



## 橡胶软管行业引领者，高价值酸化压裂软管放量

### 投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 公司多年被中国橡胶工业协会胶管胶带分会评为中国胶管十强企业，位列国内液压胶管细分行业第一名；2) 部分产品主要性能指标已达到或超过国际知名品牌，深入大客户供应体系，公司2020年对三一重工销售额达4356.2万元，与徐工集团正在复制与三一重工的合作模式；3) 募投项目2500万米软管产能逐步释放，新增两条酸化压裂软管产线投产后产值将达5亿元。
- **胶管行业领先企业，盈利能力快速提升。** 公司主营液压橡胶软管及软管总成的研发、生产和销售，深耕行业二十年，被评为“胶管十强企业”、国家级专精特新“小巨人”企业。产品广泛应用于工程机械、煤矿机械、化工、石油钻采、食品等行业。
- **传统液压胶管业务深入大客户供应体系，新增产能逐步释放。** 公司传统液压软管业务性能优异，部分高端产品性能技术指标优于国内同类产品，达到国际同类产品水平。公司深入三一重工、宇通重工、郑煤机等知名客户的供应链体系。对比国际知名企业的产品，公司液压管具备明显的价格优势与服务优势，逐步实现了部分高性能产品的进口替代。此外，公司募投项目“年产4000万米工业软管自动化制造项目”新增2500万米产能逐步释放，有望推动业绩上行。
- **新业务工业管中，高价值酸化压裂软管有望快速放量。** 近年，公司发力工业管业务，全面掌握了工业管产品的生产技术，定位于石油能源等高经济附加值的行业领域，产品部分性能指标已经达到或超过国际知名工业管产品。2022年，酸化压裂软管实现收入约8千万元，带动公司胶管总成及配套管件毛利率提升40.5pp至62.7%。公司新建的两条酸化压裂软管产线投产在即，届时年产能换算成产值将达到5亿元，公司盈利能力有望快速提升。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2023-2025年归母净利润分别为1.2/1.4/1.6亿元，CAGR为25.1%，对应PE为9/8/7倍。考虑到2024年同行业平均估值为14倍，公司作为国内胶管行业领先企业，液压胶管业务保持稳中有升，以酸化压裂软管等高价值产品放量，带动盈利能力快速提升，同时募投项目产能释放，有望推动公司业绩高增。考虑到不同市场间的流动性差异，我们给予公司2024年10倍PE，对应目标价为13.70元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示:** 市场竞争的风险、行业政策波动风险、原材料供应风险、工业管产品市场开拓风险、经营业绩下滑的风险、汇率变动风险、产能不及预期风险。

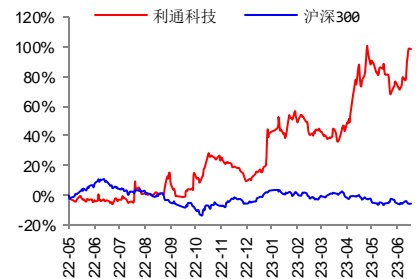
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	374.82	478.27	534.68	570.31
增长率	13.05%	27.60%	11.79%	6.66%
归属母公司净利润(百万元)	83.17	120.63	144.93	162.95
增长率	175.92%	45.05%	20.15%	12.43%
每股收益EPS(元)	0.79	1.14	1.37	1.54
净资产收益率ROE	17.31%	20.67%	20.57%	19.43%
PE	13	9	8	7
PB	2.31	1.90	1.57	1.32

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 刘言  
执业证号: S1250515070002  
电话: 023-67791663  
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: iFind

### 基础数据

总股本(亿股)	1.06
流通A股(亿股)	0.58
总市值(亿元)	11.04
总资产(亿元)	6.83
每股净资产(元)	4.77

### 相关研究

## 目 录

<b>1 橡胶软管行业领先者，深耕行业二十载</b> .....	<b>1</b>
1.1 股权高度集中，董事长夫妇为实控人.....	1
1.2 产品包括液压软管、工业管，覆盖工程机械、石油钻采等领域.....	2
1.3 营收稳步增长，盈利能力快速提升.....	4
<b>2 橡胶软管行业格局两极分化，国产厂商寻求出口突破</b> .....	<b>6</b>
2.1 产业政策支持，橡胶软管行业不断发展.....	6
2.2 全球工业软管市场规模将达 170 亿美元，我国是胶管产销大国.....	6
2.3 低端产品格局分散，高壁垒高端产品竞争相对缓和.....	7
<b>3 传统业务液压胶管行业领先，新业务工业管放量在即</b> .....	<b>10</b>
3.1 传统液压软管业务性能优异，深入大客户供应体系.....	10
3.2 大力开发工业管业务，高毛利酸化压裂管放量在即.....	12
3.3 自主创新构建竞争优势，主导参与多项行业国家标准起草.....	14
<b>4 盈利预测与估值</b> .....	<b>16</b>
4.1 盈利预测.....	16
4.2 相对估值.....	17
<b>5 风险提示</b> .....	<b>18</b>

## 图 目 录

图 1: 公司历史沿革.....	1
图 2: 公司股权结构 (截至 2023 年 7 月 10 日) .....	2
图 3: 营业总收入及增速 .....	4
图 4: 归母净利润及增速 .....	4
图 5: 公司主营业务收入按地区构成情况 .....	4
图 6: 公司主营业务收入按销售方式构成情况 .....	4
图 7: 公司分产品收入占比 .....	5
图 8: 公司分产品毛利率 .....	5
图 9: 公司毛利率及净利率情况 .....	5
图 10: 公司期间费用率情况 .....	5
图 11: 全球工业软管市场规模 (亿美元) .....	7
图 12: 我国胶管进出口总量 (万吨) .....	8
图 13: 我国胶管进出口总额 (亿美元) .....	8
图 14: 公司对大客户三一重工 (含江西苏强格) 的销售额 .....	11
图 15: 公司近年设计产能 (万米/年) .....	12
图 16: 公司胶管总成及配套管件收入 .....	14
图 17: 公司胶管总成及配套管件毛利率 .....	14

## 表 目 录

表 1: 公司主要产品类型 .....	2
表 2: 公司产品的主要用途、应用场景及主要客户类型 .....	3
表 3: 公司所属行业有关主要产业政策 .....	6
表 4: 公司与液压胶管细分行业内主要企业的比较情况 .....	9
表 5: 公司“超级大力神”系列液压橡胶软管的性能指标对比 .....	10
表 6: 公司与知名客户合作方式、时间及重复率 .....	11
表 7: 公司募投项目“年产 4000 万米工业软管自动化制造项目”具体构成 .....	12
表 8: 公司工业管产品与其他品牌同类型产品比较 .....	13
表 9: 公司主导或参与的四项胶管行业国家标准的起草情况 .....	14
表 10: 公司研发项目情况 .....	15
表 11: 分业务收入及毛利率 .....	17
表 12: 可比公司估值 .....	18
附表: 财务预测与估值 .....	19

## 1 橡胶软管行业领先者，深耕行业二十载

公司主营业务为液压橡胶软管及软管总成的研发、生产和销售。公司致力于以先进的技术为客户提供适应复杂工业环境要求的橡胶软管，是一家研发、生产、销售“低弯曲、高压、长寿命”高性能钢丝增强液压橡胶软管的国家级高新技术企业。公司连续多年被中国橡胶工业协会胶管胶带分会评为“胶管十强企业”。公司研发中心获得了 CNAS 颁发的实验室认可证书，被评为河南省高压橡胶软管工程技术研究中心。公司共参与了胶管行业四项国家标准的起草，截至 2022 年底，公司共拥有 17 项发明专利、8 项实用新型专利、3 项外观专利，全面掌握了液压橡胶软管的核心技术。

国家级专精特新“小巨人”企业，深耕橡胶软管行业 20 年。公司成立于 2003 年，自成立之初一直从事橡胶软管的生产制造，经过长时间的反复试验、生产工艺优化、装备能力提升、员工技能培养，公司拥有效率高、成本可控的胶管生产工艺技术。2014 年，公司推出品牌“大力神”；2015 年，公司成功挂牌新三板；2017 年，公司推出“超级大力神”系列产品；2021 年 2 月，公司成功登陆北交所；2022 年，公司被认定为国家级专精特新“小巨人”企业。

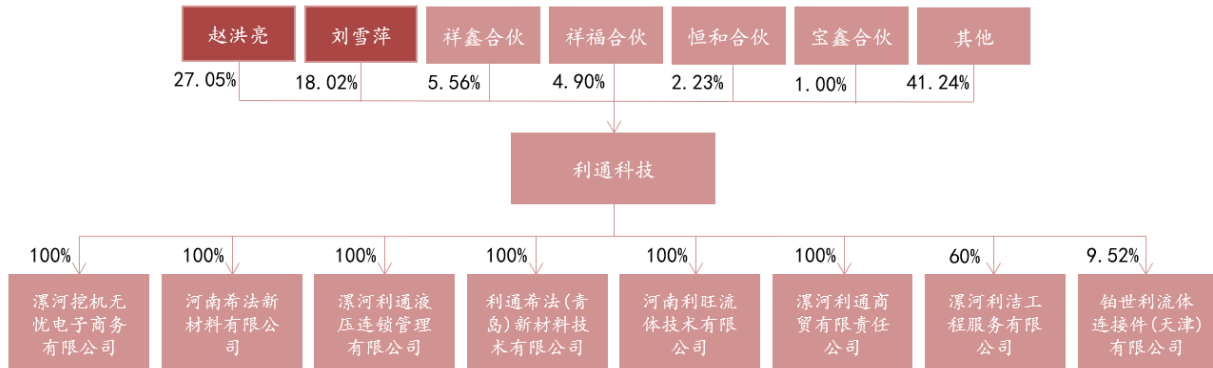
图 1：公司历史沿革



数据来源：公司官网，西南证券整理

### 1.1 股权高度集中，董事长夫妇为实控人

股权结构集中，实控人董事长夫妇持股 45.07%。公司董事长兼总经理赵洪亮先生、董事刘雪苹女士分别持有公司 2861.0、1905.4 万股，分别占公司股份总额的 27.1%、18.0%，两人为配偶关系，夫妻二人合计持有公司 45.1% 股份，是公司的实际控制人。



