



## 压裂供水软管小巨人，中东市场打开盈利空间

### 投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 中东地区将成为页岩气压裂供水新的增量市场。Jafurah 页岩气田天然气储量超过 16.6 万亿立方米，整个生命周期总投资将超过 1100 亿美元；2) 公司所有产品爆破压力参数值均高于竞争对手的平均值，且普通轻型输送软管类产品在轻量化上更具优势。凭借性价比优势和服务优势，公司正逐步扩大国际市场份额；3) 公司上市募集资金净额 2.7 亿元，前瞻性布局地理管网领域，丰富产品结构，培育利润新增长点。
- 公司和沙特阿美建立良好合作关系，中东市场业务增长可期。** 近年来，随着非常规天然气田 Jafurah 开发，中东地区有望成为页岩气压裂供水新的增量市场。公司凭借性价比优势和服务优势，已经与沙特阿美建立了稳定且可持续的合作关系。此外，Pureline Treatment Systems, LLC 沙特分公司也从公司采购产品用于中东 Jafurah 气田开发，因此公司在中东市场开拓上已有一定成果。基于行业的市场壁垒，公司在中东市场的业务增长可期。
- 公司始终致力于提升技术研发能力、提高产品性能。** 所有产品爆破压力参数值均高于竞争对手的平均值，且普通轻型输送软管类产品在轻量化上更具优势。具体来说，公司 150mm TPU 软管的爆破压力是竞争对手平均值的 1.6 倍，150mm TPU 软管的工作压力是竞争对手的 1.4 倍。
- 募投布局地理管网领域，培育利润新增长点。** 公司募投量产开拓 F-RTP 应用领域，将成为公司软管主营业务的重要补充。其可丰富公司产品结构，拓展公司业务收入来源，满足客户多元需求，增强客户粘性。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.2/1.6/2.1 亿元，CAGR 为 31.8%，对应 PE 为 12/9/7 倍。2024 年可比公司平均估值为 15 倍，随着天然气田 Jafurah 开发带来巨大增量市场，叠加公司募投项目柔性增强热塑性复合管、钢衬改性聚氨酯耐磨管产能逐步释放，公司业绩将步入高速增长期。考虑到不同市场间的流动性差异，我们给予公司 2024 年 11 倍 PE，对应目标价为 17.49 元，首次覆盖，给予“持有”评级。
- 风险提示:** 自主研发能力不及预期的风险，原材料价格变动的风险、下游行业需求波动的风险、募投项目建成及达产进度或不及预期的风险等。

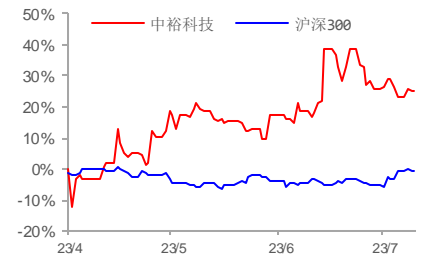
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	606.74	790.20	1034.25	1374.31
增长率	68.68%	30.24%	30.88%	32.88%
归属母公司净利润(百万元)	92.21	124.74	159.83	210.81
增长率	79.29%	35.29%	28.13%	31.90%
每股收益 EPS(元)	0.92	1.24	1.59	2.10
净资产收益率 ROE	26.38%	17.78%	19.90%	22.39%
PE	16	12	9	7
PB	4.32	2.15	1.87	1.60

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(万股)	10048
流通 A 股(万股)	2031
总市值(亿元)	14.97
总资产(亿元)	6.48
每股净资产(元)	6.41

### 相关研究

## 目 录

<b>1 高分子材料软管小巨人，深耕行业二十余载</b> .....	<b>1</b>
1.1 股权结构集中稳定，研发团队经验丰富.....	2
1.2 产品矩阵丰富，建立多层次业务格局.....	3
1.3 营收规模稳中有涨，盈利能力持续提升.....	5
<b>2 国际国内下游需求同增长，推动行业快速发展</b> .....	<b>10</b>
2.1 宏观经济复苏拉动下游领域需求，橡胶行业复苏可期.....	10
2.2 中东与国内双双发力，为页岩油气压裂供水软管市场注入新活力.....	12
2.3 海外企业占据高端产品市场，中低端产品市场竞争激烈.....	14
<b>3 客源丰富销售渠道成熟，募投布局地埋管网领域</b> .....	<b>17</b>
3.1 国内外市场齐发展，市场壁垒保驾护航.....	17
3.2 持续追求技术创新，以期保持优势地位.....	19
3.3 募投布局地埋管网领域，丰富产品结构增强市场竞争力.....	22
<b>4 盈利预测与估值</b> .....	<b>24</b>
4.1 盈利预测.....	24
4.2 相对估值.....	25
<b>5 风险提示</b> .....	<b>26</b>

## 图 目 录

图 1: 公司股权结构 (截止 2023 年 8 月 1 日)	2
图 2: 公司营收规模稳中有涨	6
图 3: 公司归母净利润快速提高	6
图 4: 公司主营业务收入按销售产品类型构成情况	6
图 5: 公司按产品分主营业务收入增速	6
图 6: 公司主要产品产能利用率	7
图 7: 公司主要产品价格	7
图 8: 公司分地区业务收入	7
图 9: 公司分季度业务收入	7
图 10: 公司分销售模式收入	8
图 11: 公司分销售模式毛利率	8
图 12: 毛利率及净利率	8
图 13: 公司与可比公司毛利率	8
图 14: 公司分产品毛利率	9
图 15: 公司分销售地区毛利率	9
图 16: 公司销售费用率同行对比	9
图 17: 公司管理费用率同行对比	10
图 18: 公司财务费用率同行对比	10
图 19: 公司行业上下游	10
图 20: 中国橡胶管产量及增速	11
图 21: 中国橡胶管进出口数量统计	12
图 22: 中国橡胶管进出口金额统计	12
图 23: 页岩油和其他类型的油气资源	12
图 24: 全球已探明的页岩油气资源	12
图 25: 页岩油开采关键技术环节	13
图 26: 直井、水平井、水平井分段压裂泄流情况对比	13
图 27: 页岩油气井远距离供水实景图	13
图 28: 将水力压裂后的废液输送至污水处理厂实景图	13
图 29: WTI 原油期货结算价 (美元/桶)	18
图 30: 境外收入中耐高压大流量输送软管占比大且逐年上升	18
图 31: 耐高压大流量输送软管中不同档次的产品收入占比	19
图 32: 普通轻型输送软管中不同档次的产品收入占比	19
图 33: 公司研发费用率同行对比	20
图 34: 2022 年公司研发费用拆解	20

## 表 目 录

表 1: 公司业务发展.....	1
表 2: 公司核心技术人员的重要科研成果.....	3
表 3: 公司产品主要特点.....	4
表 4: 公司主要产品介绍.....	4
表 5: 不同类型软管材质及主要应用.....	11
表 6: 页岩油气压裂供水软管行业中公司的竞争对手.....	15
表 7: 消防水带行业中公司的竞争对手.....	16
表 8: 工业软管行业中公司的竞争对手.....	17
表 9: 公司对阿美远东的具体销售情况.....	18
表 10: 公司与部分客户合作年限.....	19
表 11: 公司核心技术.....	21
表 12: 公司耐高压大流量输送软管类产品与竞争对手关键性能指标.....	22
表 13: 公司普通轻型输送软管类产品与竞争对手关键性能指标.....	22
表 14: 募投项目与金额.....	22
表 15: 柔性热塑性复合管量产项目具备的专业技术.....	23
表 16: 柔性增强热塑性复合管量产项目具体产品方案及设计产能.....	23
表 17: 钢衬改性聚氨酯耐磨管量产项目具体产品方案及设计产能.....	24
表 18: 分业务收入及毛利率.....	25
表 19: 可比公司估值.....	26
附表: 财务预测与估值.....	28

# 1 高分子材料软管小巨人，深耕行业二十余载

公司专注于流体传输高分子材料软管的研发、生产和销售，为流体输送提供耐高压、抗磨损、长距离的专业化解决方案和定制化服务。公司的主要产品包括耐高压大流量输送软管、普通轻型输送软管两大系列。产品以境外销售为主，客户分布于欧美、中东、南美等多个国家和地区，同时为国内应急救援、市政消防部门以及中石化、冀中能源、浩淼科技等知名企业提供相应配套产品。公司产品广泛应用于页岩油气开采、矿井排水、市政消防、应急救援、农业灌溉等领域，能够满足不同场景下客户的作业环境要求。公司是高新技术企业，同时也被评为国家级专精特新“小巨人”企业。

表 1：公司业务发展

时间	所处阶段	主要事件
2000-2005 年	矢志创业	2000 年，姜堰市中裕消防器材有限公司正式成立； 2003 年，取得消防水带 3C 认证和自营进出口经营权； 2003 年，开始进入欧美消防水带市场。
2006-2010 年	标准规范	2006 年，率先入驻姜堰省级经济开发区； 2007 年，新厂区正式落成，顺利投产，产能显著提升； 2007 年，消防水带产品顺利取得美国、欧盟等权威认证； 2010 年，耐高压、超耐磨 TPU/EPDM 复合消防水带获评江苏省高新技术产品。
2011-2015 年	转型升级	2011 年-2012 年，自主研发一次成型大口径复合软管，正式进入美国页岩油气开采领域； 2014 年，成立美国公司，设立成品仓库，为深度开拓欧美市场奠定基础； 2014 年，获评为江苏省民营科技企业； 2014-2015 年，两项新产品获评江苏省高新技术产品； 2015 年，参加公安部远程供水系统大型招标，喜中头标； 2015 年，获批江苏省企业研究生工作站。
2016-2020 年	提质增效	2016 年，承办《器材消防车》、《化学救援消防车》国家标准工作会议； 2017 年，导入阿米巴管理模式，经营管理再上新台阶； 2017 年，获批国家高新技术企业； 2017 年，全国中小企业股份转让系统成功挂牌； 2018 年，黄裕中董事长荣获“江苏省科技企业家”荣誉称号； 2018 年，两项新产品通过江苏省工信厅新产品新技术鉴定验收； 2019 年，获批江苏省战略性新兴产业标准化试点项目； 2019 年，全面导入卓越绩效管理，助推管理迈进新阶段； 2019 年，创建江苏省高分子复合软管工程技术研究中心； 2020 年，参与 ISO 国际标准起草，牵头起草行业标准； 2020 年，获批全国模范职工之家、江苏省小巨人企业（制造类）、江苏省绿色工厂、江苏省认定企业技术中心、江苏省博士后创新实践基地、江苏省双创人才计划项目、江苏省重点培育和发展的国际知名品牌。
2021-2023 年	裂变发展	2021 年，获批国家科技部高端外国专家引进项目、江苏省重点研发计划（产业前瞻与关键核心技术）项目； 2021 年，通过 API（美国石油学会）认证，为参与全球油气领域竞争奠定坚实的基础； 2021 年，获聘为中国消防协会消防车泵装备行业分会会员单位、江苏省消防协会常务理事单位； 2021 年，黄裕中董事长被中共泰州市委、泰州市人民政府表彰为“2020 年度泰州市创新创业优秀人才”； 2021 年，紧急驰援新疆某煤矿，获得国家安全生产应急救援中心书面感谢；

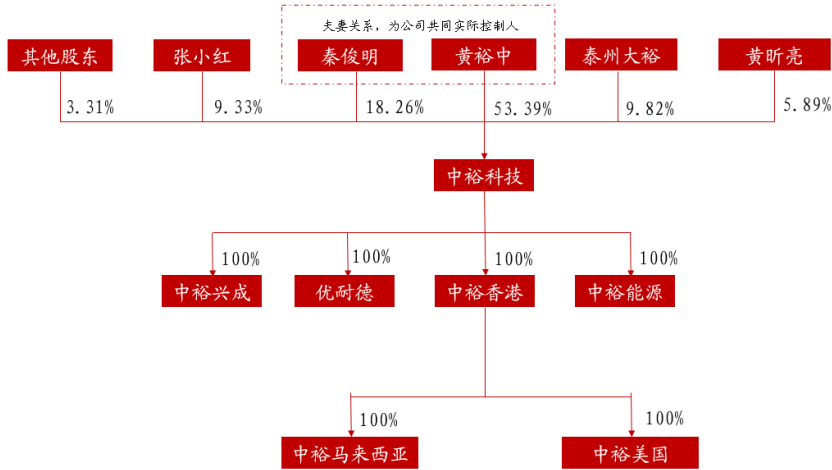
时间	所处阶段	主要事件
		2022 年, 获批国家专精特新“小巨人”企业;
		2022 年, 获批国家知识产权优势企业;
		2022 年, 公司检测中心通过中国合格评定国家认可委员会认可 (CNAS);
		2022 年, “基于多重增强机制的聚氨酯基多功能复合软管”技术, 获评“中国好技术”称号;
		2022 年, 获评第十二届中国消防协会科学技术创新奖三等奖;
		2022 年, 获评江苏省质量信用 AAA 级企业;
		2022 年, 公司被泰州市政府评选为祥泰工业企业;
		2022 年, 全资子公司安徽优耐德公司试产成功;
		2023 年, 获评为国家绿色工厂;
		2023 年, 向不特定合格投资者公开发行股票并在北京证券交易所上市。

数据来源: 公司官网, 西南证券整理

## 1.1 股权结构集中稳定, 研发团队经验丰富

公司控股股东为黄裕中, 其与妻子为公司共同实控人。截至 2023 年 7 月 14 日, 黄裕中持有 40.6% 的公司股份, 其妻子秦俊明持有 13.9% 的公司股份。此外, 基于与其控制的泰州大裕一致行动关系, 夫妇两人共计控制公司 61.6% 的股份; 现任董事、副总经理张小红持有公司 7.1% 的股份; 黄裕中夫妇的儿子黄昕亮持有公司 4.5% 的股份。

