

中裕科技 (871694)

流体传输软管“小巨人”，深化布局中东市场
增持 (首次)

2024年08月12日

证券分析师 朱洁羽

执业证书: S0600520090004

zhujiayu@dwzq.com.cn

证券分析师 易申申

执业证书: S0600522100003

yishsh@dwzq.com.cn

证券分析师 余慧勇

执业证书: S0600524080003

yuhy@dwzq.com.cn

研究助理 钱尧天

执业证书: S0600122120031

qianyt@dwzq.com.cn

研究助理 武阿兰

执业证书: S0600124070018

wual@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	606.74	667.01	697.83	811.08	988.14
同比 (%)	68.68	9.93	4.62	16.23	21.83
归母净利润 (百万元)	92.21	126.51	127.99	137.64	196.94
同比 (%)	79.29	37.21	1.17	7.53	43.08
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.90	1.24	1.25	1.35	1.93
P/E (现价&最新摊薄)	11.57	8.43	8.34	7.75	5.42

投资要点

■ **持续聚焦管道主业二十余年，服务全球中高端橡胶软管市场。**中裕科技成立于 2000 年，是一家以流体传输高分子材料软管的研究、生产和销售为核心业务的高新技术企业，定位于中高端市场，在流体传输高分子材料软管细分市场具有较强的竞争力。公司业绩体量稳步增长，2020-2023 年实现营收 2.66/3.60/6.07/6.67 亿元，年均复合增长率 25.89%；实现归母净利润 0.50/0.51/0.92/1.27 亿元，年均复合增长率 26.20%。同时，公司积极加大研发投入以夯实核心技术优势，2023 年研发费用 3258 万元，同比增长 64.49%，并完成连续型高效高质消防水带、火场紧急救援用消防水带组合件、农业用耐曲绕拖曳软管等十余项项目研发。

■ **橡胶软管下游应用广阔，市场空间稳步增长。**橡胶软管是用以输送气体、液体、浆状或粒状物料的一类管状橡胶制品，在矿业开采、农业、基建、化工、食品饮料、消防医药和汽车等领域应用广泛。其中，页岩油气压裂供水软管市场增长速度较快，发展前景乐观。根据 Global Info Research 数据，2022 年全球水力压裂水处理系统用输水软管市场规模 2.69 亿美元，预计 2028 年将增长至 4.53 亿美元，年均复合增长率为 9.05%。特别是 2020 年以来沙特阿美开发其境内最大的非常规天然气田 Jafurah (天然气储量超过 16.6 万亿立方米，总投资将超过 1100 亿美元)，中东地区页岩油气压裂供水市场增量显著。此外，随着中国新一轮能源体系规划的发布，国内市场也有望迎来较快增长。

■ **核心技术实力领先，战略深化中东市场布局。**1) **产品布局:** 公司产品定位于中高端市场，已形成以耐高压大流量输送软管、普通轻型输送软管为主要产品，以柔性增强热塑性复合管、钢衬改性聚氨酯耐磨管为新兴拓展产品的多层次业务格局。2020-2022 年，公司耐高压大流量输送软管中高端产品占比平均为 98.46%；普通轻型输送软管中高端产品占比平均为 89.17%。2) **募投项目:** 2023 年募投项目已开始贡献盈利，其中柔性增强热塑性复合管量产项目为进军埋管领域的重要产品，广泛应用于矿井、市政基础设施的建设与改造；钢衬改性聚氨酯耐磨管量产项目主要面向国外市场，在工矿场景中具备较大的性能优势。3) **海外市场:** 美国页岩油气产量居世界前列，公司于 2017 年设立全资孙公司中裕美国，为北美客户提供更加便捷的服务，持续巩固北美市场；同时，公司稳健布局巴西消防水带市场、中东页岩油气市场，2023 年先后设立境外全资子公司中裕阿联酋和中裕沙特，中东地区有望成为继美国之后页岩油气压裂供水新的增量市场。

■ **盈利预测与投资评级:** 管道主业稳健发展，公司业绩可期。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 1.28/1.38/1.97 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为对应最新 PE 为 8.34/7.75/5.42 倍，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

■ **风险提示:** 1) 原材料价格波动的风险。2) 下游需求波动风险。3) 汇率波动风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.43
一年最低/最高价	9.85/22.50
市净率(倍)	1.40
流通 A 股市值(百万元)	262.06
总市值(百万元)	1,066.97

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.43
资产负债率(% ,LF)	29.49
总股本(百万股)	102.30
流通 A 股(百万股)	25.13

相关研究

内容目录

1. 中裕科技：流体传输软管专精特新“小巨人”	4
1.1. 持续聚焦管道主业二十余年，服务全球中高端橡胶软管市场.....	4
1.2. 布局耐高压大流量和普通轻型两大系列产品，下游应用领域广泛.....	6
1.3. 业绩体量稳步增长，耐高压大流量输送软管占比持续提升.....	6
2. 橡胶软管下游应用广阔，市场空间稳步增长	8
2.1. 橡胶软管为流体输送产业链中游环节，下游应用广泛.....	8
2.2. 下游应用领域持续拓宽，为橡胶软管行业提供广阔市场空间.....	9
2.3. 海外大厂先发优势显著，中国企业市场份额逐步扩大.....	10
3. 海外拓展成效显著，深化中东油气市场布局	11
3.1. 自主研发核心技术，研发体系先进重视合作创新.....	11
3.2. 募投高端新型材料管道，完善多层次软管产品布局.....	13
3.3. 持续深耕海外市场，新设子公司深化中东布局.....	15
4. 盈利预测与投资建议	17
5. 风险提示	19

图表目录

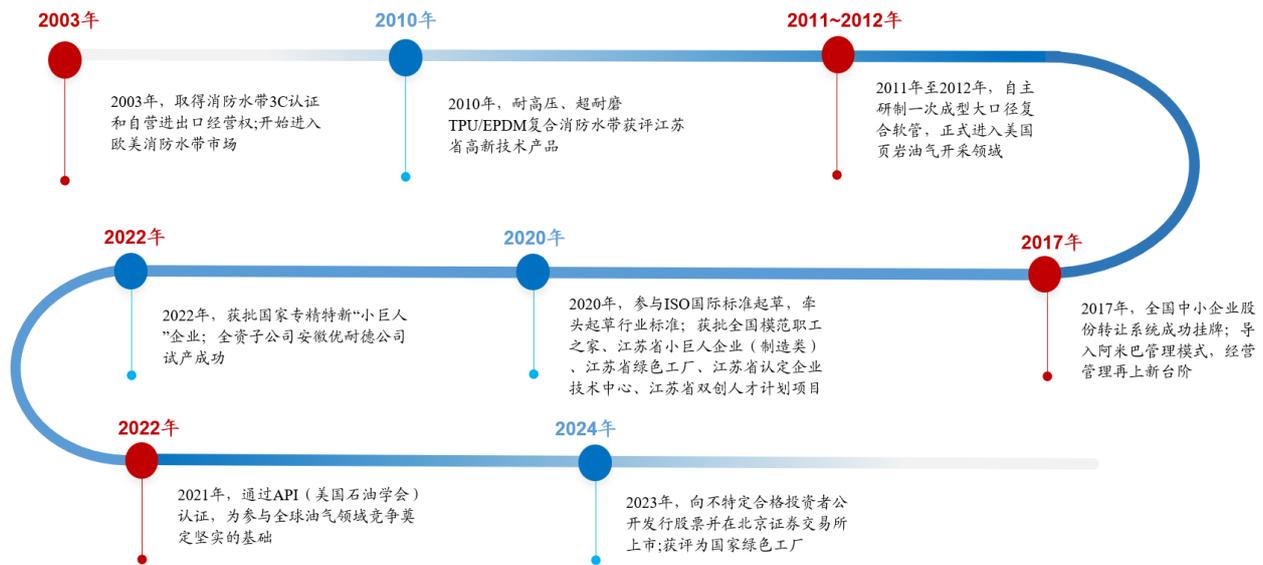
图 1:	中裕科技发展历程.....	4
图 2:	中裕科技股权结构图（截至 2024 年 8 月 8 日）.....	5
图 3:	公司主要、次要产品及用途简介.....	6
图 4:	2019-2024 年 Q1 公司营业收入及同比增速.....	7
图 5:	2019-2024Q1 公司归母净利润及同比增速.....	7
图 6:	2019-2023 年公司各类业务营业收入（百万元）.....	7
图 7:	2019-2023 年公司各项业务毛利率.....	7
图 8:	2019-2023 年公司毛利及毛利率情况.....	8
图 9:	2019-2023 年公司期间费用率情况.....	8
图 10:	橡胶软管产业链.....	9
图 11:	2019-2024 年全球工业软管市场规模及增速.....	10
图 12:	2022-2028 年全球水力压裂水处理系统用输水软管市场规模及增速.....	10
图 13:	2023 年研发人员情况.....	13
图 14:	2022 年公司不同档次产品收入构成（百万元）.....	14
图 15:	2020-2022 年主要产品销售收入（百万元）.....	15
图 16:	2020-2022 年主要产品销量.....	15
图 17:	2019-2023 年海内外业务营业收入（百万元）.....	17
图 18:	分业务盈利预测.....	18
表 1:	公司主要管理人员简介.....	5
表 2:	不同类型软管材质及主要应用.....	8
表 3:	海外橡胶软管主要厂商介绍.....	10
表 4:	国外水力压裂输送软管领域主要厂商介绍.....	11
表 5:	公司核心技术介绍.....	11
表 6:	公司技术创新介绍.....	12
表 7:	与高校合作研发的项目情况.....	13
表 8:	公司主要产品介绍.....	13
表 9:	公司募投项目情况（万元）.....	15
表 10:	中裕科技部分客户简介.....	16
表 11:	可比公司估值（截至 2024 年 8 月 9 日）.....	19