**图 2：公司股权结构（截至 2023 年 7 月 10 日）**


数据来源：同花顺 iFinD，公司公开发行说明书，西南证券整理

## 1.2 产品包括液压软管、工业管，覆盖工程机械、石油钻采等领域

公司主要为工程机械、煤矿机械、化工、石油钻采、食品等行业提供各类高、中、低压钢丝增强软管、纤维增强软管、橡塑复合多功能软管、石油钻采软管、软管总成等产品。公司主要产品为液压橡胶软管（钢丝缠绕液压橡胶软管、钢丝编织液压橡胶软管）、工业管、软管总成。其中，钢丝缠绕液压橡胶软管产品应用于高压、高温、高脉冲的重型装备和液压传动设备；钢丝编织液压橡胶软管多应用于中高压液压设备；工业管应用于流体输送、石油钻采等设备；软管总成是由高压钢丝编织或缠绕胶管及软管连接件经专用设备加工而成。

**表 1：公司主要产品类型**

产品系列	产品类型	产品特征	图示
液压软管	钢丝编织系列	一、二或三层钢丝编织	
	钢丝缠绕系列	四、六层钢丝缠绕	
工业管	物料吸排管	耐磨、耐腐蚀、耐高压	
	化工管	耐高温、耐腐蚀、耐高压	
	石油钻采软管	耐高压、耐高温、耐腐蚀	
软管总成	-	高脉冲性能、无泄漏、耐老化	

数据来源：公司公开发行说明书，西南证券整理

产品出口多个国家和地区，广泛应用于工程机械、煤矿机械、石油钻采等领域。公司产品出口到欧洲、南北美洲、东南亚、俄罗斯、澳大利亚等 20 多个国家和地区，同时为三一重工、宇通重工、郑煤机、徐工集团、双汇集团、洛阳一拖、山河智能等知名企业配套高性能的液压橡胶软管及软管总成产品，产品广泛应用于工程机械、煤矿机械、化工、石油钻采、食品等行业领域。

**表 2：公司产品的主要用途、应用场景及主要客户类型**

产品系列	产品类型	图示	主要客户类型	产品用途	应用场景图示
液压软管	钢丝编织胶管		1、工程机械等各类机械装备类客户，如三一重工、徐工集团、郑煤机等； 2、加工贸易商客户如巴夫斯、福特罗、迪卡塞等。	主要应用于工程机械、煤矿机械、建筑机械的工程装备上，实现液压传动等功能	
	钢丝缠绕胶管		1、工程机械等各类机械装备类客户，如三一重工、徐工集团、郑煤机等； 2、加工贸易商客户如巴夫斯、福特罗、迪卡塞等。		
工业管	石油钻采管		1、石油钻探客户，如河北庆林橡塑制品有限公司等； 2、加工贸易商客户如博泰科等。	主要应用于石油钻井机械装备上，实现石油钻采过程中原油、泥浆等物质的传输、吸排功能	
	物料吸排管		1、工矿设备客户，如无锡锦和科技有限公司等； 2、加工贸易商如烟台聚航商贸有限公司等。	主要应用于化工、食品、医药等机械设备上，实现不同属性复杂介质的传输、吸排功能	
	化工管		化工、食品等行业、医药设备客户，如双汇集团等	化工、食品、医药等	
软管总成	-		1、工程机械等各类机械装备类客户如宇通重工等； 2、加工贸易商客户如 TFES 等。	主要应用于工程机械、矿山机械、石油钻采等诸多液压传动行业领域	

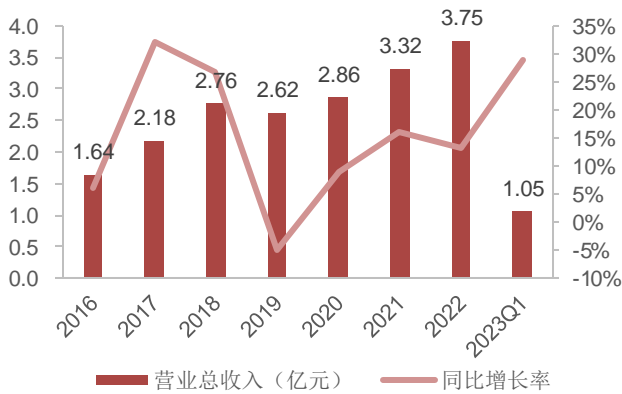
数据来源：公司公开发行说明书，西南证券整理

公司采取直销的模式，分为自主品牌的销售和 ODM 销售。公司营销中心下设国内销售部、国际贸易部和市场推广部。国内销售部主要负责国内市场的开发、产品销售和售后服务；国际贸易部主要负责国际市场的开发、产品销售和售后服务；市场推广部主要负责国内外专业展会活动的组织、产品的线上推广及询盘转化等。公司建立了完善的国内外销售网络，公司采取“以销定产”的销售模式。营销中心获得客户订单后，生产部门根据订单组织生产。此外，公司也会对一部分热销产品保有一定的库存量，客户需要时可以立刻交货。

### 1.3 营收稳步增长，盈利能力快速提升

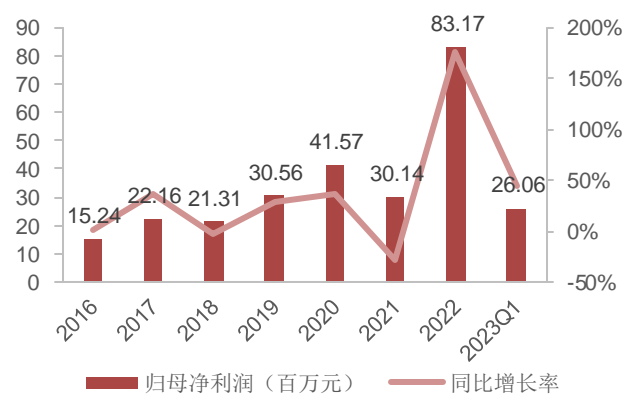
营业收入稳步增长，高毛利新品酸化压裂软管总成带动盈利水平快速提升。2016-2022年，公司营业收入由 1.6 亿元增长至 3.8 亿元，年化复合增长率达 14.8%；归母净利润由 1523.6 万元增长至 8316.5 万元，年化复合增长率为 32.7%。其中，2021 年，上游原辅材料价格大幅上涨对公司经营利润造成不利影响。2022 年，公司以酸化压裂软管总成（配套开采石油页岩油气所使用的压裂车等设备）为代表的高附加值工业管系列产品逐步被海内外市场认可，带动公司综合毛利率由 2021 年 25.8% 上升至 2022 年的 38.0%，同年获得上市补贴 800 万元，对公司净利润增长做出了突出贡献。未来，随着酸化压裂软管总成产品持续放量，公司经营业绩有望进一步提升。

图 3：营业总收入及增速



数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

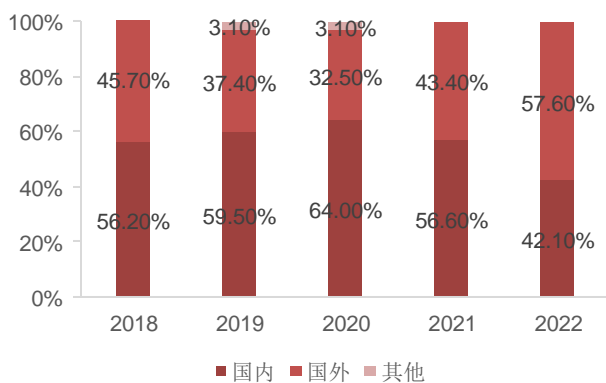
图 4：归母净利润及增速



数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

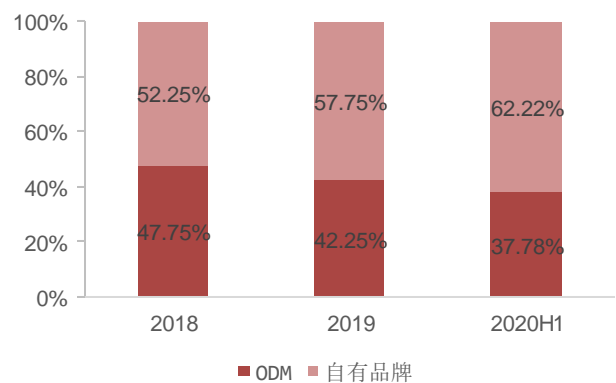
境内外销售双轮驱动，自有品牌为主要销售模式。近年来，公司高压、超高压系列产品质量赢得客户信赖，产品服务于更多的主机配套企业，境内销售收入的规模呈上升趋势。同时，公司酸化压裂软管总成等高附加值工业软管系列产品逐步被海内外市场认可，公司国外销售占比不断提升。2022 年，公司出口大幅增加，境外收入占比首次超过境内，达到 57.6%。销售模式来看，公司境内销售主要采用自有品牌销售模式，境外销售主要采用 ODM 销售模式。