图 1: 公司股权结构 (截止 2023 年 8 月 1 日)



数据来源: 公司招股说明书, 公司公告, 天眼查, 西南证券整理

**研发团队经验丰富, 研发成果显著。**截至 2023 年 4 月, 公司已取得 129 项专利, 其中 28 项发明专利、101 项实用新型专利。公司具有较强的自主创新能力和市场竞争力, 已形成了一次成型共挤技术、自动化硫化生产技术等一系列自主研发的核心技术。同时, 公司与东南大学、江苏科技大学、南京工程学院等外部科研院所开展产学研合作, 实现技术与实践的创新与融合。

**表 2：公司核心技术人员的重要科研成果**

姓名	专业资质	重要科研成果	核心技术形成过程中的具体作用
黄裕中	硕士研究生、高级经济师、全国橡胶与橡胶制品标准化技术委员会软管分会委员、江苏省复合材料学会理事、美国消防协会会员、中国消防协会消防设备专业委员会委员	牵头负责的页岩油气复合软管标准化项目获批江苏省战略性新兴产业标准化试点项目； 牵头负责的“基于多重增强机制的聚氨酯基多功能复合软管关键技术及产业化”项目获批泰州市科技创新奖一等奖、中国消防协会科学技术创新奖三等奖； 108项专利发明人，发表论文 11 篇，牵头制订 1 项行业标准、1 项团体标准	负责评审新项目、新技术、新产品可行性，批准评审结论；批准研发项目立项； 负责新产品、新技术方案的设计、改进； 负责新产品、新技术的验收，批准验收结论
TAN JIN KENG (陈颖敬)	博士研究生、中国科技部高端外国专家、英国矿业、金属与材料学会会员、马来西亚橡胶研究院院士	参与负责的“低成本高性能橡塑合金和其纳米改性材料的研发及其在复合软管中的应用”项目获批中国科技部高端外国专家引进计划项目； 参与研发的“海洋工程用大口径耐高压碳纤维/芳纶增强复合软管关键技术的研发”项目获批江苏省重点研发计划（产业前瞻与关键核心技术）； 1 项专利发明人，发表论文 5 篇	参与评审新项目、新技术、新产品可行性； 参与/负责新产品、新技术方案的设计、实施、验证、改进；督导项目实施的有效性、正确性和规范性； 指导项目组成员能力培训工作； 参与新产品、新技术的验收
张永成	博士研究生、江苏省双创人才、泰州市双创人才、美国化学协会会员	牵头负责的“低成本高性能橡塑合金和其纳米改性材料的研发及其在复合软管中的应用”项目获批江苏省双创计划项目、泰州市双创人才计划项目； 参与研发的“海洋工程用大口径耐高压碳纤维/芳纶增强复合软管关键技术的研发”项目获批江苏省重点研发计划（产业前瞻与关键核心技术）； 8 项专利发明人，参与制订 1 项行业标准、1 项团体标准	参与项目、技术、市场需求的调研； 参与评审新项目、新技术、新产品可行性； 参与/负责新产品、新技术方案的设计、实施、验证、改进； 负责项目实施的有效性、正确性和规范性； 负责项目组成员能力培训工作； 参与新产品、新技术的验收
卞冬明	本科学历、中级工程师	参与公司对外合作项目的研发； 60 项专利发明人，发表论文 2 篇； 参与制订 1 项行业标准、1 项团体标准	参与项目、技术、市场需求的调研； 参与评审新项目、新技术、新产品可行性； 参与/负责新产品、新技术方案的设计、实施、验证、改进； 负责项目实施的有效性、正确性和规范性； 负责项目组成员能力培训工作； 参与新产品、新技术的验收

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

## 1.2 产品矩阵丰富，建立多层次业务格局

公司的主要产品可分为耐高压大流量输送软管和普通轻型输送软管。产品广泛应用于页岩油气开采、矿井排水、市政消防、应急救援、农业灌溉等诸多领域，能够满足不同场景下的作业环境要求。产品结构通常包括三层结构和双层结构，其中三层结构由内胶层、增强层和外胶层（外覆层）组成；双层结构由内胶层和增强层组成。

**表 3：公司产品主要特点**

类别	产品特性
耐高压大流量输送软管	主要采用一次成型共挤技术，由 TPU 或橡胶内胶层、高强度聚酯纤维增强层和 TPU 或橡胶外胶层一次成型共挤而成。产品具有耐高压、抗磨损、长距离输送等特点
普通轻型输送软管	主要采用自动化硫化生产技术，以 TPU 或橡胶材料作为内外胶层，高强度纤维作为增强层，具有良好的耐候性和耐化学性。产品具有重量轻、出水快、易收卷、贮藏体积小、便于运输等特点，适合短距离流体输送的作业环境

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

耐高压大流量输送软管主要分为页岩油气压裂水软管、矿用聚氨酯高压软管、应急救援供水软管和农用大流量软管四种产品。公司页岩油气压裂供水软管主要用于页岩油气产业链中的油气开采环节。页岩油气开采环节主要用到两种软管，一种是公司的压裂供水软管，另一种是酸化压裂软管。公司页岩油气压裂供水软管主要用于向页岩油气开采水力压裂系统远距离大流量高压供水，以及将从地下回抽的水力压裂“返排液”输送至污水处理厂。页岩油气压裂供水软管输送距离较远，具有较高的承压能力，通常输送距离 10-20km，工作压力 150-300psi。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，通过压裂软管将压裂液以超高压注入井下。压裂软管通常输送距离较近，以钢丝内衬为主，承压能力超高（工作压力 15000-20000psi），国内相关产品主要有利通科技的酸化压裂软管总成。

**表 4：公司主要产品介绍**

产品类别	名称	产品介绍	外观样图	应用场景
耐高压大流量输送软管	页岩油气压裂供水软管	本产品是一种一次成型共挤双面聚氨酯软管，由内胶层、纤维增强层和外胶层组成，内外胶层均采用超高耐磨性能的聚氨酯弹性体材料，增强层采用高强度涤纶长丝等纤维材料编制而成，采用增强改性技术，广泛应用于页岩油气开采领域水力压裂系统远程供水的作业环境		
	矿用聚氨酯高压软管	本产品是一种双面热塑性聚氨酯高压排水软管，采用一次成型共挤工艺，由内胶层、纤维增强层和外胶层组成，内外胶层均采用超高耐磨性能的热塑性聚氨酯弹性体材料，增强层采用涤纶、芳纶或混合纤维编制而成，采用耐磨改性技术，广泛应用于工矿排水等作业环境		
	应急救援供水软管	本产品是一种扁平可盘卷的高压输水软管，由 TPU 或橡胶内胶层、纤维增强层和 TPU 或橡胶外胶层一次成型共挤而成，纤维增强层通常采用共混编织技术，广泛应用于城市应急排水等长距离输水场景		

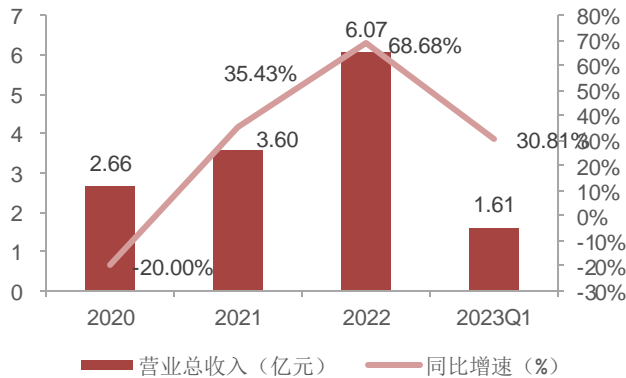


产品类别	名称	产品介绍	外观样图	应用场景
	农用大流量软管	本产品由涤纶增强层、内外橡塑合金覆盖层组成，或由涤纶增强层，内外 TPU 一次成型共挤覆盖组成，具有优良的抗腐蚀性、延伸率低、单位流量大、可拖拽等特点，广泛应用于农场施肥灌溉领域		
	消防水带	本产品由涤纶长丝编织，内胶层为热塑性聚氨酯或特种橡胶，采用耐磨改性技术，具有轻便、易携带、易收卷等特点，广泛应用于消防灭火领域		
普通轻型输送软管	市政排涝软管	本产品由涤纶等纤维材质编织而成，内衬材料为热塑性聚氨酯，具有重量轻、易收卷等特点，常配于排涝车上，广泛应用于市政应急抢险、山洪抢险等作业环境		
	工业用软管	本产品内外胶层材料为合成橡胶，增强层采用涤纶长丝、或涤纶长丝与高强度钢帘线或螺旋钢丝共混材料，具有强抗腐蚀性，广泛用于传输油（适用于油罐车）、耐磨物料、化学品、食品等介质		
配件	接扣配件	本产品为各类型软管的高压接扣，表面经过阳极氧化处理、经高压锻造而成，直接或通过护套啮合于管体两端		

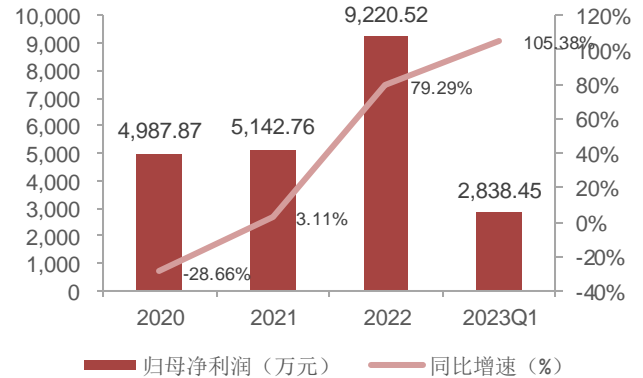
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

### 1.3 营收规模稳中有涨，盈利能力持续提升

**营收稳中有涨，净利润上升态势迅猛。**2020-2022年，公司营业收入由2.7亿元增长到6.1亿元，年化复合增长率为22.3%；归母净利润由4987.9万元增长到9220.5万元，年化复合增长率为9.7%。2020年度营业收入较低，主要是因美国页岩油气市场低迷，页岩油气压裂供水软管收入减少所致。2021年度受石油价格上涨，美国页岩油气市场复苏影响，公司收入逐年大幅提升。2022年公司营收同比增长率高达68.7%，归母净利润同比增长率高达79.3%。2023年Q1因页岩油气市场持续火热，销售量增长，公司营收达到1.6亿元，同比增长30.8%。

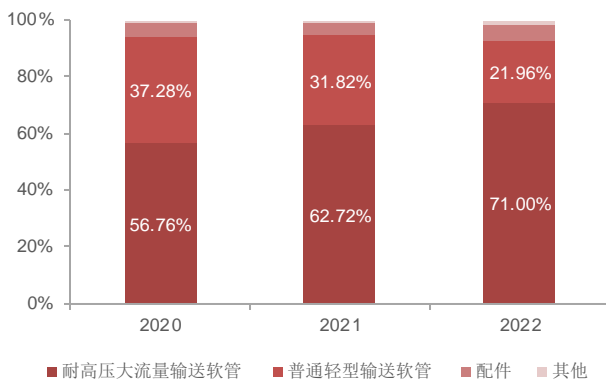
**图 2：公司营收规模稳中有涨**


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

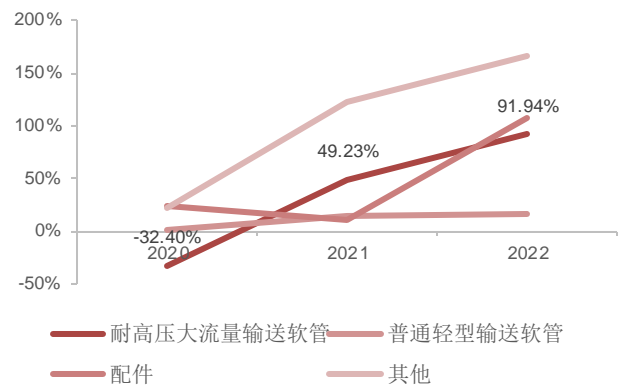
**图 3：公司归母净利润快速提高**


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

分产品看，耐高压大水流输送软管收入占比逐年增长。2022 年耐高压大水流输送软管收入占营业收入的 71%。2020-2022 年，耐高压大流量输送软管产品收入分别为 1.5 亿元、2.2 亿元和 4.3 亿元，2022 年同比增长率高达 91.94%。普通轻型输送软管产品收入分别为 1.0 亿元、1.1 亿元和 1.3 亿元，2022 年同比增长率达到 17.0%。

**图 4：公司主营业务收入按销售产品类型构成情况**


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

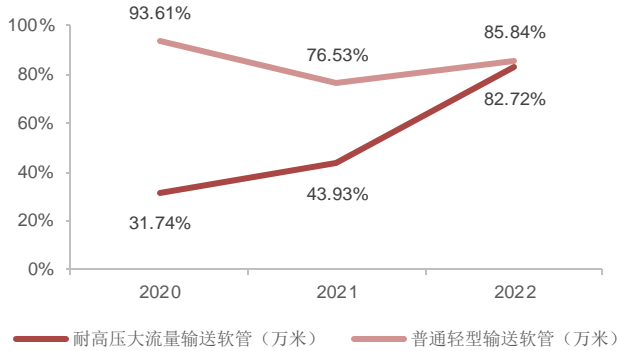
**图 5：公司按产品分主营业务收入增速**


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

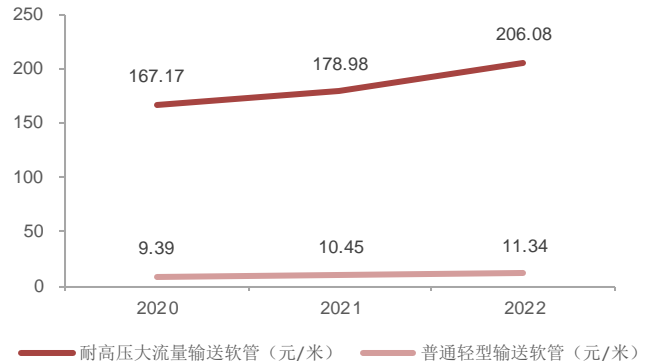
公司产能整体平稳，产能利用率主要受市场需求波动和外购数量变化影响。自 2021 年以来公司的耐高压大流量输送软管产能利用率不断上升，主要系国际原油价格回升，公司页岩油气压裂供水软管需求增长所致。2021 年度公司普通轻型输送软管产能利用率较 2020 年度下降，主要是因为部分普通轻型输送软管生产线自动化率较低，公司转而通过增加外购的方式来解决客户的需求。