1. 中裕科技：流体传输软管专精特新“小巨人”

1.1. 持续聚焦管道主业二十余年，服务全球中高端橡胶软管市场

持续聚焦管道主业二十余年，服务全球中高端橡胶软管市场。中裕科技(证券代码: 871694.BJ)成立于2000年，是一家以流体传输高分子材料软管的研发、生产和销售为核心业务的高新技术企业，定位于中高端市场，在流体传输高分子材料软管细分市场具有较强的竞争力。自成立以来，公司高度重视研发工作，坚持管理和技术创新，已成功掌握一次成型共挤技术，能够生产50mm-1500mm口径的高分子材料软管，产品在耐磨性、耐腐蚀、耐高温、耐低温、抗静电等方面具备一定的优势，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。公司持续拓展海外市场，积极融入国内国际双循环发展格局，已取得美国FM、UL、英国BSI和欧盟MED等多项海外认证，并于2020年成功参与ISO国际标准起草。2022年，公司获批国家专精特新小巨人企业。2023年4月24日，公司正式登陆北交所。

图1：中裕科技发展历程

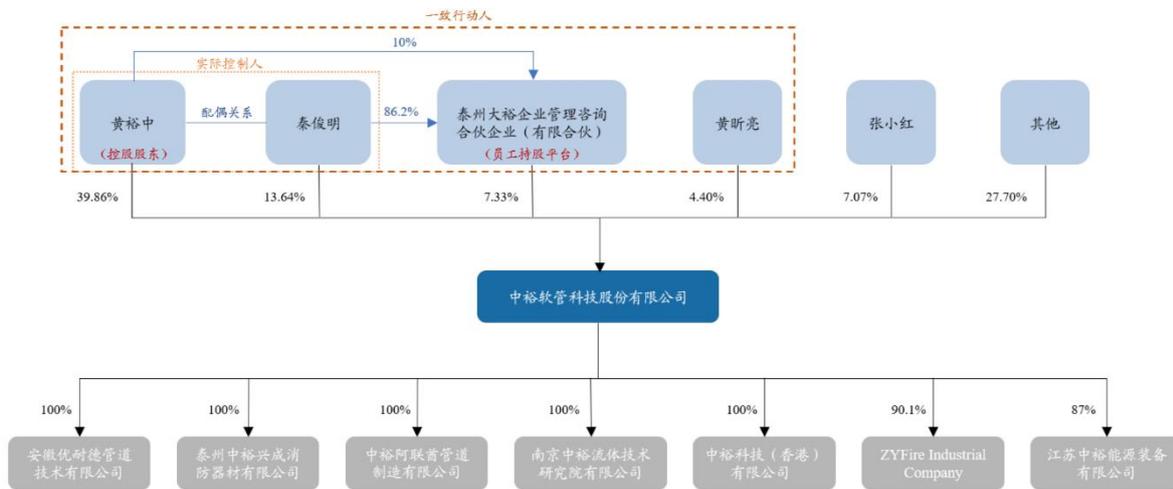


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

股权结构较为集中，子公司间协同效应显著。截至2024年8月8日，公司董事长黄裕中先生直接持有公司39.86%的股份，为公司控股股东；秦俊明女士持股13.64%，二人为配偶关系，秦俊明与黄裕中分别通过泰州大裕间接持公司6.32%、0.73%的股权，由此，黄裕中与秦俊明夫妇合计控制公司60.55%的股份，为公司实际控制人。泰州大裕为公司员工持股平台，持有公司7.33%的股份，为公司第三大股东。公司控股安徽优耐德管道技术有限公司、泰州中裕兴成消防器材有限公司、中裕科技(香港)有限公司等七家子公司。其中，中裕香港名下设立了全资孙公司中裕美国和中裕马来西亚。目前，公司境内子公司主要负责管道的研发、生产和销售，境外子公司及孙公司多为负责海外

销售的贸易公司，具备较好的业务协调效应，有助于公司高效拓展全球市场。

图2：中裕科技股权结构图（截至 2024 年 8 月 8 日）



数据来源：天眼查，公司招股书，东吴证券研究所

管理层从业基础扎实，研发团队专业高效。公司董事长黄裕中先生拥有超过三十年从业经历，具备专业的行业知识及前瞻性的战略眼光。公司其他高管同样在所负责的岗位有丰富的从业经历，对行业有充分的了解。公司坚持自主创新、以市场为导向，拥有一支独立的研发团队，团队成员专业性强，研发模式有序高效；此外，公司还与东南大学等高校合作，重视人才培养。目前公司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，市场竞争力优势明显。

表1：公司主要管理人员简介

姓名	职务	主要经历
黄裕中	董事、董事长	研究生学历，曾担任泰县消防水厂经营厂长、泰州中裕兴成消防器材有限公司董事长兼总经理、泰州玉禾新材料有限公司董事长兼总经理、四川中裕兴成能源技术有限公司执行董事兼总经理等职务，2017年3月至今，受聘为南京理工大学泰州科技学院客座教授。
张小红	董事、副总经理	研究生学历，曾担任泰州玉禾新材料有限公司董事长兼总经理、中裕软管科技有限公司外贸经理及副总经理，现担任南京理工大学泰州科技学院客座教授中裕香港董事、中裕马来西亚董事、安徽优耐德管道技术有限公司董事。
陈军	董事、副总经理、财务负责人、董事会秘书	研究生学历，高级会计师，曾担任泰州市亚方星威春兰连锁店有限公司财务主管、双登集团股份有限公司财务部总经理、江苏申源特钢有限公司副总经理、江苏申源特钢有限公司副总经理。
戴书珍	副总经理	曾担任姜堰面粉厂生产主管及质量主管、中裕软管科技有限公司副总经理、中裕软管科技股份有限公司董事兼副总经理。

数据来源：公司招股书,iFind，东吴证券研究所

1.2. 布局耐高压大流量和普通轻型两大系列产品，下游应用领域广泛

公司具备技术创新和高效生产能力，为客户提供多元化、高标准的软管产品。公司专注于流体传输高分子材料软管的研究、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，在页岩油气开采和应急救援领域具有一定的市场竞争力。目前，公司持续积极研发高分子材料软管在浮油栏、大型管道修复、海底输油管道、深井水管等方面的应用。

