

利通科技 (832225)

橡胶管业优势基本盘稳健，纵向拓展材料与装备服务

增持 (首次)

2025年01月27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 薛路熹

执业证书: S0600123070027

xuelx@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)    | 374.82 | 485.40 | 478.29  | 567.12 | 626.34 |
| 同比             | 13.05  | 29.50  | (1.46)  | 18.57  | 10.44  |
| 归母净利润 (百万元)    | 83.17  | 133.71 | 105.09  | 132.75 | 155.07 |
| 同比             | 175.92 | 60.78  | (21.40) | 26.32  | 16.81  |
| EPS-最新摊薄 (元/股) | 0.66   | 1.05   | 0.83    | 1.05   | 1.22   |
| P/E (现价&最新摊薄)  | 17.98  | 11.18  | 14.23   | 11.26  | 9.64   |

投资要点

- **利通科技: 国内液压胶管领军企业, 专注高压流体创新应用。**公司成立于 2003 年, 主营适应复杂工业环境的橡胶软管、连接件、橡胶软管总成、混炼胶及橡塑制品。公司在液压软管领域持续深耕, 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”, 在液压胶管领域排名第一。同时, 公司积极开拓以酸化压裂软管总成 (配套开采页岩油气压裂车等设备) 为代表的高附加值产品的海外市场, 毛利率显著提升, 境外收入强劲增长。公司石油管系列产品取得了 API 7K、API 16C、API 16D、API 17K 等认证, 其中 API 17K 在全球仅少数公司获得该认证。
- **橡胶软管下游应用广阔, 市场空间稳步增长。**1) **工程机械:** 橡胶软管在机械液压系统、抽排系统、浇筑系统等模块发挥重要作用, 在大规模设备更新与行业筑底回升的共同驱动下, 未来行业周期上行将为液压软管及总成生产企业提供可观的市场需求。2) **石油开采:** 为橡胶软管重要应用领域之一, 包括勘探、开采、运输和加工全过程, 2023 年全球石油产量创历史新高, 我国全年原油产量达 2.09 亿吨, 同比增长 2.1%, 其中页岩油产量突破 400 万吨, 再创历史新高, 化石能源巨大的市场需求为石油钻采软管提供了广阔的市场。3) **其他领域:** 橡胶软管由于柔韧性好、密封性强、具有耐高压、耐高温等优点, 已广泛应用于海洋工程装备、矿业开采、农业机械、汽车、食品饮料等多个领域。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%。
- **橡胶管业优势基本盘稳健, 纵向拓展材料与装备服务。**1) **液压软管:** 打造大力神和超级大力神自主品牌, 具有长寿命 (配套使用利通接头, 使用寿命超过 5 年, 质保 2 年)、低弯曲 (弯曲半径低于 DIN/SAE 标准 30%)、高压 (超过 DIN/SAE 标准 25%) 的特点, 成功跻身中高端市场, 实现了部分高性能国际知名品牌的进口替代。2) **工业软管:** 大力推进油气田开采橡胶软管智能制造, 2021 年推出的超耐磨酸化压裂软管, 颠覆传统石油管钢管设计理念, 与用钢管相比成本节约 70%、安装效率提高 2 倍, 带动公司综合毛利率由 2021 年 25.78% 上升至 2022 年的 38.00%, 2023 年持续上升至 47.84%, 未来有望持续受益于石油开采需求以及老旧软管的更新需求。3) **强链补链:** 聚焦超高压产业链, 稳步推进高分子材料 (材料共混、材料改性、特种橡胶及橡塑制品等)、超高压装备及服务 (超高压 HPP 食品灭菌装备及应用服务、市政工程装备、市政管网服务等) 等业务布局。
- **盈利预测与投资评级:** 软管主业稳步增长, 前瞻布局材料与装备服务新业务打开成长空间, 预计 2024~2026 年归母净利润为 1.05/1.33/1.55 亿元, 对应最新 PE 为 14.23/11.26/9.64 倍, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 1) 原材料供应; 2) 市场开拓不及预期。3) 市场竞争加剧。

股价走势



市场数据

|               |            |
|---------------|------------|
| 收盘价(元)        | 11.78      |
| 一年最低/最高价      | 7.00/17.48 |
| 市净率(倍)        | 2.34       |
| 流通 A 股市值(百万元) | 975.17     |
| 总市值(百万元)      | 1,495.10   |

基础数据

|             |        |
|-------------|--------|
| 每股净资产(元,LF) | 5.02   |
| 资产负债率(%,LF) | 22.17  |
| 总股本(百万股)    | 126.92 |
| 流通 A 股(百万股) | 82.78  |

相关研究

## 内容目录

|  |           |
|--|-----------|
| <b>1. 利通科技：国内液压胶管领军企业，专注高压流体创新应用</b>         | <b>4</b>  |
| 1.1. 深耕橡胶软管行业二十余年，打造国产中高端工业管知名品牌商            | 4         |
| 1.2. 夯实管道主业，纵向拓展材料与装备服务                      | 6         |
| 1.3. 业绩体量稳步增长，胶管总成业务占比显著提升                   | 7         |
| <b>2. 橡胶软管下游应用广阔，市场空间稳步增长</b>                | <b>9</b>  |
| 2.1. 橡胶软管为流体输送产业链中游环节，下游应用广泛                 | 9         |
| 2.2. 多领域需求稳步增长，为橡胶软管市场带来广阔市场                 | 10        |
| 2.3. 中国本土厂商拓展中高端市场，有望受益于进口替代机遇               | 15        |
| <b>3. 橡胶管业优势基本盘稳健，纵向拓展材料与装备服务</b>            | <b>16</b> |
| 3.1. 液压软管：跻身中高端市场，产品性能与使用寿命国内领先              | 16        |
| 3.2. 工业软管：高附加值酸化压裂软管成效显著，积极布局海洋石油 API 17K 软管 | 17        |
| 3.3. 强链补链：聚焦超高压产业链，全面拓展材料与装备服务               | 19        |
| <b>4. 盈利预测与投资建议</b>                          | <b>23</b> |
| <b>5. 风险提示</b>                               | <b>27</b> |

## 图表目录

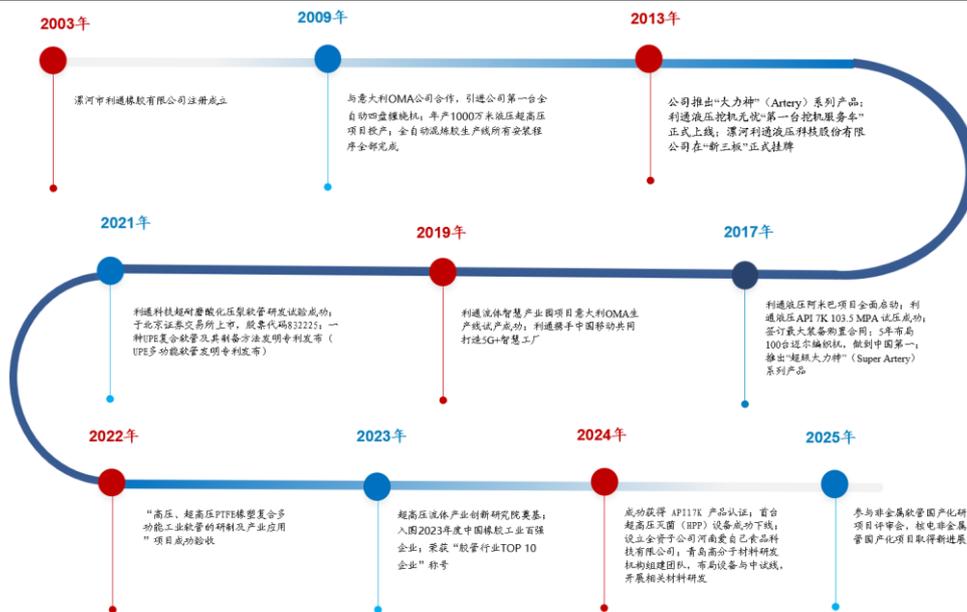
|       |   |    |
|-------|---|----|
| 图 1:  | 利通科技发展有限公司发展历程.....                       | 4  |
| 图 2:  | 利通科技股权结构图（截至 2025 年 1 月 23 日）.....        | 5  |
| 图 3:  | 公司布局工业软管、液压软管、流体连接件、混炼胶及制品等业务.....        | 6  |
| 图 4:  | 公司主要产品概览.....                             | 7  |
| 图 5:  | 2019-2023 年公司营业收入及同比增速.....               | 7  |
| 图 6:  | 2019-2023 年公司归母净利润及同比增速.....              | 7  |
| 图 7:  | 2020-2023 年公司各类业务营业收入占比.....              | 8  |
| 图 8:  | 2020-2023 年公司各项业务毛利率.....                 | 8  |
| 图 9:  | 2019-2023 年公司毛利率及净利率情况.....               | 9  |
| 图 10: | 2019-2023 年公司期间费用率情况.....                 | 9  |
| 图 11: | 橡胶软管结构简介.....                             | 9  |
| 图 12: | 橡胶软管产业链.....                              | 10 |
| 图 13: | 橡胶软管在陆地油气领域的主要应用.....                     | 11 |
| 图 14: | 页岩油酸化压裂示意图.....                           | 11 |
| 图 15: | 橡胶软管在工程机械领域的主要应用.....                     | 12 |
| 图 16: | 液压支架千斤顶与液压软管分布.....                       | 12 |
| 图 17: | 煤矿高压胶管的用途.....                            | 12 |
| 图 18: | 2020-2035 年非公路用液压软管市场销售额（亿美元）.....        | 12 |
| 图 19: | 橡胶软管在汽车上的主要应用.....                        | 13 |
| 图 20: | 海洋软管部分应用场景.....                           | 14 |
| 图 21: | 橡胶软管在常规工业生产制造中的主要应用.....                  | 14 |
| 图 22: | 2019-2024 年全球工业软管市场规模.....                | 15 |
| 图 23: | 中国橡胶和塑料制品业出口交货值及增长率.....                  | 16 |
| 图 24: | 2023-2024 年度胶管 TOP10 企业.....              | 16 |
| 图 25: | 公司超级大力神系列软管简介.....                        | 17 |
| 图 26: | 美国派克、意大利玛努利与公司“超级大力神”系列液压橡胶软管的性能指标对比..... | 17 |
| 图 27: | 公司石油开采软管简介.....                           | 18 |
| 图 28: | 2022 年酸化压裂软管总成产品放量推动公司利润率显著提升.....        | 18 |
| 图 29: | 公司获美国石油协会（API）产品认证（17K）.....              | 19 |
| 图 30: | HPP 超高压灭菌的优点.....                         | 19 |
| 图 31: | 超高压灭菌技术应用前景广阔.....                        | 20 |
| 图 32: | 2024 年超高压灭菌技术下游应用占比.....                  | 20 |
| 图 33: | 国内外 HPP 超高压生产线规模（台）.....                  | 20 |
| 图 34: | 公司超高压灭菌设备结构图.....                         | 21 |
| 图 35: | 公司首台超高压灭菌设备外观图.....                       | 21 |
| 图 36: | 漯河市部分食品企业.....                            | 21 |
| 图 37: | 公司在 CEPE China 的展品介绍.....                 | 22 |
| 图 38: | 分业务盈利预测.....                              | 25 |
| 图 39: | 可比公司估值表（截至 2025 年 1 月 24 日）.....          | 26 |
| 表 1:  | 公司主要管理层与研发人员简介.....                       | 5  |
| 表 2:  | 海外橡胶软管主要厂商介绍.....                         | 15 |