公司耐高压大流量输送软管产品受上下游供需影响大，销售价格波动较大。耐高压大流量输送软管 2020 年度单价较低，主要是因为 2020 年国际原油价格大幅下降，页岩油气开采需求下降，导致销售单价较高的页岩油气压裂供水软管销量下降，产品结构的变动导致耐高压大流量输送软管销售单价下降。2021 年下半年油价回升，市场需求回暖，公司页岩油气压裂供水软管销量上升，带动耐高压大流量输送软管销售单价上涨。2021 年以来，产品主要原材料 TPU、NBR 价格均有较大幅度上涨，导致公司产品成本上升较快，公司在 2021

年四季度与主要客户协商调整了产品售价，导致公司 2022 年度耐高压大流量输送软管销售单价较 2021 年度增长了 15.14%。

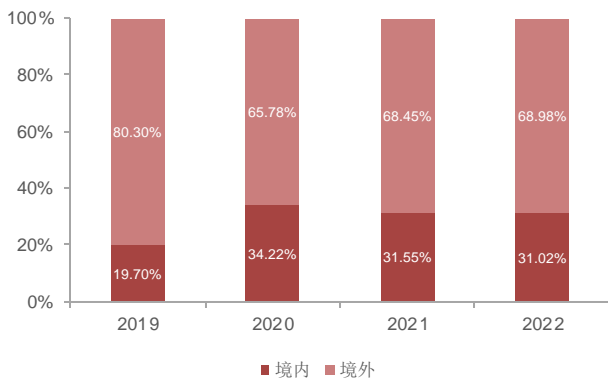
**图 6：公司主要产品产能利用率**


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

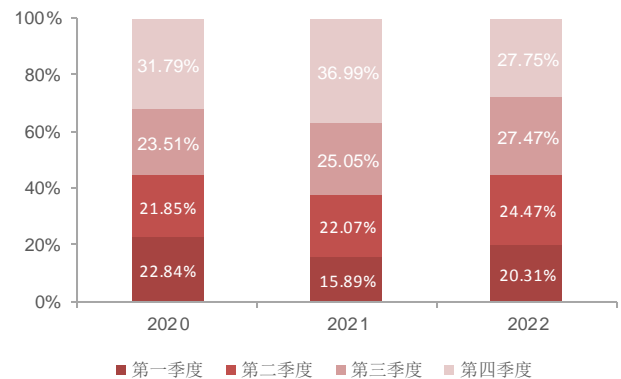
**图 7：公司主要产品价格**


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

从销售地区和季度来看，公司主要销售区域为海外市场，没有明显的季节性变化。2020 年至 2022 年，国外销售额占比分别为 65.8%、68.5%和 69.0%，占比稳定。2021 年度受石油价格上涨，美国页岩油气市场复苏影响，公司外销收入逐年大幅上升。2021 年 4 季度随着石油价格上升，美国页岩油气市场需求大幅上升，同时 2021 年度新增客户冀中能能源峰峰集团有限公司订单在 4 季度完成，导致 4 季度收入大幅上升。

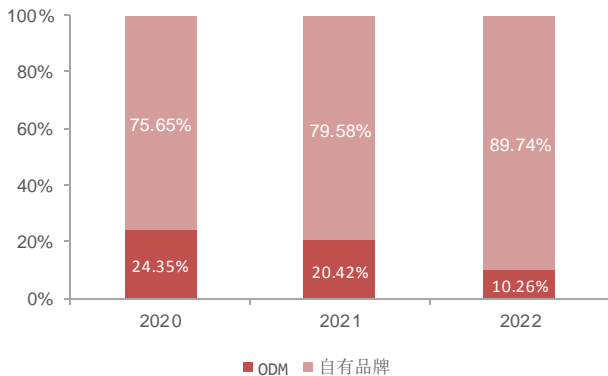
**图 8：公司分地区业务收入**


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

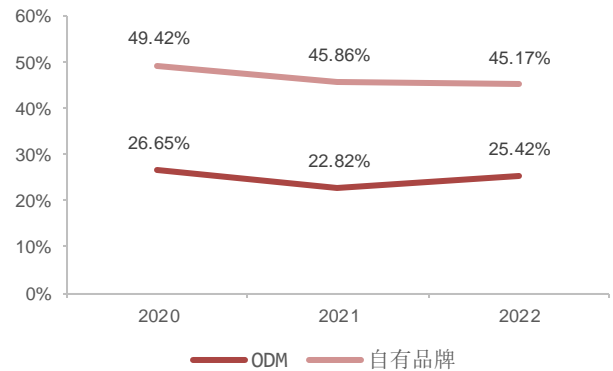
**图 9：公司分季度业务收入**


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

公司销售以已有品牌为主，ODM 为辅，其中 ODM 毛利率偏低。2020 年至 2022 年，公司自有品牌销售收入占主营业务收入的比例分别为 75.7%、79.6%和 89.7%。公司自有品牌产品毛利率分别为 49.4%、45.9%和 45.2%，ODM 产品毛利率分别为 26.7%、22.8%和 25.4%。ODM 销售产品主要为外销的普通轻型输送软管产品，主要 ODM 客户包括以色列客户 Mendelson - S.Bar LTD 和巴西客户 Segurimax Comercio Atacadista DE EQ、Kilde Brasil LTDA 等，普通轻型输送软管市场竞争较为激烈，公司为了打开相关市场，采取了低价渗透策略，毛利率明显低于自有品牌产品。

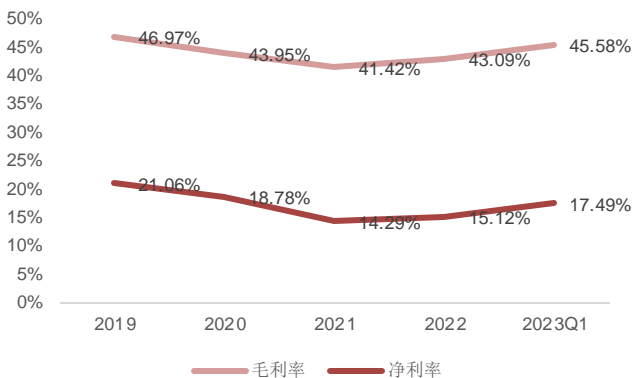
**图 10：公司分销售模式收入**


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

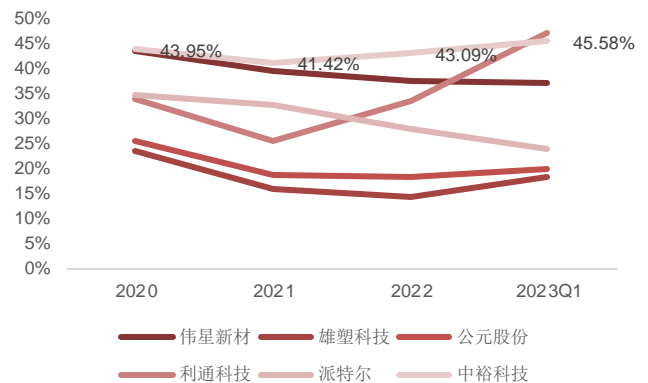
**图 11：公司分销售模式毛利率**


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

公司毛利率保持高位，高于行业平均水平。2020-2022 年，公司毛利率均在在 40-50% 之间，可比公司伟星新材、雄塑科技、公元股份主要销售塑料 PE、PVC 管，产品为建筑材料，其中伟星新材的自有销售渠道较为完善，且下沉较深，导致其毛利率较高，达到 40% 左右，雄塑科技、公元股份主要业务以经销为主，导致其毛利率在 20% 左右，利通科技主要产品为液压橡胶软管、派特尔主要产品为工业软管及总成，毛利率在 33% 左右，因此导致公司与可比公司毛利率差异的原因主要是产品差异和销售模式差异。

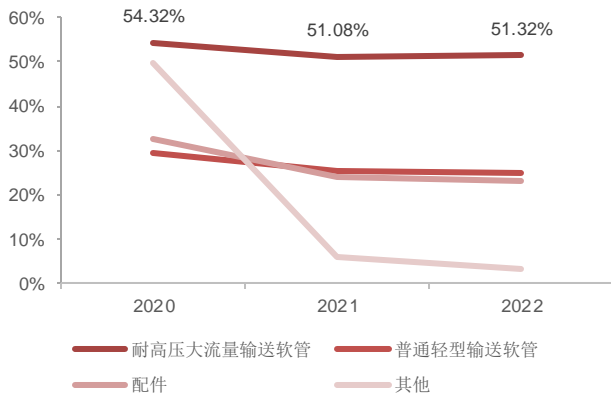
**图 12：毛利率及净利率**


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

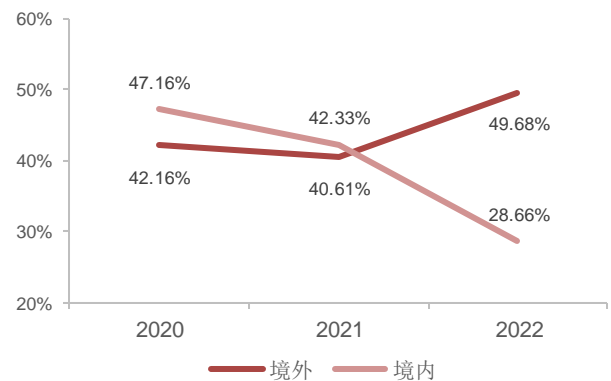
**图 13：公司与可比公司毛利率**


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

公司耐高压大流量输送软管毛利率最高，境外销售毛利率逐步提升至高于境内。2020-2022 年，耐高压大流量输送软管毛利率均保持在 50% 以上。2021 年度耐高压大流量输送软管以及普通轻型输送软管毛利率均有所下降，主要因人民币兑美元汇率下降及主要材料中 TPU 及 NBR 价格上涨所致。2021 年度、2022 年度其他产品毛利率下降较快，主要系新开发的钢丝带管尚处于生产磨合、小批量生产阶段，产量较低所致。境外销售毛利率在三年内基本保持稳定，相关汇率、运输及材料成本的变动通过与主要客户协商销售价格的方式向下游传递。境内毛利率持续下跌的主要原因有三个：一是 2021 年和 2022 年部分原材料价格上涨；二是 2020 年度以后成本中包含以前年度计入销售费用的运输费用；三是部分招标客户毛利较低，导致 2022 年毛利率下降较多。与之相比，境外毛利率基本保持在 40%-50%，因为相关汇率、运输及材料成本的变动通过与主要客户协商销售价格的方式向下游传递。

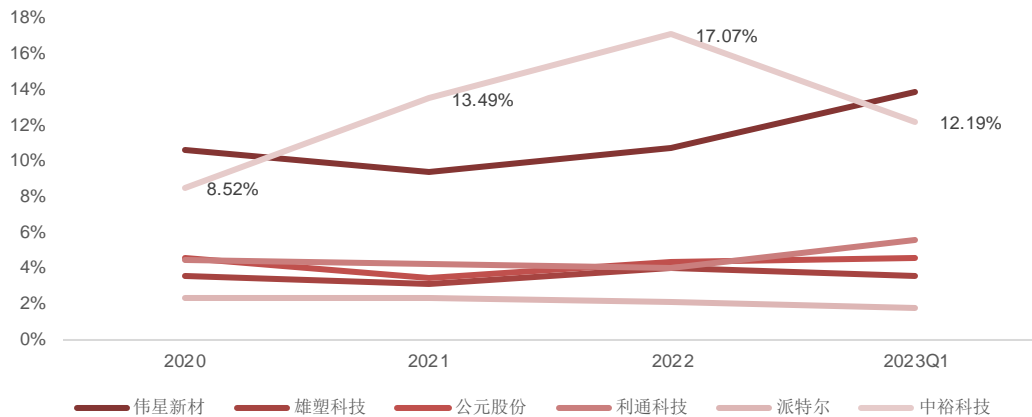
**图 14：公司分产品毛利率**


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

**图 15：公司分销售地区毛利率**


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

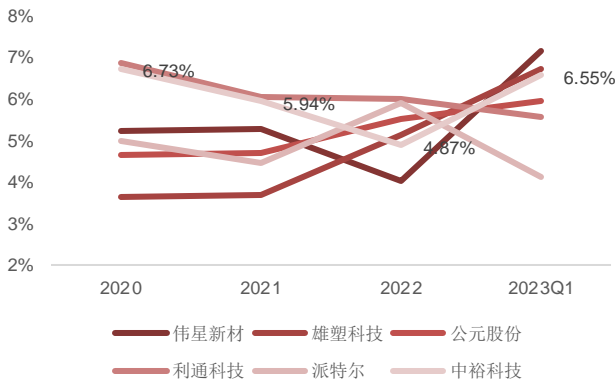
公司销售费用率大于可比公司，主要系公司发往中裕美国的产品会产生较多的运输费和关税。剔除上述影响，公司销售费用率与同行业可比公司基本一致。2020 年度因下游美国页岩油气行业需求低迷，及中美贸易战带来的美国关税税率增加影响，公司发往中裕美国的产品数量及金额减少，销售费用率同比较低。2021 年销售费用较 2020 年上升 114.6%，主要系 2021 年发往中裕美国的产品增加，同时海运费单价上涨所致，2022 年度公司营业规模持续增长，发往中裕美国的产品增加，销售费用同步增加。2023 年 Q1 销售费用率下降到 12.2%。