图 5：公司主营业务收入按地区构成情况



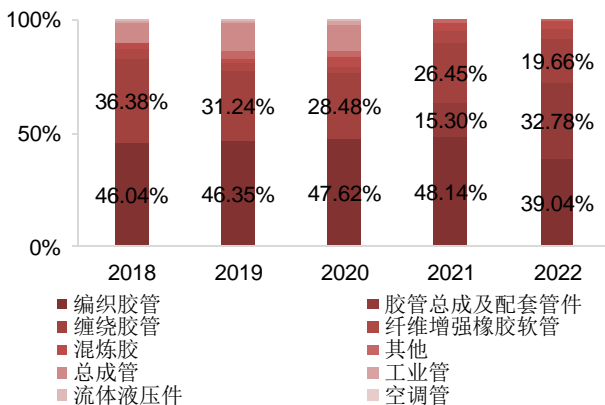
数据来源：公司公告，公司公开发行说明书，西南证券整理

图 6：公司主营业务收入按销售方式构成情况

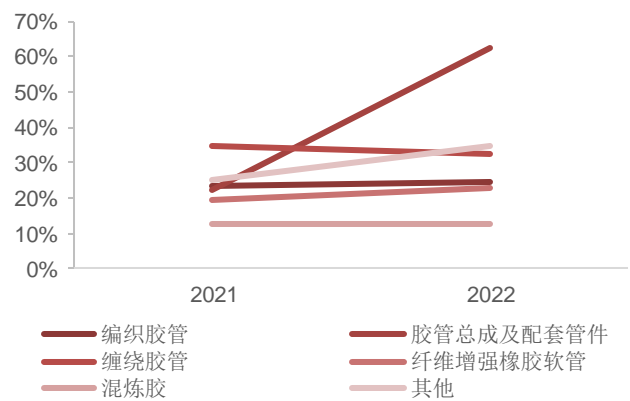


数据来源：公司公开发行说明书，西南证券整理

液压橡胶软管作为公司传统业务，是主要的收入及利润来源。公司液压橡胶软管（含编织软管和缠绕软管两大类）收入占比在 70% 以上，是公司收入的主要来源，液压橡胶软管主要用于工程机械、煤矿机械、建筑机械等设备。公司液压橡胶软管收入占比逐年下降，主要原因为液压橡胶软管是工业半成品，需要与软管接头组装后才能直接用于车辆或设备使用，为提升产品附加值，公司加大了设备投入，软管总成产品的销售和占比呈上升趋势。工业管为公司近年来研发的新产品，此类产品由于技术含量较高，对软管的脉冲次数、耐磨系数、压强系数等指标要求较高，多为跨国公司垄断，未来随着客户认可度的提升，工业管将成为公司重要的利润增长点之一。公司液压橡胶软管产品毛利率保持在 30% 左右，2022 年胶管总成及配套管件毛利率大幅提升至 62.7%。

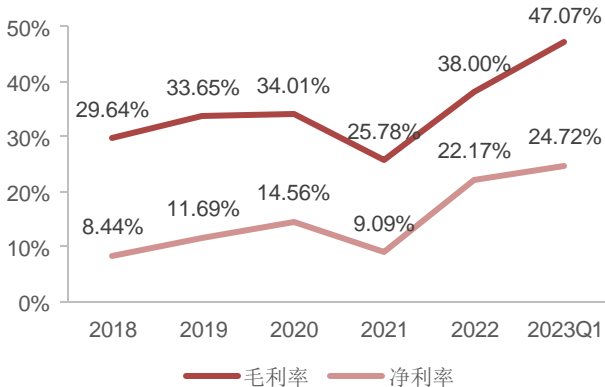
**图 7：公司分产品收入占比**


数据来源：公司公告，公司公开发行说明书，西南证券整理

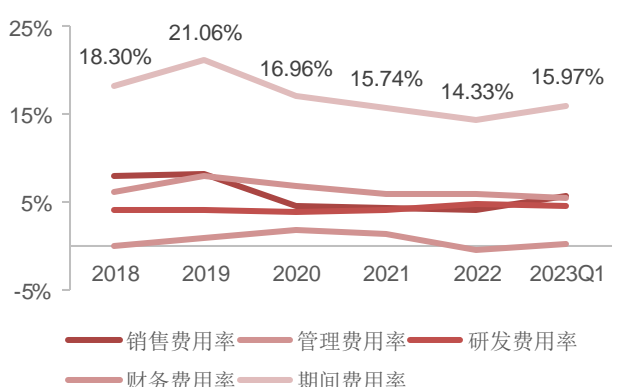
**图 8：公司分产品毛利率**


数据来源：公司公告，公司公开发行说明书，西南证券整理

**利润率稳步提升，费用率持续摊薄。**近年来，公司毛利率和净利率水平整体呈上涨趋势，主要是公司产品逐步被市场认可，销量增加所致。2022 年，公司毛利率为 38.0%，净利率为 22.2%，较上一年分别增长 12.2pp、13.1pp，盈利能力稳步提升；2023 年一季度，公司毛利率、净利率进一步提升至 47.1%、24.7%。伴随着规模扩张，公司期间费用率持续下降，2022 年降低至 14.3%；2023 年一季度，由于公司销售人工费用增加、加大市场开拓力度导致差旅费、广告费等相关费用增加使得销售费用率有所提升，整体期间费用率小幅上升至 16.0%。

**图 9：公司毛利率及净利率情况**


数据来源：公司公告，公司公开发行说明书，西南证券整理

**图 10：公司期间费用率情况**


数据来源：公司公告，公司公开发行说明书，西南证券整理



## 2 橡胶软管行业格局两极分化，国产厂商寻求出口突破

### 2.1 产业政策支持，橡胶软管行业不断发展

公司隶属于橡胶制造业子行业橡胶软管行业，我国橡胶软管行业起于 20 世纪 60 年代，随着我国液压工程机械、石油开采、煤矿开采、海油化工以及建筑业的快速发展，对橡胶软管的需求日益增加；同时随着我国橡胶软管工艺技术、高分子材料研究的不断进步和发展，使得我国橡胶软管行业获得了迅猛发展。近年来，各部门、协会陆续提出多方面的政策法规，促进橡胶行业健康发展。

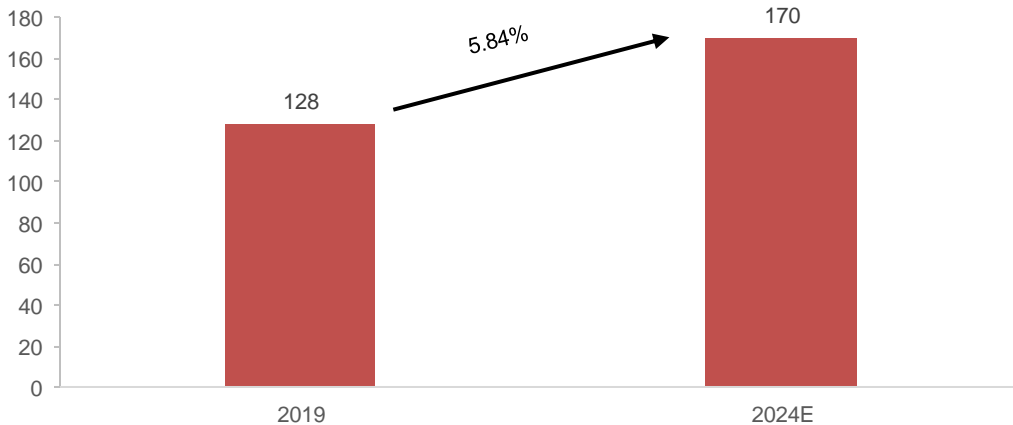
表 3：公司所属行业有关主要产业政策

时间	发布部门	政策和法规名称	主要内容
2020.11	中国橡胶工业协会	《橡胶行业“十四五”发展规划指导纲要》	指出我国橡胶工业“十四五”发展目标为：通过结构调整、科技创新、绿色发展。争取“十四五”末（2025 年）进入橡胶工业强国中级阶段。
2017.02	国家发展改革委、科技部、工信部、财政部等有关部门	《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录》（2016）	将“耐热、耐蚀、耐磨损功能橡胶，特种橡胶材料，氟橡胶、硅橡胶，热塑性弹性体、新型反式丁戊共聚橡胶等其他橡胶材料”等高品质合成橡胶及“高效密封剂、密封胶和胶带”等高性能密封材料列入战略性新兴产业重点产品和服务指导目录。
2016.12	工信部、发展改革委、科技部、财政部	《新材料产业发展指南》	特种合成橡胶作为先进化工材料是国家大力鼓励发展的先进基础材料，大力推进材料生产过程的智能化和绿色化改造，重点突破材料性能及成分控制、生产加工及应用等工艺技术，不断优化品种结构，提高质量稳定性和服役寿命，降低生产成本，提高先进基础材料国际竞争力。
2015.10	中国橡胶工业协会	《中国橡胶行业“十三五”发展规划指导纲要》	我国橡胶工业“十三五”发展目标是调整结构，用高新技术改造传统橡胶工业，提质增效，重点放在提高质量、自动化水平、信息化水平、生产效率、环境保护和经济效益方面。
2014.10	中国橡胶工业协会	《中国橡胶工业强国发展战略研究》	首次提出中国橡胶工业强国战略，提出我国争取“十三五”末（2020 年）进入橡胶工业强国初级阶段，“十四五”末（2025 年）进入橡胶工业强国中级阶段。今后 10 年橡胶工业总量仍要保持增长，销售额从 2013 年到 2020 年年增长 7%，达到 1.49 万亿元，2020-2025 年年增长 6%，2025 年达到 1.99 万亿元，继续稳固中国橡胶工业国际领先的规模影响力和出口份额。

