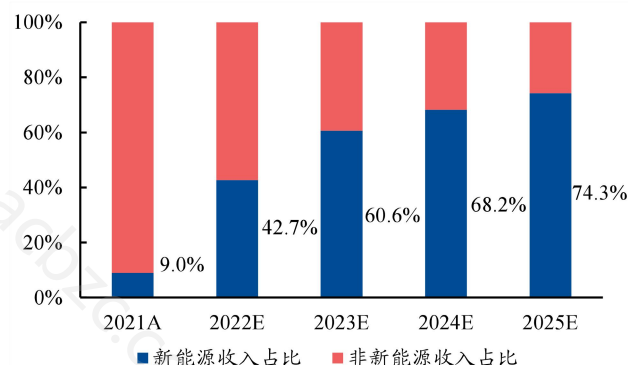
资料来源: 中汽协, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、广汽埃安月销量 (单位: 万辆) 及同比增速 (右轴)



资料来源: 中汽协, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、公司新能源业务收入占比预测



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院测算

3、固定资产扩张提速, 未来收入增长可期

公司产能/产值建设规模随新能源订单量增加快速提升。公司 2021 年原有设计产能约 10 亿元, 集中于公司老基地, 主要负责燃油车胶管生产, 随着 2021-2022 年新能源客户放量, 订单和项目迅速增加, 公司于达州市大竹经开区新征 200 亩土地, 重点针对新能源业务订单建设产能。新基地共分为两期建设, 第一期 101、102 厂房产于 2022 年年中建设完成, 第二期 103、104 车间预计将于 2023 年投产 (其中 103 车间预计于 2022 年底建设完成, 主要用于生产车用尼龙管路), 新厂房建设完成后对应业务产值约为 18-20 亿元, 新建产能全部达产后公司总产值预计将达到 30 亿元。

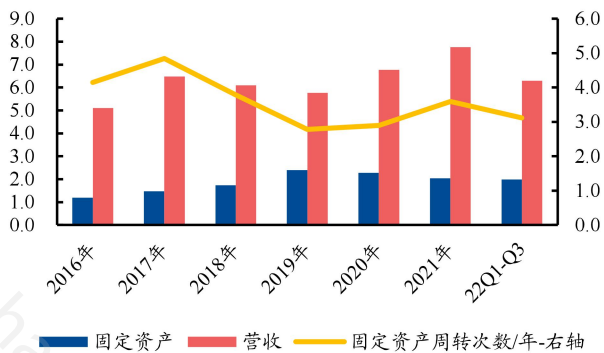
表 6、公司产能规划情况

| 场地 | 设计产能 | 进展 |
|------------------------|-------------|----------------|
| 老基地：负责传统燃油车胶管业务 | | |
| 6个分厂 子公司 | 9-10亿 | 已投产 |
| 大竹经开区200亩土地： | | |
| 首期101/102厂房 | 8-10亿 | 2022年中建成，8月投产 |
| 103车间 | 约10亿 | 建设中，预计2022年底完成 |
| 104车间 | | 建设中，预计2023年完成 |
| 合计 | 约30亿 | |

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

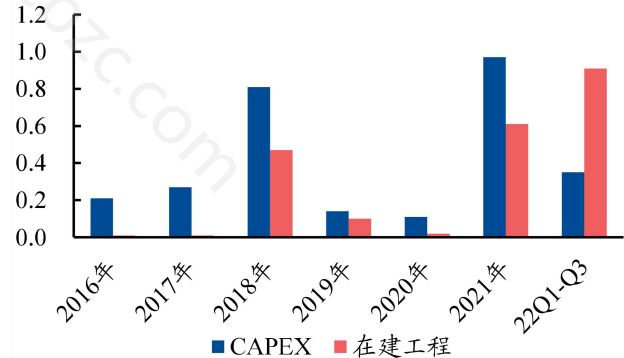
高 CAPEX+固定资产规模增长迅速反应公司未来较好的增长预期。川环科技上市以来固定资产实现高增长，从 2016 年 1.2 亿元提升至 2022 年前三季度达到 2.0 亿元规模，营收增长趋势基本匹配/略高于固定资产规模，固定资产周转次数提升，反应公司运营效率提升。公司 CAPEX 在上市后明显提升，2021 年 CAPEX 近 1 亿元，达到历史新高。后续伴随 103，104 号工厂陆续建成投产，预计公司未来几年固定资产规模将持续提升。