**图 16：公司销售费用率同行对比**


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

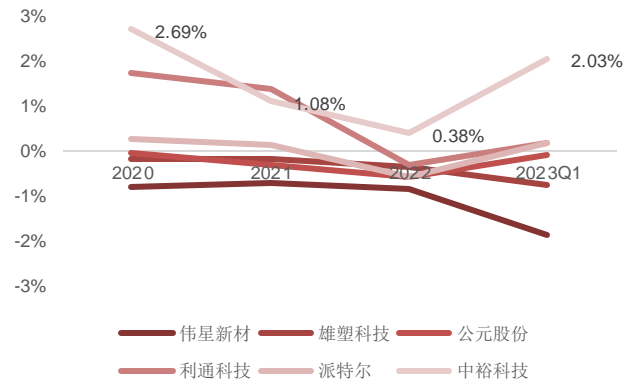
公司管理费用率与财务费用率 2020-2022 年逐年下降。2020-2022 年，公司期间费用管理能力偏强，虽然公司营业规模持续增长，但是管理费用率与财务费用率稳步下降。管理费用率分别为 6.7%，5.9%，和 4.9%。2023 年 Q1 管理费用率提升系公司管理人员增加所致。财务费用率为 2.7%，1.1%和 0.4%。2020 年度发行人与可比公司各期的财务费用率差异较大，主要原因系 2020 年下半年人民币兑美元汇率走低，应收账款汇兑损失增加所致。2023 年 Q1 财务费用率有显著增加是因为公司贷款规模因扩大投资而增加，所以利息费用大幅增加。此外汇率波动增加造成汇兑损益增加。

图 17: 公司管理费用率同行对比



数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

图 18: 公司财务费用率同行对比



数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

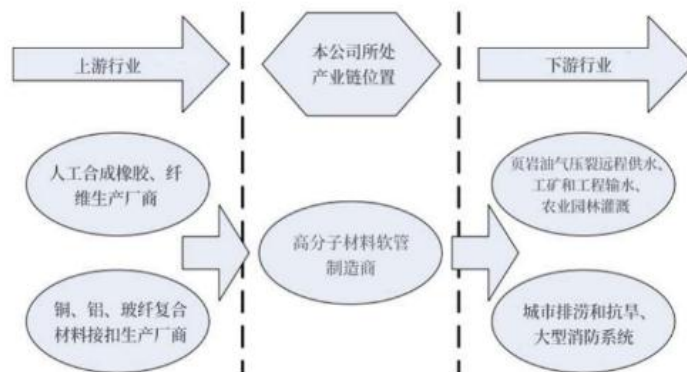
## 2 国际国内下游需求同增长, 推动行业快速发展

### 2.1 宏观经济复苏拉动下游领域需求, 橡胶行业复苏可期

公司目前主要产品为耐高压大流量输送软管、普通轻型输送软管, 处在橡胶与塑料制品行业。橡胶板、管、带制造, 指用未硫化的、硫化的或硬质橡胶生产橡胶板状、管状、带状制品的活动, 以及以橡胶为主要成分, 用橡胶灌注、涂层、覆盖或层叠的纺织物、纱绳、钢丝(钢缆)等制作的传动带或输送带的生产活动。橡胶板、管、带根据原材料和加工工艺的不同, 能够调节产品的硬度、耐磨度、耐腐蚀、耐高温、耐低温、耐老化等性能指标, 因而在工业上具有十分广泛的应用。

行业的上游主要是人工合成橡胶、纤维和接扣的生产厂商, 下游应用广泛。公司所处行业的下游主要为具有水、石油等液体运输需求的终端用户, 产品主要应用于页岩油气开采远程供水、工矿和工程输水、大型消防系统、城市排涝和抗旱、农业园林浇灌等。公司不断进行新产品研发, 根据客户需求提供定制化的高性能软管产品, 以满足多种应用场景的要求。公司能够提供流体输送的完整解决方案, 不断扩大高分子材料软管的目标客户群体, 下游行业的市场规模不断增大。

图 19: 公司行业上下游



数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

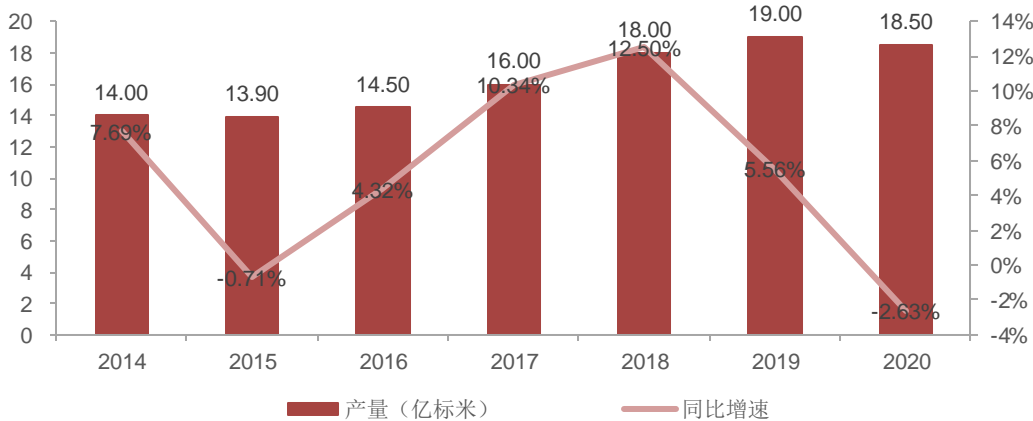
**表 5：不同类型软管材质及主要应用**

类型	内胶材质	主要应用
输水软管	橡塑合金/EPDM/TPU	消防、远程供水、灌溉、园艺、建筑等
饮料食品软管	NR/合成橡胶	传输非脂类液体：牛奶、饮料、酒水等
焊接软管	NBR/合成橡胶	气体传输
物料吸送软管	NR/NBR/SBR/PU	物料吸送：气、雾、粉末、颗粒、砂砾、水泥等
化学软管	EPDM	化学溶液输送
输油软管	NBR/橡塑合金/SBR	液体输送：柴油、煤油、石油等
空气软管	NBR/橡塑合金/PU/SBR	用于启动装置、压缩机等
热水和蒸汽软管	EPDM	制冷设备和发动机的液体、乳制品厂饱和蒸汽传输等

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

全球工业领域需求不断增加以及农业的不断现代化为橡胶软管行业提供了广阔的市场空间。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%。

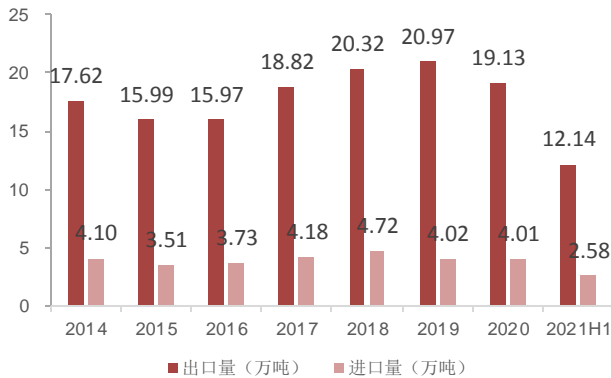
我国橡胶软管生产企业规模逐年增加，产量稳定提升。我国橡胶软管生产企业已经发展到 1000 多家，规模以上企业达 300 多家；产品产量、质量、结构和企业效益等方面都取得长足进步；产品性能基本满足国内各行业需求，整体水平接近或达到发达国家标准。根据中国橡胶工业年鉴数据，自 2014 年到 2020 年，我国橡胶胶管产量从 14.0 亿标米增长至 18.5 亿标米，年复合增速为 4.8%。

**图 20：中国橡胶胶管产量及增速**


数据来源：中国橡胶工业年鉴，公司招股说明书，西南证券整理

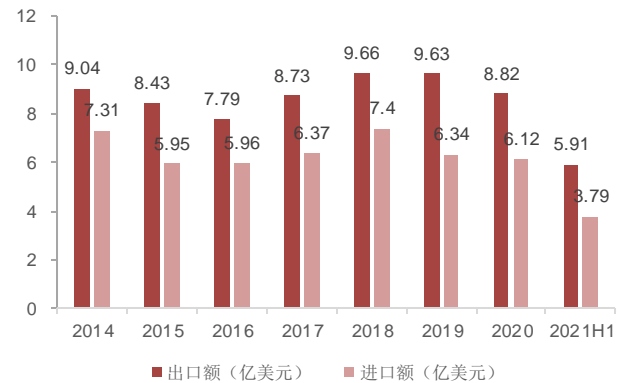
我国橡胶管出口量远高于进口量，2021 年上半年同比增长 41.6%。根据中国橡胶工业年鉴统计数据，2020 年受疫情影响，我国橡胶胶管总出口量为 19.1 万吨，同比下降 8.6%，出口额为 8.8 亿美元，同比下降 8.6%。2021 年随着国内外经济形势趋于稳定，下游行业逐渐恢复，橡胶制品需求量增加，2021 年上半年我国橡胶胶管出口总量达到 12.1 万吨，同比增长 41.6%，出口额为 5.9 亿美元，同比增长 50.0%，出口均价同比增长 5.9% 达到 4867 美元/吨。

图 21：中国橡胶胶管进出口数量统计



数据来源：中国橡胶工业年鉴，公司招股说明书，西南证券整理

图 22：中国橡胶胶管进出口金额统计



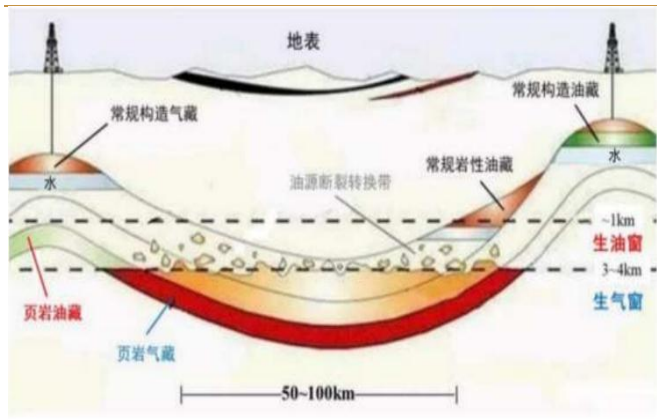
数据来源：中国橡胶工业年鉴，公司招股说明书，西南证券整理

橡胶软管行业下游与宏观经济情况紧密相关，随着我国宏观经济逐渐复苏，橡胶软管行业需求将有望得到增长。橡胶软管的应用范围包括了油气开采、煤炭、汽车、工程机械、化工等行业。其下游行业的周期性往往与国民经济的发展周期紧密相关，会受到宏观经济情况的影响。我国 2023 年经济逐步复苏，一季度 GDP 同比增长 4.5%，较 2022 年四季度 2.9% 的同比增速改善，季调环比为 2.2%。一季度 GDP 的四年复合增速为 4.9%。在整体经济循环改善以及国家大力推进“新基建”的背景下，下游行业需求有望提升，作为基础设施产业中不可或缺的橡胶软管，需求将有望得到增长。

## 2.2 中东与国内双双发力，为页岩油气压裂供水软管市场注入新活力

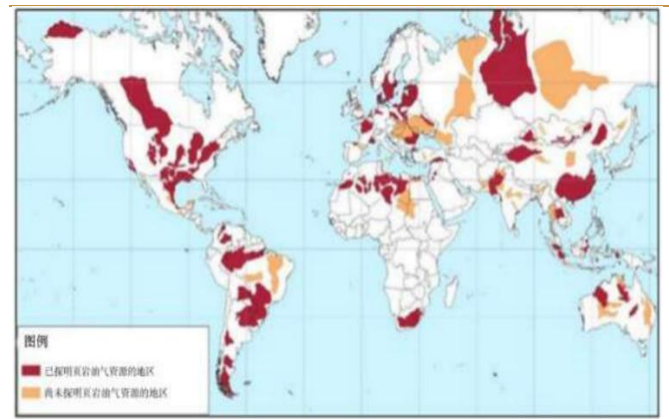
全球页岩油储量丰富，美国、俄罗斯和中国页岩油储量位居全球前三。页岩油气指页岩层系中所含的油气资源，也包括泥页岩层系中的致密碳酸岩、致密粉砂岩邻层和夹层中的油气资源。页岩油气是最主要的非常规油气资源，全球页岩油、气储量分别占原油、天然气的 10.3%、31.9%。全球页岩油气资源分布广泛，根据 IEA 发布数据，目前在全球 46 个国家的 104 个盆地中，有 170 多处页岩层系已探明页岩油气资源，其中，美国、俄罗斯和中国页岩油储量位居全球前三，美国、中国和阿根廷页岩气储量位居全球前三。