图3: 公司主要、次要产品及用途简介

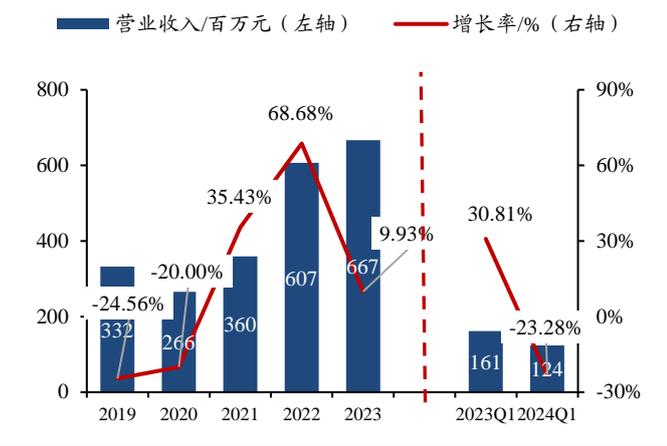
产品类型	产品名称	产品应用
耐高压大流量输送软管	页岩油气压裂供水软管；矿用聚氨酯高压软管；应急救援供水软管；农用大流量软管	页岩油气开采领域水力压裂系统远程供水；工矿排水；城市应急排水等长距离输水场景；农场施肥灌溉领域
普通轻型输送软管	消防水带；市政排涝软管；工业用软管	消防车；排涝车；传输油（适用于油罐车）、耐磨物料、化学品、食品等介质
配件	接扣配件	各类型软管的高压接扣，直接或通过护套啮合于管体两端

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

1.3. 业绩体量稳步增长，耐高压大流量输送软管占比持续提升

营收与归母净利润总体呈扩大趋势，发展态势良好。2020-2023年，公司营业收入由2.66亿增长至6.67亿元，年均复合增长率为25.89%；归母净利润由0.5亿增长至1.27亿元，年均复合增长率为26.20%。公司业绩体量总体呈扩大趋势，主要得益于公司紧跟软管行业快速发展的浪潮，自主创新优化材料配方，积极拓展产品应用领域，并致力于开拓海外市场。2024Q1公司营业收入1.24亿元，同比下降23.28%；归母净利润0.14亿元，同比下降49.58%，下降的主要原因是公司一季度销售减少，部分订单未能完全实现销售。

图4：2019-2024年Q1公司营业收入及同比增速



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

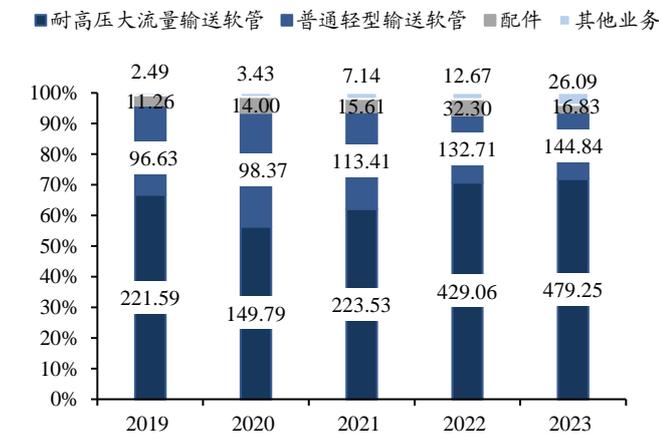
图5：2019-2024Q1公司归母净利润及同比增速



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

从销售结构看，耐高压大流量输送软管占比持续提升。耐高压大流量输送软管业务收入不断增长，营业收入由2020年的1.50亿元上涨至2023年的4.79亿元，年均复合增长率为33.68%。耐高压大流量输送软管占公司总收入的比重稳定增长，由2019年的66.75%上升到2023年的71.85%，为公司销售的主力产品。公司普通轻型输送软管和配件产品同样取得一定的市场成效，销售额持续增长。此外，公司的募投项目钢衬改性聚氨酯耐磨管和柔性增强热塑性复合管也已取得显著成效，2023年营业收入分别为696万元和498万元。

图6：2019-2023年公司各类业务营业收入（百万元）



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

图7：2019-2023年公司各项业务毛利率

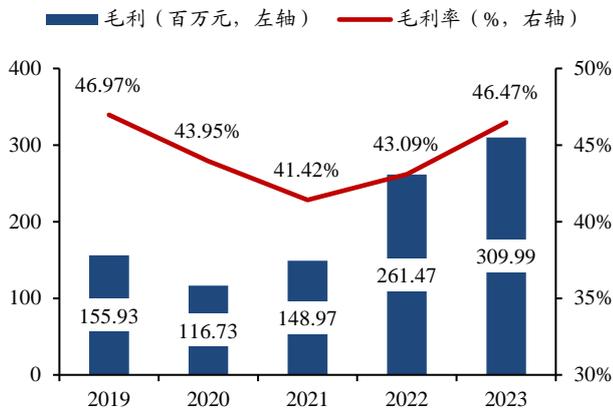


数据来源：iFinD，东吴证券研究所

公司总体毛利率保持较高水平，销售费用率显著下降。公司总体毛利率保持较高水平，2021-2023年公司毛利率分别为41.42%/43.09%/46.47%，盈利能力不断提升。2023年公司毛利率水平为46.47%，同比+3.38pct。公司费控能力较优，2021-2023年期间费用率分别为25.16%/25.59%/24.21%，期间费用率较为稳定。其中，公司销售费率由2022年的17.07%显著下降为2023年的10.87%；财务费率由2020年的2.69%下降为2023年的0.15%。同时，公司积极加大研发投入以夯实核心技术优势，2023年研发费用3257.53

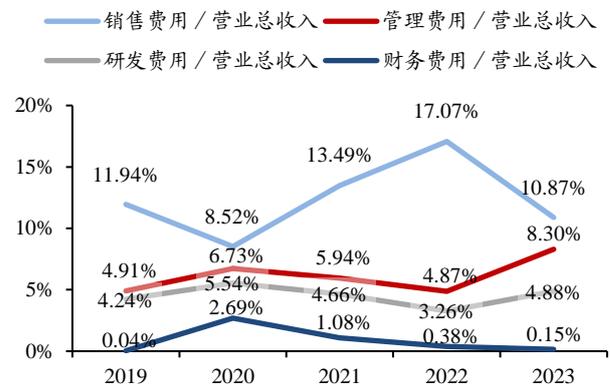
万元，较上期增长了 64.49%。

图8：2019-2023 年公司毛利及毛利率情况



数据来源：iFinD, 东吴证券研究所

图9：2019-2023 年公司期间费用率情况



数据来源：iFinD, 东吴证券研究所

2. 橡胶软管下游应用广阔，市场空间稳步增长

2.1. 橡胶软管为流体输送产业链中游环节，下游应用广泛

橡胶软管是应用广泛的橡胶制品。橡胶软管是用以输送气体、液体、浆状或粒状物料的一类管状橡胶制品，其结构通常分为内胶层、增强层和外胶层（或外覆层）。其中，内胶层直接承受输送介质的磨损、侵蚀；外胶层保护胶管内体不受外界环境的损伤和侵蚀；增强层是胶管的承压层，赋予管体强度和刚度。根据原材料和加工工艺的不同，橡胶软管的硬度、耐磨度、耐腐蚀、耐高温、耐低温、耐老化等性能亦有所差异，因而在工业上具有十分广泛的应用。按增强层不同，可将橡胶软管分为编织胶管、缠绕胶管、全胶胶管、针织胶管、短纤维胶管、夹布胶管、抽吸胶管等；按输送介质不同，可将橡胶软管分为水管、气管、油管 and 特种介质胶管等；按应用领域不同，可分为汽车胶管、工业胶管（工程机械、石油、矿山等行业用胶管）等。