图 16、公司历年固定资产规模、营收和固定资产周转率（单位：亿元）



资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图 17、公司历年 CAPEX 投入情况（单位：亿元）

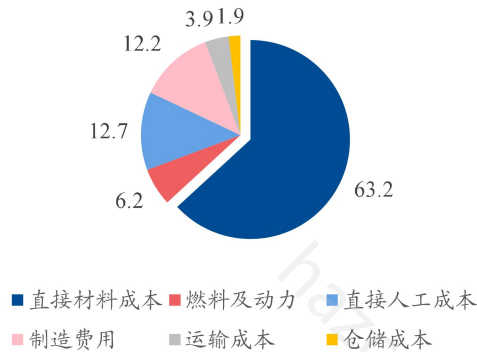


资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

4、原材料价格有望进入下行区间，公司盈利能力有望提升

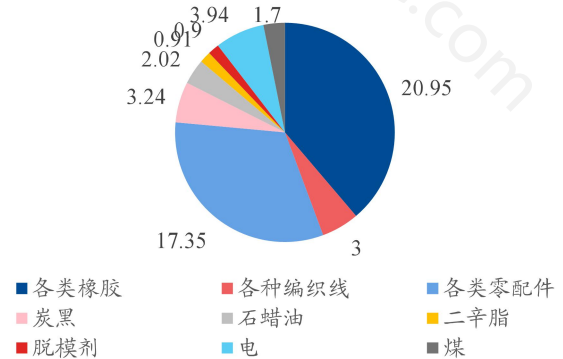
胶管主要原材料与石油价格高度相关，原材料占成本比例较高。汽车胶管原材料主要成分为橡胶和尼龙，其他成分也多为石油衍生产物，原材料价格与石油价格具有较高的正相关性，2021年川环科技直接原材料占产品生产成本63%，相对较高。

图 18、2021 年产品生产成本各项占比



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 19、2016 年川环原材料分成分占比

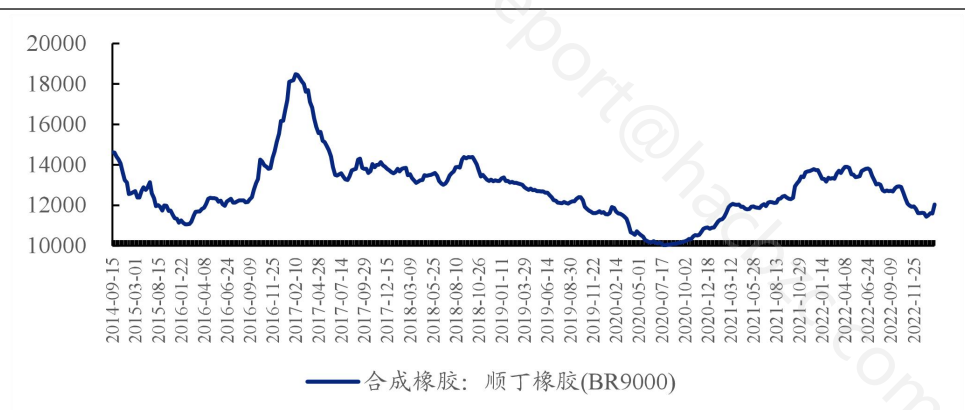


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

合成橡胶和尼龙价格后续或将进入下行区间，公司利润增速有望高于营收增速。

川环主要使用合成橡胶生产汽车胶管，其中顺丁橡胶是合成橡胶主要品种之一。复盘合成橡胶（顺丁橡胶）价格和石油现货指数，从2014年到2022年两者走势基本吻合，自2021年开始震荡上升，2022年合成橡胶和石油价格整体处于历史较高水平，年中达到峰值后逐步体现下降趋势。若后续原材料价格回落，则公司毛利率有望企稳回升，同时盈利能力有望提升，利润增速或将高于收入增速。