数据来源：公司公开发行说明书，西南证券整理

### 2.2 全球工业软管市场规模将达 170 亿美元，我国是胶管产销大国

橡胶软管市场持续扩容，2024 年全球市场规模将达 170 亿美元。橡胶软管具备柔韧性好、密封性强、具有耐高压、耐高温等诸多优点，已广泛应用于国民经济各个行业。根据 Markets and Markets 市场调研，全球工业软管市场将从 2019 年的 128 亿美元增长至 2024 年的 170 亿美元，从 2019 年到 2024 年的年复合增长率为 5.8%。

**图 11：全球工业软管市场规模（亿美元）**


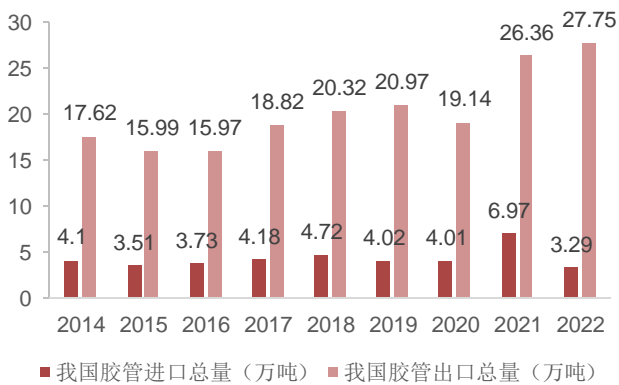
数据来源：公司公开发行说明书，西南证券整理

工业、农业的快速发展为我国橡胶软管行业提供了广阔的空间，胶管行业已成为我国橡胶工业的主要产业之一。与发达国家略显饱和的市场不同，国内汽车、机械、化工、钢铁、建筑、农业、石油等工业的蓬勃发展带来了胶管持续旺盛的需求。经多年发展，胶管行业已成为我国橡胶工业的主要产业之一，根据华经产业研究院数据，我国胶管产量逐年增加，2022 年达到 19.7 亿标米。目前，我国胶管生产企业众多，产品品种齐全，应用范围涉及汽车、机械、化工、钢铁、建筑、农业、石油等领域，性能基本满足国内各行业需求。其中，汽车用胶管向耐热、耐燃油、耐高压、渗透低等性能发展，开发重点主要集中在燃油胶管、空调胶管和增压器胶管方面；石油工业用胶管除了钻探胶管、振动胶管外，目前已向海上输油胶管发展；煤炭工业用胶管主要有液压支架胶管、煤层探水封孔器伸缩胶管等，各类胶管逐步实现了树脂化、编缠化、多功能以及结构上的突破，满足了国内配套单位的需要，对促进我国国民经济的发展及科技进步都起到了一定作用。

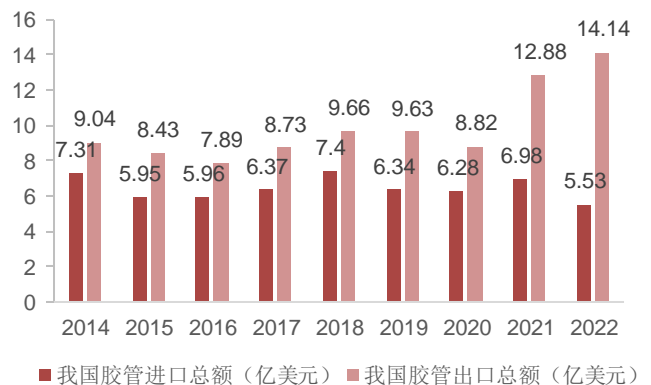
### 2.3 低端产品格局分散，高壁垒高端产品竞争相对缓和

橡胶软管行业竞争两极分化，高端产品竞争较为缓和。胶管产品种类繁多、需求多样的特征使得行业内的竞争存在两极分化的局面。**低端产品**由于性能要求较低，生产制造的技术难度不大，因此低端产品的生产存在投资小、见效快的特点，导致生产企业众多，产品品质良莠不齐，行业集中度较低。**中端产品**方面，国内本土品牌制造商各自制造的中端产品形成激烈竞争，由于部分客户对产品性能指标要求不高，中端产品还面临部分低端产品的价格竞争压力。**高端产品**的性能要求较高，技术难度较大，形成了较高的进入门槛，因此能够提供高端产品与服务的企业很少，国内本土品牌制造商与国际知名品牌制造商形成直接竞争，市场竞争激烈程度相对较低。在胶管需求量大幅增加的大背景下，胶管产品的市场供需存在结构性缺口，尤其在中高端市场，国内供给方提供中高端产品的能力较弱，使得开发该类产品具有很大的市场潜力。

**国内厂商转向中高端市场，寻求海外市场突破。**国内橡胶软管产品档次大多为中低端，少部分为中高端，单价低、利润低，技术水平和装备水平较差，而国外同类企业由于发展时间较长，产品品种齐全、性能优异、定位高端，单价高、利润高，技术水平和装备水平较高，形成了一定的垄断优势。目前，我国胶管生产企业大部分产品属于中低端产品，主要依靠价格竞争。近些年，以公司为代表国内少数厂家也开始主攻中高端市场，依照国际标准（ISO18752）和美标（SAE100J175）或者欧标（DIN）开发出了中高端产品，与国外厂商进行竞争，取得了较好的成绩。2022年，在我国经济增长乏力、胶管胶带市场需求萎缩的情况下，国内企业积极转向国际市场寻求新的突破，2022年度我国胶管出口量、出口额、出口均价稳步提升。根据中国海关总署的统计，2022年，我国胶管出口总量同比增长5.3%。

**图 12：我国胶管进出口总量（万吨）**


数据来源：中国海关总署，西南证券整理

**图 13：我国胶管进出口总额（亿美元）**


数据来源：中国海关总署，中橡协胶管胶带分会，西南证券整理

**液压胶管细分行业市场化程度较高，行业内企业众多且竞争激烈。**

**行业内公认的国际知名品牌制造企业**主要有意大利玛努利（Manuli）、美国派克（Parker）、美国盖茨（Gates）、德国康迪泰克（Continental）、意大利 IVG（IVG Golbachini S.P.A）等，跨国企业在包括液压胶管、工业管产品在内的橡胶制品行业具备雄厚的技术研发实力、多年积累的行业制造经验、品牌知名度及国内外优质客户群体，产品主要定位于中、高端客户市场。

**国内规模较大的本土品牌制造企业**除公司外，还有青岛橡六胶管有限公司、恒宇集团液压流体科技河北有限公司、河北中美特种橡胶有限公司、河南汇龙液压科技股份有限公司、河南亿博橡胶科技股份有限公司等中国橡胶协会胶管胶带分会评比出的行业排名十强企业或新三板挂牌的公众公司，此类企业通过打造自有品牌、提升技术装备水平、提高产品质量性能等方式提升企业核心竞争力，在通过激烈竞争获取国内市场份额的同时，依照胶管行业国际标准等诸多境外标准要求投入大量资源开发出应用于中、高端市场的各类液压橡胶软管产品，展开与国外品牌制造商的直接竞争，竞争领域不再局限于国内，通过参与国际分工在全球液压设备制造领域取得了一定市场份额。

**国内其他中、小胶管制造企业**则普遍存在规模较小、产品单一、技术水平落后等缺乏核心竞争能力的情况，该类企业主要通过低价策略分割市场份额，但收入规模有限，在未来客户产品需求提高、行业集中度加剧的趋势下，产品单一、人才和技术储备较少的行业内中、小企业面临较为严峻的竞争压力。

**表 4：公司与液压胶管细分行业内主要企业的比较情况**

	企业名称	市场地位	技术实力
国际知名 品牌制造 企业	派克 (Paker)	派克汉尼汾是美国财富 250 强企业，美国纽约证券交易所上市公司，是全球运动与控制领域的先行者。可生产从柔性非常好的中低压编织管到适用于高脉冲场合的缠绕管，再到适用于狭小空间并具有更长寿命的紧凑型软管和双联管，还有高温管、耐磨管等。	产品严格按照 ISO18752 规范要求进行设计、制造和试验，部分产品的性能超过了 ISO18752 规范要求。技术处于行业领先水平。
	盖茨 (Gates)	成立于 1911 年，是世界领先的高性能液压软管、接头和流体输送系统制造商。产品主要服务市场为工程机械和农业设备、能源勘探和采掘、交通运输、汽车制造等。主要客户包括卡特彼勒、三一集团、徐工集团、龙工集团等。	处于行业领先的技术水平。
	康迪泰克 (Continental)	康迪泰克为德国马牌集团下属公司，业务范围覆盖橡胶和塑料领域，是全球范围领先的非轮胎类橡胶产品生产商。	处于行业领先的技术水平。
	IVG (IVG Golbachini S.P.A)	1966 年创立于意大利帕多瓦，全球顶级工业胶管品牌之一，销售网络分布欧洲、美国、亚太等地区，主要产品为橡胶管、塑料和橡胶制品、机械配件、装饰和印刷制品等。在工业管领域拥有较高产品知名度，主要产品覆盖石油和天然气、食品和化工、农业、建筑等。	技术处于行业领先水平。
	玛努利 (Manuli)	制造液压软管及接头的世界领先者，拥有 60 多年的生产历史、超过 40 个产品系列，可为极端温度、高静压、采矿和钻探应用和应急液压系统等液压应用要求提供解决方案。Manuli 液压软管系列专用于多个行业领域的液压系统和设备，包括建筑、采矿、农业、钻井和林业等。	技术处于行业领先水平。
国内规模 较大的本 土品牌制 造企业	利通科技	拥有“大力神”、“超级大力神”、“帕克斯”等品牌，拥有较高知名度，被评为 2019-2020 年度胶管十强企业，液压胶管细分行业第 1 名	围绕主营业务拥有 16 项国家发明专利及多项实用新型专利，参与 4 项胶管行业国家标准的起草，拥有较强的技术实力
	恒宇集团液压流体科技河北有限公司	位处产业聚集地区河北景县，拥有“恒宇”等品牌，拥有较高知名度，被评为 2019-2020 年度胶管十强企业，液压胶管细分行业第 2 名	围绕主营业务拥有多项实用新型专利，拥有一定技术实力
	青岛橡六胶管有限公司	拥有“力孚”等自主品牌，企业及产品在行业内拥有较高知名度，被评为 2019-2020 年度胶管十强企业，液压胶管细分行业第 3 名	围绕主营业务拥有 5 项已授权国家发明专利及多项实用新型专利，拥有一定技术实力
	河北中美特种橡胶有限公司	位处产业聚集地区河北景县，拥有“中美”等品牌，拥有较高知名度，被评为 2019-2020 年度胶管十强企业，液压胶管细分行业第 4 名	拥有一定的技术实力
	河南汇龙液压科技股份有限公司	拥有汇龙(HUVLONE)、阿尔特(AESTR)等品牌，产品具有一定市场知名度，系新三板挂牌公众公司，被评为 2019-2020 年度胶管胶带行业最具成长性企业	围绕主营业务拥有已授权 3 项国家发明专利及多项实用新型专利，拥有一定技术实力
河南亿博橡胶科技股份有限公司	拥“YB 亿博”等品牌，产品具有一定市场知名度，系新三板挂牌公众公司，被评为 2019-2020 年度胶管胶带行业优秀中小企业	围绕主营业务拥有已授权 2 项国家发明专利及多项实用新型专利，拥有一定技术实力	