表2：不同类型软管材质及主要应用

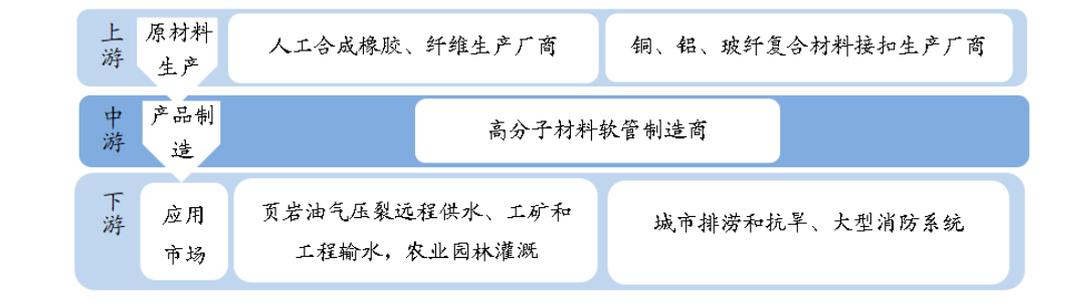
类型	内胶材质	主要应用
输水软管	橡塑合金/EPDM/TPU	消防、远程供水、灌溉、园艺、建筑等
饮料食品软管	NR/合成橡胶	传输非脂类液体:牛奶、饮料、酒水等
焊接软管	NBR/合成橡胶	气体传输
物料吸送软管	NR/NBR/SBR/PU	物料吸送:气、雾、粉末、颗粒、砂砾、水泥等
化学软管	EPDM	化学溶液输送
输油软管	NBR/橡塑合金/SBR	液体输送:柴油、煤油、石油等
空气软管	NBR/橡塑合金/PU/SBR	用于启动装置、压缩机等
热水和蒸汽软管	EPDM	制冷设备和发动机的液体、乳制品厂饱和蒸汽传输等

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

从流体输送产业链来看，橡胶软管位于产业的中游制造环节。橡胶软管行业上游主

要是人工合成橡胶、纤维和接扣的生产厂商。其中，人工合成橡胶主要包括 TPU、NBR 和 EPDM，纤维主要为高强度聚酯纤维，接扣主要材质为铝、铜、合金材料或玻纤复合材料，按快速接扣、重型接扣等不同规格和标准进行制造。从应用领域来看，橡胶软管广泛应用于矿业开采、农业、基建、化工、食品饮料、消防医药和汽车等行业，运送物质包括：水、油、高温水和蒸汽、气体、食品、饮料、化学品等。

图10：橡胶软管产业链



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

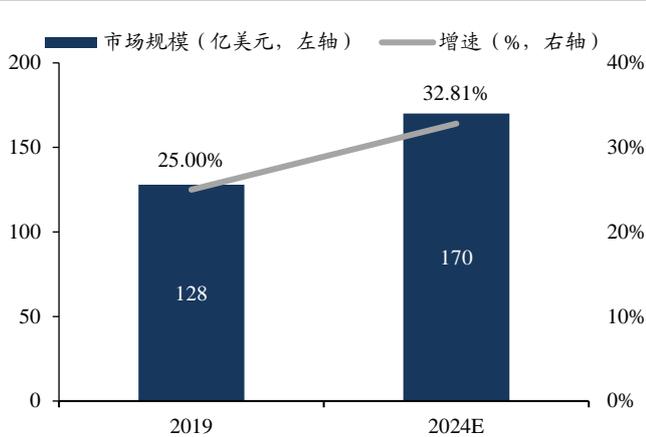
2.2. 下游应用领域持续拓宽，为橡胶软管行业提供广阔市场空间

下游应用领域持续拓宽，为橡胶软管行业提供广阔市场空间。软管产品具备易收卷、贮藏运输体积小等优势，随着行业成型工艺的成熟和新型材料的使用，产品性能也呈现多样化趋势，下游应用领域不断拓宽。在油气开采方面，橡胶软管被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。在消防应急方面，橡胶软管耐高压、抗磨损、经久耐用，且不易渗漏，可弯曲折叠，使用方便，广泛应用于市政应急救援、消防灭火等作业环境。其他如农业灌溉、煤矿排水等各领域，亦需要大量规格、型号和性能各异的橡胶软管。其中：

1) **工业领域需求的不断增长以及农业现代化趋势，促进橡胶软管市场空间持续增长。**根据 Markets and Markets 数据，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，年均复合增长率为 5.8%。

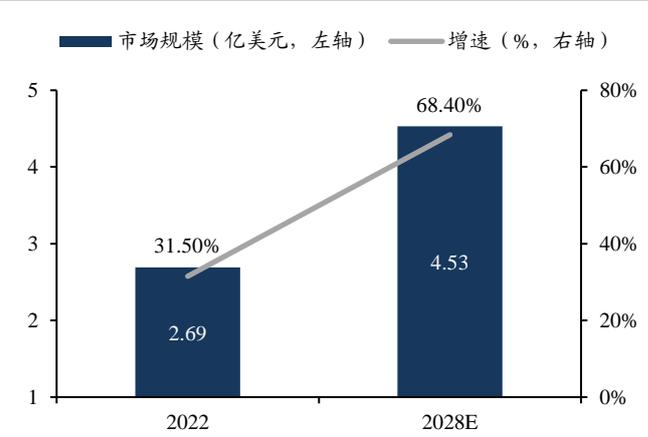
2) **页岩油气压裂供水软管市场规模大、增长速度快，发展前景乐观。**根据 Global Info Research 数据，2022 年全球水力压裂水处理系统用输水软管市场规模大约为 2.69 亿美元，预计 2028 年达到 4.53 亿美元。2022 至 2028 期间，年均复合增长率为 9.05%。

图11: 2019-2024 年全球工业软管市场规模及增速



数据来源: Markets and Markets, 公司招股说明书, 东吴证券研究所

图12: 2022-2028 年全球水力压裂水处理系统用输水软管市场规模及增速



数据来源: Global Info Research, 公司招股说明书, 东吴证券研究所

2.3. 海外大厂先发优势显著，中国企业市场份额逐步扩大

海外橡胶软管厂商处于市场垄断地位，国内企业面临同质化竞争问题。近年来，我国软管行业得到快速发展，产品数量、品种、应用领域不断扩大，但在材料配方等方面与行业领先的跨国企业存在一定的差距。从整体上看，我国软管生产企业大多数属于中小型企业，技术开发能力薄弱、生产分散、自动化水平低、品牌认知度低，主要集中在技术含量低、竞争激烈的中低端产品市场，在技术研发实力、品牌知名度以及国内外优质客户群体方面还存在一定差距。与发达国家相比，国内软管行业的应用依然还有很多空白领域。例如，意大利玛努利（Manuli）、美国派克（Parker）、美国盖茨（Gates）等国际品牌，凭借其在橡胶制品行业的雄厚实力和多年积累的制造经验，已经在全球市场上形成了垄断优势。

表3: 海外橡胶软管主要厂商介绍

公司名称	公司简介
玛努利 (Manuli)	成立于1937年，总部位于意大利米兰，在全球拥有27家分公司，在中国设有两家公司和4个分支机构，主要设计、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。在世界各地均设有销售网络与生产机构。就高压橡胶软管的市场占有率和品牌的知名度而言，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，可达到年产4,000万米胶管，不仅满足中国地区客户的使用，同时销往亚太地区以及欧洲市场。
派克 (Parker)	成立于1918年，现已成为世界上最大的专业生产和销售各种制冷空调件、液压、气动和流体控制产品及元器件的全球性的公司。派克软管业务始于1948年，包括液压软管、软管接头、矿用软管、工业软管、油/气管、软管设备等。是一家多元化、能够为客户提供液压、气动、机电一体化和计算机运动控制解决方法选择的制造商。
伊顿 (Eaton)	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。在世界100多个国家销售4万多种产品。伊顿的海底油/气软管长且连续，已经为世界各地制造了数百万英尺的海底软管。伊顿的软管产品具有广泛的应用范围、耐磨性、耐用性和高性能的输送能力，为世界各地提供终极流体输送解决方案。
盖茨 (Gates)	创建于1911年，总部位于科罗拉多州丹佛市。盖茨集团是应用流体动力和传动解决方案的领先制造商。盖茨集团在中国常州设的盖茨液压中国公司，是其在中国的最大液压胶管生产工厂，销售机构位于上海、北京。