图 23：页岩油和其他类型的油气资源



数据来源：中国数字科技馆，公司招股说明书，西南证券整理

图 24：全球已探明的页岩油气资源

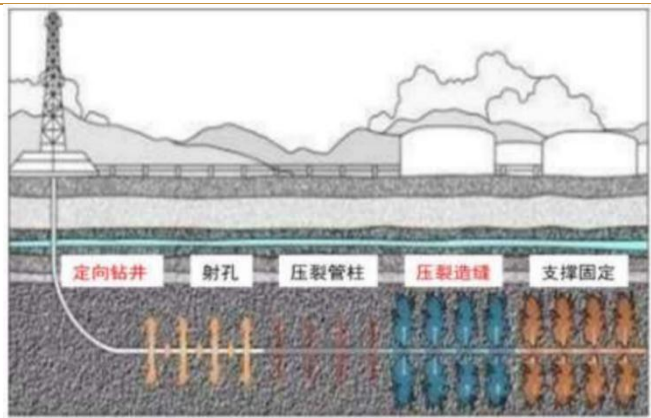


数据来源：Advanced Resources, IEA, 公司招股说明书，西南证券整理



定向钻井和分段压裂技术开启页岩油气革命，页岩油气压裂供水软管为压裂开采过程中需要用到专用供水软管。传统钻井技术无法开采页岩油气，世纪以来的水平钻井和分段压裂技术解决了上述障碍，使得页岩油气资源的开发利用成为可能。其中，分段水力压裂技术是页岩油气生产的核心技术。运用分段压裂可在较短时间内一次性完成对多段储层的压裂，并最大限度地减少对储层的伤害，达到多层合采，从而达到提高单井产量的目的。水力压裂开采过程中需要消耗大量的水，通常一口页岩油气井需要消耗上千立方米的水。同时，水力压裂后产生的废水中包含有毒化学物质，需要输送到专门的污水处理厂来进行处理。因此，在页岩油气压裂开采过程中就需要用到专门的供水软管。

图 25：页岩油开采关键技术环节



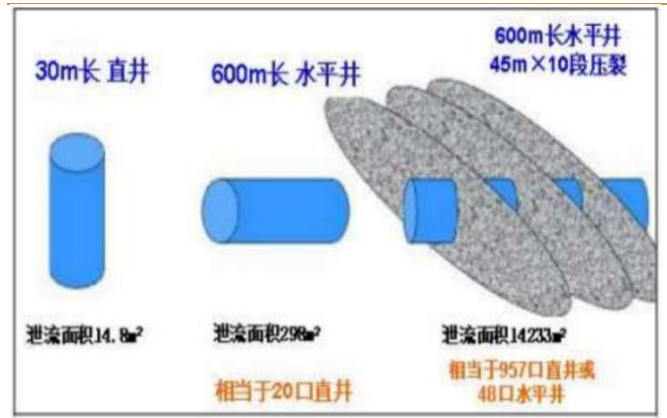
数据来源：中国地质调查局，公司招股说明书，西南证券整理

图 27：页岩油气井远距离供水实景图



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 26：直井、水平井、水平井分段压裂泄流情况对比



数据来源：中国数字科技馆，公司招股说明书，西南证券整理

图 28：将水力压裂后的废液输送至污水处理厂实景图



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

随着全球页岩油气开发力度的加大，在环保政策加持下，全球水力压裂设备及相关软管的市场预计将蓬勃发展。根据 EIA（美国能源署）公布的数据，截至 2022 年 12 月 16 日当周，美国原油产量 1210 万桶/日，超越沙特和俄罗斯，成为世界第一大石油生产国。EIA 同时预计美国 12 月页岩油日均产量为 919 万桶/日，约占美国原油总产量的 76%。根据 Spears & Association 的报告，2021 年全球油田设备和服务市场支出为 2016.8 亿美元，较 2020 年增长 3.5%，其中压裂设备市场规模为 156.7 亿美元，较 2020 年增长 19.2%。据 GIR（Global Info Research）市场调研，2021 年全球页岩油气水力压裂开采收入约为 130.80 亿美元，预计 2028 年将达到 205.9 亿美元，2022 至 2028 期间年复合增长率约为 6.7%。

全球页岩油气水力压裂开采市场的扩张拉动水力压裂水处理系统用输水软管市场增长。据 GIR (Global Info Research) 调研, 2022 年全球水力压裂水处理系统用输水软管市场规模大约为 2.7 亿美元, 预计 2028 年达到 4.5 亿美元, 2022 至 2028 期间, 年复合增率为 9.1%。从下游应用领域来看, 页岩油气领域占有重要地位, 按收入计, 2022 年市场份额为 94.2%, 预计 2028 年份额将达到 96.6%。2022 年页岩油气领域的水力压裂水处理用输送软管的市场规模约为 2.5 亿美元, 预计到 2028 年将达到 4.4 亿美元, 年复合增长率为 9.5%。

中东和我国有望成为页岩油气压裂供水新的增量市场。以往, 美国是页岩油气水力压裂开采的最大市场, 占比约为 85%。近年来, 随着沙特阿美在 2020 年宣布开发其境内最大的非常规天然气田 Jafurah, 中东地区有望成为页岩油气压裂供水新的增量市场。据沙特阿美预计, Jafurah 页岩气田天然气储量超过 16.6 万亿立方米, 整个生命周期总投资将超过 1100 亿美元。近年来, 我国也在积极勘探页岩油气资源。2022 年 7 月, 中国石化江苏油田在苏北盆地页岩油探井取得重大勘探突破, 苏北盆地高邮、金湖凹陷的 11 亿吨页岩油资源量被成功激活。根据国家统计局、自然资源部和共研产业咨询数据, 我国页岩气查明资源储量已从 2015 年的 1301.8 亿立方米增长至 2021 年的 5440.6 亿立方米。此外, 国内政策推动油气资源开发。2022 年 1 月 29 日, 国家发展改革委、国家能源局发布《“十四五”现代能源体系规划》, 其中提出, “加大国内油气勘探开发力度, 坚持常非并举、海陆并重, 积极扩大非常规资源勘探开发, 加快页岩油、页岩气、煤层气开发力度”。“十四五”期间, 我国将继续大力开发油气资源, 包括页岩油气在内的非常规油气资源开发已成为我国“稳油增气”的战略性资源。政策的大力支持将给行业发展带来新的机遇。

## 2.3 海外企业占据高端产品市场, 中低端产品市场竞争激烈

行业有一定的人才壁垒、技术壁垒以及市场壁垒。

- **人才壁垒:** 随着下游客户对生产材料和产品性能不断提出新要求, 企业需要不断更新产品工艺, 研发新产品, 来满足下游客户多样化的需求, 以维持自身的竞争地位。企业研发人员不仅需要具备高分子材料和橡胶软管制造的相关知识, 同时还需要具备油气开采、工程机械等方面的相关知识, 才能研发出适应市场变化的产品。而复合型人才的培养需要企业具有良好的培养机制和长时间的投入, 形成了一定的人才壁垒。
- **技术壁垒:** 橡胶软管行业的技术壁垒主要包括材料配方与生产工艺。橡胶软管产品的生产建立在高分子材料基础之上, 高分子材料的配方决定了产品的性能参数和品质, 产品配方的优劣是橡胶软管制品企业核心竞争力的重要体现之一。当前橡胶软管制品的环保、应用要求日趋严格, 对橡胶软管的性能提出了更高的要求。企业纷纷加大先进配方研发投入, 并通过申请专利保护或制定并执行严格的保密制度等措施来保证企业在技术上的竞争力, 提高潜在进入者的成本。橡胶配方、结构设计、制程工艺是软管制品生产的核心技术, 是决定软管品质的重要因素之一, 需要经过长时间的反复试验, 提高了行业新进入者的门槛。
- **市场壁垒:** 橡胶软管的应用领域广泛, 主要应用领域有油气开采、煤炭、工程机械、化工等行业, 上述下游行业的企业选择供应商需要经过多道程序, 包括实验测试、实地考察、试用、小规模采购、大规模采购等。因此, 一旦选择了供应商, 一般不会轻易改变。经过多年的发展, 软管行业中一些有实力的企业占据了较高的市场份

额，同时也和客户建立了良好的合作关系，其中一些品牌脱颖而出，拥有较高的客户忠诚度，对行业新进入者构成了一定的市场壁垒。

公司下游细分领域主要是页岩油气压裂开采、应急消防及工业领域，对应的主要产品是页岩油气压裂供水软管、消防水带及工业用软管。

页岩油气压裂供水软管行业中海外企业凭借先发优势在高端产品市场具有一定的市场占有率。页岩油气压裂供水软管主要用于向页岩油气井处的蓄水池远距离大流量高压供水，以及将从地下回抽的水力压裂后的废水输送至污水处理厂。由于我国进入页岩油气开采领域的时间较晚，国内实现页岩油气压裂供水软管量产企业的数量较少且规模较小，主要竞争对手是国外大型企业，包括 Kuriyama、Mandals、Gollmer & Hummel、Midwest Hose 等。

表 6：页岩油气压裂供水软管行业中公司的竞争对手

企业名称	基本情况	收入规模
Midwest Hose	Midwest Hose 成立于 1983 年，总部位于美国俄克拉荷马，一直专注于工业和油气类软管产品，主要产品有：扁平软管、水龙管、液压管、工业管等。Midwest Hose 生产的 TPU 扁平软管专为液体输送而设计，通常用于页岩油气水力压裂远程供水	年收入：1000-5000 万美元
Kuriyama	Kuriyama 是一家日本公司，成立于 1948 年，以橡胶和塑料产品为中心，开展多元化业务，其中软管类业务主要集中在北美地区，在全球范围内生产和销售各种工业软管产品，主要产品包括：水管、热塑性液压管、橡胶工业管、金属管等	年收入：595.49 亿日元 (2021 年)
Mandals	Mandals 位于挪威，成立于 1775 年，是全球领先的扁平软管制造商，适用于大流量、高压力、可回收情景下的流体排放，广泛应用于应急响应、冷却系统、矿山排水、压裂供水等领域	-
Gollmer & Hummel	Gollmer & Hummel 成立于 1872 年，是一家德国的家族企业，是行业领先的软管供应商之一，主要产品包括：油气类大口径软管、农用大口径软管、消防软管等	-

数据来源：问询函回复，西南证券整理

消防水带是灭火供水系统中必不可少的消防产品，广泛应用于市政消防、森林消防、工矿企业、远程供水等领域。近年来，随着中国经济建设的不断推进，城市化进程逐渐加快，建筑分布愈发密集，导致城市火灾事故频发。根据应急管理部消防救援局发布的相关数据显示，2021 年全国共接报火灾事件为 74.8 万起，并造成了巨大的人员伤亡和财产损失。火灾事故的频发以及社会消防安全意识的提高直接拉动消防设施投入的增加。据智研咨询统计，2014-2021 年，消防水带市场需求量由 1.0 亿米增加至 2021 年的 3.8 亿米，年复合增长率达 20%。因此，我国消防水带市场规模较大，发展较快。

消防水带市场中低端产品竞争激烈，规模较大的企业逐渐向中高端领域迈进。目前中国消防水带企业超 170 家，但大规模企业数量较少，缺乏强势品牌，市场集中度低。消防水带企业主要集中在江苏地区，以泰州、扬州为中心，除了发行人外，我国主要消防水带企业还有泰州市三江消防器材有限公司、江苏水龙江山消防发展有限公司、青岛东海消防装备有限公司等。

**表 7：消防水带行业中公司的竞争对手**

企业名称	基本情况	消防水带类有效证书数量	产品价格
泰州市三江消防器材有限公司	泰州市三江消防器材有限公司成立于 2002 年，现已发展成为集消防器材、消防装备、消防车辆和消防工程等多元业务为一体的集团公司。公司生产的“沱雨”牌应急系列产品获得国家消防质量监督检验中心出具的 100 多个 CCC 证书，涵盖城市、森林、农林灌溉、水域、矿山、机场、应急救援队等专业领域	52 项	370 元/条（消防水带：PU-13-80-20）
江苏水龙江山消防发展有限公司	江苏水龙江山消防发展有限公司成立于 2001 年，是一家研发、生产、销售消防水带、消防枪炮、消防接口等产品的专业消防器材制造企业，旗下拥有著名的两大消防产品品牌——江山、水龙江山。公司是公安部定点生产消防水带的专业企业，拥有研发中心和自主知识产权，产品销往全球 20 多个国家和地区	39 项	270 元/条（消防水带：PU-13-65-20）
青岛东海消防装备有限公司	青岛东海消防装备有限公司成立于 1994 年，是一家集消防产品研发、设计、生产、销售、维修、服务、消防工程规划、施工于一体的“一站式”综合性消防装备企业。公司主要生产消防水带、大口径双面胶供水软管、轻型 TPU 吸水管等产品。公司产品主要销往美国、加拿大、日本、韩国、越南等国家	45 项	410 元/条（消防水带：PU-16-80-20（2））
南通森田消防装备有限公司	南通森田消防装备有限公司成立于 1982 年，位于江苏省启东市汇龙工业园区，有着近 30 年消防水带、圆织机等消防产品的研发、制造加工经验。公司现有 3 个厂区，是中国消防制造行业中规模较大、产量较大、品种全、品质优良的现代化企业之一	34 项	353 元/条（消防水带 A2（卡式，2.5Mpa,65mm, 20m/条））
上海华森消防科技发展有限公司	上海华森消防科技发展有限公司成立于 1989 年，是一家集设计、研发、制造、市场应用于一体的高新科技企业。公司引进日本芦森工业株式会社最为先进的聚氨酯消防水带生产工艺技术和设备，产品广泛用于消防灭火、长距离输水输油、抗洪排涝、船务水利、物业绿化等	24 项	410 元/条（消防水带 G（内扣式，2.5Mpa, 80mm, 20m/条））
泰州市光华消防器材有限公司	泰州市光华消防器材有限公司成立于 2000 年，位于江苏省泰州市经济开发区，是公安部批准许可的专业生产消防器材的厂家，主要产品有“祥和”牌有衬里（橡胶、橡塑、聚氨酯）消防水带“祥和”牌 SG 系列消防栓箱、“祥和”牌（钢质、无机）防火卷帘钢质防火门木质防火门等	42 项	526 元/条（消防水带（40mm30m）50-40-30 聚氨酯）