数据来源：相关企业官网，公司公开发行说明书，西南证券整理

### 3 传统业务液压胶管行业领先，新业务工业管放量在即

#### 3.1 传统液压软管业务性能优异，深入大客户供应体系

实现中高端产品液压软管技术突破，部分指标具备优势。根据液压软管产品的质量差异情况，目前液压软管行业主要以脉冲次数的高低来划分液压软管的高中低端。公司在跟踪国外先进产品的技术发展趋势的同时，通过不断加大研发投入实现了液压胶管高端产品的技术突破，从而带动自身中端液压橡胶软管产品的技术升级，工艺技术成熟，产品质量稳定，相对于行业内同类中端产品，公司产品在脉冲次数、工作压力、最小弯曲半径、使用寿命等指标方面具备优势。

公司部分高端液压橡胶软管性能技术指标优于国内同类产品，达到国际同类产品水平。公司“超级大力神”系列液压橡胶软管中“一层钢丝编织软管”产品工作压力为 20MPa，高于派克同类产品对应指标，最小弯曲半径为 80mm，优于玛努利同类产品 90mm；公司“二层钢丝编织软管”产品工作压力为 31MPa，高于派克同类产品对应指标；“四层钢丝编织软管”产品工作压力指标为 42MPa，高于派克同类产品对应指标。公司“超级大力神”系列液压橡胶软管的部分主要性能指标已经达到或超过国际知名品牌产品的同类指标，具备与国际知名品牌同类产品竞争的能力。

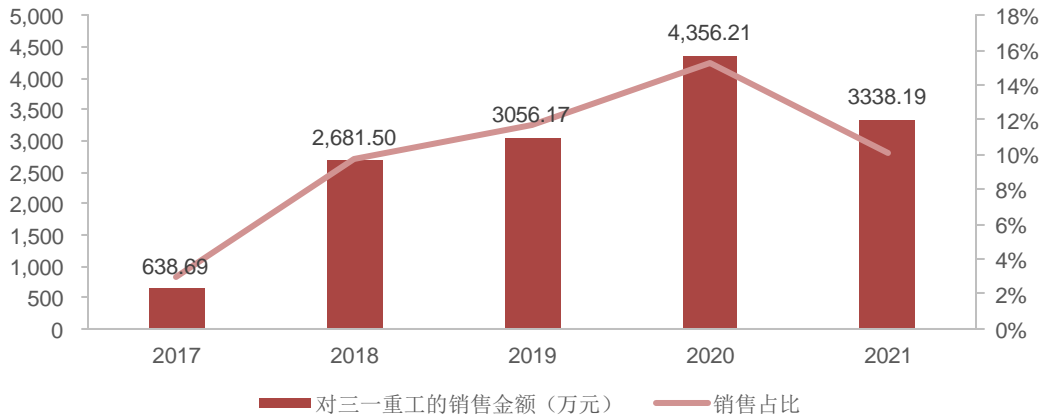
表 5：公司“超级大力神”系列液压橡胶软管的性能指标对比

液压软管类型	对比品牌	产品规格	脉冲次数 (万次)	工作压力 (MPa)	最小弯曲半径 (mm)
一层钢丝 编织软管	派克 (Paker)	187-8	-	7	65
	玛努利 (Manuli)	H01125012*	-	210	90
	利通科技超级大力神	SA699-1BC/CS	30	20	80
二层钢丝 编织软管	派克 (Paker)	387-8	-	21	90
	玛努利 (Manuli)	H01126012*	-	280	80
	利通科技超级大力神	SA699-2BC/CS	60	31	110
四层钢丝 缠绕软管	派克 (Paker)	722-8	-	28	90
	玛努利 (Manuli)	H10095012*	-	280	90
	利通科技超级大力神	SA599-4DC	100	42	140

数据来源：公司公开发行说明书，西南证券整理

对比国际知名企业具备明显的价格优势与服务优势，国产替代逻辑演绎。国际竞争对手产品普遍定价较高，公司产品价格相对低廉，能够在市场上形成价格优势。同时，在国内市场，公司相对国际竞争对手更加熟悉市场环境，公司对客户需求的反应速度和效率往往强于国际竞争对手。部分产品的综合性能优良，如公司自主研发的大力神、超级大力神 (SUPERARTERY) 系列胶管，已应用于三一重工、徐工集团等国际知名企业的工程机械产品上，逐步实现了部分高性能产品的进口替代。

对客户销售持续增长，不断开拓培育新客户。公司进入三一重工供应商体系并批量供应产品，经历了多个阶段和较长时间，双方自 2013 年形成合作关系，经历了初期的样品试产、小批量生产、逐渐规模化生产等多个阶段，随着双方合作程度的加深，公司对三一重工体系公司 (包括江西苏强格) 的销售规模逐步提升。公司与徐工集团正在复制与三一重工的合作模式，公司于 2019 年进入徐工集团供应商目录，2020 年开始小批量供货，双方合作仍处于磨合中。

**图 14：公司对大客户三一重工（含江西苏强格）的销售额**


数据来源：公司公告，公司公开发行说明书，西南证券整理

**与下游客户存在极为密切的生产联系，客户黏性强。**三一重工、宇通重工、郑煤机等行业内知名企业在选择公司作为其供应商时经过了严格、复杂和长期的认证过程，实地考察了公司的研发、品质、生产等各项体系，并通过打样、试产、检验等程序，然后以合格供应商的形式与公司开展合作，将公司纳入其供应链体系。公司作为的液压胶管产品供应商，与客户形成高度信任的稳定供应链关系，由于更换成本较高，客户轻易不会将存在稳定合作关系的供应商进行调整，公司与相关客户的黏性较强。随着双方合作时间延长、合作产品品类增多，双方的合作将不断深入，形成良性循环。另外，公司得到前述行业下游知名企业认可后，将会形成优势聚集和品牌宣传效应，从而吸引更多的知名客户。

**表 6：公司与知名客户合作方式、时间及重复率**

客户名称	合作期间	获取客户方式	合同续签率	对应的终端产品
三一重工	2013 年至今	展会	100%	泵车、起重机、压路机、港机
宇通重工	2016 年至今	客户转介绍	100%	装载机、推土机、旋挖钻、打桩机、环卫车辆
郑煤机	2013 年至今	招投标方式	100%	液压支架
徐工集团	2019 年至今	展会	100%	泵车、起重机、压路机、旋挖钻、消防车辆
双汇集团	2018 年至今	客户转介绍	100%	消毒设备、清洗设备
洛阳一拖	2013 年至今	展会	100%	拖拉机、柴油发动机
山河智能	2010 年至今	展会	100%	旋挖钻、打桩机、挖掘机

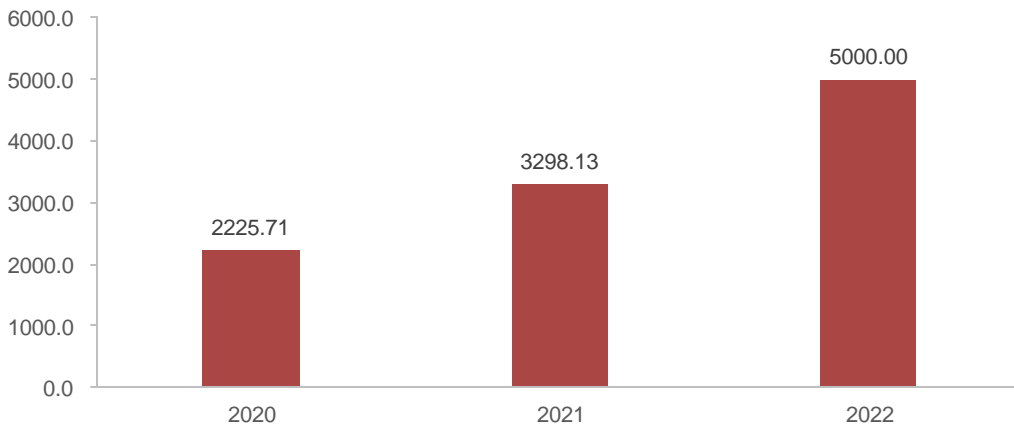
数据来源：公司公开发行说明书，西南证券整理

**“年产 4000 万米工业软管自动化制造项目”已投入生产运营，产能完全释放后将翻番。**公司 2021 年公开发行的募集资金用于建设“年产 4000 万米工业软管自动化制造项目”，其中包含 3000 万米液压胶管项目、1000 万米工业管项目及 3.5 万吨高分子材料中心。该项目于 2018 年 2 月开工，截至 2022 年底已投产产能约 2500 万米，公司整体产能较 2020 年翻番。根据公司目前整体产能情况，公司短期内将暂停该项目的大规模投资，后续是否继续投资剩余产能将视公司产能利用情况而定。