图 20、主要原材料合成橡胶历史价格（单位：元/吨）



资料来源：iFinD、IMF，兴业证券经济与金融研究院整理

图 21、石油现货平均价格指数（以 2016 年=100 作为基准）



资料来源：iFinD、IMF，兴业证券经济与金融研究院整理

5、投资建议

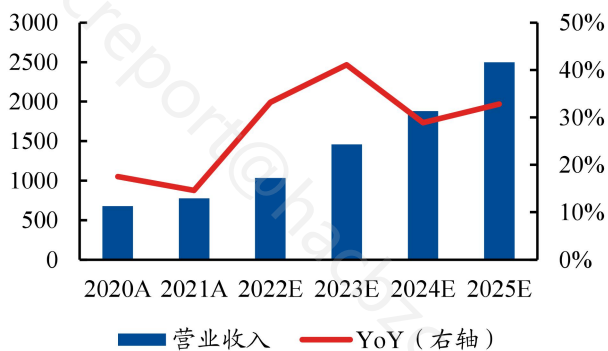
汽车胶管行业充分受益电动化尤其混动化带来行业规模扩容，国内胶管企业有望伴随自主整车崛起迎来规模扩张。随着新能源汽车渗透率提高，汽车胶管的应用存在结构性用量增加趋势，重点体现在电动车制冷管路系统复杂化，其中混动车由于具备两套系统导致胶管用量显著增加，单车价值量将从传统燃油车 200-400 元提升至 800-1000 元以上。经测算，国内乘用车胶管市场规模有望于 2025 年达到约 132 亿元，其中新能源汽车胶管市场规模约为 107 亿元，2022-2025 年 CAGR 约为 15.2%。川环科技当前市占率约为 10%，后续有望凭借新能源胶管放量、绑定自主客户结构优势、成本优势，市场份额有望提升。

公司深度绑定比亚迪、赛力斯等头部新能源车客户，新能源车胶管配套进入放量期。伴随新能源车放量，公司配套新能源相关管路产品价值量提升，新能源业务迎来放量期，公司深度绑定比亚迪、赛力斯、广汽埃安等新能源乘用车客户，后续有望伴随头部新能源客户放量带来新能源相关配套放量，公司新能源业务收入进入快速放量期。

产能扩张提速有望驱动收入高增长，原材料价格或将下行有望驱动盈利能力提升。伴随 101、102 新工厂逐步投产，公司 2022/2023 年预计汽车胶管产能分别为 10/20 亿元，将匹配和支撑由新能源客户带来的收入增长，到 2025 年公司总产值有望达到约 30 亿元。成本端来看，主要影响因素为合成橡胶、尼龙等原材料价格，与石油价格高度正相关，当前价格处于高位，后续有望进入下行区间，预期将利好公司后续盈利能力提升。

投资建议：看好胶管行业电动化升级以及公司优质自主客户放量带来高增长，首次覆盖给予“增持”评级。汽车胶管行业显著受益电动化尤其混动化带来单车 ASP 以及市场规模快速扩容，当前公司深度绑定比亚迪、赛力斯、埃安等头部自主新能源客户，后续主要混动客户也进入公司配套体系，当前在手订单充足，固定资产加速产能释放公司收入增速有望加速。当前原材料价格处于高位，后续若价格回落利润增速有望超过收入增速。我们看好国内电动化尤其混动化放量趋势公司绑定头部自主新能源客户有望迎来放量，预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 1.22/2.07/2.65 亿元，首次覆盖给予“增持”评级。

图 22、川环科技收入预测（单位：亿元）及同比增速（右轴）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院预测

图 23、川环科技归母净利润预测（单位：亿元）及同比增速（右轴）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院预测

表 7、川环科技整体营收预测按车企客户拆分（单位：百万元，万辆）

| | 2021A | 2022E | 2023E |
|---------------|--------------|---------------|---------------|
| 比亚迪 | | | |
| 销售额（百万元） | 37.54 | 95.7 | 244.0 |
| 配套数量（万辆） | 11.36 | 26.0 | 67.6 |
| 配套份额 | 17% | 15% | 17% |
| ASP（元） | 330.50 | 367 | 361 |
| 赛力斯 | | | |
| 销售额（百万元） | 6.5 | 61.2 | 144.0 |
| 配套数量（万辆） | 1.3 | 8.8 | 21.2 |
| 配套份额 | 100% | 100% | 100% |
| ASP | 505 | 696 | 679 |
| 广汽埃安 | | | |
| 销售额（百万元） | 30.8 | 74.3 | 108.3 |
| 配套数量（万辆） | 12.3 | 28.0 | 42.0 |
| 配套份额 | 30% | 64% | 81% |
| ASP | 250 | 266 | 258 |
| 吉利 | | | |
| 销售额（百万元） | 171.3 | 182.1 | 186.3 |
| 配套数量（万辆） | 82.6 | 79.6 | 73.0 |
| 配套份额 | 62% | 53% | 41% |
| ASP | 207 | 229 | 255 |
| 长安 | | | |
| 销售额（百万） | 81.1 | 120.0 | 196.0 |
| 配套数量（万辆） | 26.9 | 33.4 | 46.8 |
| 配套份额 | 12% | 16% | 22% |
| ASP | 302 | 359 | 419 |
| 五菱 | | | |
| 销售额（百万元） | 1.2 | 50.0 | 58.8 |
| 配套数量（万辆） | 4.0 | 25.0 | 30.0 |
| 配套份额 | 9% | 35% | 45% |
| ASP | 30 | 200 | 196 |
| 奇瑞 | | | |
| 销售额（百万元） | - | 28.0 | 36.4 |
| 配套数量（万辆） | - | 14.0 | 18.6 |
| 配套份额 | - | 60% | 46% |
| ASP | - | 200 | 196 |
| 哪吒 | | | |
| 销售额（百万元） | 23.9 | 51.1 | 65.9 |
| 配套数量（万辆） | 4.9 | 10.6 | 14.0 |
| 配套份额 | 70% | 70% | 70% |
| ASP | 490 | 480 | 470 |
| 零跑 | | | |
| 销售额（百万元） | 3.5 | 19.0 | 28.4 |
| 配套数量（万辆） | 4.4 | 11.1 | 17.0 |
| 配套份额 | - | - | - |
| ASP | 78 | 171 | 167 |
| 蔚来 | | | |
| 销售额（百万元） | - | - | 1.5 |
| 配套数量（万辆） | - | - | 0.3 |
| 配套份额 | - | - | 30% |
| ASP | - | - | 500 |
| 理想 | | | |
| 销售额（百万元） | - | - | 1.9 |
| 配套数量（万辆） | - | - | 0.2 |
| 配套份额 | - | - | 30% |
| ASP | - | - | 800 |
| 其他整车客户 | | | |
| 销售额（百万元） | 339.9 | 276.7 | 277.1 |
| 汽车业务合计 | 695.7 | 958.1 | 1348.5 |
| 摩托车业务 | 69.8 | 69.2 | 101.7 |
| 其他业务 | 11.0 | 7.2 | 9.1 |
| 总营收 | 776.5 | 1034.5 | 1459.4 |
| YoY | | 33.2% | 41.1% |

资料来源：中汽协、公司公告，兴业证券经济与金融研究院测算

6、风险提示

- 新能源汽车行业终端需求不及预期;
- 公司主要配套客户销量不及预期;
- 公司产能建设情况不及预期;
- 原材料价格大幅上行;

附表

| 会计年度 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|------|--------|--------|--------|
| 流动资产 | 780 | 1003 | 1269 | 1536 |
| 货币资金 | 215 | 203 | 207 | 207 |
| 交易性金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收票据及应收账款 | 240 | 359 | 497 | 635 |
| 预付款项 | 14 | 21 | 28 | 37 |
| 存货 | 215 | 309 | 425 | 547 |
| 其他 | 96 | 111 | 111 | 110 |
| 非流动资产 | 323 | 334 | 348 | 362 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 204 | 198 | 192 | 186 |
| 在建工程 | 61 | 61 | 61 | 61 |
| 无形资产 | 46 | 63 | 83 | 105 |
| 商誉 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期待摊费用 | 0 | -1 | -2 | -2 |
| 其他 | 12 | 12 | 12 | 12 |
| 资产总计 | 1104 | 1337 | 1617 | 1899 |
| 流动负债 | 166 | 337 | 477 | 609 |
| 短期借款 | 0 | 120 | 194 | 261 |
| 应付票据及应付账款 | 116 | 167.74 | 231.92 | 297.30 |
| 其他 | 50 | 49 | 51 | 51 |
| 非流动负债 | 3 | 4 | 4 | 4 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 3 | 4 | 4 | 4 |
| 负债合计 | 170 | 341 | 481 | 613 |
| 股本 | 217 | 217 | 217 | 217 |
| 资本公积 | 184 | 184 | 184 | 184 |
| 未分配利润 | 458 | 520 | 660 | 810 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益合计 | 934 | 996 | 1136 | 1286 |
| 负债及权益合计 | 1104 | 1337 | 1617 | 1899 |

| 会计年度 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------------|------|-------|-------|-------|
| 归母净利润 | 105 | 122 | 207 | 265 |
| 折旧和摊销 | 5 | 7 | 7 | 7 |
| 资产减值准备 | 4 | 17 | 22 | 22 |
| 资产处置损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 1 | 3 | 1 | 2 |
| 投资损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金的变动 | 26 | -188 | -217 | -226 |
| 经营活动产生现金流量 | 168 | -39 | 19 | 71 |
| 投资活动产生现金流量 | -97 | -18 | -21 | -22 |
| 融资活动产生现金流量 | -60 | 45 | 6 | -48 |
| 现金净变动 | 10 | -12 | 4 | 0 |
| 现金的期初余额 | 205 | 215 | 203 | 207 |
| 现金的期末余额 | 215 | 203 | 207 | 207 |

| 会计年度 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 776 | 1034 | 1459 | 1881 |
| 营业成本 | 581 | 770 | 1084 | 1397 |
| 税金及附加 | 6 | 10 | 12 | 13 |
| 销售费用 | 17 | 36 | 36 | 43 |
| 管理费用 | 27 | 37 | 48 | 62 |
| 研发费用 | 32 | 47 | 61 | 83 |
| 财务费用 | -0 | 3 | 1 | 2 |
| 其他收益 | 13 | 10 | 20 | 20 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 信用减值损失 | -4 | 0 | 0 | 0 |
| 资产减值损失 | -4 | 0 | 0 | 0 |
| 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 119 | 141 | 236 | 301 |
| 营业外收入 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 营业外支出 | 4 | 5 | 5 | 5 |
| 利润总额 | 117 | 138 | 233 | 298 |
| 所得税 | 12 | 17 | 26 | 33 |
| 净利润 | 105 | 122 | 207 | 265 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 105 | 122 | 207 | 265 |
| EPS(元) | 0.48 | 0.56 | 0.96 | 1.22 |

| 会计年度 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 成长性 | | | | |
| 营业收入增长率 | 14.6% | 33.2% | 41.1% | 28.9% |
| 营业利润增长率 | -8.7% | 19.2% | 66.9% | 27.6% |
| 归母净利润增长率 | -6.9% | 15.8% | 70.5% | 28.0% |
| 盈利能力 | | | | |
| 毛利率 | 25.2% | 25.6% | 25.7% | 25.7% |
| 归母净利率 | 13.5% | 11.8% | 14.2% | 14.1% |
| ROE | 11.2% | 12.2% | 18.2% | 20.6% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 15.4% | 25.5% | 29.8% | 32.3% |
| 流动比率 | 4.69 | 2.98 | 2.66 | 2.52 |
| 速动比率 | 3.40 | 2.06 | 1.77 | 1.62 |
| 营运能力 | | | | |
| 资产周转率 | 71.6% | 84.8% | 98.8% | 107.0% |
| 应收帐款周转率 | 329.8% | 357.3% | 354.6% | 346.2% |
| 存货周转率 | 265.0% | 279.1% | 280.1% | 272.7% |
| 每股资料(元) | | | | |
| 每股收益 | 0.48 | 0.56 | 0.96 | 1.22 |
| 每股经营现金 | 0.77 | -0.18 | 0.09 | 0.33 |
| 每股净资产 | 4.31 | 4.59 | 5.24 | 5.93 |
| 估值比率(倍) | | | | |
| PE | 38.6 | 33.3 | 19.6 | 15.3 |
| PB | 4.3 | 4.1 | 3.6 | 3.2 |

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | 类别 | 评级 | 说明 |
|---|------|-----|--|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12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。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为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15% |
| | | 增持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间 |
| | | 中性 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间 |
| | | 减持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5% |
| | | 无评级 | 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级 |
| | 行业评级 | 推荐 | 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数 |
| | | 中性 | 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平 |
| | | 回避 | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数 |

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|--------------------------|---------------------------------|-----------------------------|
| 地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层 | 地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元 | 地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼 |
| 邮编：200135 | 邮编：100020 | 邮编：518035 |
| 邮箱：research@xyzq.com.cn | 邮箱：research@xyzq.com.cn | 邮箱：research@xyzq.com.cn |