数据来源：问询函回复，西南证券整理

物质输送以及动力传输是工业生产设备的重要基础环节，工业软管作为承担这一功能的主要载体，其产品种类丰富、市场需求庞大。目前全球工业软管市场规模呈现出稳步增长态势，根据 Markets and Markets 调查报告，2020 年度全球工业软管市场规模为 102 亿美元，预计 2025 年度其市场规模将接近 164 亿美元，年复合增长率达 9.9%，其中，预计中国工业软管市场规模将于 2025 年度达到 21.3 亿美元，年复合增长率达 11.1%。

在工业软管市场，国外企业仍占据高端市场。我国是工业软管生产及消费大国，近年来，我国工业软管产量逐年增加，尤其是随着我国机械化水平的提高以及新材料的应用，管带行业不断向相关领域渗透，拓展了工业软管的应用范围和领域。但是，从行业整体竞争格局上

来看，该行业高端市场仍主要为国外企业所占据，特别是在代表先进技术水平的汽车软管、高压软管中表现最为明显。与国外企业相比，我国工业软管行业的企业开展业务时间较晚、规模较小。

**表 8：工业软管行业中公司的竞争对手**

企业名称	基本情况	产品价格
玛努利	意大利玛努利 (Manuli) 橡胶工业公司是一家跨国集团公司，成立于 1935 年，其主要业务为设计、生产并销售液压及石油、船舶器材、流体输送橡胶、金属管件和液压系统。仅就高压橡胶软管的市场占有率和品牌的知名度而言，目前位于全球第一。中国工厂为玛努利在全球的第二个生产基地，其生产能力可达到年产 4000 万米胶管，其产品不仅满足中国市场客户的使用，同时销到亚太地区以及欧洲市场	27 元/米 (爱采购：玛努利 EN8532SN1/2 寸 Φ13)
伊顿	伊顿总部位于美国俄亥俄州，始建于 1911 年，是一家全球性的跨行业制造商。目前，已在超过 175 个国家和地区开展业务。伊顿液压的产品包括：油缸、泵阀、马达、过滤器、流体连接件、动力单元、高压胶管。伊顿在液压系统、电力系统、轿车发动机气动管理和燃料经济性领域里具有强大的实力	美国 EATON 伊顿液压胶管 4S GH493-16 高压油管 DN25DN19 四层钢丝软管)
德国康迪泰克	德国康迪泰克成立于 1871 年，是全球非轮胎橡胶和塑料技术领域的主要制造商。康迪泰克利用自身研发和材料专长生产由橡胶、聚酰胺、金属、纺织和电子元件制成的产品和系统，并且提供个性化服务。康迪泰克于 1995 年进军中国市场，目前在中国有 10 处生产和销售基地，9 处研发基地，作为橡塑制品的领先创新者和技术先锋，康迪泰克不断开发和生产新型橡塑零部件和系统	26 元/米 (爱采购：Continental Instagrip 5/1150mm 黑色)
利通科技	漯河利通液压科技股份有限公司成立于 2003 年，是一家集科研、生产、销售为一体的具有自主进出口权的国家级高新技术企业。公司主营产品为三大系列橡胶工业软管，以及 134a 汽车空调软管、耐热蒸汽软管、耐磨喷砂软管、各类橡胶软管总成	12.19 元/米 (1/2" 二层钢丝编织胶管)
派特尔	珠海市派特尔科技股份有限公司成立于 2008 年，致力于以先进的技术和工艺为客户提供适合复杂工业环境需求的工业软管产品及满足客户特定需求的改性工程塑料。公司与诸多优质的客户保持了长期稳定的合作关系，主要最终客户群体包括徐工集团、伊之密集团、格力新材料、瓦格纳、奥特科技、固瑞克等大型企业	15.20 元/米 (1/2" 二层钢丝编织胶管)

数据来源：问询函回复，西南证券整理

### 3 客源丰富销售渠道成熟，募投布局地埋管网领域

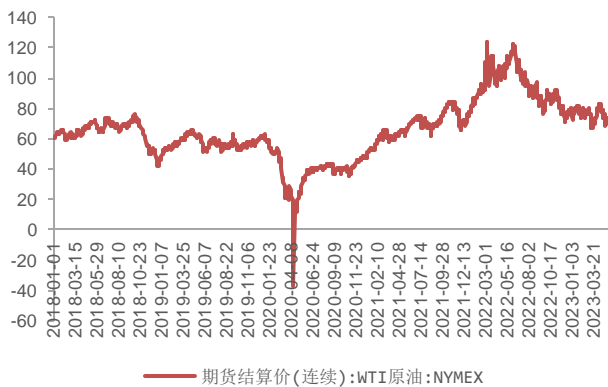
#### 3.1 国内外市场齐发展，市场壁垒保驾护航

公司对美国市场主营业务收入占比高、增速快。2020-2022 年，公司对美国市场业务收入为 5025.2 万元、11934.9 万元和 27206.3 万元，占主营业务收入的 19.0%、33.5% 和 45.0%。2021 年和 2022 年北美市场收入增速分别高达 127.7% 和 106.8%。

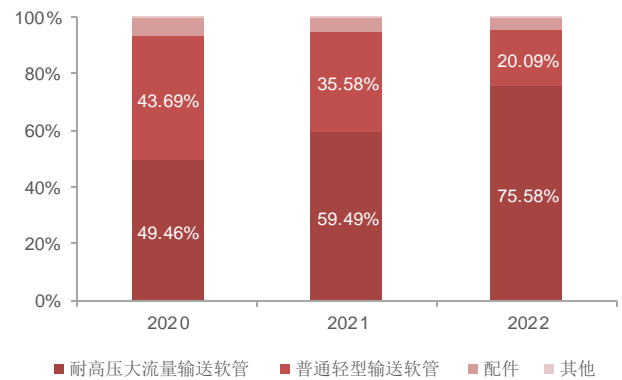
公司页岩气气压裂软管收入与原油价格相关性较强。国际油价与开采成本的差异决定了页岩油的开采量。2020 年度及 2021 年上半年，国际油价一直低位徘徊，导致公司页岩气气压裂供水软管销量下降。2021 年下半年以来受国际政治、经济形势变化影响，国际石油价格快速上涨，导致公司 2022 年度业绩同比增长显著。根据 2022 年公司的经营业绩数据与国际油价之间的关系，当 WTI 原油季度平均价格分别位于 45 美元/桶以下、45-65 美元/桶、65 美元/桶以上区间时，公司页岩气气压裂供水软管的季度平均销售金额分别为 2391.27 万

元、3795.52万元和6660.57万元。相较于WTI原油季度平均价格65美元/桶以上时期，当WTI原油季度平均价格位于45-65美元/桶、45美元/桶以下区间时，页岩油气压裂供水软管的季度平均销售金额分别减少43.0%和64.1%。

**页岩油气市场景气，公司在北美页岩油气市场的业务可持续性较强。**当下，俄乌局势依旧紧张，短期高油价将是常态。2023年4月EIA公布月度短期能源展望报告，预计今年WTI原油价格为79.2美元/桶，较此前预期上调2.8%；2024年WTI原油价格为75.21美元/桶，上调5.1%。美国作为全球页岩油气开采先进技术的掌握者并同时拥有全球第二大储量的页岩油气，未来油气产量将进一步提升。因此作为页岩油气行业上游的软管制造供应商，公司在北美市场的业务可持续性较强。

**图 29：WTI 原油期货结算价（美元/桶）**


数据来源：同花顺iFind，西南证券整理

**图 30：境外收入中耐高压大流量输送软管占比大且逐年上升**


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

**公司和沙特阿美建立良好合作关系，中东市场业务增长可期。**沙特阿美在2020年宣布开发其境内最大的非常规天然气田Jafurah。据沙特阿美预计，Jafurah页岩气田天然气储量超过16.6万亿立方米，整个生命周期总投资将超过1100亿美元。公司凭借性价比优势和服务优势，已经与沙特阿美在亚洲的子公司阿美远东（北京）商业服务有限公司建立了稳定且可持续的合作关系，其已连续三年位列公司前五大客户之一。此外，2020年Pureline Treatment Systems, LLC沙特分公司均成为公司新增客户，均采购公司产品用于中东Jafurah气田开发，因此公司在中东市场开拓上已有一定成果。基于行业的市场壁垒特点，公司在中东市场的业务增长可期。

**表 9：公司对阿美远东的具体销售情况**

时间	销售金额（万元）	年度销售额占比
2020年	1484.0	5.59%
2021年	1146.9	3.19%
2022年	6006.1	9.90%

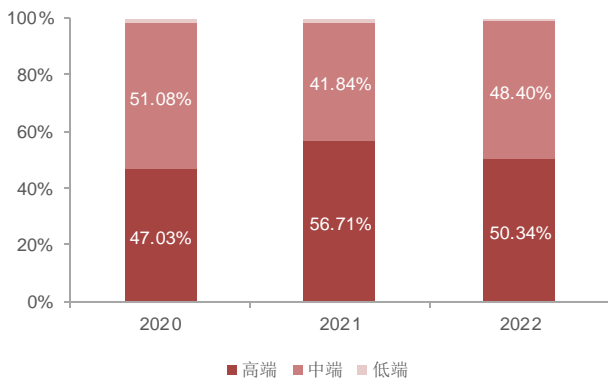
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

**国内页岩油气市场潜力大，公司已和中石化建立良好合作关系。**据自然资源部和观研天下数据显示，我国埋深4500米以浅页岩气可采资源量约22万亿立方米，非常规气潜在储量丰富，随开采技术不断突破，页岩气有望成为未来天然气重要增产动力。随着国内新一轮能源体系规划的发布，国内市场预计将迎来较快增长。2020年度中石化集团为了开发川渝地

区页岩油气，从公司采购了较多的页岩油气压裂供水软管。截至 2022 年，公司已与中石化保持 10 年的合作关系。因此，在未来国内的新增市场里，公司有望占据一席之地。

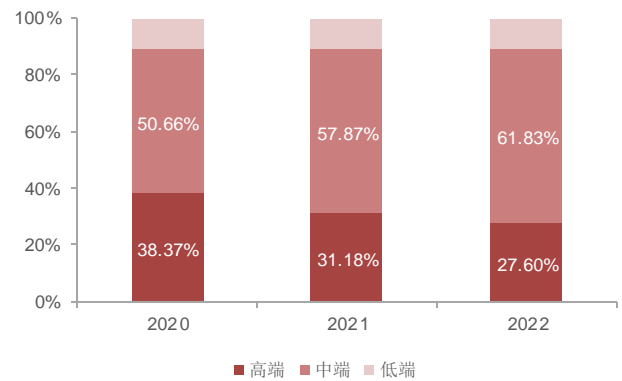
公司定位中高端市场，在市场集中度提高的趋势中占优势地位。行业集中度逐步提高是胶管行业发展的必然趋势。橡胶软管制品下游企业对厂商产品性能的稳定性、产品质量的要求越来越高，这将为优秀的生产企业提供稳定增长的市场空间。当前公司耐高压大流量输送软管产品定位中高端，其中 2020-2022 年中高端产品占比平均为 98.5%；普通轻型输送软管产品主要定位于中高端，2020-2022 年中高端产品占比平均为 89.2%。

图 31：耐高压大流量输送软管中不同档次的产品收入占比



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 32：普通轻型输送软管中不同档次的产品收入占比



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

公司依托广泛客源，积极拓展国内产品市场。目前公司建立了较为完善的国内市场销售网络及服务体系，国内市场采用片区责任制，将全国市场划分为华东、华中、华南、西北、东北五大片区，各个片区由专业团队提供一站式销售服务，包括售前咨询、售后服务和技术支持等。这种一站式营销方式，能够给客户更加专业的解答和更加贴心的服务。

表 10：公司与部分客户合作年限

客户名称	与发行人合作年限（年）	是否签订框架协议
Trojan Hose & Supply LLC	2	是
应急管理部森林消防局	4	否
冀中能源峰峰集团有限公司	2	否
Bridgestone Hosepower, LLC	2	是
LC&Clear	8	是
中国石油化工集团有限公司	10	否
阿美远东（北京）商业服务有限公司	3	否
Kidde Brasil LTDA	6	是
Pureline Treatment Systems, LLC	3	是

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

### 3.2 持续追求技术创新，以期保持优势地位

公司始终专注业务创新、技术创新与工艺设备创新，以期在行业竞争中保持优势地位。公司高度重视技术创新工作，持续增加研发投入，将技术创新及自主研发视为公司提升核心竞争力及满足客户差异化需求的重要支柱，不断完善从配方设计到工业化生产的完整研发体系。

### ➤ 业务创新

公司坚持专业化、差异化的发展战略。不断探索新的市场领域，在“耐高压、抗磨损、长距离”特性基础上，逐步研发能适应高温极寒、海底高压、酸碱腐蚀等多种特殊作业环境软管，实现流体输送的多元化和特色化。公司采取总成总装的设计理念，将软管、接扣、收放装置等作为整体方案进行一体化设计，为客户提供系统的解决方案。

公司专注于下游页岩油气开采和应急救援细分领域，践行业务聚焦战略，已具备核心产品完整的生产工艺流程和管体接扣的接合设计能力，实现了流体传输软管生产环节的自主可控，在同行业中具有较强的竞争优势。凭借持续的产品和技术创新，公司同步开发并拓展流体传输软管的其他市场领域，通过加强与页岩油气开采系统配套服务商以及大型工矿集团等龙头客户的合作，不断丰富产品适用性能，满足下游客户不同的应用场景要求。