**表 7：公司募投项目“年产 4000 万米工业软管自动化制造项目”具体构成**

细分募投项目	产品类别	投产计划	
		年份	产能/生产线
3000 万米液压胶管项目	液压胶管	2021 年	4 条生产线，实现年产 1000 万米产能
		2022 年	8 条生产线，实现年产 2000 万米产能
1000 万米工业管项目	工业管	2021 年	6 条生产线，实现年产 500 万米产能
		2022 年	6 条生产线，实现年产 500 万米产能
3.5 万吨高分子材料中心	混炼胶 (为液压软管和工业管的配套生产材料)	2020 年	1 条年产 1 万吨生产线
		2021 年	1 条年产 1 万吨生产线
		2022 年	1 条年产 1.5 万吨生产线

数据来源：公司公开发行说明书，西南证券整理

**图 15：公司近年设计产能（万米/年）**


数据来源：公司公告，西南证券整理

### 3.2 大力开发工业管业务，高毛利酸化压裂管放量在即

近年发力工业管业务，部分产品具备与国际知名品牌竞争的能力。公司近年来通过不断的技术研发投入，全面掌握了工业管产品的生产技术，可实现石油钻采管、化工管、物料吸排管等工业管主要类型产品的生产，产品定位于高经济附加值的行业领域，如石油能源、医药食品、煤炭矿山等行业，公司石油钻采管等工业管产品性能不亚于国外同行同类型产品，能够对国外进口的同类型产品形成替代。

公司工业管产品的部分性能指标已经达到或超过国际知名工业管产品的性能指标。**“石油钻采软管”系列中**，公司“节流和压井软管”产品工作温度在“-55℃至+150℃”范围内，温度极限优于盖茨、康迪泰克同类产品；“防喷器 BOP 控制软管”产品工作温度在“-45℃至+100℃”，温度下限优于盖茨、康迪泰克同类产品；“旋转钻井和减震软管”产品工作压强达 7500PSI，高于盖茨、康迪泰克同类产品，工作温度在“-55℃至+150℃”，温度上下极限同样优于盖茨、康迪泰克、同类产品。**“化学管”产品系列中**，公司“LT407T 247PSI PTFE 化学品输送复合软管 (2”)”产品工作压强为 247PSI、最小弯曲半径为 150mm，两项指标均优于国际竞争对手同类型产品。

**表 8：公司工业管产品与其他品牌同类型产品比较**

主要工业管类别	产品及对比品牌		代表产品名称及型号	工作压力 (psi)	温度指标 (°C)	最小弯曲半径 (mm)
石油 钻采 软管	节流和压井 软管	盖茨 (Gates)	超级节流及压井管线 (2-1/2")	15000	-20 至+93	1524
		康迪泰克(Continental)	节流压机软管 (2")	15000	-18 至+130	1300
		利通科技	LT302 API 16C 系列-节流和压井软管 (2")	15000	-55 至+150	1400
	防喷器 BOP 控制软管	盖茨 (Gates)	防喷器 BOP 控制软管 (2")	5000	-40 至+100	635
		康迪泰克(Continental)	防喷器 BOP 控制软管 (2")	5000	-20 至+100	700
		利通科技	LT303 API 16D 系列-BOP 井控软管 (2")	5000	-45 至+100	800
	旋转钻井和 减震软管	盖茨 (Gates)	细孔旋转 Pow erbraid Plus	5000	-20 至+82	635
		康迪泰克(Continental)	旋转振动软管 (2")	5000	-40 至+82	700
		利通科技	LT301 API 7K 系列-旋转钻井和减震软管 (2")	7500	-55 至+150	900
物料 吸排管	混凝土输送 软管	盖茨 (Gates)	混凝土输送 (盖茨专利软管)	1233	-40 至+70	20
		康迪泰克(Continental)	混凝土及泥灰输送软管 PHX (2")	580	-20 至+70	500
		意大利 IVG	IVG 混泥土输送管 (2")	1200	-40 至+70	380
		利通科技	LT1306 UPE 超耐磨混凝土输送软管 (2")	1233	-29 至+80	-
	喷砂 胶管	盖茨 (Gates)	429W (喷砂管)	150	-40 至+66	208
		康迪泰克(Continental)	喷砂胶管 TRIX	174	-20 至+70	330
		意大利 IVG	IVG 喷砂管 (2")	150	-40 至+70	-
		利通科技	LT788 UEP 超耐磨喷砂软管系列 (2")	2900	-23 至+80	500
		盖茨 (Gates)	盖茨-酸化学软管 4697-0018 (2")	200	-40 至+100	229
化学管	意大利 IVG	化学溶剂拍吸管 c (2")	150	-40 至+100	245	
	利通科技	LT407T 247PSI PTFE 化学品输送复合软管 (2")	247	-30 至+115	150	

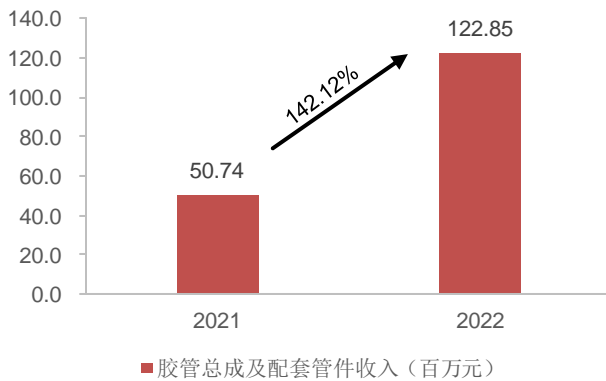
数据来源：公司公开发行说明书，西南证券整理

**新研发石油软管已通过多项认证，在海外市场具备较强竞争力。**公司新研发的石油软管产品通过了美国石油学会 API7K、API16C 的产品认证、船舶系列橡胶软管通过了美国船级社 ABS 认证，产品性能优良，以酸化压裂为代表的工业软管开始进入北美市场。酸化压裂软管主要用于页岩油气开采现场的压裂车与井口的连接，压裂车对水基、油基、酸基等压裂液进行增压并通过酸化压裂软管向井下输送，从而通过压裂工艺提高油气的产量。公司酸化压裂软管具有重量轻、超耐磨、耐腐蚀、耐高压四大特点，对比国外同类产品寿命延长一倍，重量减轻三分之一，具有较强的市场竞争力。

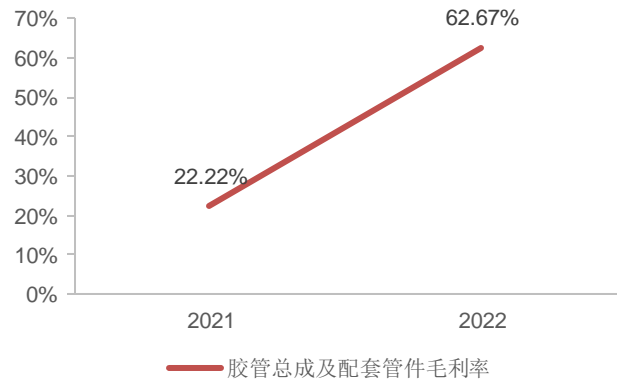
**国内压裂软管产品推进尚处早期，未来将逐步替代钢管。**目前，酸化压裂作业在国内使用钢管较多、软管较少，美国地区由于页岩油气开发技术处于世界领先地位，软管替代钢管进展相对较快。而国内由于页岩油气开采起步相对较晚，且在开采条件方面与美国也存在一定的差异，所以目前主要以钢管为主。与钢管(硬管)相比，软管更安全、高效、成本更低、使用寿命更长，伴随着我国大力发展页岩油气等非常规油气的开采，未来钢管替代率预计将达 80%-90%。目前公司已中标中石油西部钻探公司，产品已供应多个压裂车队。公司也正在积极与其他石油开采企业进行业务交流，逐步推动国内软管替代钢管。除公司外，国内仅有一家公司生产压裂软管，但公司产品在装配方式、成型工艺、耐介质技术等方面具有独特优势，区别于其他竞争对手。



高价值酸化压裂软管总成有望放量，带动公司盈利能力快速提升。2022年，公司胶管总成及配套管件实现收入1.2亿元，同比增长142.1%，其中酸化压裂软管总成实现收入近8000万。以酸化压裂软管总成为代表的高附加值产品销量增加带动公司胶管总成及配套管件毛利率由22.2%提升40.5pp至62.7%，对公司综合毛利率增长做出了突出贡献。根据公司公告，除前述募投项目“年产4000万米工业软管自动化制造项目”外，公司预计2023年7月再投入两条生产线，届时年产能换算成产值将达到5亿元。目前，酸化压裂软管售价处于稳中上升趋势，未来伴随公司酸化压裂软管进一步放量，公司盈利能力有望快速提升。