数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

国内页岩油气压裂供水软管量产企业数量少，海外企业市占率高。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，全球市场主要水力压裂供水软管企业均为国外的大型企业，包括 Kuriyama Holdings

Corporation、Mandals、Gollmer & Hummel、Midwest Hose 等。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，以中裕科技为代表的中国企业凭借性价比优势和服务优势，正逐步扩大市场份额，发展速度较快。

表4: 国外水力压裂输送软管领域主要厂商介绍

主要竞争对手	竞争对手简介
Kuriyama Holdings Corporation	Kuriyama Holdings Corporation 客户广泛分布于日本和海外。公司主要从事以橡胶和合成树脂产品为主的工业、建筑、体育设施材料的制造、销售和建设。公司广泛的产品线包括热塑性塑料、橡胶和金属软管产品，以及接头和配件等。公司生产的液压软管和接头广泛应用于化粪池、废水、灌溉、农业、设施维护、石油和天然气等领域。2021 年 Kuriyama Holdings Corporation 合并业务收入为 595.5 亿日元。
Mandals	Mandals 是一家挪威企业，是世界上最大的扁平软管制造商和供应商之一。公司一直从事软管产品的开发，并成为扁平软管生产技术的先驱。公司提供高品质柔性软管可以提高各种能源相关应用的性能，是将钻井水输送到偏远钻井地点的有效解决方案。Mandals 的软管旨在取代刚性管道，提供适应地形并减少体力劳动和重型运输需求的解决方案。
Midwest Hose	Midwest Hose 总部位于美国俄克拉荷马州，目前在全美拥有 26 家分支机构，并且一直在落基山脉、东北部、西海岸和现在的东南部开发市场。Midwest Hose 依托 90 年制造扁平软管的综合经验，使用最新技术和设备，在美国制造世界一流的聚氨酯扁平软管。目前，Midwest Hose 已成为北美最大的扁平软管供应商之一
Gollmer &Hummel	自 1872 年以来，家族企业 Gollmer &Hummel 是为消防队及广泛的其他领域生产柔性扁平软管的全球参与者。公司软管主要应用于消防和农业领域。在石油和天然气开采领域，公司开发出具有大口径和坚固“厚皮”的扁平软管用于水力压裂法或钻探法开采天然气和石油矿藏时的水输送。Gollmer & Hummel 是一家位于德国的中小规模公司，年收入不超过 6000 万欧元

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

3. 海外拓展成效显著，深化中东油气市场布局

3.1. 自主研发核心技术，研发体系先进重视合作创新

自主研发核心技术，研发体系先进重视合作创新。自 2000 年成立以来，公司始终高度重视研发工作与技术创新，先后被认定为江苏省民营科技企业、国家高新技术企业和国家级专精特新“小巨人”企业。公司专注于 TPU、橡塑合金等高分子软管的研究，已经成为行业内具有较强竞争力的一次成型软管制造商，具备一次成型共挤技术、自动化硫化生产技术、大口径圆织机编织技术等自主研发的核心技术。公司的核心技术均为原始创新的非行业通用技术，在增强层编织、产品配方和材料改性等生产工艺方面以及对工艺设备与自动化生产线的改良等方面，具有一定的行业先进性。截至 2023 年，公司拥有专利数量 152 个，同比增长 23.6%；拥有发明专利 31 个，同比增长 10.7%。

表5: 公司核心技术介绍

技术名称	技术特点及内容	主要产品应用	独特性和突破点
一次成型共挤技术	一次成型共挤工艺相对二次成型法等传统生产工艺，生产工序减少约 50%；反映产品磨损程度的关键核心指标延伸率<1%（二次成型<3%）。通过调整温度参数、流道位置、表面光滑度，单管挤出效率提升 30%以上。	耐高压大流量输送软管	将内外层材料穿透纤维增强层预留孔隙，同时挤压涂覆在纤维增强层的内外表面，实现软管从编织层到成品软管的最短工序成型。使生产工序减少，人均产能提升。
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；设计了适合自动硫化的配方和生产流程，保证了材料性能的稳定性。	橡胶材质软管	通过采用 PLC 编程控制蒸汽阀和排水阀的联动，实现热蒸汽硫化橡胶软管的无人操作；实现异常报警功能；实现热蒸汽硫化时温度、压力双要素控制
大口径圆织机编织技术	自主设计研发的大口径圆织机及辅助系统最大可生产 1500mm 口径的增强层；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本体将及时停止；突破了长距离无接头流体传输软管生产的技术壁垒。	耐高压大流量输送软管	该技术的圆织机配置编织瑕疵视觉检测系统，提高检测效率；配置无接头纱筒和纱架平移系统式筒子架，可实现最长 8,000m 距离的无接头带坯生产。
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，使高强度纤维	耐高压大流量输送软管	有效解决了设计中纬线和经线受力方向偏移的难题，实现超高强纤维在软管领域的批量化生产

术	的有效利用率达到 82%-88%。	产与应用。
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，实现了产品质量、技术要求的差异化、可定制化，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 有效解决 NBR 单一胶种制成软管时，综合性能不佳的缺陷，通过添加少量合金材料，增强耐臭氧性能、力学性能、耐溶胀性能、加工性能，可按任意比例进行配比

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

业务、技术与设备创新相辅相成，共同提高产品质量。公司的创新特征聚焦于业务创新、技术创新与工艺设备创新。1) 在业务创新方面，专注于下游页岩油气开采和应急救援细分领域，不断探索新的市场领域，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；2) 在技术创新方面，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，同时实现节能环保、降本增效，提升产品的市场竞争力；3) 在工艺设备创新方面，装配和改良自动化生产线，包括研发一次成型共挤模具并持续改进、自行研发自动化硫化技术、设计适合自动硫化的配方和生产流程、自主设计研发大口径圆织机及辅助系统等，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。

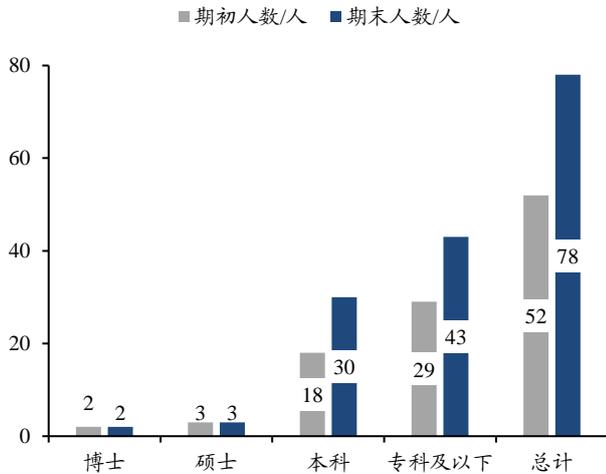
表6: 公司技术创新介绍

创新类型	创新原因	具体举措	成果
编织技术的创新	纤维增强层的力学性能和组织结构直接决定了软管对输送流体的承压能力，较高的承压能力可有效防止爆破，提高软管在其作业环境中的安全性和恶劣工况下的适应性、可靠性，同时可实现流体长距离输送	在现有圆织机编织纤维增强层的基础上创新编织技术，将通用的平纹编织，改进为斜纹、重平纹、加强斜纹编织	1) 减少增强层纤维在编织过程中因摩擦损耗导致的强度损失，增强纤维强力的有效利用率和纤维增强层的柔软性；2) 提升软管的承压能力和流体传输软管在其作业环境中的可靠性、稳定性，延长了产品的使用寿命
		1) 通过恒定拉伸张力、合股、加捻等技术提高纤维强力的均匀性；2) 将涤纶长丝等纤维的百米捻回数增加 50%-100%，合股强力随之增加 3%-5%	1) 提高增强层的强力稳定性；2) 提高大口径传输软管单位长度重量的承压能力，使爆破压力较国家标准提升 10%左右；3) 增强管体的尺寸稳定性，运输、维护成本降低
		根据下游客户不同的应用场景和特性需求，公司以涤纶长丝作为主要纤维材料，以一定的配方比例加入其他材质丝线，进一步研发共混编织技术	1) 涤纶长丝+金属丝的共混编织，传输过程中可消除流体摩擦产生的电流，适用于防静电应用场景，增强安全性；2) 将发光 LED 柔性线与纤维增强层结合，解决软管夜间不发光、夜光衰减、反光效果不佳等行业痛点
产品配方和改性技术创新	针对下游客户差异化的应用场景，公司制定专业化解决方案，选择不同特性的基础材料、产品配方、工艺参数，以满足不同应用场景下对流体传输软管内外层材料性能的需求	通过对聚氨酯材料的物理性能和界面粘合性能的改进，形成高附着一次成型共挤聚氨酯复合软管，附着强度从 40N/25mm 提升至 120N/25mm 以上	有效地解决了软管多层结构之间粘合力低、易分离、使用期限短等技术难题，可广泛应用于远程供水等对附着强度要求较高的领域
		公司致力于耐磨改性、防腐改性，改进工艺配方	产品广泛应用于矿井排水、农业灌溉、化学工业等对抗磨损度和耐腐蚀性要求高的领域
		采用机械共混法改性丁腈橡胶合金，采用独特的共混工艺，将塑料均匀分散在丁腈橡胶中，具有稳定的分散状态	可实现耐臭氧、耐候性能和高门尼稳定性

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

研发团队实力雄厚，与高校合作创新进一步增强技术实力。公司研发部旗下拥有一支独立的研发团队，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。研发人员占比由 2022 年的 12.62% 提升至 2023 年的 16.39%，充分展现出公司上市后加大了对研发工作及研发人员培养的投入。此外，公司还与东南大学合作进行海洋工程用高性能热塑性弹性体复合软管制备关键技术研发、与南京工程学院合作进行多功能柔性增强热塑性复合管关键技术研发，进一步增强核心竞争力。

图13: 2023 年研发人员情况



数据来源: 公司 2023 年度报告, 东吴证券研究所

表7: 与高校合作研发的项目情况

合作单位	合作项目	合作协议的主要内容
东南大学	海洋工程用高性能热塑性弹性体复合软管制备关键技术研发	研究熔融共混法技术、开发螺杆挤出共混改性法技术、基于有限元理论对混杂纤维编织结构进行设计等技术应用于海洋工程用高性能热塑性弹性体复合软管。
南京工程学院	多功能柔性增强热塑性复合管关键技术的研究	1、研究弹性体分子机构和性能的对关联, 优化有机分子共混复核改性工艺; 2、研究混杂纤维织物在复杂应力作用下的损伤机理和损伤演化过程, 获得最优混杂比和经纬纤维含量; 3、研究适用于混杂纤维和改性弹性体复合的连续共挤工艺, 设计共挤模具, 优化一次成型工艺。

数据来源: 公司 2023 年度报告, 东吴证券研究所

3.2. 募投高端新型材料管道, 完善多层次软管产品布局

定位于中高端市场, 形成多层次软管产品布局。公司产品定位于中高端市场, 已形成以耐高压大流量输送软管、普通轻型输送软管为主要产品, 以柔性增强热塑性复合管、钢衬改性聚氨酯耐磨管为新兴拓展产品的多层次业务格局, 并针对下游不同应用场景生产对应产品, 涵盖页岩油气压裂供水软管、矿用聚氨酯高压软管、应急救援供水软管、农用大流量软管、消防水带、市政排涝软管、工业用软管等类型。其中, 2020-2022 年, 公司耐高压大流量输送软管产品中高端产品占比平均为 98.46%; 普通轻型输送软管产品中高端产品占比平均为 89.17%。

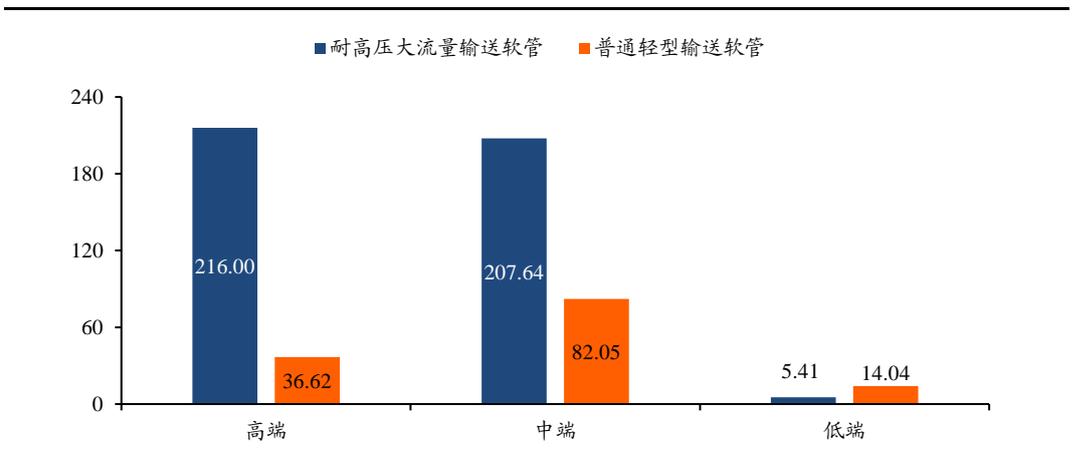
表8: 公司主要产品介绍

产品分类	产品名称	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, 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		
耐高压大流量输送软管	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, 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		

<p>应急救援供水软管</p>	<p>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</p>		
<p>农用大流量软管</p>	<p>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</p>		
<p>消防水带</p>	<p>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</p>		
<p>普通轻型输送软管</p>	<p>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</p>		
<p>工业用软管</p>	<p>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</p>		
<p>配件</p>	<p>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</p>		

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图14：2022年公司不同档次产品收入构成（百万元）



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

募投项目布局 F-RTP，并推出矿山领域高性价比产品。2023 年，公司在北交所上

市，拟募集资金 3.25 亿元用于建设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，并补充流动资金。其中，1) 柔性增强热塑性复合管量产项目为公司进军埋地管网领域的重要产品，广泛应用于矿井、市政基础设施的建设与改造，有望在目前工矿、市政领域客户中与现有产品形成互补，进一步扩大公司在管道行业的市场份额。2) 钢衬改性聚氨酯耐磨管量产项目主要面向国外市场，瞄准了矿业公司降本增效的目标，能在工矿场景中发挥较大的性能优势，大大增加使用寿命，另外重量轻、易安装的特点也降低了人工成本，亦有望与公司原有管道产品形成市场互补。

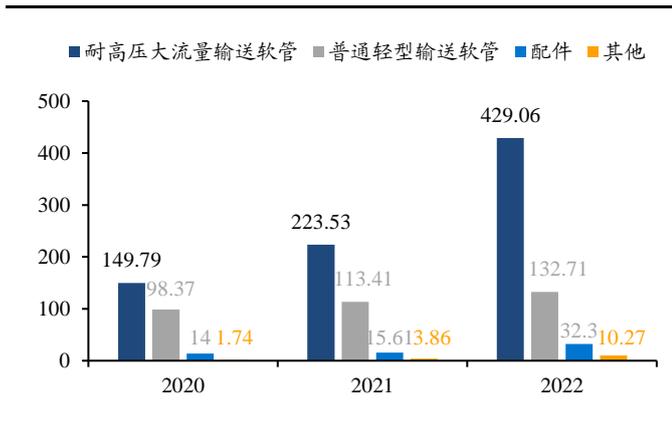
表9: 公司募投项目情况 (万元)

序号	项目	项目总投资	募集资金投入额	建设期
1	柔性增强热塑性复合管量产项目	25,537.40	24,345.00	2 年
2	钢衬改性聚氨酯耐磨管量产项目	4,148.00	3,800.00	2 年
3	检测中心项目	1,394.08	1,390.00	1 年
4	补充流动资金	3,000.00	3,000.00	-
	合计	34,079.48	32,535.00	-