### ➤ 技术和工业设备创新

公司始终致力于提升技术研发能力、提高产品性能，研发费用逐年提高，研发费用薪酬逐年上升。2020年和2021年公司的研发费用率分别为5.54%和4.66%，高于行业平均水平3.9%和3.7%，但在2022年有所回落，这是因为2022年公司营业收入增长快速。公司在2020-2022年研发费用呈现上升趋势，分别为1471.8万元、1674.5万元和1980.4万元。研发费用主要包括职工薪酬和材料费，其中研发人员薪酬占比超过50%。截至2023年4月，公司已取得129项专利，其中发明专利28项，实用新型专利101项。公司的技术创新主要围绕提高纤维增强层断裂强度、增强内外层适应性能等关键核心属性的应用，公司和产品用户能同时实现节能环保、降本增效，提升了产品的市场竞争力。

图 33：公司研发费用率同行对比

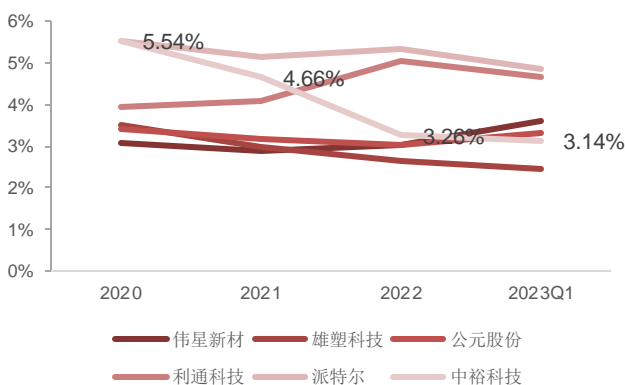
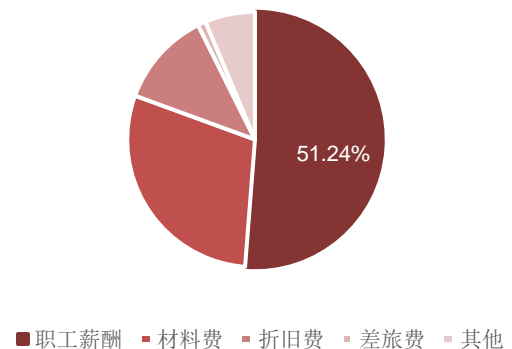


图 34：2022 年公司研发费用拆解



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

公司将自研且原创的五大核心技术应用在主要产品上，构筑核心竞争力。公司经过多年技术应用方面的拓展研究，全面提升了流体传输软管的质量和性能。同时公司致力于自动化生产，较好地保障了生产效率、生产精密度、节能效果和产品质量的稳定性。运用在耐高压大流量输送软管上的“一次成型共挤技术”、“大口径圆织机编织技术”和“超高强纤维编织



软管技术”可以帮助生产工序减少，人均产能提升，提高高强度纤维有效利用率，并突破长距离无接头流体传输软管生产的技术壁垒；运用在橡胶材质软管上的“自动化硫化生产技术”可以保证材料性能的稳定性并帮助产品实现批量生产；运用在橡塑合金材质软管上的“NBR合金材料技术”可帮助产品实现优秀的综合性能。

**表 11：公司核心技术**

技术名称	技术特点及内容	主要产品应用
一次成型共挤技术	一次成型共挤工艺相对传统的生产工艺（如二次成型法）， <b>生产工序减少约 50%</b> ；单管挤出长度最长可达 8000-10000m（二次成型受作业场地限制长度一般约 200m）； <b>产品性能明显提升</b> ，反映产品磨损程度的关键核心指标延伸率<1%（二次成型延伸率<3%）。公司通过调整温度参数、流道位置、表面光滑度，不断提高一次成型共挤模具的工作效率， <b>单管挤出效率提升 30%以上</b> 。	耐高压大流量输送软管
自动化硫化生产技术	自行研发的自动化硫化生产线，解决了人工硫化容易导致超高分子量聚乙烯在超过 120°C 环境下强度下降和口径不稳的问题，同时设计了适合自动硫化的配方和生产流程， <b>保证了材料性能的稳定性</b> 。	橡胶材质软管
大口径圆织机编织技术	公司自主设计研发的大口径圆织机及辅助系统最大可生产 1500mm 径的增强层，自带圆织机带坯编织故障自停保护装置，当牵引装置出现故障时圆织机本体将及时停止，避免不良产品的继续生产， <b>突破了长距离无接头流体传输软管生产的技术壁垒</b> 。	耐高压大流量输送软管
超高强纤维编织软管技术	通过对编织工序的并线、加捻和圆织机的改造，解决了高强度纤维在编织过程中强度损失大的问题， <b>使高强度纤维的有效利用率达到 82%-88%</b> 。	耐高压大流量输送软管
NBR 合金材料技术	研发 NBR 合金技术，并在此技术上开发了高弹性、高耐油、耐寒等多种产品， <b>实现了产品质量、技术要求的差异化、可定制化</b> ，实现了 NBR 与 PVC 合金的多比例熔合，并将门尼公差控制在±3 以内。	橡塑合金材质软管

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

公司坚持“自主创新，以市场为导向”的研发方针，根据市场或客户的需求及生产过程中存在的**技术难题和瓶颈**进行研发。公司采用改进、创新的产品研发模式，形成了较为完善的研发体系，从生产技术、自动化生产设备、产品配方等方面进行技术创新。截至 2022 年底，公司共有 17 个研发项目。其中 4 个项目处于正在研发中，分别是“海洋工程用大口径耐高压碳纤维芳纶增强复合软管关键技术研发”、“高效率橡胶软管的研究和应用”、“钢纤带增强聚乙烯复合压力管道的研制”和“大口径低形变柔性软管的研制和应用”。公司研发部旗下拥有一支独立的研发团队，截至 2023 年 4 月，公司有 52 名研发人员，主要负责管体编织技术、改性技术、产品配方的研发以及生产工艺与模具图纸设计等。

除自主研发外，公司还采取合作研发的模式。公司非常重视与高等院校、科研院所合作，建有江苏省高分子复合软管工程技术研究中心和江苏省企业研究生工作站等省级科研平台，并与东南大学、江苏科技大学、南京工程学院等院校开展合作，有效推动产学研一体化。主要合作项目有“UHMWPE/芳纶混杂纤维增强柔性复合软管的开发”、“基于桐油基聚氨酯的复合材料软管研发”、“非开挖管道修复用复合材料的研发与应用”、“海洋工程用特种纤维增强复合软管的研发及产业化”和“高性能特种纤维增强高分子复合软管的关键技术研发”。

关于产品性能，公司的所有产品爆破压力参数值均高于竞争对手的平均值，且普通轻型输送软管类产品在轻量化上更具优势。具体来说，公司 150mm TPU 软管的爆破压力是竞争对手平均值的 1.6 倍，150mm TPU 软管的工作压力是竞争对手平均值的 1.4 倍。

**表 12：公司耐高压大流量输送软管类产品与竞争对手关键性能指标**

产品类型	对比公司	工作压力	爆破压力	壁厚	重量
300mm TPU 软管	竞争对手平均值	11.5bar	30.2bar	4.85mm	5.2kg/m
	中裕科技	14bar	42bar	5.0mm	5.2kg/m
200mm TPU 软管	竞争对手平均值	14.5bar	41.25bar	4.23mm	3.05kg/m
	中裕科技	20bar	42bar	3.8mm	2.9kg/m
150mm TPU 软管	竞争对手平均值	20.25bar	53bar	3.85mm	2.2kg/m
	中裕科技	28bar	85bar	5.8mm	3.4kg/m
150mm NBR 软管	竞争对手平均值	14bar	36.33bar	3.57mm	1.95kg/m
	中裕科技	13bar	39bar	3.6mm	2.7kg/m

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

**表 13：公司普通轻型输送软管类产品与竞争对手关键性能指标**

产品类型	对比公司	工作压力	爆破压力	壁厚	重量
100mm 橡胶软管	竞争对手平均值	15bar	42bar	2.83mm	1.13kg/m
	中裕科技	17bar	51bar	3.3mm	1.20kg/m
80mm 橡胶软管	竞争对手平均值	15bar	44.75bar	2.7mm	0.77kg/m
	中裕科技	21bar	63bar	3.1mm	0.85kg/m
65mm 橡胶软管	竞争对手平均值	17bar	47.25bar	2.57mm	0.64kg/m
	中裕科技	21bar	63bar	3.0mm	0.70kg/m
50mm 橡胶软管	竞争对手平均值	15.67bar	50.75bar	2.47mm	0.46kg/m
	中裕科技	21bar	63bar	2.8mm	0.50kg/m

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

### 3.3 募投布局埋管网领域，丰富产品结构增强市场竞争力

募投布局埋管网领域，培育利润新增长点。公司此次上市募集资金净额为 2.7 亿元，将用于“柔性增强热塑性复合管量产项目”，“钢衬改性聚氨酯耐磨管量产项目”和“检测中心项目”。

**表 14：募投项目与金额**

项目	募集资金投入额（万元）	建设期
柔性增强热塑性复合管量产项目	22,090.00	2 年
钢衬改性聚氨酯耐磨管量产项目	3,500.00	2 年
检测中心项目	1,353.56	1 年
合计	26,943.56	-

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

公司突破 F-RTP 技术痛点，突破高压 RTP 连接缩径阻碍。与传统金属管道、水泥管道相比，F-RTP 拥有更好的耐高压、耐腐蚀、质量轻、易安装、成本低等优点；与单一塑料管相比，F-RTP 强度更高、耐热性更好、耐磨性更高；因此，F-RTP 能够替代传统管道在众多领域的需求，拥有广阔的应用前景；但是，F-RTP 管道间连接的稳定性制约着 F-RTP 的发展。在实际工程应用中，管材之间的连接方式对管网的正常运行起着至关重要的作用，可靠

的连接技术既可以减少管网渗漏、腐蚀的问题，又可以降低施工的难度。然而 F-RTP 是一种复合管，其增强层无法直接连接，使得 F-RTP 连接难度较大。公司多年从事管道行业，投入了大量的资源研发管道行业相关技术，目前公司掌握钢纤预浸渍工艺、热敷缠绕工艺、钢丝（或含光纤）增强热塑性塑料带材制造工艺，可满足 F-RTP 的生产；研发的针对不同应用场景的材料改性技术，可帮助拓宽 F-RTP 应用范围。此外公司还开发了高压 RTP 连接技术，突破了高压 RTP 连接缩径阻碍，保持管材通径一致，保持了管道流体输送能力，解决了管材铺设连接安装问题，为客户使用安装提供技术支持。

**表 15：柔性热塑性复合管量产项目具备的专业技术**

技术名称	技术特点及内容	技术来源
钢纤预浸渍制带工艺	用改性树脂浸渍高强度钢纤，以期获得一种高强度、最大金属比表面积的复合带材。一根钢纤带的连续生产长度达 72000 米，带宽公差±1mm，带厚公差±0.03mm，生产速度 15m/s，在相同带宽上最大数量排列钢纤，并且保证钢纤与树脂之间的粘接强度	自研、原始创新
预浸带热敷缠绕工艺	将预浸带在线热敷缠绕在内管上，一次成形为粘接型 RTP 管材，通过调节走线速度、预浸带张力控制、温控、信号加接等参数，从缠绕角度计算管材的径向、轴向承压强度。在缠绕的过程控制带材的间距，为确保安全生产，完全实现自动化。相比于二次成形的设备，一次成形的生产效率提升 35%，能耗降低 25%。	自研、原始创新
钢纤（或含光纤）增强热塑性塑料管材制造工艺	运用创新的多层共挤补偿技术，通过内管挤出、冷却定型、增强层复合、外覆层包覆，共挤补偿和快速风冷定型，管材在最小质量内以最快速度获得结晶强度，使管材的重量降低，材料成本降低 10%。	自研、原始创新
高压 RTP 管材连接技术	使用外增强技术，将电熔管件的承压强度提升 150%以上，解决中高压 RTP 管金属扣压连接的缩径问题，有效防止塑料的蠕变，提高管件的承压强度	自研、原始创新
浆体耐磨管道的评价技术	运用环管磨损试验设备和试验方法，为客户提供个性化的磨损分析，对耐磨管道的服役寿命作出精确判断	自研
双抗塑料的改性技术	适用于煤矿井下用设备与产品的阻燃抗静电性能要求，钢纤带粘接树脂的拉伸强度为 23MPa，比市场上销售的阻燃抗静电 PE 材料增强 90%，同时成本降低 22%，供应保障能力得到加强	自研

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

**募投量产开拓 F-RTP 应用领域，丰富产品结构，增强客户粘性。**公司在“柔性增强热塑性复合管量产”项目中计划生产可用于煤矿井下、长距离浆体输送、市政供热、消防以及油气化工的 F-RTP。这将成为公司软管主营业务的重要补充，是公司进军地理官网领域的重要产品。其可拓展公司业务收入来源，成为公司的新增利润点，也可丰富公司产品结构，满足客户多元需求，增强客户粘性。

**表 16：柔性增强热塑性复合管量产项目具体产品方案及设计产能**

产品名称	达产后年产能（万平米）
煤矿井下钢纤增强聚乙烯复合管	
Dn110 4.0MPa（M）	20.00
Dn160 4.0MPa（M）	20.00
Dn200 4.0MPa（M）	10.00
Dn250 4.0MPa（M）	10.00
长距离浆体输送耐磨管	

产品名称	达产后年产能 (万米)
Dn250 4.0MPa (K)	4.00
Dn315 4.0MPa (K)	3.00
市政供热、消防管系列	
Dn250 4.0MPa (S)	10.00
Dn315 4.0MPa (S)	7.00
Dn315 4.0MPa (R)	10.00
油气化工复合管	
Dn160 4.0MPa (Y)	10.00
合计	104.00

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

**顺应市场需求，前瞻性布局钢衬改性聚氨酯耐磨管产品。**钢衬改性聚氨酯耐磨管目前主要的应用领域为各类金属矿山、油砂矿的开采。根据同花顺数据计算，2022年，全球制造业 PMI 平均值为 51.2%，略低于 2021 年的 54.7%，但仍高于 2020 年的 49.2%。根据国家统计局服务业调查中心和中国物流与采购联合会的数据显示，2023 年 7 月中国的制造业 PMI7 月份，制造业 PMI 为 49.3%，比上月上升 0.3 个百分点，我国经济延续恢复发展态势。制造业的复苏将拉动对各类矿石的消耗，矿业企业扩大生产需要加大对采矿管道的投入。根据 FactMR 的研究数据显示，2021 年全球采矿管道市场规模为 60 亿美元，同比增长 5.5%，而到 2031 年全球采矿管道市场规模将达到 110 亿美元，年复合增长率将达到 6.5%。采矿业市场规模的增长将拉动对管道的消费。

表 17：钢衬改性聚氨酯耐磨管量产项目具体产品方案及设计产能

产品名称	达产后年产能
钢衬聚氨酯耐磨复合管	18000 吨
耐磨配件	6000 吨
智能矿山装备	280 套

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

#### 关键假设：

假设 1：公司已与沙特阿美亚洲子公司建立了稳定且可持续的合作关系，受益于天然气田 Jafurah 的开发，公司中东市场业务有望迎来快速增长。我们预计 2023-2025 年公司耐高压大流量输送软管销量约为 280/340/400 万米，销售单价维持稳定。

假设 2：伴随着公司加大境内和境外市场拓展力度，不断开发新客户，公司普通轻型输送软管业务有望稳步发展。我们预计 2023-2025 年，公司普通轻型输送软管产品销量为 1400/1600/1750 万米，销售单价维持稳定。

假设 3：随着公司募投项目逐步建设落地，公司柔性增强热塑性复合管、钢衬改性聚氨

酯耐磨管产能于 2024 年开始释放，将成为公司业绩增长点之一。我们预计 2024-2025 年，公司柔性增强热塑性复合管产品销量约为 20/60 万米，销售单价保持稳定；假设钢衬改性聚氨酯耐磨管产品销量约为 1.2/3.6 万米，销售单价保持稳定。

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 18：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
耐高压大流量输送软管	收入	429.1	579.2	695.1	834.1
	增速	91.9%	35.0%	20.0%	20.0%
	成本	208.9	280.9	337.1	404.5
	毛利率	51.3%	51.5%	51.5%	51.5%
普通轻型输送软管	收入	132.7	159.3	183.1	201.5
	增速	17.0%	20.0%	15.0%	10.0%
	成本	99.8	119.4	137.4	151.1
	毛利率	24.8%	25.0%	25.0%	25.0%
接扣及其他	收入	45.0	51.7	59.5	68.4
	增速	97.7%	15.0%	15.0%	15.0%
	成本	36.6	42.9	49.4	56.8
	毛利率	18.7%	17.0%	17.0%	17.0%
柔性增强热塑性复合管	收入	-	-	60.3	168.9
	增速	-	-	-	180.0%
	成本	-	-	39.2	108.1
	毛利率	-	-	35.0%	36.0%
钢衬改性聚氨酯耐磨管	收入	-	-	36.3	101.5
	增速	-	-	-	180.0%
	成本	-	-	21.8	60.9
	毛利率	-	-	40.0%	40.0%
合计	收入	606.7	790.2	1034.2	1374.3
	增速	68.7%	30.2%	30.9%	32.9%
	成本	345.3	443.3	584.8	781.4
	毛利率	43.1%	43.9%	43.5%	43.1%

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 18/15/13 倍。预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 7.9/10.3/13.7 亿元，yoy 为 30.2%/30.9%/32.9%；预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.2/1.6/2.1 亿元，CAGR 为 31.8%，对应 PE 为 12/9/7 倍。2024 年可比公司平均估值为 15 倍。随着天然气田 Jafurah 开发带来巨大增量市场，叠加公司募投项目柔性增强热塑性复

合管、钢衬改性聚氨酯耐磨管产能逐步释放，公司业绩将步入高速增长期。虽然不同市场间存在流动性差异，但是自公司 2023 年 4 月 24 日在北交所上市至 2023 年 8 月 1 日，公司平均换手率为 4.5%，高于伟星新材的 0.5% 和公元股份的 1.3%。我们给予公司 2024 年 11 倍 PE，对应目标价为 17.49 元，首次覆盖，给予“持有”评级。

**表 19：可比公司估值**

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
002372.SZ	伟星新材	340.86	21.41	0.81	1.00	1.16	1.32	26.19	21.50	18.48	16.45
002641.SZ	公元股份	73.99	6.02	0.07	0.41	0.50	0.61	66.79	14.61	11.85	9.90
平均值								46.49	18.06	15.17	13.18
871694.BJ	中裕科技	14.97	14.90	0.92	1.24	1.59	2.10	16	12	9	7

数据来源：iFind 同花顺，西南证券整理（数据截止日期 2023.8.1）。注：可比公司信息均来自同花顺一致预期

## 5 风险提示

**自主研发能力不及预期的风险。**赛尔管业实控人吴河山为公司子公司 4 项受让取得专利以及自主研发取得的 5 项专利的发明人之一。公司募投项目相关核心技术中大部分专利发明人包含吴河山，公司研发独立性存在风险，自主研发能力存在不及预期的风险。

**原材料价格波动的风险。**公司主要原材料价格与大宗商品市场直接相关，交易活跃且价格具有一定波动性。原材料价格波动会直接造成公司采购成本的波动从而引起公司营业成本的变动，影响公司经营业绩。2022 年公司净利润已因主要材料价格上涨而下降，若未来原材料价格继续上涨，可能导致公司毛利率进一步下降，并对公司期后经营业绩造成不利影响，公司存在原材料价格波动的风险。

**下游行业需求波动的风险。**公司耐高压大流量输送软管最主要的下游行业为页岩油气开采行业。公司页岩油气压裂供水软管收入波动的主要原因是页岩油气开采行业需求受石油价格影响。未来若国际原油价格出现下跌，可能会导致页岩油气开采等下游行业开工率下降，对公司主要产品页岩油气压裂供水软管的需求量减少，进而可能会导致公司经营业绩发生下滑风险。

**国际贸易摩擦风险。**2020 年-2022 年，公司美国地区收入占主营业务收入的 19.04%、33.49% 和 45.02%。近年来，美国在国际贸易战略、进出口政策和市场开发措施等方面有向保护主义、本国优先主义方向发展的趋势，曾多次宣布对中国商品加征进口关税。中美贸易摩擦对公司业绩产生了一定影响，在目前的中美贸易摩擦背景下，世界贸易形势存在一定的不确定性。若中美贸易摩擦继续升级，未来发行人主要出口国家或地区对发行人加征关税或者在其他贸易政策上施加不利影响，发行人的境外业务则可能相应受到影响，并可能在与其它国际化企业以及境外市场的本土企业竞争中处于不利地位，进而对公司的经营业绩带来不利影响。

**技术替代性风险。**流体传输高分子材料软管行业呈现专业化、差异化的特点，对于相关产品的技术要求也逐步提高，推动了原有技术的应用及更新、升级。公司所掌握的自主研发技术是公司开展相关业务的重要依托。未来，伴随着行业内整体技术水平的提升，公司现有的核心技术或产品存在被更加高效、经济的技术或产品替代的风险。

**下游页岩油气开采技术更新迭代的风险。**页岩油气行业的繁荣主要得益于技术创新和科技进步，水力压裂法这项突破性技术的使用，推动了页岩油气行业的革命。随着科学技术的发展，可以预见未来页岩油气行业仍将会有新技术不断应用来实现整个行业的自我革新。如果未来公司的技术开发和产品升级不能及时跟上页岩油气开采技术迭代带来的市场需求的变化，将可能导致公司的核心竞争力下降，主要客户流失，继而影响公司的营业收入和盈利水平或者对生产经营状况造成较大冲击。

**募投项目建成及达产进度或不及预期的风险。**发行人本次募集资金扣除发行费用后将用于柔性增强热塑性复合管量产项目、钢衬改性聚氨酯耐磨管量产项目、检测中心项目和补充流动资金。募投项目产品是发行人在现有研发创新技术上开发的新产品，虽然对其进行了市场、技术等方面的可行性论证，但在募投项目实施过程中，仍然可能出现资金到位不及时、项目投资超支、宏观政治经济形势变化、产业政策变化、技术迭代加快、市场环境变化及人才储备不足等情况，募投项目存在无法正常实施或者无法实现预期目标的风险。由于本次募投项目的拟投资金额较大，如果募投项目无法正常实施或无法实现预期目标，将可能会对公司的盈利状况和未来发展产生不利影响。

**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	606.74	790.20	1034.25	1374.31	净利润	91.75	124.13	159.04	209.77
营业成本	345.27	443.29	584.78	783.06	折旧与摊销	12.02	18.91	26.03	29.29
营业税金及附加	5.09	6.59	8.64	11.47	财务费用	2.30	3.22	2.32	3.03
销售费用	103.58	125.46	168.33	221.85	资产减值损失	-1.38	-1.00	-1.00	-1.00
管理费用	29.56	71.12	89.98	116.82	经营营运资本变动	22.50	-90.65	-57.73	-81.80
财务费用	2.30	3.22	2.32	3.03	其他	-31.83	1.02	2.84	0.00
资产减值损失	-1.38	-1.00	-1.00	-1.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>95.36</b>	<b>55.63</b>	<b>131.51</b>	<b>159.29</b>
投资收益	-1.42	0.50	0.50	0.50	资本支出	-121.35	-135.00	-80.00	-10.00
公允价值变动损益	0.00	-0.01	-0.01	-0.01	其他	-17.18	-5.45	-2.54	-3.67
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>-138.53</b>	<b>-140.45</b>	<b>-82.54</b>	<b>-13.67</b>
<b>营业利润</b>	<b>105.43</b>	<b>142.00</b>	<b>181.69</b>	<b>239.57</b>	短期借款	53.07	-24.58	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.99	-0.51	-0.58	-0.63	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>104.44</b>	<b>141.49</b>	<b>181.11</b>	<b>238.94</b>	股权融资	0.25	269.44	0.00	0.00
所得税	12.69	17.36	22.07	29.17	支付股利	0.00	-43.58	-57.67	-72.14
净利润	91.75	124.13	159.04	209.77	其他	-8.77	-3.19	-2.42	-3.13
少数股东损益	-0.46	-0.62	-0.79	-1.04	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>44.56</b>	<b>198.08</b>	<b>-60.09</b>	<b>-75.27</b>
归属母公司股东净利润	92.21	124.74	159.83	210.81	<b>现金流量净额</b>	<b>1.49</b>	<b>113.27</b>	<b>-11.12</b>	<b>70.35</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	101.79	215.06	203.93	274.29	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	93.83	130.41	170.16	227.36	销售收入增长率	68.68%	30.24%	30.88%	32.88%
存货	153.41	196.96	257.82	346.92	营业利润增长率	80.30%	34.69%	27.95%	31.86%
其他流动资产	16.01	22.50	27.87	36.88	净利润增长率	78.44%	35.29%	28.13%	31.90%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	66.97%	37.07%	27.97%	29.44%
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	198.39	315.39	370.26	351.88	毛利率	43.09%	43.90%	43.46%	43.02%
无形资产和开发支出	40.03	39.12	38.21	37.30	三费率	22.32%	25.29%	25.20%	24.86%
其他非流动资产	24.59	28.59	32.59	36.59	净利率	15.12%	15.71%	15.38%	15.26%
<b>资产总计</b>	<b>628.04</b>	<b>948.02</b>	<b>1100.85</b>	<b>1311.22</b>	ROE	26.38%	17.78%	19.90%	22.39%
短期借款	124.58	100.00	100.00	100.00	ROA	14.61%	13.09%	14.45%	16.00%
应付和预收款项	135.32	140.71	189.38	258.32	ROIC	27.91%	24.55%	23.14%	26.17%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	19.74%	20.77%	20.31%	19.78%
其他负债	20.31	9.36	12.15	15.95	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>280.21</b>	<b>250.07</b>	<b>301.53</b>	<b>374.27</b>	总资产周转率	1.17	1.00	1.01	1.14
股本	76.38	100.48	100.48	100.48	固定资产周转率	5.38	3.88	3.51	4.31
资本公积	26.02	271.36	271.36	271.36	应收账款周转率	7.97	8.78	8.80	8.86
留存收益	244.08	325.24	427.40	566.07	存货周转率	2.73	2.53	2.56	2.58
归属母公司股东权益	346.35	697.08	799.24	937.91	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	95.81%	—	—	—
少数股东权益	1.48	0.87	0.08	-0.96	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>347.83</b>	<b>697.94</b>	<b>799.32</b>	<b>936.95</b>	资产负债率	44.62%	26.38%	27.39%	28.54%
负债和股东权益合计	628.04	948.02	1100.85	1311.22	带息债务/总负债	44.46%	39.99%	33.16%	26.72%
					流动比率	1.32	2.28	2.21	2.38
					速动比率	0.76	1.49	1.34	1.45
					股利支付率	0.00%	34.94%	36.08%	34.22%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.92	1.24	1.59	2.10
					每股净资产	3.45	6.94	7.95	9.33
					每股经营现金	0.95	0.55	1.31	1.59
					每股股利	0.00	0.43	0.57	0.72
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	119.75	164.14	210.04	271.89					
PE	16.24	12.00	9.37	7.10					
PB	4.32	2.15	1.87	1.60					
PS	2.47	1.89	1.45	1.09					
EV/EBITDA	9.49	8.23	6.47	4.73					
股息率	0.00%	2.91%	3.85%	4.82%					

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。

## 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	wyif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyif@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
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362
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
徐铭婉		销售经理	15204539291	15204539291	xumw@swsc.com.cn
姚航		销售经理	15652026677	15652026677	yhang@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
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	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
广深	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

---