**图 16：公司胶管总成及配套管件收入**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 17：公司胶管总成及配套管件毛利率**


数据来源：公司公告，西南证券整理

### 3.3 自主创新构建竞争优势，主导参与多项行业国家标准起草

具备自主创新技术优势，主导或参与四项胶管行业国家标准。公司连续多年被中国橡胶工业协会胶管胶带分会评为中国胶管十强企业，位列国内液压胶管细分行业第一名，在国内外具有较强的综合竞争实力，在行业内具有较高的知名度。公司共主导或参与了四项胶管行业国家标准（GB/T5563-2013 橡胶和塑料软管及软管组合件静液压试验方法、GB/T18425-2014 蒸汽橡胶软管和软管组合件试验方法、GB/T5568-2013 橡胶或塑料软管及软管组合件无曲挠液压脉冲试验、GB/T10544-2013 橡胶软管及软管组合件油基或水基流体适用的钢丝缠绕增强外覆橡胶液压力型规范）的起草。

**表 9：公司主导或参与的四项胶管行业国家标准的起草情况**

国家标准名称	标准具体内容	公司负责的主要工作	其他参与方名称
橡胶和塑料软管及软管组合件静液压试验方法 (GB/T5563-2013)	本标准规定了橡胶和塑料软管及软管组合件静液压试验方法，包括尺寸稳定性的测量方法。	公司作为第一起草人主要负责该标准起草背景、国内外其他标准引用、相关实验方法可行性等方面的调研和论证，并主导标准全文的起草和评审工作。	第二起草人：广州明峻巴夫斯胶管有限公司 第三起草人：沈阳橡胶研究设计院
蒸汽橡胶软管和软管组合件试验方法 (GB/T18425-2014)	本标准规定了软管或软管组合件试样通入饱和蒸汽以模拟使用条件的四种试验方法：垂直台架法、水平台架法、垂直安装曲挠试验法、水平安装曲挠试验法。	公司作为第一起草人主要负责该标准起草背景、国内外其他标准引用、相关实验方法可行性等方面的调研和论证，并主导标准全文的起草和评审工作。	第二起草人：沈阳橡胶研究设计院

国家标准名称	标准具体内容	公司负责的主要工作	其他参与方名称
橡胶或塑料软管及软管组合件无曲挠液脉冲试验 (GB/T5568-2013)	本标准规定了橡胶或塑料液脉冲软管组合件在高压和低压下进行的无曲挠液脉冲试验。高压试验压力大于 3MPa, 低压试验压力在 1.5MPa 和 3MPa 之间。	公司作为该标准的第二起草人, 主要配合第一起草人进行标准起草背景、国内外其他标准引用、相关实验方法可行性等方面的调研和论证, 并对第一起草人起草的标准提出修改意见, 参与标准的评审。	第一起草人: 河北宇通特种胶管有限公司 第三起草人: 衡水市质量技术监督检验所 第四起草人: 青岛橡六胶管有限公司 第五起草人: 天津格特斯检测设备技术开发有限公司 第六起草单位: 沈阳橡胶研究设计院
橡胶软管及软管组合件油基或水基流体适用的钢丝缠绕增强外覆橡胶液压力型规范 (GB/T10544-2013)	本标准规定了公称内径为 6.3—51 的五种型别的钢丝缠绕增强液脉冲软管和软管组合件的要求。五种型别软管为: —4SP 型: 4 层钢丝缠绕的中压软管; —4SH 型: 4 层钢丝缠绕的高压软管; —R12 型: 4 层钢丝缠绕高温中压重型软管; —R13 型: 多层钢丝缠绕的高温高压重型软管; R15 型: 多层钢丝缠绕高温超高压重型软管。	公司作为该标准的第三起草人, 主要配合第一起草人进行标准起草背景、国内外其他标准引用、相关实验方法可行性等方面的调研和论证, 并对第一起草人起草的标准提出修改意见, 参与标准的评审。	第一起草人: 广州胶管厂有限公司 第二起草人: 河北宇通特种胶管有限公司 第四起草人: 沈阳赛亚橡胶制品有限公司 第五起草人: 河北欧亚特种胶管有限公司 第六起草人: 和峻 (广州) 胶管有限公司 第七起草人: 青岛橡六胶管有限公司 第八起草人: 平顶山市矿益胶管制品有限公司 第九起草人: 沈阳橡胶研究设计院

数据来源: 公司公开发行说明书, 西南证券整理

高度重视自主创新, 坚持“生产一代、研发一代、储备一代”的研发理念。公司建立了完善的技术创新组织体系, 设有省级高压橡胶软管工程技术研究中心, 拥有一支专业的技术开发团队, 为公司的生产经营和产品创新提供了强有力的技术支撑。公司研发中心获得了 CNAS 颁发的实验室认可证书。拥有多项国家发明专利和实用新型专利, 全面掌握了液压橡胶软管、工业橡胶软管的核心技术。

表 10: 公司研发项目情况

研发项目名称	项目目的	所处阶段 / 项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
氢能及燃料电池氢气加注软管及管路系统的研制	紧跟行业发展趋势, 对新产品进行研发。	实验	研制具有 -40°C 至 +65°C 工作温度范围、高清洁度和极低渗透速率的橡胶软管, 达到 103.5MPa 工作压力, 比氢燃料汽车标准设定的最高压力 70MPa 的安全值高出了 33.5MPa, 让氢燃料供应更安全、更高效。	丰富公司产品储备, 提高公司综合技术研发能力和应对行业和市场变化能力。
耐苛刻环境“等寿命”液压力管路系统的研制	提高液压力管产品性能。	完成	提高产品使用寿命, 可实现与配套主机等寿命 (使用寿命 ≥ 10 年)。	提升公司产品使用寿命, 增强产品市场竞争力。
TPV 新材料在软管中的应用研究	不断优化公司原材料。	实验	开发一种耐高温 150°C 以上的 TPV (动态硫化热塑性弹性体) 材料, 同时具有耐非极性热油性能, 研究橡塑复合新材料在橡胶软管中的应用, 替代进口 HNBR (氢化丁腈橡胶)。	有利于增强公司综合技术研发实力和市场竞争能力。
超柔系列液压力管路的研制	提升公司产品性能	完成	各项性能符合 ISO18752-DC 标准、EN857-3SC 各项性能指标, 脉冲次数 ≥ 100 万次。	有利于增强公司产品市场竞争力
汽车空气弹簧的研制	结合公司混炼胶优势, 拓宽公司产品类型。	实验	产品研制成功后具有 23.2MPa (≥ 15MPa) 拉伸强度。	丰富公司产品结构, 提升公司综合竞争力。

研发项目名称	项目目的	所处阶段 /项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
蠕动泵软管的研制	丰富公司产品类型。	暂停	软管径向受压后能迅速恢复形状；达到吸附性低、耐高温好、不易老化、不易溶胀、抗腐蚀等特点。	项目暂停，对公司未来发展暂无实质性影响。
汽车空气悬挂系统的研究与开发	结合公司混炼胶优势，拓宽公司产品类型。	暂停	开发出具有优良铸造性，优异的耐磨、减震、拉伸强度、塑性、韧性等性能的悬挂系统，从而起到减震的效果，提高车身的稳定性和舒适性。	项目暂停，对公司未来发展暂无实质性影响。
桥梁减隔震支座的研究与开发	结合公司混炼胶优势，拓宽公司产品类型。	暂停	实现阻尼比 8%-20%范围内的配方稳定，性能达标，满足国家标准要求；将当前隔震橡胶支座常用的 10MPa 左右的设计面压提升到 25MPa 以上。	项目暂停，对公司未来发展暂无实质性影响。

数据来源：公司公告，西南证券整理

**拥有行业先进的生产设备，构筑设备壁垒。** 公司为保障产品质量和生产效率，装备了世界或国内先进的软管制造设备。公司目前拥有几十台高速编织机，主要为德国迈尔编织机、意大利 OMA 编织机等；拥有多条高速缠绕软管生产线，主要设备为意大利 VP 大口径缠绕机和 OMA 缠绕机等；拥有意大利 VP 大口径 80 米工业管成型机、芬兰芬宝 12 寸 1500 吨大型软管总成扣压机等。公司拥有 3 条国内先进的自动化混炼胶生产线，采用青岛软控的上辅机系统和益阳橡塑的密炼机，可实现全自动配料、中央控制密炼全过程，极大提升混炼胶产品质量稳定性。

**拥有完善、先进的检测手段和产品性能测试设备。** 公司拥有物理性能实验室、脉冲实验室、化学分析实验室、爆破实验室、耐火实验室、流体连接件实验室、橡胶老化实验室、骨架材料实验室等八个主要实验室，配备 BIMAL 高压脉冲试验台、门尼粘度仪、流变仪、万能拉力机、高低温试验箱、耐火试验机、碳硫分析仪、耐臭氧、紫外线测试仪、超高压爆破试验台等先进的检测及试验设备。公司技术中心具备了对产品进行从原材料、半成品到成品的全方位检测能力，为产品制造和新技术的成果转化提供了可靠保障。

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

#### 关键假设：

**假设 1：液压软管业务。** 公司与下游老客户合作不断深入，新客户对公司认证过程的不断推进，叠加公司产能大幅释放。我们预计 2023-2025 年，公司编织胶管产量为 1500/1600/1650 万米，销售单价保持稳定；缠绕胶管产量为 200/215/225 万米，销售单价保持稳定。

**假设 2：胶管总成业务。** 随着公司以酸化压裂为代表的工业软管逐渐进入海外市场，同时我国大力发展页岩油气等非常规油气的开采，软管产品逐步替代钢管，叠加公司酸化压裂软管新产线投产在即，胶管总成业务有望快速放量。公司胶管总成业务涵盖了工业管总成与液压胶管总成产品，两者单价差异较大，且规格众多，难以简单按量价拆分。我们预计 2023-2025 年，公司胶管总成及配套管件产量增速约为 65%/20%/10%，随着高毛利产品占比提升，胶管总成及配套管件毛利率为 66%/67%/68%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入及成本如下表：