## 1. 利通科技：国内液压胶管领军企业，专注高压流体创新应用

### 1.1. 深耕橡胶软管行业二十余年，打造国产中高端工业管知名品牌商

专注中高端橡胶软管研产销，连续多年跻身中国“胶管十强企业”。利通科技（证券代码：832225.BJ）成立于2003年，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各类橡胶软管、连接件、橡胶软管总成、混炼胶及橡塑制品。公司全面掌握液压橡胶软管的核心技术，致力于为客户提供适应复杂工业环境要求的橡胶软管，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”，在液压胶管细分行业中排名第一。同时，公司积极开拓以酸化压裂软管总成（配套开采页岩油气所使用的压裂车等设备）为代表的高附加值产品的海外市场，使得外销出口业务保持了强劲的增长。公司石油管系列产品取得了API 7K、API 16C、API 16D、API 17K 多项认证，其中API 17K 在全球范围内仅有少数公司获得该认证。

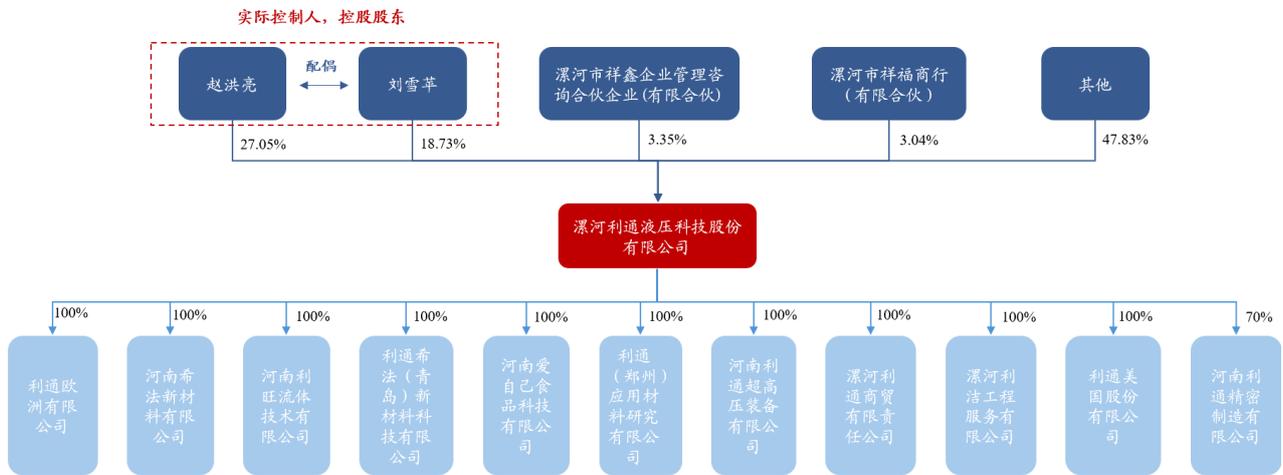
图1：利通科技发展历程



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2025年1月23日，公司董事长赵洪亮先生与董事刘雪苹女士分别持有公司27.05%和18.73%的股份，双方为夫妻关系，合计控制公司45.78%的股份，二者共同为公司控股股东与实际控制人，公司股权结构相对集中。公司直接控股11家子公司，利通欧洲有限公司和利通美国股份有限公司位于境外，主要负责公司自有品牌国际市场的业务拓展，其他子公司位于境内，业务围绕高压流体覆盖了橡胶软管、超高压装备、高分子材料、贸易等多个业务，分工明确，业务协同效应显著。

图2: 利通科技股权结构图 (截至 2025 年 1 月 23 日)



数据来源: 天眼查, 东吴证券研究所

**管理层行业经验丰富, 研发团队实力雄厚。**公司董事长赵洪亮先生拥有近三十年从业经历, 具备充足的实践经验与长远的行业眼光, 公司其他高管亦从业多年, 行业经验较为丰富。公司注重自主研发, 公司核心技术人员中张勇、刘丽媛及张鹏飞为公司自行培养的专业研发人员, 在公司任职时间均超过 10 年。在调研、学习国际、国内先进技术的基础上, 公司组织研发力量消化、吸收相关核心技术, 形成了大批自主知识产权及相关加工工艺, 为公司持续提升核心竞争力提供重要保障。

表1: 公司主要管理层与研发人员简介

| 姓名  | 职务              | 主要经历  |
|-----|-----------------|---|
| 赵洪亮 | 董事长、董事、总经理      | 起先任职于漯河市双龙液压胶管厂, 先后担任业务员、业务科长、法定代表人; 之后先后担任利通橡胶监事、利通橡胶董事、总经理及董事长、漯河利通液压科技股份有限公司董事长兼总经理, 先后兼任漯河利通液压科技股份有限公司董事会秘书、利通欧洲总经理、漯河利通液压连锁管理有限公司和河南希法新材料有限公司以及漯河挖机无忧电子商务有限公司执行董事、法定代表人。                         |
| 刘雪苹 | 董事              | 曾担任利通橡胶董事长、董事。  |
| 张勇  | 董事、副总经理, 核心技术人员 | 曾担任漯河利通液压科技股份有限公司总经理助理兼技术中心主任, 参与的项目有高脉冲钢丝液编织软管, 基于有限元分析与优化技术对耐脉冲性钢丝缠绕胶管的研究, 一种致密性钢丝编织胶管及其制备方法, 防 R134a 制冷剂渗透汽车空调用高强度橡胶胶管的开发, 超高压大口径石油钻采软管钢丝缠绕机, 氯化丁腈橡胶与丙烯酸钠离子键聚合物共混耐油软管胶料及其制备方法, 耐低温、耐脉冲超高压石油钻采输送软管。 |

|     |         |   |
|-----|---------|---|
| 刘铁旦 | 董事,副总经理 | 曾担任浙江宁波大有电子有限公司质量检验员、浙江宁波东毓油压有限公司进料检验员、利通橡胶品控部部长、利通橡胶品部品质总监、漯河利通液压科技股份有限公司董事兼品质总监。                            |
| 刘丽媛 | 核心技术人员  | 任职于公司技术中心,参与的项目有高性能钢丝缠绕液压胶管用内胶橡胶混合材料研发,高性能钢丝缠绕液压胶管用中胶新型橡胶材料研发,致密型钢丝编织胶管及制备方法的研究,耐热、耐脉冲、高性能液压胶管制备关键技术及产业化应用项目。 |
| 张朋飞 | 核心技术人员  | 曾担任公司混炼技术员、混炼车间主任、技术中心副主任,现任混炼胶事业部负责人,参与的项目有高脉冲钢丝液压编织软管,耐低温、耐脉冲超高压石油钻采输送软管。                                   |

数据来源: iFinD, 公司招股书, 东吴证券研究所

## 1.2. 夯实管道主业, 纵向拓展材料与装备服务

围绕超高压流体创新应用, 拓展布局“软管、材料、装备”全产业链环节。利通科技紧紧围绕超高压流体创新应用产业链, 拓展布局流体板块(液压软管、石油钻采软管、橡塑复合工业软管、超高压树脂软管、流体连接件、软硬管总成等)、高分子材料板块(材料共混、材料改性、特种橡胶及橡塑制品等)、超高压装备及服务板块(超高压 HPP 食品灭菌装备及应用服务、市政工程装备、市政管网服务等), 产品广泛应用于工程机械、农用机械、石油钻采、建筑、工业清洗、钢铁、化工、能源、核电、矿山开发、轨道交通、船舶制造、医药、绿色食品、市政工程等领域。

图3: 公司布局工业软管、液压软管、流体连接件、混炼胶及制品等业务



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图4：公司主要产品概览

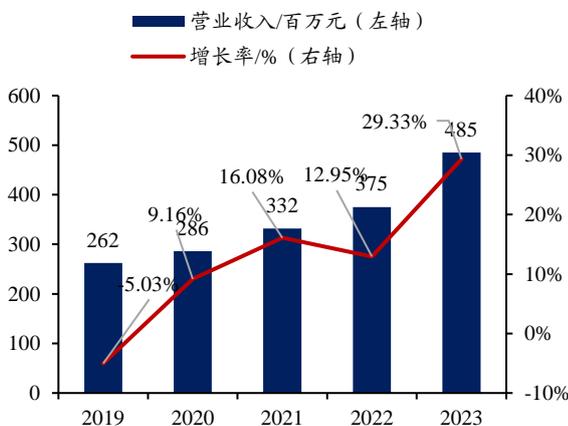
| 产品分类  | 产品类型       | 产品系列  | 产品用途  |   |
|-------|------------|---|---|---|
| 橡胶软管  | 液压软管       | 超级大力神系列软管   | 适用于挖掘机等大型工程机械或苛刻环境使用需求  |   |
|       |            | 钢丝缠绕液压软管  | 适用于工程机械、林业机械及农用机械等在苛刻工况下输送水基、石油基及可生物降解的液压油                    |   |
|       |            | 钢丝编织液压软管  | 适用于输送水基及石油基液压油及可生物降解的液压油，满足工业高温用管需求                           |   |
|       |            | 纤维增强软管  | 适用于输送石油基液压油、润滑油、水和空气等介质                                       |   |
|       |            | 树脂软管  | 适用于输送石油基液压油、水基液压油，可作为润滑管线、防喷器控制管线等，广泛应用于液压升降机及农用和建筑机械         |   |
|       |            | 物料输送软管  | 适用于输送混凝土、砂石、水泥浆、石膏等干性及湿性磨料，广泛应用于建筑、造船等行业清洁、喷砂除锈及磨料输送等         |   |
|       |            | 多功能吸排软管   | 适用于建筑业、农业及其他行业  |   |
|       |            | 化学易爆品输送软管   | 广泛应用于化工、石油、钢铁、食品、医药等多种领域                                      |   |
|       |            | 压缩空气管   | 适用于建筑业及矿业等行业的压缩空气传递   |   |
|       |            | 石油化学软管  | 适用于油罐等输送汽油、石油、乙醇、柴油等石油基产品以及船舶发动机水循环、排放管道，热交换器及湿排气             |   |
|       |            | 蒸汽管   | 适用于一般的冲洗应用，使用热水或低压饱和蒸汽在加工厂设施以及食品和乳制品厂中使用                      |   |
|       |            | 海洋输油管系列   | 用于在海上系泊系统的装卸船之间运输原油和液体石油产品                                    |   |
|       |            | 石油钻采软管  | 石油钻采软管  | 广泛应用于陆地及海洋石油钻探工程。                           |
|       |            | 超高压清洗软管   | 超高压清洗软管   | 用于车辆、机械、建筑外墙等的清洗保养，还可以用于混凝土凿毛，甚至混凝土切割机凿除等领域 |
| 配件    | 连接件及橡塑密封制品 | 板式换热器   | 用于暖通空调、化工、电力、食品、制药领域  |   |
|       |            | 定制混炼胶   | 广泛用于轮胎、胶管、胶条、电线电缆、医疗器具及各种橡胶制品的生产等领域                           |   |
|       |            | 板式换热器密封垫片   | 可与阿法拉伐（Alfa Laval）、传特（Tranter）、萨莫威乎（Thermwave）等品牌生产的板式换热器配套使用 |   |
|       |            | 橡胶软连接   | 可广泛应用于食品、医学和高温产品的领域   |   |
|       |            | 工业软管流体连接件   | 配合使用超级大力神系列软管   |   |
| 装备与服务 | 食品         | 超高压食品灭菌设备   | 适用于在食品加工中实现高效灭菌、营养改良、质地改善以及食品保鲜领域                             |   |
|       | 市政疏浚       | 超高压特种装备   | 开展城市地下管网综合治理服务  |   |
| 材料    | 高分子材料      | 主要围绕改性工程树脂颗粒、预分散母胶粒、特种橡胶混炼胶、预分散树脂颗粒、改性尼龙颗粒等开展产品研发 |   |   |

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

### 1.3. 业绩体量稳步增长，胶管总成业务占比显著提升

营收体量稳步扩大，归母净利润近五年复合增速超40%。2019-2023年，公司实现营业收入2.62/2.86/3.32/3.75/4.85亿元，年均复合增速达16.64%；实现归母净利润0.31/0.42/0.3/0.83/1.34亿元，年均复合增速达44.19%。公司2021-2023年业绩增长迅速，一方面是石油开采酸化压裂软管放量，产品优势明显且市场需求增长，另一方面还得益于液压软管等基础业务稳定、原材料成本下降、研发实力强带来产品升级及海外市场拓展成果显著等因素。2024Q1-Q3公司实现营业收入3.30亿元，同比-7.22%；实现归母净利润0.68亿元，同比-29.39%。

图5：2019-2023年公司营业收入及同比增速



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

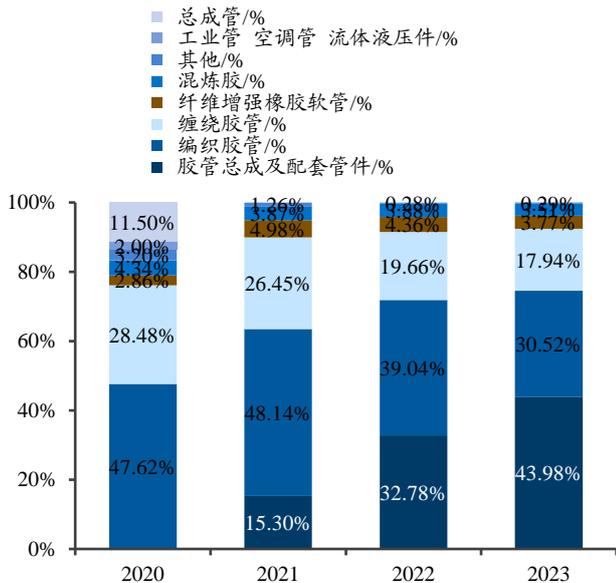
图6：2019-2023年公司归母净利润及同比增速



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

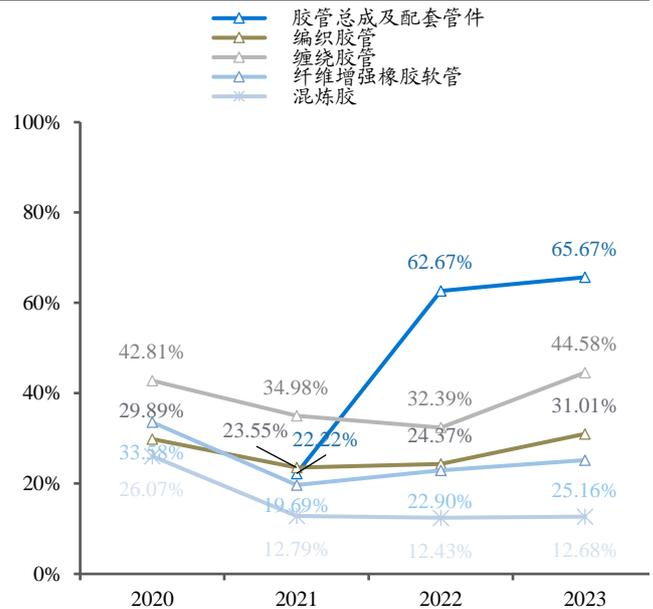
从销售结构看，高毛利胶管总成及配套管件占比显著提升。胶管总成及配套管件业务收入高速增长，营业收入从 2021 年的 0.51 亿元上涨至 2023 年的 2.13 亿元，年均复合增长率为 105.11%。该业务营收占比亦由 2021 年的 15.30% 提升至 2023 年的 43.98%，已成为营业收入占比最大的业务。该变动主要系公司研发的酸化压裂软管总成为代表的高附加值工业管系列产品逐步被海内外市场认可，销售量显著提升，同时胶管总成及配套管件业务毛利率亦从 2021 年的 22.22% 提升至 2023 年的 65.67%。

图7：2020-2023 年公司各类业务营业收入占比



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

图8：2020-2023 年公司各项业务毛利率



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

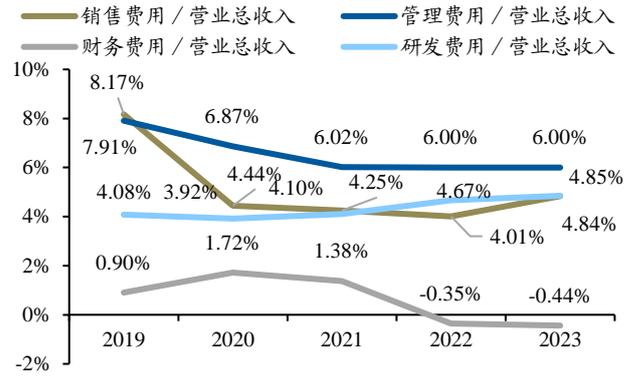
期间费用率持续优化，研发投入夯实技术壁垒。2023 年，公司毛利率同比+9.84pct 至 47.84%，净利率同比+5.27pct 至 27.44%。公司盈利能力提升，主要由于公司不断加强生产信息化管理，进一步加强产品质量管理和生产成本控制，费用管控卓有成效。公司销售费率从 2019 年的 8.17% 降到 2023 年的 4.84%，管理费率从 2019 年的 7.91% 降到 2023 年的 6.00%。2023 年，公司通过现金管理使利息收入较 2022 年同期大幅增加，使得公司财务费用较 2022 年同期减少了 80.34 万元。同时，公司持续加大研发投入，研发费率不断上升，从 2019 年的 4.08% 增加到 2023 年的 4.85%，有助于促进技术创新，增加公司竞争力。

图9：2019-2023 年公司毛利率及净利率情况



数据来源：iFinD, 东吴证券研究所

图10：2019-2023 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）等。

图11：橡胶软管结构简介

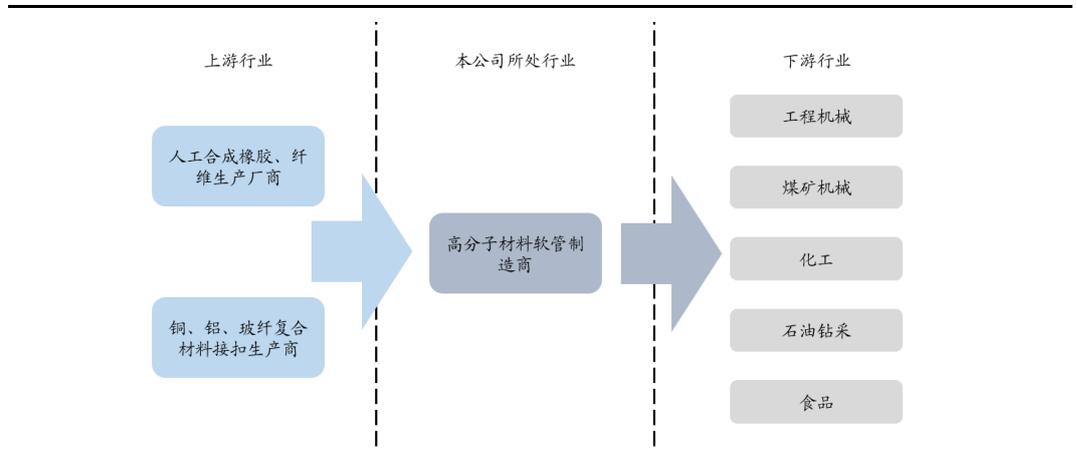
| 主体   | 结构  | 作用          | 特点  |
|------|-----|-------------|---|
| 橡胶软管 | 内层  | 密封、导流       | 直接接触工作介质，承受输送介质的磨损、侵蚀，应具有一定厚度，能够耐高温、耐腐蚀、耐摩擦 |
|      | 骨架层 | 承受压力、保护整体结构 | 具有相当高的刚度和强度                                 |
|      | 外层  | 防御作用        | 应具有一定厚度，保护胶管内体不受外界环境的损伤和侵蚀，能够耐温、耐腐蚀、耐磨、耐老化  |
| 胶管接头 |     | 连接橡胶软管与工作设施 | 能够承受压力、屈挠、腐蚀等，保障密闭性和连接稳定性                   |

数据来源：华经产业研究院，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12: 橡胶软管产业链



数据来源：华经产业研究院，东吴证券研究所

## 2.2. 多领域需求稳步增长，为橡胶软管市场带来广阔市场

**石油行业：为橡胶软管的重要领域之一，包括勘探、开采、运输和加工全过程。**1) 钻井操作：石油钻井过程中需要使用大量软管，例如，钻机上的高压软管用于传输钻井液体，井口设备软管用于连接各种设备和传输液体。2) 油田采油：油田采油过程中需要使用专门的油田软管，例如油田吸油软管、注水软管等，这些软管能够在恶劣的环境下工作，具有高耐压和耐腐蚀性能。3) 油气运输：石油和天然气的运输过程会使用大量的输油软管和输气软管。4) 炼油厂加工：在炼油厂的操作过程中也需要使用各种类型的软管，例如用于传输原油、成品油、化工原料和废物的软管。

**化石能源巨大的市场需求为石油钻采软管提供了广阔的市场。**据《世界能源统计年鉴 2024》显示，2023 年全球石油产量创历史新高，在能源消费结构中，石油占比 32%，煤炭占比 27%，天然气占比 23%，尽管风电、太阳能等新能源不断增长，但短期内仍然难以撼动以石油、天然气、煤炭为主导的化石燃料。2023 年我国全年原油产量达 2.09 亿吨，同比增长 2.1%，其中页岩油产量突破 400 万吨，再创历史新高；我国天然气产量达 2,324.3 亿立方米，同比增长 5.6%。“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已成为我国“稳油增气”的战略性资源。

图13: 橡胶软管在陆地油气领域的主要应用



数据来源: 思瀚产业研究院, 东吴证券研究所

图14: 页岩油酸化压裂示意图



数据来源: 思瀚产业研究院, 东吴证券研究所

**工程机械:** 橡胶软管在机械液压系统、抽排系统、浇筑系统模块发挥重要作用, 配合实现机械整体功能。液压管路系统是工程机械液压传动装置的传输系统, 包括液压油箱、软管总成、钢管总成及连接接头等部分, 起着连接和传递系统能量的重要作用。液压软管通常需要承受较高压力, 其产品性能对装备运行的稳定性和安全性有至关重要的影响。因此, 液压软管对极限压力、弯曲半径和使用寿命等性能要求严苛, 对产品原材料、生产工艺和生产设备亦要求较高。此外, 应用于土木工程、矿业开采等领域的橡胶软管还可用于输送施工场景中的水、泥浆、水泥等介质, 典型管道类型如建筑机械泥浆管、盾构机砂石管等。

**工程机械周期拐点显露, 行业需求有望景气回升。**自2021年以来, 我国工程机械行业处于下行周期调整期, 据中国工程机械工业协会数据显示, 2024年我国挖掘机共销售20.11万台, 同比增长3.13%。其中, 国内销量为10.05万台, 同比增长11.7%。作为工程机械行业的“晴雨表”, 挖掘机销量在2024年实现止跌回升, 释放出积极信号。同时, 2024年以来, 大规模设备更新政策与地产政策“组合拳”出台, 在大规模设备更新与行业自身更新双重周期共振下, 2024年有望成为国内工程机械市场筑底之年, 未来行业有望周期上行。工程机械行业的健康发展及庞大的市场基数和零部件国产替代趋势将为液压软管及总成生产企业提供稳定的市场需求。

图15: 橡胶软管在工程机械领域的主要应用



数据来源: 思瀚产业研究院, 东吴证券研究所

图16: 液压支架千斤顶与液压软管分布



数据来源: 科隆新材招股书, 东吴证券研究所

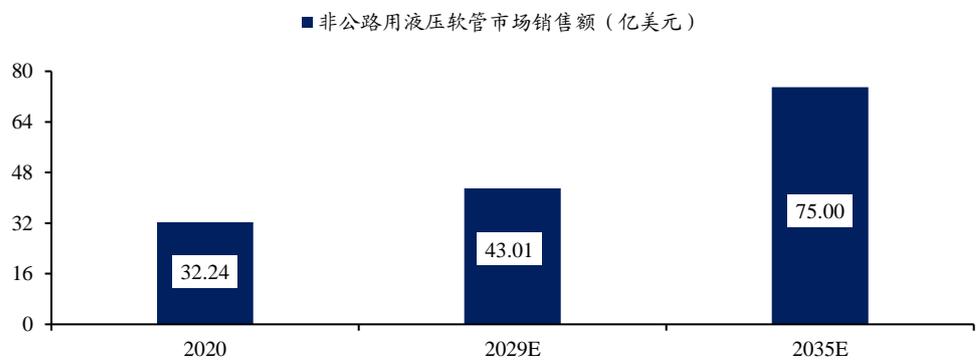
图17: 煤矿高压胶管的用途

煤矿高压胶管的使用途径广泛, 可以应用于煤矿井下的各种工况。主要包括以下几个方面:

|        |  |
|--------|--|
| 通风系统   | 高压胶管可用于连接通风机和矿井出风口, 保证矿井内空气流通, 减少工人的窒息风险。        |
| 水系统    | 高压胶管可以用于输送深井水、降温喷淋水等, 确保矿井内水源供应充足, 维持矿井环境的湿度和温度。 |
| 瓦斯管道   | 高压胶管作为瓦斯管道的重要组成部分, 能够有效地输送瓦斯, 降低煤矿瓦斯爆炸的风险。       |
| 压缩空气系统 | 高压胶管可用于连接压缩空气站和各个工作面, 提供压缩空气支持设备的正常运行。           |

数据来源: 利通科技官网, 东吴证券研究所

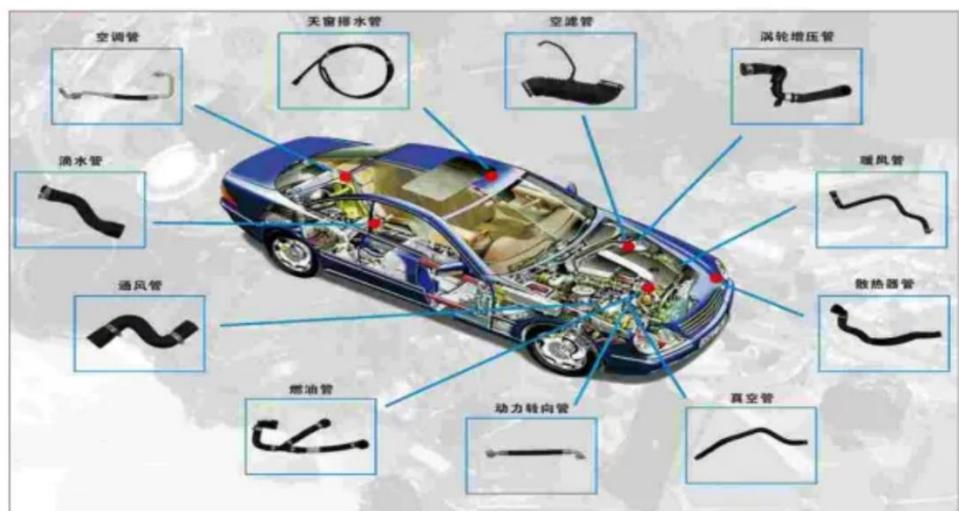
图18: 2020-2035年非公路用液压软管市场销售额(亿美元)



数据来源: 科隆新材第一轮问询函, Valuates Reports, Market Research 365, 东吴证券研究所

**汽车：车用胶管及总成是机动车管路系统的重要部件。**橡胶软管可用于汽车燃油系统、制冷系统、动力转向系统、制动刹车系统和空调系统等领域，传输各种液体和气体，包括燃油、润滑油、制冷剂和水等，帮助汽车各子系统实现其功能，从而实现整车的正常运转。在当前全球新能源发展的趋势下，我国汽车生产企业对此主动调整，积极应对，在国家政策的支持下，抓住当前新能源汽车快速替代传统燃油车带来的市场机遇，实现汽车产量逆势上扬，我们预计未来市场将呈现持续向好、总体稳定的发展态势。根据中国汽车工业协会数据，2024年我国汽车产销分别完成3128.2万辆和3143.6万辆，同比分别增长3.7%和4.5%，是我国汽车产销连续第二年突破3000万辆，为支撑工业经济稳增长发挥了重要作用，有望带动汽车胶管市场规模同步增长。

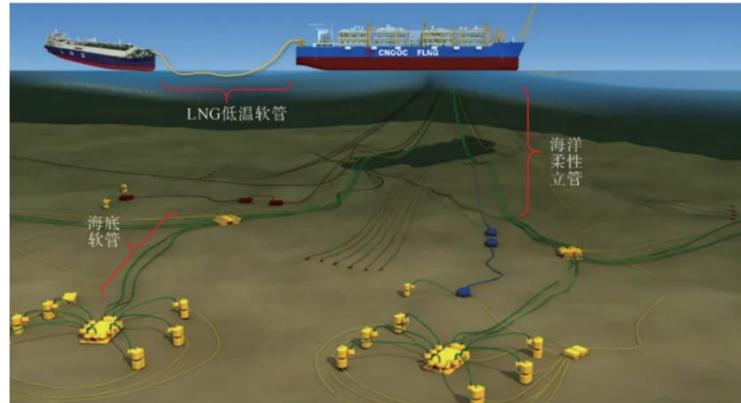
**图19：橡胶软管在汽车上的主要应用**



数据来源：思瀚产业研究院，东吴证券研究所

**海洋工程装备是高端橡胶软管产品主要应用领域。**海洋工程装备主要指海洋资源（特别是海洋油气资源）勘探、开采、加工、储运、管理、后勤服务等方面的大型工程装备和辅助装备，包括海上钻井平台、海上风电平台、海洋舰艇、海洋浮体结构物等。为了确保在极端海洋环境下安全地进行勘探、钻采、运输过程中流体输送工作，具备耐高压、耐高温、耐腐蚀、耐拉伸等特性的橡胶软管常被用于输送油气混合物、泥浆、海水、高压气体、酸性压裂液等介质。《中国海洋能源发展报告 2024》显示，2024年中国海洋油气产量再创新高，海洋原油连续6年贡献全国增产量60%以上，海洋石油产量6550万吨，同比增长约330万吨，占全国石油增产量的80%以上；海洋天然气产量262亿立方米，同比增长20亿立方米以上。《中国海洋能源发展报告 2024》预测，2025年，中国将进一步加大海洋油气勘探开发力度，预计海洋石油产量6800万吨，继续保持全国石油生产增量的领军地位，管道作为连接海底资源生产设施和海面设施的纽带，市场需求有望稳步提升。

图20: 海洋软管部分应用场景



数据来源: 信昌卓润官网, 东吴证券研究所

**常规工业生产制造:** 得益于橡胶软管输送各种介质的普遍适用性, 其在工业制造领域的应用范围广泛且多样化。常规工业生产制造场景中, 面临大量介质输送需求, 例如工业生产中油料管道输送、化工品输送、高压清洗设备、食品生产输送管道等。橡胶软管以其耐腐蚀性和良好的柔韧性适用不同环境的介质输送, 最为常见的输送介质为水、油、气体等。

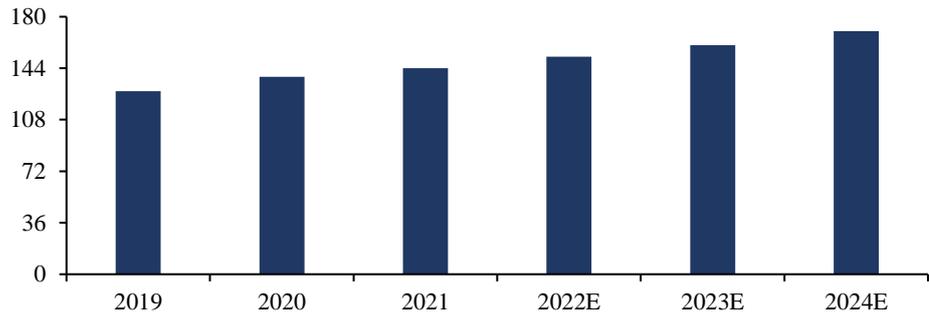
图21: 橡胶软管在常规工业生产制造中的主要应用



数据来源: 思瀚产业研究院, 东吴证券研究所

整体而言, 橡胶软管由于其柔韧性好、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22: 2019-2024 年全球工业软管市场规模



数据来源: Markets and Markets, 立鼎产业研究网, 东吴证券研究所

### 2.3. 中国本土厂商拓展中高端市场, 有望受益于进口替代机遇

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。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。一方面低端产品由于性能要求较低, 生产制造技术难度不大, 因此低端产品生产存在投资小、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; 另一方面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, 市场竞争激烈程度相对较低。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, 主要集中在技术含量低、竞争激烈的中低端产品市场, 相比之下, 国外同类企业由于发展时间较长, 产品种类丰富, 性能优异, 定位高端, 单价和利润均较高, 技术水平和装备水平也更为先进, 从而形成了一定的垄断优势。具体而言, 全球范围内, 超高压橡胶软管核心厂商主要包括 Parker、Manuli、Gates、Continental 和 Eaton 等。

表2: 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, 同时销到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

中国本土厂商积极拓展中高端市场, 国际市场影响力提升。在胶管需求量大幅增加的大背景下, 我国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, 使得开发该产品具有很大的市场潜力。近年来, 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 (SAE00J75) 或者

欧标 (DIN) 开发出了中高端产品, 与国外厂商进行竞争, 取得了较好成绩。根据海关总署数据, 2024 年我国胶管出口总量增长 15.9% 达 36.19 万吨, 出口总额增长 8.5% 达 16.26 亿美元, 再创历史新高。根据国家统计局数据, 我国橡胶和塑料制品业出口交货值 2021 年达到 4296.1 亿元, 在 2022 和 2023 年保持了高位相对稳定, 并于 2024 年同比增长 7.94% 至 4618.2 亿元, 我国橡胶和塑料制品于国际市场的影响力逐渐提升。

图23: 中国橡胶和塑料制品业出口交货值及增长率



数据来源: iFinD, 国家统计局, 东吴证券研究所

### 3. 橡胶管业优势基本盘稳健, 纵向拓展材料与装备服务

#### 3.1. 液压软管: 跻身中高端市场, 产品性能与使用寿命国内领先

全面掌握液压橡胶软管的核心技术, 综合实力在国内液压软管行业排名前列。公司积累了丰富的配方设计及工艺制造经验, 工艺技术成熟, 产品质量稳定, 在胶管脉冲疲劳性能、低介质渗透性能、大口径、超高压、超耐磨、耐腐蚀、耐高温等方面形成了技术优势, 产品开发能力及科研技术水平等方面具备了与国外同行竞争的能力。公司研发中心获得 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, 主导或参与了胶管行业四项国家标准和两项团体标准的起草。截至 2024H1, 公司拥有 18 项国家发明专利和 16 项实用新型专利, 全面掌握了液压橡胶软管的核心技术。根据中国橡胶工业协会胶管胶带分会发布的《胶管胶带行业 2023-2024 年度胶管十强企业》, 公司系胶管十强企业且在液压胶管细分行业中排名第一。

图24: 2023-2024 年度胶管 TOP10 企业

| 2023-2024年度胶管TOP10企业 |                  |
|----------------------|------------------|
| 汽车胶管                 | 天津鹏翎集团股份有限公司     |
|                      | 四川川环科技股份有限公司     |
|                      | 浙江峻和科技股份有限公司     |
|                      | 青岛三祥科技股份有限公司     |
|                      | 南京利德东方橡塑科技有限公司   |
|                      | 山东美晨工业集团有限公司     |
| 液压胶管                 | 漯河利通液压科技股份有限公司   |
|                      | 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 |
| 海洋胶管                 | 山东悦龙橡塑科技有限公司     |

数据来源: 中国橡胶工业协会胶管胶带分会, 东吴证券研究所

打造大力神和超级大力神自主品牌，实现中高端产品进口替代。公司自主品牌大力神、超级大力神系列软管具有长寿命（配套使用利通接头，使用寿命超过5年，质保2年）、低弯曲（弯曲半径低于DIN/SAE标准30%）、高压（超过DIN/SAE标准25%）的特点，在脉冲次数、工作压力、最小弯曲半径的性能指标已达到或超过ISO18752国际标准，成功跻身中高端市场，应用于三一重工、徐工集团、宇通重工、詹阳动力的挖掘机、装载机、推土机、起重机、混凝土泵车等工程机械产品，抢占了进口产品的部分份额，实现了部分高性能国际知名品牌产品的进口替代。

图25: 公司超级大力神系列软管简介

| 类别        | 型号         | 增强层  | 应用  |
|-----------|------------|--|---|
| 超级大力神系列软管 | LT SA5991  | 四层缠绕的超强高柔钢丝，脉冲>100万次                           | 适用于挖掘机等大型工程机械或苛刻环境使用需求                                      |
|           | LT SA5992  | 两层钢丝编织，脉冲>50万次；四层钢丝缠绕，脉冲>100万次；六层钢丝缠绕，脉冲>100万次 |   |
|           | LT SA5993  | 四层钢丝缠绕，脉冲>100万次；六层钢丝缠绕，脉冲>100万次                |   |
|           | LT SA6991  | 四层缠绕的超强高柔钢丝，脉冲>100万次；四层钢丝缠绕脉冲≥100万次            |   |
|           | LT SA6992  | 一层或两层钢丝编织脉冲≥30万次，四层钢丝缠绕脉冲≥100万次                | 适用于可生物降解的液压油  |
|           | LT599      | 4层或6层交错缠绕的高强度钢丝                                |   |
|           | LT699      | 高强度柔性钢丝，爆破压力提升15%以上                            |   |
|           | LTSA599-FH | 四层缠绕的高强超柔钢丝                                    | 适用于挖掘机等各类工程机械、建筑机械、矿用机械及农用机械等在严苛的工作环境下输送水基、石油基液压油及可生物降解的液压油 |
|           | LTSA599    | 多层缠绕的高强超柔钢丝                                    |   |

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图26: 美国派克、意大利玛努利与公司“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(Parker)  | 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(Parker)  | 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        |
| 四层钢丝编织软管 | 派克(Parker)  | 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：公司招股书，东吴证券研究所

### 3.2. 工业软管：高附加值酸化压裂软管成效显著，积极布局海洋石油 API 17K 软管

大力布局石油钻采软管，推动国内外市场软管替代钢管。公司工业管产品广泛应用于能源、矿山、食品、化工等诸多行业领域，近年来公司积极布局石油天然气钻采领域软管产品，通过调整材料配比和优化工艺技术，大力推进油气田开采橡胶软管智能制造，攻关油气田钻采过程中出现的高压、高温、腐蚀、磨损等技术难题，在压裂增产、BOP

井控、高压耐火节流、压井流体传送、高压泥浆输送、超高压清洗等关键领域取得了质的突破。2016年，利通科技开始布局国产化大口径石油管线技术研发，并于2021年5月成功推出了具有重量轻、寿命长、柔性好、易装配等特征的超耐磨酸化压裂软管，颠覆传统石油管钢管设计理念，逐步推动国内外市场软管替代钢管。

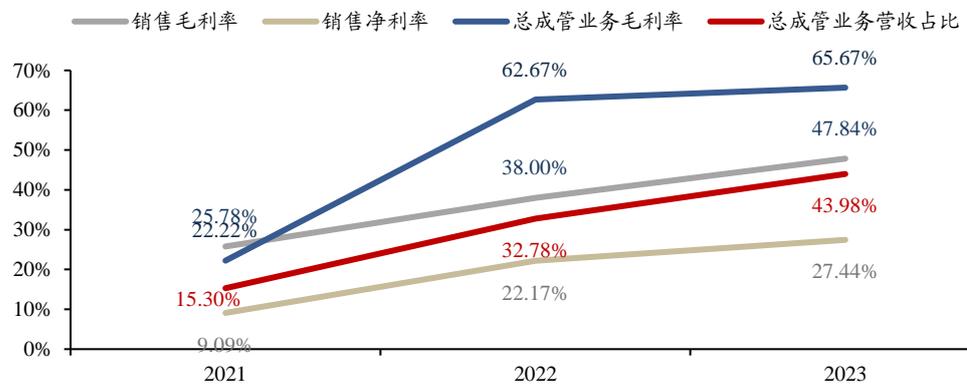
图27: 公司石油开采软管简介

| 类别                  | 型号      | 增强层               | 应用  |
|---------------------|---------|-------------------|---|
| API 7K系列-旋转钻井和减震软管  | LT301 D | 2-6层缠绕的高强超柔钢丝或钢丝绳 | 钻井、修井作业中立管上端与顶部驱动器/旋转装置之间和泵与立管下端之间的柔性连接，在石油钻探和勘探工作中以高压泵送泥浆                          |
| API 7K系列-高压泥浆软管     | LT301 C | 多层缠绕的高强超柔钢丝或钢丝绳   | 作为固井管汇的柔性连接件，在高压下输送水基泥浆、油基泥浆等   |
| 超耐磨酸化压裂软管           | LT301 F | 多层缠绕的高强超柔钢丝       | 完井作业中的酸化压裂、加砂压裂、水力压裂管线,在高压下输送水基、油基、泡沫、酸基等压裂液  |
| PTFE 多功能原油输送软管      | LT304   | 多层帘子布缠绕及高灵活度螺旋钢丝  | 适用于输送燃油、原油、汽油等石油产品，PTFE内附层使该软管具有强大的耐腐蚀、高润滑等特性，其极佳的化学稳定性使其不与石油产品中的化学物质发生反应，保证安全高效的运输 |
| API 16C系列-柔性节流和压井软管 | LT302   | 多层缠绕的高强超柔钢丝或钢丝绳   | 节流压井管汇等的柔性连接管线，在高压下输送含有硫化氢（H <sub>2</sub> S）及其他危险气体的油气混合物及各种水基、油基、泡沫压井液等            |

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

**高附加值酸化压裂软管成效显著，有望持续受益于石油天然气钻采。**公司大口径超耐磨酸化压裂管线性能和技术跻身国内外同行前列，经压裂作业现场数据对比，利通科技酸化压裂软管与用钢管相比成本节约70%、安装效率提高2倍，较好地满足了页岩油田压裂作业对高压、大排量、长时间等施工要求。2021年以来，公司大力开拓以酸化压裂软管总成（配套开采页岩油气所使用的压裂车等设备）为代表的高附加值产品的海内外市场，该系列产品带动公司综合毛利率由2021年25.78%上升至2022年的38.00%、2023年47.84%，对公司净利润增长做出了突出贡献。同时，公司酸化压裂软管设计寿命为8000小时，质保一年或2500小时，客户将根据软管内壁磨损程度决定是否更换，由此，2025年公司压裂软管产品有望受益于石油天然气开采以及旧软管的更新需求。

图28: 2022年酸化压裂软管总成产品放量推动公司利润率显著提升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

持续推进石油软管新品研发，布局海洋石油 API 17K 软管。在海洋石油工业中，石油的开采、输送和加工过程中，需要面对海洋环境的严酷条件，如高压、低温、海水腐蚀等。为了保障海洋石油工业的安全和高效运行，API 17K 软管应运而生，可承受高压、耐受低温、抵御海水腐蚀，广泛应用于石油钻井、海洋平台、FPSO 等海洋石油工程领域。2024 年，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。

图29：公司获美国石油协会（API）产品认证（17K）



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

### 3.3. 强链补链：聚焦超高压产业链，全面拓展材料与装备服务

#### 1. 超高压食品灭菌

**HPP 超高压灭菌：**一种非热食品和饮料保鲜方法，克服了热杀菌的固有缺点。巴氏杀菌等传统的热力杀菌技术存在固有缺点，在加热过程中会对一些产品特别是热敏性产品的色、香味、功能性及营养成分造成破坏，使得新鲜产品失去其原有的新鲜度，甚至可能产生异味，影响产品品质。而 HPP 超高压灭菌技术是一种非热(5-20°C)的食品和饮料保鲜方法，通过将食品或其他物质置于密封的压力容器中，利用液体(通常是水)作为传压介质，将压力逐渐增加到数百兆帕(MPa)甚至更高。在这种高压环境下，微生物细胞内的酶、蛋白质和核酸等分子会重新排列，细胞膜破裂，细胞器失去功能，最终导致微生物死亡。这一过程是纯物理过程，无需添加任何化学防腐剂，因此能够保持食品的原始营养成分和感官特性。

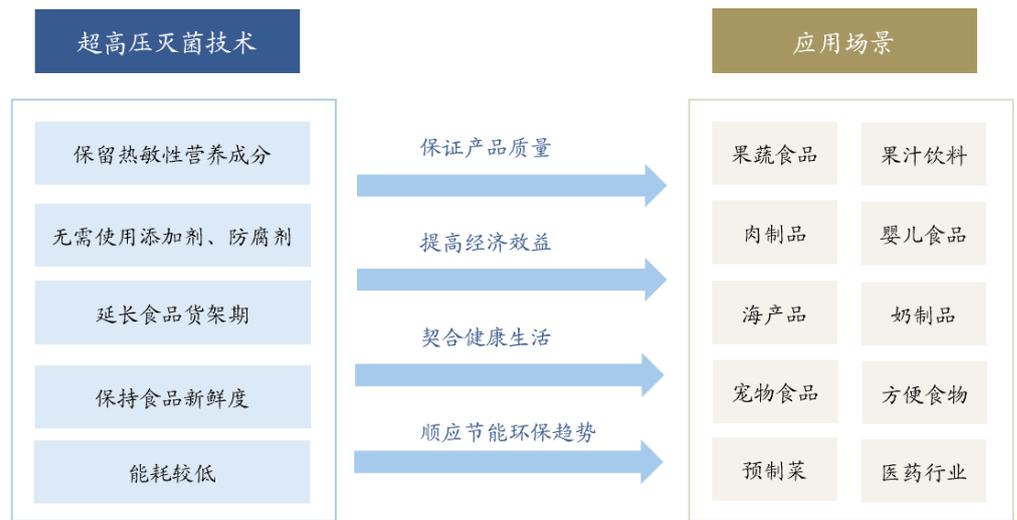
图30：HPP 超高压灭菌的优点

| 序号 | 优点     | 阐释                                  |
|----|--------|-------------------------------------|
| 1  | 纯物理灭菌  | 无需添加任何化学防腐剂，保持了食品的原始营养成分和感官特性       |
| 2  | 延长货架期  | 可杀灭微生物并抑制其繁殖，显著延长食品的货架期             |
| 3  | 高效杀菌   | 杀灭食品中各种病原菌、霉菌和酵母菌等微生物，保证食品安全性       |
| 4  | 应用行业广泛 | 适用于果蔬汁、肉制品、奶制品、果蔬泥、预制菜等多种食品的加工和保鲜   |
| 5  | 节能环保   | 相比传统的热处理加工技术，该技术处理过程能耗低，且不会产生工业三废   |
| 6  | 新市场机会  | 近年来较为流行，受消费者追捧，且对于某些产品，HPP是唯一被允许的技术 |

数据来源：希法（上海）液压技术有限公司宣介材料，东吴证券研究所

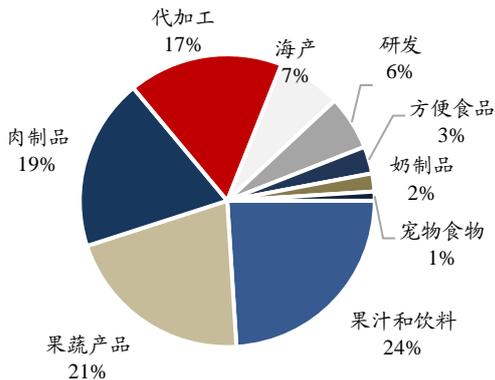
**食品加工应用场景广泛，HPP 超高压灭菌行业成长前景广阔。**超高压灭菌技术的特点是低温高压，无需使用添加剂、防腐剂即可保持食品新鲜度和热敏性营养成分，延长食品货架期，能够提高产品经济效益，符合健康生活新趋势，可广泛应用于肉类、乳制品、水产品、蔬菜、水果产品和各种饮料产品的加工和保鲜中。相比于海外市场，我国超高压技术在食品加工中的应用正处于起步阶段，未来随着消费者对食品天然、新鲜、安全营养观念的需求不断增加，HPP 超高压灭菌技术将成为食品加工行业中不可缺少的一环，超高压灭菌设备市场有望迎来广阔的发展空间。

图31: 超高压灭菌技术应用前景广阔



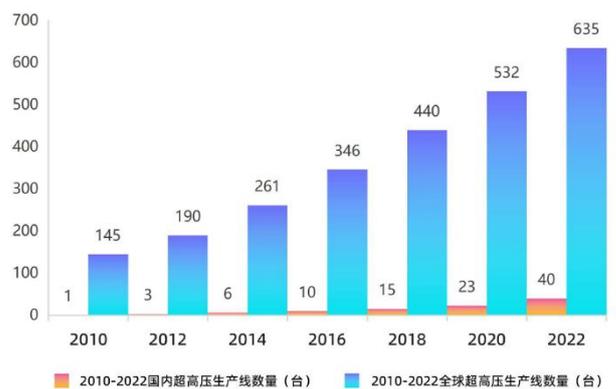
数据来源：希法（上海）液压技术有限公司宣介材料，东吴证券研究所

图32: 2024 年超高压灭菌技术下游应用占比



数据来源：希法（上海）液压技术有限公司宣介材料，东吴证券研究所

图33: 国内外 HPP 超高压生产线规模（台）

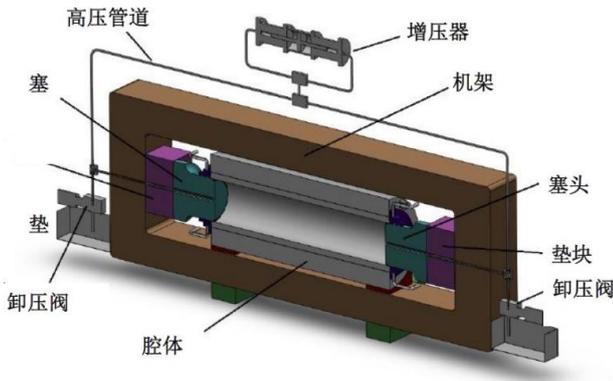


数据来源：希法（上海）液压技术有限公司宣介材料，东吴证券研究所

**利通科技进军超高压食品灭菌领域，成功推出首台超高压灭菌设备。**公司设立全资子公司河南利通超高压装备有限公司和控股子公司河南利通精密制造有限公司，积极开展超高压成套相关设备的研发设计。为验证超高压食品灭菌设备的各项参数和结构设计，

公司前期与漯河当地部分食品企业、科研机构进行对接，稳步推进各类食品的超高压灭菌实验。2024年12月，公司首台超高压灭菌（HPP）设备成功下线，现正在推进第一台超高压食品灭菌设备的订单交付工作，未来有望持续受益于漯河地区发达的食品产业、先进的食品加工技术和科研优势。

图34：公司超高压灭菌设备结构图



数据来源：利通科技宣介材料，东吴证券研究所

图35：公司首台超高压灭菌设备外观图



数据来源：利通科技宣介材料，东吴证券研究所

图36：漯河市部分食品企业

| 序号 | 食品公司及品牌             | 序号 | 食品公司及品牌                |
|----|---------------------|----|------------------------|
| 1  | 河南双汇投资发展股份有限公司——双汇  | 15 | 漯河花花牛乳业有限公司——康伴        |
| 2  | 河南省南街村(集团)有限公司——南街村 | 16 | 贾湖酒业集团有限责任公司——贾湖酒      |
| 3  | 漯河市平平食品有限公司——卫龙     | 17 | 漯河福美源食品工业有限公司——琅琅脆     |
| 4  | 漯河市恒达食品工业有限公司——小帅才  | 18 | 漯河大中原食品股份有限公司——大中原     |
| 5  | 北大荒农垦集团有限公司——北大荒豆奶  | 19 | 河南君来菌往农业技术开发有限公司——君来菌往 |
| 6  | 巧巧(漯河)食品有限公司——巧玲珑   | 20 | 河南三剑客奶业有限责任公司——三剑客     |
| 7  | 河南北舞渡食品有限公司——北舞渡    | 21 | 漯河市冬有食品有限公司——冬有饼家      |
| 8  | 漯河联泰食品有限公司——喜盈盈     | 22 | 漯河市日康食品饮料有限公司——岛上草     |
| 9  | 河南省雪健实业有限公司——雪健     | 23 | 漯河卓汇食品有限公司——卓汇         |
| 10 | 河南省龙云集团有限公司——龙云     | 24 | 漯河市瑞康饮料有限公司——康特力       |
| 11 | 河南豪峰食品有限公司——香当当     | 25 | 漯河三麦食品有限公司——今三麦        |
| 12 | 漯河市永利食品有限公司——永利食品   | 26 | 漯河百乐贸易有限责任公司——百乐佳      |
| 13 | 河南金龙面业有限公司——金龙面业    | 27 | 漯河劲牛食品工业有限公司——金牛       |
| 14 | 河南佳源乳业股份有限公司——佳源牧场  | 28 | 河南恒瑞淀粉科技股份有限公司——恒瑞科技   |

数据来源：十大品牌网，东吴证券研究所

## 2. 超高压特种装备

研发超高压特种装备，开展城市地下管网综合治理服务。全国城市地下管网淤堵严重、排水不畅的问题较为突出，公司基于自身在超高压管路系统方面积累的技术优势，于2023年8月设立全资子公司河南利通超高压装备有限公司，布局超高压特种装备(如高压破拆、疏通专用车等)的研发、制造(以总装为主)与销售，开展城市地下管网综合治理服务。2024年上半年，公司疏通净化处理专用车完成设计，并在中国国际环卫与市政设施及清洗设备展览会(CEPE China)展出环保低噪音高效疏通装备、市政管网超

高压水力盾构装备、超高压水力盾构车配件耗材及智慧管网解决方案，目前正稳步推进相关设备的总装与市场拓展工作。

图37: 公司在 CEPE China 的展品介绍

| 展品名称              | 图示 | 简介   |
|-------------------|----|--|
| TTP450环保低噪音高效疏通装备 |    | 整机采用柴油发动机驱动450T型高速大流量泵，最大流量可达900L/min，最高压力可达250bar的环保低噪音高效疏通装备。可接入液压渣浆泵，解决城市管网清淤，防汛排涝等难题；可解决管道堵塞严重，井口间距300米的长距离管道的疏通和深度清洁。                           |
| TTP750水力盾构装备      |    | 整机采用柴油发动机驱动750T型高速大流量泵，最高压力2800bar，可解决堵塞严重的管道或市政主管网、雨污水管网的清障和疏通；可解决城市管网存在的年久失修、板结沉积、混凝土堵塞的管道清障、疏通；解决100米以上长距离、小管径作业的难题，不用人工下井清淤，实现一次作业完成清障和疏通。       |
| 市政管网高效解决方案        |    | 包括市政管网检测解决方案——市政管网打堵解决方案——市政管网疏通解决方案——市政管网修复解决方案，为客户提供超越预期的诚挚服务，用心守护每一座城市的“生命线”。   |
| 超高压树脂清洗管          |    | 具有低弯曲、高压、超耐磨、广兼容及耐高低温等特点。该系列软管最高工作压力高达400MPa，最高爆破压力达1000MPa，超高压水输送无压力，完全满足水道清洁、管道清洁、管壳式换热器清洁，水射流切割、混凝土切割，以及石油化工、天然气、船舶、汽车工业高压清洁等作业对软管可靠性、稳定性、安全性的要求。 |

数据来源：公司公众号，东吴证券研究所

### 3. 高分子材料

设立青岛子公司“希法新材”，前瞻聚力高分子材料研发。公司围绕超高压流体上下游产业链和新材料等战略性新兴产业，持续强化产业链布局，积极开展循环高分子材料和生物基高分子材料的研发。2024年11月，公司全资子公司——利通希法（青岛）新材料科技有限公司正式开业。公司青岛研发机构组建了经验丰富的研发团队、布局了完善的实验设备设施和中试生产线，将主要围绕改性工程树脂颗粒、预分散母胶粒、特种橡胶混炼胶、预分散树脂颗粒、改性尼龙颗粒等开展产品研发，有利于进一步完善公司在高分子材料领域的布局。

#### 4. 盈利预测与投资建议

我们将公司收入拆分为胶管总成及配套管件、钢丝编织橡胶软管、钢丝缠绕橡胶软管、纤维增强橡胶胶管、混炼胶及其他业务。

**1) 胶管总成及配套管件：**软管总成产品由接头和胶管组装而成，公司拥有多年的胶管研发生产能力，接头方面已经完成技术开发和制造工艺积累，具备生产液压胶管、工业管的软管接头、总成产品的技术和生产能力，液压胶管总成和工业管总成产品已经批量推向市场。随着公司胶管总成产品研发制造技术水平的进一步提高、总成产品产能的逐步增加以及下游客户对产品认可度的提升，公司承接客户订单的能力将进一步增强，能够持续满足客户对软管总成产品的需求。考虑到 2024 年公司新增软管总成生产线，同时毛利率相对较高的石油软管总成产品的占比有所下降，我们预计该业务整体毛利率在 2024 年有所下滑，后续伴随公司积极推出新品优化产品结构，2025 年及 2026 年的销售量与毛利率有望回升提高。预计 2024~2026 年公司胶管总成及配套管件业务实现营收 2.21/2.47/2.73 亿元，毛利率分别为 52.83%/55.34%/57.23%。

**2) 钢丝编织橡胶软管：**编织胶管通常为单层或两层钢丝编制结构，多用于建筑机械、农机、垃圾车等设备的中低压力部件中。公司钢丝编织液压软管采用高强超柔钢丝作为增强层，管体更轻、更柔软，其外胶层普遍使用耐磨、耐候合成橡胶，使用寿命更长，充分满足机械及装备制造等高端软管用户需求。考虑到 2024 年工程机械行业景气筑底，市场需求相对疲软，我们预计该业务营收体量与毛利率在 2024 年有所下滑，后续伴随行业景气回升，公司积极优化生产工艺与产品结构，2025 年及 2026 年毛利率水平有望保持稳定。预计 2024~2026 年公司钢丝编织橡胶软管业务实现营收 1.37/1.54/1.70 亿元，毛利率分别为 28.26%/28.48%/28.89%。

**3) 钢丝缠绕橡胶软管：**缠绕胶管一般是四层或六层钢丝缠绕结构，多用于起重机、挖掘机等高压、高温、高脉冲的重型装备和液压传动设备。公司钢丝缠绕液压软管采用高强超柔钢丝作为增强层，耐磨、耐候合成橡胶作为外胶层，具有高压、耐脉冲、长寿命的产品特点，充分满足机械及装备制造等高端软管用户需求。考虑到 2024 年工程机械行业景气筑底，市场需求相对疲软，我们预计该业务整体毛利率在 2024 年有所下滑，后续伴随行业景气回升，下游高端制造对软管需求增加，公司持续研发适用于复杂工业环境的新产品，2025 年及 2026 年毛利率水平有望保持稳定。预计 2024~2026 年公司钢丝缠绕橡胶软管业务实现营收 0.76/0.85/0.89 亿元，毛利率分别为 43.96%/44.10%/44.21%。

**4) 纤维增强橡胶胶管：**纤维增强软管采用编织或缠绕的合成纤维作为增强层，软管具有轻量化、弯曲半径小等特点，适用于输送石油基液压油、润滑油、汽油、燃油、水和空气等，能够较好地满足工业用管通用需求。下游应用市场对软管需求的轻量化趋势下，公司计划继续研发新品优化产品结构，未来纤维增强橡胶软管的销售量与毛利率

水平有望进一步提高。预计 2024~2026 年公司纤维增强橡胶胶管业务实现营收 0.23/0.30/0.34 亿元，毛利率分别为 30.86%/31.85%/32.20%。

**5) 混炼胶:** 混炼胶是软管产品及密封制品的重要原料，根据用户对混炼胶的差异化性能要求，公司提供专业订制的高性能混炼胶产品及相关技术服务，现拥有 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，满足客户不同的设备需求。伴随后续公司高分子材料研发项目逐步落地，公司混炼胶产品有望进一步提升竞争力，销售量与毛利率水平有望进一步提高。预计 2024~2026 年公司混炼胶业务实现营收 0.19/0.23/0.27 亿元，毛利率分别为 12.76%/12.84%/12.95%。

**6) 其他:** 公司布局的超高压灭菌设备与地下管网疏通清淤工程服务，有望从 2025 年逐步对增加对公司业绩的贡献，随着新业务逐步拓展成熟，销售量与毛利率水平有望进一步提高。预计 2024~2026 年公司其他业务实现营收 0.02/0.29/0.33 亿元，毛利率分别为 40.57%/45.31%/47.67%。

图38: 分业务盈利预测

|                      | 2021    | 2022    | 2023   | 2024E   | 2025E    | 2026E  |
|----------------------|---------|---------|--------|---------|----------|--------|
| 营业收入/百万元             | 331.56  | 374.82  | 485.40 | 478.29  | 567.12   | 626.34 |
| 营收增速/%               | 16.12%  | 13.05%  | 29.50% | -1.46%  | 18.57%   | 10.44% |
| 毛利率/%                | 25.78%  | 38.00%  | 47.84% | 41.65%  | 42.91%   | 43.92% |
| <b>其中: 胶管总成及配套管件</b> |         |         |        |         |          |        |
|                      | 2021    | 2022    | 2023   | 2024E   | 2025E    | 2026E  |
| 营业收入/百万元             | 50.74   | 122.85  | 213.46 | 220.78  | 247.04   | 273.21 |
| 营收增速/%               | 54.44%  | 142.13% | 73.76% | 3.43%   | 11.89%   | 10.59% |
| 毛利率/%                | 22.22%  | 62.67%  | 65.67% | 52.83%  | 55.34%   | 57.23% |
| <b>其中: 钢丝编织橡胶软管</b>  |         |         |        |         |          |        |
|                      | 2021    | 2022    | 2023   | 2024E   | 2025E    | 2026E  |
| 营业收入/百万元             | 159.62  | 146.34  | 148.14 | 137.17  | 153.52   | 170.43 |
| 营收增速/%               | 17.39%  | -8.32%  | 1.23%  | -7.40%  | 11.92%   | 11.01% |
| 毛利率/%                | 23.55%  | 24.37%  | 31.01% | 28.26%  | 28.48%   | 28.89% |
| <b>其中: 钢丝缠绕橡胶软管</b>  |         |         |        |         |          |        |
|                      | 2021    | 2022    | 2023   | 2024E   | 2025E    | 2026E  |
| 营业收入/百万元             | 87.71   | 73.70   | 87.08  | 75.86   | 85.07    | 89.13  |
| 营收增速/%               | 7.84%   | -15.97% | 18.15% | -12.89% | 12.14%   | 4.77%  |
| 毛利率/%                | 34.98%  | 32.39%  | 44.58% | 43.96%  | 44.10%   | 44.21% |
| <b>其中: 纤维增强橡胶软管</b>  |         |         |        |         |          |        |
|                      | 2021    | 2022    | 2023   | 2024E   | 2025E    | 2026E  |
| 营业收入/百万元             | 16.51   | 16.33   | 18.28  | 23.15   | 29.55    | 34.39  |
| 营收增速/%               | 102.22% | -1.10%  | 11.94% | 26.66%  | 27.64%   | 16.38% |
| 毛利率/%                | 19.70%  | 22.87%  | 25.17% | 30.86%  | 31.85%   | 32.20% |
| <b>其中: 混炼胶</b>       |         |         |        |         |          |        |
|                      | 2021    | 2022    | 2023   | 2024E   | 2025E    | 2026E  |
| 营业收入/百万元             | 12.82   | 14.56   | 17.03  | 19.23   | 23.25    | 26.56  |
| 营收增速/%               | 3.50%   | 13.54%  | 16.93% | 12.93%  | 20.93%   | 14.21% |
| 毛利率/%                | 12.83%  | 12.43%  | 12.68% | 12.76%  | 12.84%   | 12.95% |
| <b>其中: 其他</b>        |         |         |        |         |          |        |
|                      | 2021    | 2022    | 2023   | 2024E   | 2025E    | 2026E  |
| 营业收入/百万元             | 4.17    | 1.04    | 1.42   | 2.10    | 28.70    | 32.63  |
| 营收增速/%               | -71.91% | -75.12% | 36.63% | 48.56%  | 1263.58% | 13.72% |
| 毛利率/%                | 24.97%  | 34.89%  | 36.96% | 40.57%  | 45.31%   | 47.67% |

数据来源: Wind, 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 4.78/5.67/6.26 亿元,同比增速为-1.46%/18.57%/10.44%;实现归母净利润 1.05/1.33/1.55 亿元,同比增速为-21.40%/26.32%/16.81%;毛利率水平分别为 41.65%/42.91%/43.92%。

**可比公司:**我们选取中裕科技、川环科技作为可比公司。其中,中裕科技主要从事高性能软管的研究、生产和销售,定位于中高端市场,产品广泛应用于油气开采、农业灌溉、煤矿、工业流体运输等领域,在流体传输高分子材料软管细分市场具有较强的竞争力。川环科技专注于研发、生产和销售车用胶管系列产品,为各大汽车整车制造厂商提供配套汽车橡胶软管产品,是目前国内市场领先、具备了较大规模的汽车胶管专业生产企业之一。

**盈利预测与投资建议:** 工程机械行业触底企稳, 煤矿机械与化石能源市场需求可观, 公司积极丰富拓展液压与石油软管产品品类, 软管主业经营有望总体保持稳步增长, 同时前瞻布局的材料与装备服务新业务有望进一步打开成长空间。我们预计公司 2024~2026 年归母净利润为 1.05/1.33/1.55 亿元, 对应最新 PE 为 14.23/11.26/9.64 倍。参考可比公司估值, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

图39: 可比公司估值表 (截至 2025 年 1 月 24 日)

| 代码        | 公司   | 收盘价<br>(元) | 总股本<br>(亿股) | 总市值<br>(亿元) | 归母净利润 (亿元) |       |       | 市盈率 (P/E) |       |       |
|-----------|------|------------|-------------|-------------|------------|-------|-------|-----------|-------|-------|
|           |      |            |             |             | 2024E      | 2025E | 2026E | 2024E     | 2025E | 2026E |
| 300547.SZ | 川环科技 | 30.5       | 2.17        | 66.16       | 2.13       | 2.65  | 3.21  | 31.05     | 24.97 | 20.59 |
| 871694.BJ | 中裕科技 | 15.29      | 1.02        | 15.64       | 1.30       | 1.39  | 1.78  | 12.08     | 11.29 | 8.81  |
| 平均值       |      |            |             |             |            |       |       | 21.56     | 18.13 | 14.70 |
| 832225.BJ | 利通科技 | 11.78      | 1.27        | 14.95       | 1.05       | 1.33  | 1.55  | 14.23     | 11.26 | 9.64  |

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (其中, 利通科技盈利预测来自东吴证券研究所, 其他公司盈利预测来自 Wind 一致预期)

## 5. 风险提示

**1) 原材料供应风险。**公司生产所需的原材料主要包括钢丝、橡胶、炭黑等，在主营业务成本中占比较高，因此，原材料价格上涨会对公司产品成本造成较大影响。虽然公司生产所需主要原材料属于大宗商品且在市场上易于获取，公司可以凭借自身规模优势及通过比价择优建立多重原材料供应渠道来降低原材料价格波动对公司业绩的影响，但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。

**2) 产品市场开拓不及预期风险。**公司介入工业管业务领域时间较短，市场开拓、渠道建设、客户导入及维护等方面需要一定的时间积累和资源投入，尤其在进入部分类别工业管（如石油钻采软管等）下游大型客户的供应商名录方面，公司需要经过复杂的认证步骤和苛刻的资格评估。在上述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。

**3) 市场竞争加剧风险。**公司所属的橡胶制品行业属于发展较为稳健的基础工业行业，随着工程机械、能源矿山、化工、轨道交通、食品等下游工业领域技术的提高和需求的快速增长，公司所属行业的竞争日趋激烈。行业内规模较大的企业主要为跨国集团，其凭借自身多年的品牌、技术和资金优势，不断拓展国内业务范围，行业内中小企业则通过差异化竞争，也在强化自身竞争优势。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。

## 利通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      |
| <b>流动资产</b>      | <b>333</b> | <b>348</b> | <b>451</b>   | <b>541</b>   | <b>营业总收入</b>    | <b>485</b> | <b>478</b> | <b>567</b> | <b>626</b> |
| 货币资金及交易性金融资产     | 70         | 66         | 115          | 182          | 营业成本(含金融类)      | 253        | 279        | 324        | 351        |
| 经营性应收款项          | 121        | 138        | 161          | 172          | 税金及附加           | 6          | 5          | 5          | 7          |
| 存货               | 131        | 135        | 165          | 177          | 销售费用            | 24         | 30         | 35         | 37         |
| 合同资产             | 0          | 0          | 0            | 0            | 管理费用            | 29         | 29         | 34         | 38         |
| 其他流动资产           | 10         | 9          | 10           | 10           | 研发费用            | 24         | 23         | 26         | 27         |
| <b>非流动资产</b>     | <b>447</b> | <b>539</b> | <b>609</b>   | <b>675</b>   | 财务费用            | (2)        | 0          | 0          | 0          |
| 长期股权投资           | 0          | 0          | 0            | 0            | 加:其他收益          | 4          | 5          | 5          | 6          |
| 固定资产及使用权资产       | 283        | 318        | 351          | 381          | 投资净收益           | 1          | 2          | 3          | 3          |
| 在建工程             | 32         | 32         | 32           | 32           | 公允价值变动          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 无形资产             | 35         | 74         | 111          | 147          | 减值损失            | (5)        | 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           | 1          | 1          | 1            | 1            | <b>营业利润</b>     | <b>153</b> | <b>120</b> | <b>151</b> | <b>177</b> |
| 其他非流动资产          | 96         | 114        | 114          | 114          | 营业外净收支          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| <b>资产总计</b>      | <b>780</b> | <b>887</b> | <b>1,060</b> | <b>1,216</b> | <b>利润总额</b>     | <b>153</b> | <b>120</b> | <b>151</b> | <b>177</b> |
| <b>流动负债</b>      | <b>157</b> | <b>161</b> | <b>201</b>   | <b>202</b>   | 减:所得税           | 20         | 15         | 19         | 22         |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 8          | 9          | 9            | 9            | <b>净利润</b>      | <b>133</b> | <b>105</b> | <b>133</b> | <b>155</b> |
| 经营性应付款项          | 75         | 75         | 105          | 104          | 减:少数股东损益        | (1)        | 0          | 0          | 0          |
| 合同负债             | 16         | 20         | 26           | 26           | <b>归属母公司净利润</b> | <b>134</b> | <b>105</b> | <b>133</b> | <b>155</b> |
| 其他流动负债           | 57         | 57         | 61           | 63           | 每股收益-最新股本摊薄(元)  | 1.05       | 0.83       | 1.05       | 1.22       |
| 非流动负债            | 30         | 28         | 28           | 28           | EBIT            | 149        | 120        | 151        | 177        |
| 长期借款             | 0          | 0          | 0            | 0            | EBITDA          | 184        | 160        | 196        | 222        |
| 应付债券             | 0          | 0          | 0            | 0            | 毛利率(%)          | 47.84      | 41.65      | 42.91      | 43.92      |
| 租赁负债             | 9          | 9          | 9            | 9            | 归母净利率(%)        | 27.55      | 21.97      | 23.41      | 24.76      |
| 其他非流动负债          | 22         | 20         | 20           | 20           | 收入增长率(%)        | 29.50      | (1.46)     | 18.57      | 10.44      |
| <b>负债合计</b>      | <b>187</b> | <b>189</b> | <b>229</b>   | <b>230</b>   | 归母净利润增长率(%)     | 60.78      | (21.40)    | 26.32      | 16.81      |
| 归属母公司股东权益        | 591        | 696        | 829          | 984          |                 |            |            |            |            |
| 少数股东权益           | 2          | 2          | 2            | 2            |                 |            |            |            |            |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>593</b> | <b>698</b> | <b>831</b>   | <b>986</b>   |                 |            |            |            |            |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>780</b> | <b>887</b> | <b>1,060</b> | <b>1,216</b> |                 |            |            |            |            |

| 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     | 141   | 128   | 160   | 175   | 每股净资产(元)       | 5.58  | 5.48  | 6.53  | 7.75  |
| 投资活动现金流     | (140) | (131) | (111) | (108) | 最新发行在外股份(百万股)  | 127   | 127   | 127   | 127   |
| 筹资活动现金流     | (29)  | (1)   | 0     | 0     | ROIC(%)        | 23.84 | 15.86 | 16.98 | 16.75 |
| 现金净增加额      | (26)  | (4)   | 48    | 67    | ROE-摊薄(%)      | 22.64 | 15.10 | 16.02 | 15.77 |
| 折旧和摊销       | 34    | 40    | 45    | 45    | 资产负债率(%)       | 23.99 | 21.29 | 21.62 | 18.90 |
| 资本开支        | (59)  | (114) | (114) | (111) | P/E(现价&最新股本摊薄) | 11.18 | 14.23 | 11.26 | 9.64  |
| 营运资本变动      | (30)  | (15)  | (15)  | (22)  | P/B(现价)        | 2.11  | 2.15  | 1.80  | 1.52  |

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>