数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

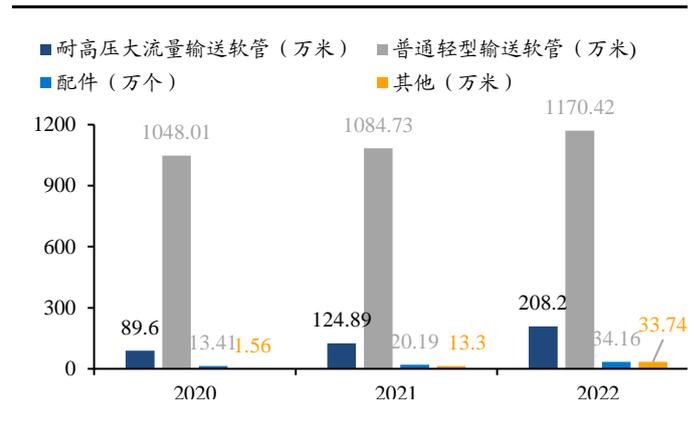
产能利用率稳步提升, 2023 年募投项目已开始盈利。2020 至 2022 年, 公司主要产品销量不断上涨——耐高压大流量输送软管销量分别为 89.6/124.89/208.2 万米, 年均复合增长率达 52.44%; 普通轻型软管销量分别为 1048.01/1084.73/1170.42 万米, 年均复合增长率达 56.79%。2020 至 2022 年, 公司的耐高压大流量输送软管产能利用率分别为 31.74%/43.93%/82.72%, 年均复合增长率为 61.44%, 主要系国际原油价格回升, 公司页岩油气压裂供水软管需求增长所致。此外, 2023 年公司募投项目柔性增强热塑性复合管与钢衬改性聚氨酯耐磨管也已开始盈利, 毛利率分别为 1.91%与 14.42%。

图15: 2020-2022 年主要产品销售收入 (百万元)



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

图16: 2020-2022 年主要产品销量



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

3.3. 持续深耕海外市场, 新设子公司深化中东布局

深耕海外市场多年, 与众多国外知名流体输送配套服务商达成合作。公司经过二十余年的积累和发展, 始终坚持积极拓展海外市场, 已取得美国 FM、UL、英国 BSI 和

欧盟 MED 等多项海外认证，在橡胶软管行业积累了众多高质量稳定客户群体。公司从 2003 年开始进入欧美消防水带市场，与多家国外知名流体输送配套服务商建立了合作关系，包括 Trojan Hose & Supply LLC、Bridgestone Hosepower, LLC、Pureline Treatment Systems, LLC 和 Kidde Brasil LTDA 等；此外，公司还与国内多家大型企业建立了稳定的合作，如阿美远东（北京）商业服务有限公司、中国石油化工集团有限公司和冀中能源峰峰集团有限公司等。

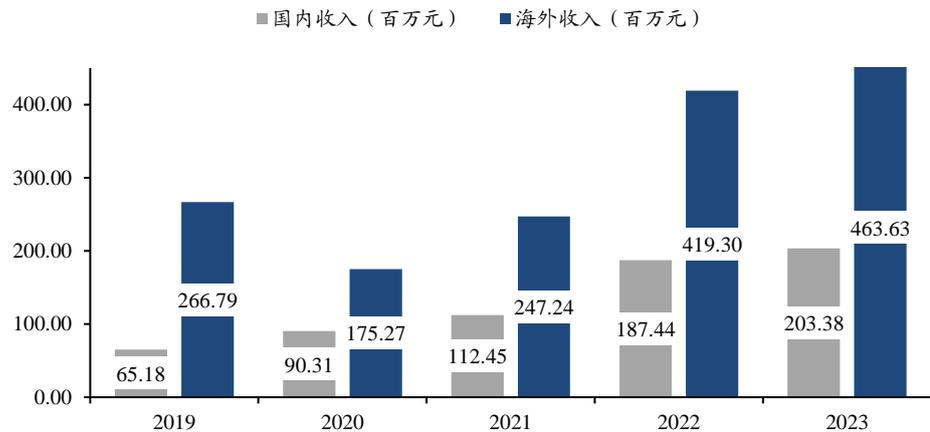
表10：中裕科技部分客户简介

公司名称	国别	简介
Trojan Hose & Supply LLC	美国	页岩油气开采配套服务商，主要提供页岩油气开采领域的输水及水处理系统，其主要客户为油气开采公司，如 Select Energy Services, TetraTechnologies 等。公司于 2022 年 1 月 1 日收购 LC&Clear 页岩油气开采配套业务
LC&Clear	美国	页岩油气开采配套服务商，主要提供页岩油气开采领域的输水及水处理系统，其主要客户为油气开采公司，如 Select Energy Services 等。
Bridgestone Hosepower, LLC	美国	工业流体输送装配系统提供商，为其客户提供工业流体装配及液压系统。
Pureline Treatment Systems, LLC	美国	专业的二氧化氯溶液生产商，并提供二氧化氯相关的石油和天然气处理服务，同时提供多种水处理解决方案。
中国石油化工集团有限公司	中国	是 1998 年 7 月国家在原中国石油化工总公司基础上重组成立的特大型石油石化企业集团，是国务院国资委直属的副部级中央企业。
Kidde Brasil LTDA	巴西	大型消防设备成套提供商，拥有种类繁多的消防产品，母公司为纽交所上市公司 Carrier Global（股票代码：CARR.N）。
阿美远东（北京）商业服务有限公司	中国	于 2011 年 08 月 18 日在北京市工商行政管理局登记成立，公司经营范围包括企业管理；化工产品（不含危险化学品）、矿产品（不含铁矿石）等。
应急管理部森林消防局	中国	是中华人民共和国应急管理部下设的副部级单位，承担相关火灾防范、火灾扑救、抢险救援等工作。
冀中能源峰峰集团有限公司	中国	现已发展成为集煤炭开采、洗选加工、煤化工、电力、机械制造、基建施工、建材、现代物流等以煤为基础，多产业综合发展的国有特大型煤炭企业。

数据来源：公司招股说明书，百度百科，东吴证券研究所

持续巩固北美页岩油气市场，稳健布局巴西消防水带市场、中东页岩油气市场。公司海外客户分布于北美、中东、南美、欧洲等多个国家和地区。其中，美国掌握先进的页岩油气开采技术，页岩油气储量全球第二，在未来较长一段时间美国的页岩油气产量仍将居于世界前列。公司于 2017 年设立全资孙公司中裕美国，为北美客户提供更加便捷的服务，持续巩固北美市场。2020-2022 年，公司在美国市场的收入占主营业务收入的比例分别为 19.04%、33.49%和 45.02%，为主要的海外营收来源。同时，公司积极开拓其他国家地区业务，稳健布局巴西消防水带市场、中东页岩油气市场。2023 年，公司先后设立境外全资子公司中裕阿联酋和中裕沙特，中东地区有望成为继美国之后页岩油气压裂供水新的增量市场。

图17: 2019-2023 年海内外业务营业收入 (百万元)



数据来源: 同花顺 IFind, 东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

我们将公司收入拆分为耐高压大流量输送软管、普通轻型输送软管、柔性增强热塑性复合管、钢衬改性聚氨酯耐磨管、配件和其他业务。

1) 耐高压大流量输送软管: 公司在该领域拥有较强的竞争实力, 高端产品客户包括 Trojan Hose & Supply LLC、LC&Clear、冀中能源峰峰集团有限公司、阿美远东(北京)商业服务有限公司等知名企业。预计2024~2026年公司耐高压大流量输送软管业务实现营收4.98/5.69/6.74亿元, 毛利率分别为50.49%/51.19%/52.80%。

2) 普通轻型输送软管: 该业务发展相对较为稳定, 公司采用自行设计配方, 自行研发了自动化硫化技术, 提升了普通轻型输送软管生产线的生产效率。近年来, 普通轻型输送软管销量不断上涨, 预计2024~2026年公司普通轻型输送软管业务实现营收1.48/1.71/2.00亿元, 毛利率分别为36.48%/37.06%/36.97%。

3) 钢衬改性聚氨酯耐磨管: 该业务在工矿场景中发挥较大的性能优势, 主要面向国外市场, 亦有望与公司原有管道产品形成市场互补, 预计2024~2026年公司钢衬改性聚氨酯耐磨管业务实现营收0.17/0.23/0.39亿元, 毛利率分别为22.13%/31.29%/40.23%。

4) 柔性增强热塑性复合管: 广泛应用于矿井、市政基础设施的建设与改造, 有望在公司客户中与其他产品形成互补, 预计2024~2026年公司柔性增强热塑性复合管业务实现营收0.09/0.15/0.20亿元, 毛利率分别为18.42%/28.92%/42.91%。

5) 配件: 2020至2022年, 公司的接扣配件均为对外采购, 不存在产能和产量, 但配件的销售收入仍是公司营收的重要组成部分。预计2024~2026年公司配件业务实现营收0.22/0.30/0.31亿元, 毛利率分别为38.23%/33.03%/36.39%。

图18: 分业务盈利预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入/百万元	359.69	606.74	667.01	697.83	811.08	988.14
营收增速/%	35.43%	68.68%	9.93%	4.62%	16.23%	21.83%
毛利率/%	41.42%	43.09%	46.47%	45.95%	46.46%	47.98%
其中: 耐高压大流量输送软管						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入/百万元	223.53	429.06	479.25	498.39	568.72	674.28
营收增速/%	49.23%	91.94%	11.70%	3.99%	14.11%	18.56%
毛利率/%	51.08%	51.32%	50.89%	50.49%	51.19%	52.80%
其中: 普通轻型输送软管						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入/百万元	113.41	132.71	144.84	148.08	170.57	199.90
营收增速/%	15.29%	17.02%	9.14%	2.24%	15.19%	17.20%
毛利率/%	25.13%	24.78%	36.14%	36.48%	37.06%	36.97%
其中: 钢衬改性聚氨酯耐磨管						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入/百万元			6.96	17.10	22.87	39.03
营收增速/%			-	145.70%	33.78%	70.65%
毛利率/%			14.42%	22.13%	31.29%	40.23%
其中: 柔性增强热塑性复合管						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入/百万元			4.98	8.58	14.68	20.26
营收增速/%			-	72.47%	71.04%	37.98%
毛利率/%			1.91%	18.42%	28.92%	42.91%
其中: 配件						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入/百万元	15.61	32.30	16.83	21.77	29.65	30.63
营收增速/%	11.54%	106.93%	-47.91%	29.38%	36.18%	3.30%
毛利率/%	24.21%	22.97%	37.90%	38.23%	33.03%	36.39%
其中: 其他						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入/百万元	7.14	12.67	14.16	3.90	4.59	24.04
营收增速/%	107.62%	77.52%	-12.70%	-72.42%	17.52%	423.94%
毛利率/%	35.33%	7.68%	44.23%	34.21%	28.71%	35.71%

数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

基于以上收入拆分, 我们预计公司2024~2026年分别实现营业收入6.98/8.11/9.88亿元, 同比增速为4.62%/16.23%/21.83%; 实现归母净利润1.28/1.38/1.97亿元, 同比增速为1.17%/7.53%/43.08%; 毛利率水平分别为45.95%/46.46%/47.98%。

可比公司: 我们选取利通科技和伟星新材为可比公司。其中, 利通科技主要制造产品有液压橡胶软管及总成、工业橡胶软管及总成、混炼胶、连接件, 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; 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, 产品分为无规共聚聚丙烯 (PPR) 系列管材管件、聚乙烯 (PE) 系列管材管件、聚氯乙烯 (PVC) 系列管材管件, 与公司业务具有一定的可比性。

盈利预测与投资建议: 管道主业稳健发展, 公司业绩可期。我们预计公司2024-2026

年归母净利润分别为1.28/1.38/1.97亿元，当前股价对应动态PE分别为对应最新PE为8.34/7.75/5.42倍，与可比公司2024年平均PE(10.88)相比，公司估值水平相对较低，考虑公司作为流体传输软管专精特新“小巨人”，持续聚焦管道主业二十余年，服务全球中高端橡胶软管市场，深化中东市场布局，未来业绩增长可期。参考可比公司估值及增速，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

表11: 可比公司估值 (截至 2024 年 8 月 9 日)

代码	公司	收盘价 (元)	总股本 (亿股)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			市盈率 (P/E)		
					2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
832225.BJ	利通科技	7.98	1.27	10.13	1.47	1.67	1.88	6.91	6.05	5.40
002372.SZ	伟星新材	13.9	15.92	221.29	14.90	16.15	17.83	14.85	13.70	12.41
平均值								10.88	9.88	8.91
871694.BJ	中裕科技	10.43	1.02	10.67	1.28	1.38	1.97	8.34	7.75	5.42

数据来源：可比公司盈利预测来自 wind 一致预期，中裕科技盈利预测来自东吴证券研究所

5. 风险提示

- 1) 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而引起公司营业成本与毛利率的变动，影响公司经营业绩。
- 2) 下游行业需求波动风险。**国际油价与开采成本的差异决定了页岩油的开采量。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。
- 3) 汇率波动风险。**由于公司境外销售占比较高，人民币升值可能给公司造成汇兑损失。随着公司境外业务收入规模逐步扩大，若未来人民币出现大幅升值，而公司未能采取有效措施应对汇率波动风险，可能对公司的经营业绩产生不利影响。

中裕科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	708	764	886	1,074	营业总收入	667	698	811	988
货币资金及交易性金融资产	392	420	517	622	营业成本(含金融类)	357	377	434	514
经营性应收款项	126	140	143	184	税金及附加	7	6	7	9
存货	168	175	199	239	销售费用	73	82	107	118
合同资产	0	0	0	0	管理费用	55	60	69	76
其他流动资产	22	29	26	29	研发费用	33	33	41	53
非流动资产	347	426	474	514	财务费用	1	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	10	11	11	15
固定资产及使用权资产	221	251	288	317	投资净收益	(1)	0	(1)	(1)
在建工程	49	49	49	49	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	46	56	68	78	减值损失	(4)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	147	151	162	232
其他非流动资产	31	69	69	69	营业外净收支	(2)	(1)	(1)	(1)
资产总计	1,054	1,189	1,359	1,588	利润总额	145	150	161	231
流动负债	293	296	325	351	减:所得税	19	19	20	29
短期借款及一年内到期的非流动负债	142	142	142	142	净利润	126	131	141	202
经营性应付款项	100	98	122	136	减:少数股东损益	0	3	3	5
合同负债	9	16	14	18	归属母公司净利润	127	128	138	197
其他流动负债	42	39	47	56	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.24	1.25	1.35	1.93
非流动负债	15	15	15	15	EBIT	149	150	161	231
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	171	178	195	270
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	46.47	45.95	46.46	47.98
租赁负债	11	11	11	11	归母净利率(%)	18.97	18.34	16.97	19.93
其他非流动负债	4	4	4	4	收入增长率(%)	9.93	4.62	16.23	21.83
负债合计	309	311	340	367	归母净利润增长率(%)	37.21	1.17	7.53	43.08
归属母公司股东权益	744	874	1,011	1,208					
少数股东权益	1	5	8	13					
所有者权益合计	746	878	1,019	1,221					
负债和股东权益	1,054	1,189	1,359	1,588					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	103	132	182	187	每股净资产(元)	7.28	8.54	9.89	11.81
投资活动现金流	(83)	(105)	(85)	(82)	最新发行在外股份(百万股)	102	102	102	102
筹资活动现金流	293	1	0	0	ROIC(%)	18.98	13.60	12.81	15.86
现金净增加额	317	28	97	105	ROE-摊薄(%)	17.00	14.65	13.61	16.30
折旧和摊销	21	28	34	39	资产负债率(%)	29.28	26.14	25.01	23.09
资本开支	(83)	(70)	(84)	(81)	P/E(现价&最新股本摊薄)	8.43	8.34	7.75	5.42
营运资本变动	(48)	(25)	4	(57)	P/B(现价)	1.43	1.22	1.05	0.88

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>