**表 11：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
编织胶管	收入	146.3	161.0	170.6	177.5
	增速	-8.3%	10.0%	6.0%	4.0%
	成本	110.7	122.3	129.7	134.9
	毛利率	24.4%	24.0%	24.0%	24.0%
胶管总成及配套管件	收入	122.9	202.7	243.2	267.6
	增速	142.1%	65.0%	20.0%	10.0%
	成本	45.9	68.9	80.3	85.6
	毛利率	62.7%	66.0%	67.0%	68.0%
缠绕胶管	收入	73.7	81.1	85.9	89.4
	增速	-16.0%	10.0%	6.0%	4.0%
	成本	49.8	52.7	55.9	58.1
	毛利率	32.4%	35.0%	35.0%	35.0%
纤维增强橡胶软管	收入	16.3	17.1	17.8	18.4
	增速	-1.1%	5.0%	4.0%	3.0%
	成本	12.6	13.4	13.9	14.3
	毛利率	22.9%	22.0%	22.0%	22.0%
混炼胶	收入	14.6	15.3	15.9	16.4
	增速	13.6%	5.0%	4.0%	3.0%
	成本	12.8	13.5	14.0	14.4
	毛利率	12.4%	12.0%	12.0%	12.0%
其他	收入	1.0	1.1	1.1	1.2
	增速	-75.1%	5.0%	4.0%	3.0%
	成本	0.7	0.8	0.8	0.8
	毛利率	34.6%	30.0%	30.0%	30.0%
合计	收入	374.8	478.3	534.7	570.3
	增速	13.0%	27.6%	11.8%	6.7%
	成本	232.4	271.5	294.5	308.1
	毛利率	38.0%	43.2%	44.9%	46.0%

数据来源：Wind, 西南证券

## 4.2 相对估值

我们选取了同行业主板上市公司伟星新材、公元股份作为可比公司，伟星新材主要从事各类中高档新型塑料管道的制造与销售，公元股份主要从事塑料管道业务。从 PE 的角度看，23-25 年，两家公司平均估值为 17/14/12 倍。预计公司 23-25 年营业收入分别为 4.8/5.3/5.7 亿元，CAGR 为 15.0%；预计公司 23-25 年归母净利润分别为 1.2/1.4/1.6 亿元，CAGR 为 25.1%，对应 PE 为 9/8/7 倍。考虑到 2024 年同行业平均估值为 14 倍，公司作为国内胶管

行业领先企业，液压胶管业务保持稳中有升，以酸化压裂软管等高价值产品放量，带动盈利能力快速提升，同时募投项目产能释放，有望推动公司业绩高增。考虑到不同市场间的流动性差异，我们给予公司 2024 年 10 倍 PE，对应目标价为 13.70 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 12：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值	股价	EPS (元)				PE (倍)			
		(亿元)	(元)	22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
002372.SZ	伟星新材	312.37	19.62	0.81	0.99	1.16	1.32	26.19	19.73	16.94	14.82
002641.SZ	公元股份	70.43	5.73	0.07	0.41	0.51	0.61	66.79	13.96	11.32	9.46
平均值								46.49	16.85	14.13	12.14
832225.BJ	利通科技	11.04	10.44	0.79	1.14	1.37	1.54	13	9	8	7

数据来源：Wind, 西南证券整理 (数据截至 2023 年 7 月 7 日)

## 5 风险提示

**市场竞争的风险。**如果公司不能在技术水平、产品质量、市场开拓等方面持续提升，将导致公司在细分市场竞争加剧时处于不利地位，则可能对公司未来业绩产生不利影响。

**行业政策波动风险。**若国家对橡胶制品行业的扶持政策未来发生不利变化，可能对公司的经营产生不利影响。

**原材料供应风险。**如果原材料市场供应情况和价格出现大幅波动，以及供货渠道发生重大变化，可能会对公司经营业绩产生不利影响。

**工业管产品市场开拓风险。**在工业管产品市场开拓过程中，若公司工业管产品未能得到客户的充分认可或未能及时进入下游客户的供应商体系或进入时间较长，则可能对工业管产品的市场开拓带来不利影响，进而影响公司的经营业绩。

**经营业绩下滑的风险。**公司经营业绩与下游市场景气度密切相关，若下游市场客户需求显著下降，公司未能通过开发新产品来拓展业务，将对公司的经营状况、营业收入及营业利润产生重大影响，可能存在经营业绩下滑的风险。

**汇率变动风险。**若未来人民币对美元、欧元等其他外币的汇率在短期内发生较大波动，将对公司的经营业绩产生一定的影响。

**产能不及预期风险。**若产能建设项目无法顺利落地或无法达到预期效益，将会对公司整体的生产经营业绩和盈利水平产生负面影响。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	374.82	478.27	534.68	570.31	净利润	83.09	120.63	144.93	162.95
营业成本	232.39	271.55	294.50	308.14	折旧与摊销	30.89	28.86	29.63	29.77
营业税金及附加	2.02	3.21	3.44	3.62	财务费用	-1.31	0.66	0.24	-0.66
销售费用	15.04	19.91	22.06	23.49	资产减值损失	-3.59	-5.00	-5.00	-5.00
管理费用	22.49	50.22	53.47	54.18	经营营运资本变动	16.50	-78.94	-11.52	-10.51
财务费用	-1.31	0.66	0.24	-0.66	其他	-20.23	5.37	3.74	5.57
资产减值损失	-3.59	-5.00	-5.00	-5.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>105.35</b>	<b>71.58</b>	<b>162.02</b>	<b>182.12</b>
投资收益	0.02	0.00	0.00	0.00	资本支出	-8.86	-7.00	-2.00	-2.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-21.49	-2.00	-2.00	-2.00
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>-30.36</b>	<b>-9.00</b>	<b>-4.00</b>	<b>-4.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>95.52</b>	<b>137.72</b>	<b>165.97</b>	<b>186.54</b>	短期借款	-10.03	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.38	0.52	0.51	0.49	长期借款	-11.02	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>95.89</b>	<b>138.24</b>	<b>166.49</b>	<b>187.04</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	12.80	17.62	21.55	24.09	支付股利	-4.07	-16.63	-24.13	-28.99
净利润	83.09	120.63	144.93	162.95	其他	-4.59	-1.03	-0.24	0.66
少数股东损益	-0.08	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-29.71</b>	<b>-17.67</b>	<b>-24.36</b>	<b>-28.32</b>
归属母公司股东净利润	83.17	120.63	144.93	162.95	<b>现金流量净额</b>	<b>45.81</b>	<b>44.91</b>	<b>133.65</b>	<b>149.79</b>
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	101.05	145.97	279.62	429.41	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	118.27	152.84	170.07	181.33	销售收入增长率	13.05%	27.60%	11.79%	6.66%
存货	123.78	144.82	158.57	165.44	营业利润增长率	186.91%	44.19%	20.51%	12.40%
其他流动资产	5.66	9.87	9.67	10.80	净利润增长率	175.66%	45.18%	20.15%	12.43%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	92.58%	33.69%	17.10%	10.11%
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	266.15	245.46	218.99	192.38	毛利率	38.00%	43.22%	44.92%	45.97%
无形资产和开发支出	36.37	35.27	34.17	33.07	三费率	9.66%	14.80%	14.17%	13.50%
其他非流动资产	20.06	22.00	23.94	25.88	净利率	22.17%	25.22%	27.11%	28.57%
<b>资产总计</b>	<b>671.34</b>	<b>756.22</b>	<b>895.03</b>	<b>1038.30</b>	ROE	17.31%	20.67%	20.57%	19.43%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	12.38%	15.95%	16.19%	15.69%
应付和预收款项	108.95	113.65	127.72	134.54	ROIC	17.36%	23.36%	25.75%	28.95%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	33.38%	34.97%	36.63%	37.81%
其他负债	82.30	58.85	62.78	65.27	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>191.25</b>	<b>172.49</b>	<b>190.50</b>	<b>199.81</b>	总资产周转率	0.60	0.67	0.65	0.59
股本	105.77	105.77	105.77	105.77	固定资产周转率	1.73	2.03	2.44	2.96
资本公积	105.97	105.97	105.97	105.97	应收账款周转率	5.44	5.88	5.50	5.39
留存收益	266.07	370.07	490.87	624.84	存货周转率	1.91	1.98	1.91	1.88
归属母公司股东权益	478.16	581.80	702.61	836.57	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	79.97%	—	—	—
少数股东权益	1.92	1.92	1.92	1.92	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>480.09</b>	<b>583.73</b>	<b>704.53</b>	<b>838.50</b>	资产负债率	28.49%	22.81%	21.28%	19.24%
负债和股东权益合计	671.34	756.22	895.03	1038.30	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.06	3.01	3.66	4.42
					速动比率	1.33	2.05	2.72	3.49
					股利支付率	4.89%	13.79%	16.65%	17.79%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	125.10	167.24	195.84	215.65	每股收益	0.79	1.14	1.37	1.54
PE	13.28	9.15	7.62	6.78	每股净资产	4.52	5.50	6.64	7.91
PB	2.31	1.90	1.57	1.32	每股经营现金	1.00	0.68	1.53	1.72
PS	2.95	2.31	2.07	1.94	每股股利	0.04	0.16	0.23	0.27
EV/EBITDA	7.87	5.61	4.10	3.02					
股息率	0.37%	1.51%	2.18%	2.63%					

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。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 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：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 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
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@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	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@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
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	徐铭婉	销售经理	15204539291	15204539291	xumw@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn



**西南证券机构销售团队**

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
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
	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
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn