

深耕流体传输软管，布局中东拓展下游应用

——中裕科技公司深度报告

2025 年 03 月 21 日

- 公司自成立以来深耕流体传输软管行业：**中裕科技成立于 2000 年，于 2023 年 4 月在北交所上市，是一家专业从事流体传输高分子材料软管的研究、生产和销售的高新技术企业、国家级专精特新“小巨人”企业。公司实控人为黄裕中先生及秦俊明女士，泰州大裕、黄昕亮为一致行动人。
- 公司主要经营情况：**海外市场订单下降，公司业绩阶段性承压。2024 年公司营业收入为 59,927.09 万元，同比下降 10.23%；实现归母净利润 10,482.72 万元，同比下降 17.32%。公司业绩阶段性承压主要系美国和中东市场订单数量比去年同期减少所致。2024 年公司毛利率为 48.85%，净利率为 17.26%，研发费用为 3,444.49 万元，过去 3 年研发投入稳步增长。随着下游需求的恢复和公司海外布局的逐步落地，公司的营业收入和净利润有望重回增长轨道。
- 橡胶软管行业分析：**（1）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，可广泛应用于石油、化工、工程机械、采矿、冶金、建筑、汽车、航空、航海、农林园艺、医疗、家用等诸多领域。（2）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。（3）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。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。以公司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。（4）橡胶软管行业材料配方的重要性日益凸显，并具有产品结构持续优化、应用领域不断拓展的行业发展趋势。
- 投资建议：**中裕科技自成立以来深耕流体传输高分子材料软管领域，发展至今形成了多层次的系列产品格局，在页岩油气开采和应急救援领域具有较强的市场竞争力。未来公司将在逐步开发并拓展流体传输软管的其他市场领域与应用场景的同时，加大开拓公司柔性增强热塑性复合管、钢衬改性聚氨酯耐磨管新产品在油气开采、矿产开发等领域的市场力度，打造公司新的成长曲线。我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 6.65/7.71/9.02 亿元，同比分别增长 10.97%/ 15.94%/16.99%。归母净利润分别为 1.21/1.43/1.68 亿元，同比分别增长 15.21%/ 18.59%/17.28%，对应市盈率分别为 17/14/12 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- 风险提示：**原材料价格波动的风险；下游行业需求波动风险；汇率波动风险。

中裕科技 (871694.BJ)

推荐 首次评级

分析师

张智浩

✉: zhangzhihao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130524100001

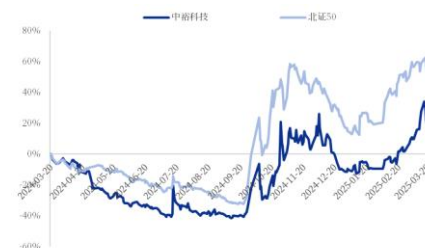
市场数据

2025-03-20

股票代码	871694.BJ
A 股收盘价(元)	20.02
上证指数	3,408.95
总股本(万股)	10,218.51
实际流通 A 股(万股)	4,806.96
流通 A 股市值(亿元)	9.62

相对北证 50 表现图

2025-03-20



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

- 【银河北交所】2025 年度策略_并购重组助力高质量发展，抓两新两重投资机遇

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	599	665	771	902
收入增长率%	-10.23	10.97	15.94	16.99
归母净利润 (百万元)	105	121	143	168
利润增速%	-17.32	15.21	18.59	17.28
毛利率%	48.85	49.02	47.73	48.34
摊薄 EPS(元)	1.03	1.18	1.40	1.64
PE	19.52	16.94	14.28	12.18
PB	2.49	2.25	2.02	1.81
PS	3.41	3.08	2.65	2.27

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

目录

Catalog

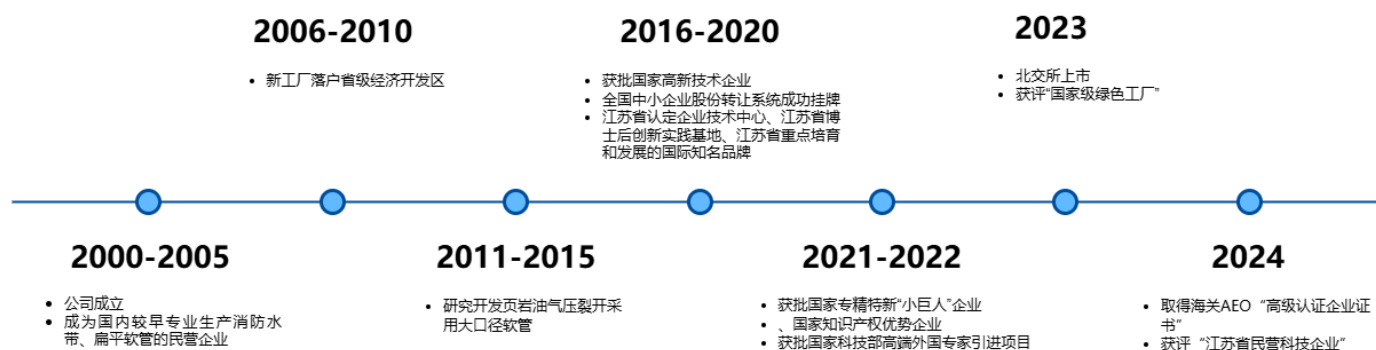
一、 公司简介	4
二、 公司主要经营情况	9
三、 行业分析	13
四、 盈利预测和投资评级	15
(一) 盈利预测	15
(二) 相对估值	16
(三) 绝对估值	17
(四) 投资建议	18
五、 风险提示	19

一、公司简介

中裕科技是一家专业从事流体传输高分子材料软管的研究、生产和销售的高新技术企业、国家级专精特新“小巨人”企业。公司成立于2000年，并于2003年取得消防水带3C认证和自营进出口经营权并进入欧美消防水带市场，成为国内较早专业生产消防水带、扁平软管的民营企业；2011年~2012年，公司自主研制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。2023年4月24日，公司正式登陆北交所。

公司自成立以来始终坚持坚持专业化、差异化的发展战略，公司的橡胶软管产品在“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，广泛应用于页岩油气开采、矿井排水、市政消防、应急救援、农业灌溉等下游领域。公司是行业标准《织物增强排水软管及软管组合件（行业标准 NB/T10758-2021）》的起草单位，建有江苏省高分子复合软管工程技术研究中心、江苏省企业研究生工作站等省级科研平台、江苏省博士后创新实践基地，先后获得“国家知识产权优势企业”、“中国合格评定国家认可委员会(CNAS)实验室”、“中国消防协会科学技术奖”、“国家绿色工厂”等荣誉，并取得了中国消防产品认证、中国船级社 CCS、美国 API（美国石油协会）、欧洲 BS6391 等多项国内外认证。

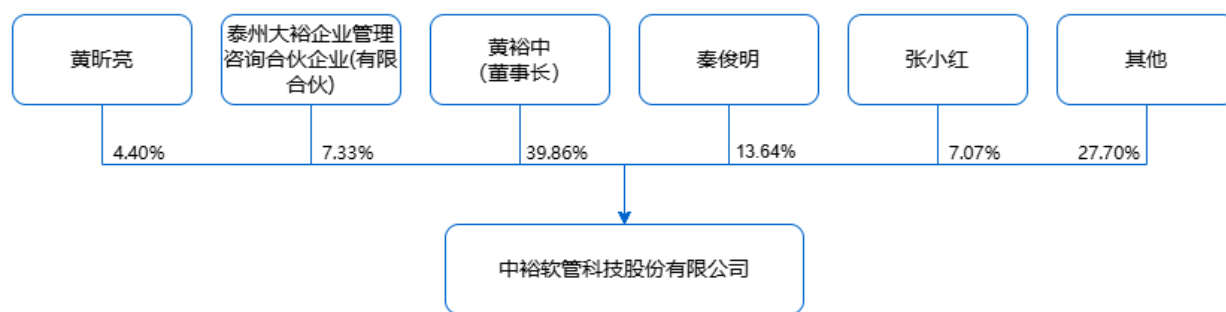
图1：公司发展历程



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

截至2024年，公司实控人为黄裕中先生（持有公司股份40,778,759股，占公司股本总额的39.86%）及秦俊明女士（持有公司股份13,950,000股，占公司股本总额的13.64%），一致行动人为泰州大裕（持有公司股份7,500,000股，占公司股本总额的7.33%）、黄昕亮（持有公司股份4,500,000股，占公司股本总额的4.40%）。公司的主要参控股公司中，安徽优耐德的主营业务为生产橡塑软制品；中裕兴成主要负责生产消防器材、橡塑软管；平裕科技于2024年3月被公司全资收购，主要负责应急救援智能装备研发、生产和销售；中裕能源主要负责耐磨管生产、设备制造、加工、安装；南京中裕是公司研发中心的公司实体，主要负责流体技术研究；中裕阿联酋、中裕沙特为公司海外工厂的公司实体，主要负责管道制造和销售；中裕香港、ZYFIRE USA CORPORATION主要负责海外市场的商业贸易。

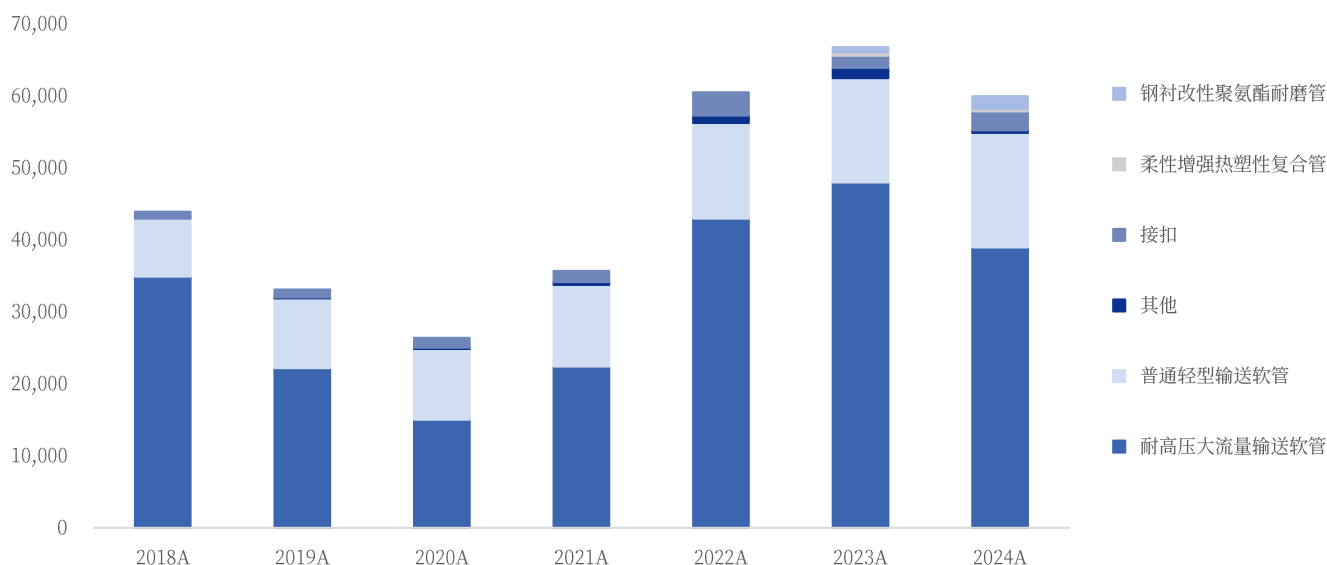
图2：公司股权结构（截至 2024 年）



资料来源：iFinD、中国银河证券研究院

公司的橡胶软管产品定位中高端市场，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的系列产品格局。在此基础上，公司正逐步开发并拓展流体传输软管的其他市场领域，扩大公司产品在页岩油气开采、工矿开采及运输、市政管网、应急救援等下游领域应用范围。2024 年，公司的耐高压大流量输送软管实现营业收入 38,895.35 万元，占比为 64.90%；普通轻型输送软管实现营业收入 15,898.15 万元，占比为 26.53%。

图3：公司主营业务构成（万元）



资料来源：iFinD、中国银河证券研究院

1.耐高压大流量输送软管

公司的耐高压大流量输送软管产品具有耐高压、抗磨损、长距离输送、易盘卷等特点,可适应山地、矿道等狭小、复杂的工矿环境，主要用于页岩油气开采压裂供水等远程供水、矿产开采领域供排水、城市应急供排水等长距离输送和农场施肥灌溉等领域。其中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。此外，耐高压大流量输送软管还可用于矿产开采、城市应急供排水、农场施肥灌溉等领域。

表1：公司耐高压大流量输送软管主要产品

类型	产品介绍	外观样图	应用场景
页岩油气压裂供水软管	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	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	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		
农用大流量软管	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		

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

2.普通轻型输送软管

公司的普通轻型输送软管产品具有重量轻、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，主要用于消防灭火、市政应急、山洪等抢险作业、工业等领域。

表2：公司普通轻型输送软管主要产品

类型	产品介绍	外观样图	应用场景
消防水带	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		
市政排涝软管	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	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		

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

3.钢衬改性聚氨酯耐磨管

公司的钢衬改性聚氨酯耐磨管具有超强的耐磨性、粘接强度高、优异的耐老化性、耐低温性、耐水/耐油性、低摩擦系数、使用成本低等特点，主要用于油砂矿浆管道输送、金属矿山矿浆管道输送、河道疏浚泥浆管道输送、煤矿等非金属类矿浆管道输送。

表3：公司钢衬改性聚氨酯耐磨管主要产品

类型	外观样图	应用场景
钢衬改性聚氨酯耐磨管	 	

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

4.柔性增强热塑性复合管

公司的柔性增强热塑性复合管产品具有超优良的耐磨性能、耐化学腐蚀性能、层间粘接浑为一体，管材柔性好等特点，主要用于煤浆、粉煤灰管道输送、精矿浆体管道输送、尾矿浆体管道输送、疏浚泥浆管道输送。

表4：公司柔性增强热塑性复合管主要产品

类型	外观样图		应用场景
钢衬改性聚氨酯耐磨管			

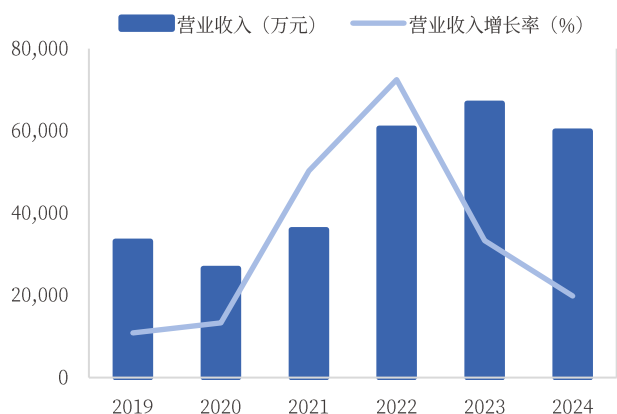
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司主要采取“以销定产”的生产模式，采购的原材料主要包括涤纶、芳纶、TPU、NBR 和接扣等。针对每一类原材料和配件，采购部通过询价比价、样品质量测试，从合格供应商名录中挑选所需原料的供应商，2024 年公司前五大供应商的采购占比为 57.91%。销售方面，2024 年公司前五大客户的销售占比为 37.02%。公司产品定位于中高端市场，以自有品牌销售为主、ODM 为辅。公司主要通过参加国内外行业展会、客户推荐等方式获取订单，客户分布于北美、中东、南美、欧洲等多个国家和地区，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。

二、公司主要经营情况

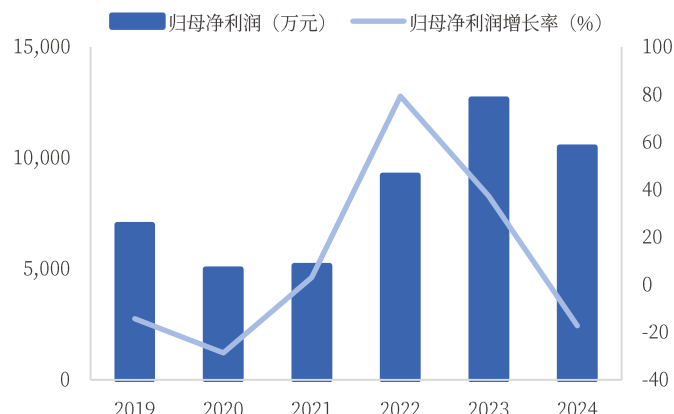
海外市场订单下降，公司业绩阶段性承压。2024 年公司营业收入为 59,927.09 万元，同比下降 10.23%；实现归母净利润 10,482.72 万元，同比下降 17.32%。公司业绩阶段性承压主要系美国和中东市场订单数量比去年同期减少所致。此外，公司产品结构亦发生变化，单价较低的普通轻型输送软管产品的市场需求比去年同期增加，单价较高的耐高压大流量输送软管产品的市场需求比去年同期减少。展望未来，公司将在现有产品系列的基础上逐步开发并拓展流体传输软管的其他市场领域和应用场景，公司的营业收入和净利润有望重回增长轨道。

图4：公司收入规模及增速变化



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

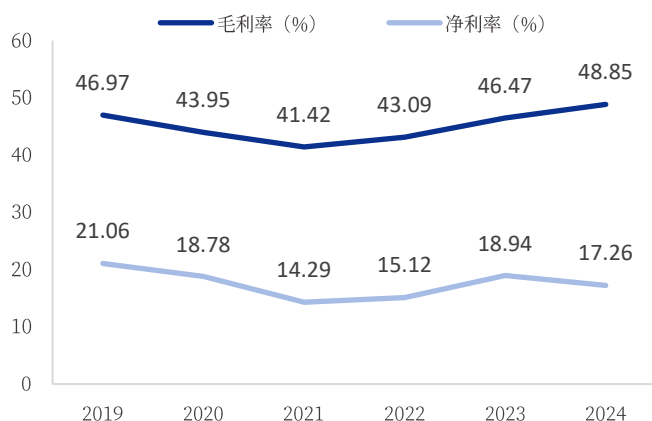
图5：公司归母净利润及增速变化



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

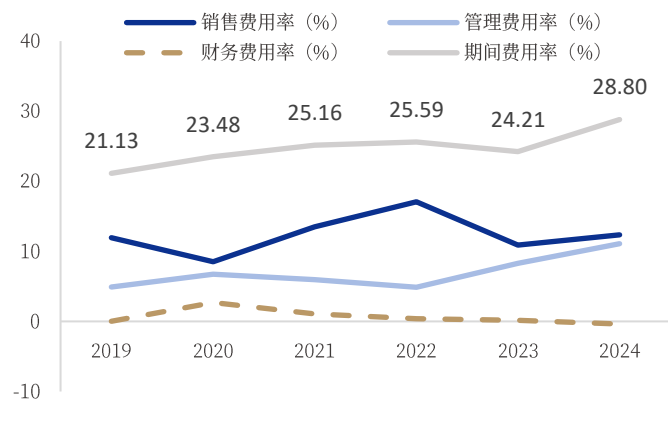
毛利率总体稳健提升，海运费等因素影响净利率水平。2024 年公司毛利率为 48.85%，净利率为 17.26%，期间费用率为 28.80%。公司的毛利率在 2021-2024 年呈现提升趋势，2024 年公司净利率下滑主要系海运费比去年同期增加，此外中裕阿联酋和中裕沙特公司的运营费用、股权激励计划产生的股份支付费用亦同比上升，上述因素共同影响了净利率水平。中裕沙特公司已于 2024 年 12 月份开业，实现了沙特本土化生产，这为公司在沙特市场的发展奠定了基础。随着下游需求的恢复和公司海外布局的逐步落地，公司的盈利水平有望稳健提升。

图6：公司销售毛利率及净利率变化



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

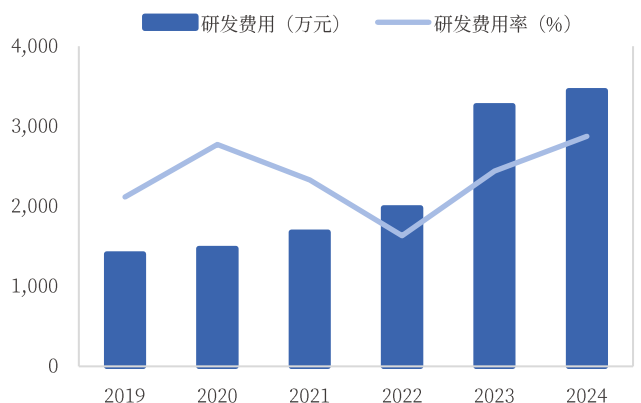
图7：公司各项费用率变化



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

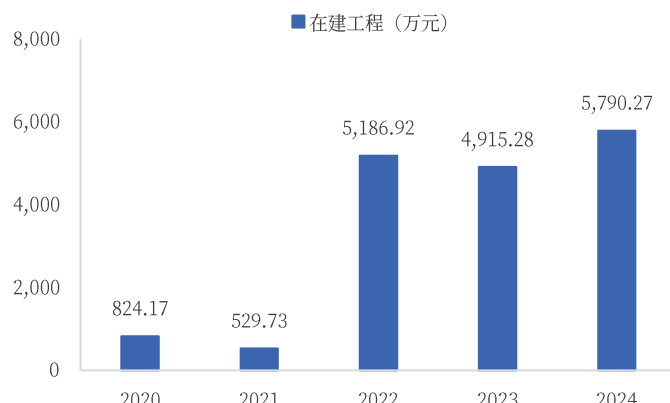
过去 3 年研发投入稳步增长。公司 2024 年研发费用为 3,444.49 万元，研发费用率为 5.75%，过去 3 年研发投入稳步增长。截至 2024 年，公司已取得授权专利 242 项，其中发明专利 44 项。在建工程方面，截至 2024 年，公司的在建工程金额为 5,790.27 万元。募投项目中，针对钢衬改性聚氨酯耐磨管量产项目。公司已购置约 34 亩土地进行建设以解决原有生产场地不足的限制；柔性增强热塑性复合管量产项目的建设进度受到厂区道路建设规划许可证办理和 API 认证等因素影响，两个项目预计均将于 2025 年 12 月末前完成建成并逐步投入使用。

图8：公司研发费用及研发费用率情况



资料来源：iFinD、中国银河证券研究院

图9：公司在建工程情况



资料来源：iFinD、中国银河证券研究院

在研发创新方面，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，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，具有较高的行业先进性。

表5：公司核心技术

序号	技术名称	技术特点及内容	技术来源
1	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），生产工序减少约 50%；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）；产品性能明显提升，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，单管挤出效率提升 30%以上	自研、原始创新
2	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分子量聚乙烯在超过 120℃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，保证了材料性能的稳定性	自研、原始创新
3	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 口径的增强层，自带圆织机带坏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，突破了长距离无接头流体传输软管生产的技术壁垒	自研、原始创新
4	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，使高强度纤维的有效利用率达到 82%-88%	自研、原始创新
5	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	自研、原始创新

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表6：公司部分研发项目情况（截至 2024 年）

研发项目名称	项目目的	所处阶段 /项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
双面双层一体软管的研制与应用	优化产品结构	研究	研制一种双层一体软管，提高产品承压能力	有利于增强公司的综合技术研发能力，增加应对行业和市场需求的能 力。
耐化学热塑性聚乙烯聚合材料的研 制与应用	新产品研发	研究	研发一种耐化学热塑性聚乙烯 材料	有利于增强公司的综合技术研发能 力
阻燃耐磨高压矿山软管的研制与应 用	优化产品性能	研究	研制一种离火自熄,火星燃烧 时间<5S的矿山软管	有利于增强公司的综合技术研发能 力，增加应对行业和市场需求的能 力。
耐硫化氢、余氯材料的关键技术研 发及在软管中的应用	新产品研发	研究	研发一种能耐硫化氢、余氯溶 液浸泡后拉伸强度不低于 16MPa，伸长率不低于 280%，可应用于软管的材料	有利于增强公司的综合技术研发能 力，增加市场竞争力。
自发光消防水带的研制与应用	新产品研发	研究	研制一种具备主动发光功能的 消防水带	有利于增强公司的综合技术研发能 力，增加市场竞争力。
弯头离心设备的研发和应用	优化生产工艺与产品性能	研究	开发一种设备，采用离心成型 的方式，替换目前模具浇筑弯 头的方法	减少聚氨酯弯头生产的模具成本， 提升市场竞争力。
一种托架式直管离心设备	优化设备产能	研究	开发一种设备，采用新式离心 加持方式，改进离心的效率	提升聚氨酯直管的生产效率，减少 聚氨酯直管的生产成本，提升市场 竞争，并解决产能瓶颈。
一种用于热固型浇注聚氨酯的消失 模	拓展新应用领域研究	研究	开发一种新式模具，可以用于 带直段内衬弯头的生产	拓宽产品范围，提升市场竞争力与 品牌影响力。
一种无需胶粘剂的热固型聚氨酯内 衬材料	优化生产工艺与产品性能	研究	通过优化聚氨酯配方，减少聚 氨酯成型施工中胶粘剂涂覆的 工艺	减少聚氨酯产品生产成本，并提升 生产效率，提升市场竞争力。
离心机加热系统改造	优化设备产能	研究	通过采用火焰加热的方式，替 换原有的蒸汽和电加热的方式	提升聚氨酯产品的的加热工序效 率，提升聚氨酯产品的产能，提升市 场竞争力。
HDPE 内衬管件的生产	新产品研发	研究	开发出钢内衬 HDPE 的生产 工艺和生产设备	拓宽企业产品范围，提升市场竞争 力。
便携式接头快换装置	森林消防水带配套装置	研究	开发一种设备，可以在救援现 场对胀紧式接头进行更换。	增加客户粘度，提高森林消防水带 销售。
自发光逃生消防水带	新品研发	研究	开发一种新型的发光水带，用 于救援现场烟雾环境指引方 向。	技术前沿，目前国际及国内均无类 似产品，提升市场竞争力。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司在南京成立南京中裕流体技术研究院有限公司，在成都设立平裕（成都）科技有限公司，专业进行高分子材料及管道技术的研究与开发、智能化、智慧管道的研究与开发等。研发团队方面，公司聘请了从事材料科学、橡胶技术等研究工作 50 多年的 TAN JIN KENG（陈颖敬）博士担任公司的首席科学家，主要负责公司技术路线的总体规划设计；公司的研发总监张永成负责根据业务需

求及行业技术发展趋势带领公司研发团队紧跟前沿研发新技术。截至 2024 年，公司共拥有研发人员 88 人。

表7：公司核心技术人员

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	荷兰商学院工商管理博士、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、金属与材料学会会士、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”项目获批国家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

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

除自主研发外，公司还与东南大学、南京工程学院、青岛科技大学等高校在材料研究、技术集成、人才培养等方面进行合作，进一步提升公司研发水平。

表8：公司合作研发项目（截至 2024 年）

序号	合作单位	合作项目	合作协议的主要内容
1	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发	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合改性工艺；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。

2	南京工程学院	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	1、研究高分子树脂对聚氨酯的改性效果,优化改性工艺;2、研发圆织装置和编织程序,优化牵引装置对纤维纱线编织速率的调控;3、开发混杂纤维与改性聚氨酯弹性体复合的连续共挤工艺,优化一次成型和快速风冷固化工艺。
3	青岛科技大学	阻燃耐磨高压矿山软管的研制与应用	研究一种离火自熄,火星燃烧时间<5S 的矿山软管的制备和性能测试。
4	北京工商大学	耐硫化氢、余氯材料的关键技术研发及在软管中的应用	1、研究优选一种或几种耐含硫化氢的液体输送软管用材料开发制备及性能测试;2、研究优选一种或几种耐含余氯的液体输送软管用材料开发制备及性能测试;3、研究所选材料在软管产品上的加工应用匹配性。
5	东南大学	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	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。

资料来源:公司公告,中国银河证券研究院

三、行业分析

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。

1. 橡胶软管概况

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。由内外胶层和骨架层组成,骨架层的材料可用棉纤维、各种合成纤维、碳纤维或石棉、钢丝等。一般胶管的内外胶层材料采用天然橡胶、丁苯橡胶或顺丁橡胶;耐油胶管采用氯丁橡胶、丁腈橡胶;耐酸碱、耐高温胶管采用乙丙橡胶、氟橡胶或硅橡胶等。

橡胶软管的结构通常分为:内胶层、增强层和外胶层(或外覆层)。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。胶管的工作压力取决于骨架层的材料和结构。

按增强层不同,可将胶管分为编织胶管、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;按输送介质不同,可分为水管、气管、油管 and 特种介质胶管。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。

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。

橡胶软管可广泛应用于石油、化工、工程机械、采矿、冶金、建筑、汽车、航空、航海、农林园艺、医疗、家用等诸多领域。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。

2. 橡胶软管的下游应用领域

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。目前，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。

表9：不同类型软管材质及主要应用

序号	类型	内胶材质	主要应用
1	输水软管	橡塑合金/EPDM/TPU	消防、远程供水、灌溉、园艺、建筑等
2	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
3	焊接软管	NBR/合成橡胶	气体传输
4	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
5	化学软管	EPDM	化学溶液输送
6	输油软管	NBR/橡塑合金/SBR	液体输送：柴油、煤油、石油等
7	空气软管	NBR/橡塑合金/PU/SBR	用于启动装置、压缩机等
8	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

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

油气开采、消防应急、农业、煤矿、工程机械等行业是橡胶软管的主要下游行业。以油气开采为例，页岩油气水力压裂开采过程中需要消耗大量的水，橡胶软管被广泛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。消防应急是橡胶软管的另一重要应用领域，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。

3. 页岩油气压裂供水软管

与常规油气资源由“生储盖”三元组合（生油岩、储层、盖层）构成明显圈闭的模式不同，页岩油气特指直接储存在生油岩（页岩）中的原油和天然气。传统的油气存储在地下，只需要钻井就可以抽取；而页岩油气主要存储在页岩层，在岩石缝隙中，通常有效的开采方式为水平井和水力压裂。在页岩油气压裂开采过程中就需要用到专门的供水软管。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。

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。

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，以公司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。

4. 行业发展前景

材料配方的重要性日益凸显。近年来我国软管行业得到了快速发展，产品的数量、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，产品主要集中在技术含量低、竞争激烈的中低端产品市场。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。随着市场对软管性能要求的提升，产品逐渐向高端化、高附加值方向发展。复合材料软管的材料配方决定了产品的性能，故而新型高分子材料的研发显得日益重要，行业内企业需要满足和创造市场的需求，才能抢占市场，保持竞争优势。

产品结构持续优化，低端过剩产能逐渐被市场淘汰。橡胶软管生产企业多为中小型企业，产品应用领域分散，自主创新能力薄弱，整体品牌认知度不高，低端产品同质化竞争严重，高性能产品供应不足。随着下游客户对于软管产品的尺寸、质量、性能等要求越来越高，劳动力成本和运输成本不断攀升，行业市场竞争加剧，低端过剩产能将逐步被市场淘汰，具备产品优势、自动化优势、技术优势和解决方案能力优势的企业将在竞争中获胜，带动产品结构持续优化，产品向高性能、高附加值发展。

产品应用领域不断拓展。软管产品具备易收卷、贮藏运输体积小等优势，随着软管行业成型工艺的成熟和新型材料的使用，产品的性能呈现多样化趋势，下游应用领域不断拓宽。技术的进步和市场需求的不断增长，促使行业内企业不断加大研发投入，软管产品在性能上持续提升，呈现规格口径广、承压大、工作温度宽、寿命长等特点，可用于传输油、水、耐磨物料、化学品、食品等多种介质，可广泛应用于机械、化工、石油、冶金、食品等领域。公司产品目前主要应用于能源开采、应急救援、农业灌溉和市政工程等领域，随着产品在性能上的提升与突破，未来应用领域将不断扩大。

四、盈利预测和投资评级

（一）盈利预测

公司自成立以来一直深耕于流体传输高分子材料软管领域，基于当前市场形势和公司业务布局，我们预计 2025 年公司整体经营状况将呈现稳中向好的发展态势。

（1）耐高压大流量输送软管：作为公司的核心产品之一，预计随着下游需求恢复以及公司在海外的布局逐渐落地，未来仍将是公司的主要营收来源。我们预计 2025-2027 年，该类业务的营收分别为 4.29/4.93/5.68 亿元。

（2）普通轻型输送软管：主要用于消防灭火、市政应急、山洪等抢险作业、工业等领域，预计随着公司下游应用的不断拓展稳健增长。我们预计 2025-2027 年，该类业务的营收分别为 1.79/2.02/2.24 亿元。

（3）配件：作为配套产品，我们预计该类产品将随着公司其他产品销量的增加而稳健增长。预计 2025-2027 年营业收入分别为 0.28/0.31/0.36 亿元。

（4）柔性增强热塑性复合管：公司的募投产品之一，预计在募投项目建成后形成规模销售，未来有望成为公司新的增长来源。预计 2025-2027 年营业收入分别为 0.05/0.10/0.20 亿元。

（5）钢衬改性聚氨酯耐磨管：公司的募投产品之一，预计在募投项目建成后形成规模销售，未来有望成为公司新的增长来源。预计 2025-2027 年营业收入分别为 0.20/0.30/0.50 亿元。

（6）其他主营业务：营收占比较小，预计 2025-2027 年营收分别为 0.05/0.05/0.03 亿元。

表10：分业务预测（百万元）

产品名称	项目	2024	2025E	2026E	2027E
耐高压大流量 输送软管	营业收入	388.95	428.57	493.21	568.42
	YOY	-18.84%	10.19%	15.08%	15.25%
	毛利率	56.72%	57.23%	56.70%	57.75%
普通轻型输送软管	营业收入	158.98	178.63	201.57	223.97
	YOY	9.77%	12.36%	12.84%	11.11%
	毛利率	37.42%	37.08%	33.10%	33.65%
配件	营业收入	25.89	28.32	31.44	36.15
	YOY	53.86%	9.38%	11.02%	14.98%
	毛利率	39.68%	39.12%	36.93%	36.74%
柔性增强热塑性 复合管	营业收入	3.60	4.50	10.00	20.00
	YOY	-27.61%	24.91%	122.22%	100.00%
	毛利率	5.17%	2.22%	40.00%	40.00%
钢衬改性聚氨酯 耐磨管	营业收入	17.98	20.00	30.00	50.00
	YOY	158.44%	11.22%	50.00%	66.67%
	毛利率	-	5.00%	16.67%	20.00%
其他主营业务	营业收入	3.86	4.98	4.78	3.46
	YOY	-73.84%	29.08%	-4.02%	-27.62%
	毛利率	65.81%	46.79%	21.97%	30.92%
营业收入合计		599	665	771	902
YOY		-10.23%	10.97%	15.94%	16.99%
归母净利润合计		105	121	143	168
YOY		-17.32%	15.21%	18.59%	17.28%
EPS（元）		1.03	1.18	1.40	1.64
PE（倍）		19.52	16.94	14.28	12.18

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

（二）相对估值

结合公司业务情况，我们选取利通科技、青龙管业作为可比公司。计算可得可比公司 2024-2026 年 PE 均值为 20.42x/17.62x/15.68x，我们认为，公司在管道制造领域积累了大量技术专利，为在扁平软管行业的快速发展奠定了基础，客户分布于欧美、中东、南美等 70 多个国家和地区，相较可比公司具备溢价空间，公司 2024-2026 年 PE 分别为 19.52x/16.94x/14.28x。

表11：中裕科技与可比公司估值（2025 年 03 月 21 日）

股票代码	股票名称	EPS（元/股）				PE（倍）			
		2023A	2024A/E	2025E	2026E	2023A	2024A/E	2025E	2026E
832225.BJ	利通科技	1.26	0.82	1.00	1.17	16.83	17.88	14.80	12.62
002457.SZ	青龙管业	0.07	0.53	0.60	0.65	126.34	22.95	20.43	18.74
	平均值	0.67	0.68	0.80	0.91	71.59	20.42	17.62	15.68
871694.BJ	中裕科技	1.37	1.03	1.18	1.40	14.52	19.52	16.94	14.28

资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

（三）绝对估值

我们采用 FCFF 方法进行绝对估值，折现率采用加权平均资本成本 WACC。加权平均资本成本（WACC）正负波动 0.5%，永续增长率（g）正负波动 0.5%，进行 FCFF 的敏感性分析，可得每股合理估值区间为 26.04-38.29 元。

表12：FCFF 估值及参数说明

	假设数值	假设数值依据说明
无风险利率 Rf	1.88%	参考中国 10 年期国债收益率 6 个月平均值
市场预期收益率 Rm	7%	参考沪深 300 指数历史 10 年年化收益率
贝塔值β	1.00	中裕科技相对北证 50 指数 Beta
税率 T	15%	高新技术企业减按 15%税率征收企业所得税
加权平均资本成本 WACC	6.63%	通过公式计算可得
永续增长率 g	2.00%	假设公司永续增长率为 2.00%

资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

表13：绝对估值敏感性分析

目标价		加权平均资本成本（WACC）						
		5.13%	5.63%	6.13%	6.63%	7.13%	7.63%	8.13%
永续 增长 率	0.50%	32.33	29.32	26.84	24.77	23.01	21.50	20.19
	1.00%	35.50	31.82	28.86	26.43	24.40	22.68	21.19
	1.50%	39.54	34.94	31.33	28.42	26.04	24.04	22.35
	2.00%	44.88	38.91	34.39	30.84	27.99	25.65	23.69
	2.50%	52.25	44.16	38.29	33.85	30.37	27.57	25.27
	3.00%	63.09	51.40	43.44	37.69	33.32	29.91	27.16
	3.50%	80.60	62.05	50.56	42.75	37.09	32.81	29.45

资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

（四）投资建议

中裕科技自成立以来深耕流体传输高分子材料软管领域，发展至今形成了多层次的系列产品格局，在页岩油气开采和应急救援领域具有较强的市场竞争力。未来公司将在逐步开发并拓展流体传输软管的其他市场领域与应用场景的同时，加大开拓公司柔性增强热塑性复合管、钢衬改性聚氨酯耐磨管新产品在油气开采、矿产开发等领域的市场力度，打造公司新的成长曲线。我们预计公司2025-2027年营业收入分别为6.65/7.71/9.02亿元，同比分别增长10.97%/15.94%/16.99%。归母净利润分别为1.21/1.43/1.68亿元，同比分别增长15.21%/18.59%/17.28%，对应市盈率分别为17/14/12倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

五、风险提示

原材料价格波动的风险。公司主要原材料为 TPU、涤纶、芳纶、NBR 以及接扣。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。

下游行业需求波动风险。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，美国作为目前页岩油开采的最大市场，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。

汇率波动风险。公司境外客户主要集中在美国、加拿大、巴西、中东、欧洲等国家和地区，境外业务主要以美元结算，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。

图表目录

图 1: 公司发展历程.....4

图 2: 公司股权结构（截至 2024 年）5

图 3: 公司主营业务构成（万元）5

图 4: 公司收入规模及增速变化9

图 5: 公司归母净利润及增速变化9

图 6: 公司销售毛利率及净利率变化9

图 7: 公司各项费用率变化9

图 8: 公司研发费用及研发费用率情况10

图 9: 公司在建工程情况.....10

表 1: 公司耐高压大流量输送软管主要产品.....6

表 2: 公司普通轻型输送软管主要产品7

表 3: 公司钢衬改性聚氨酯耐磨管主要产品.....7

表 4: 公司柔性增强热塑性复合管主要产品.....8

表 5: 公司核心技术.....10

表 6: 公司部分研发项目情况（截至 2024 年）11

表 7: 公司核心技术人员.....12

表 8: 公司合作研发项目（截至 2024 年）12

表 9: 不同类型软管材质及主要应用14

表 10: 分业务预测（百万元）16

表 11: 中裕科技与可比公司估值（2025 年 03 月 21 日）17

表 12: FCFF 估值及参数说明17

表 13: 绝对估值敏感性分析.....17

附录：

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	791.52	795.92	945.10	1111.86
现金	265.98	405.31	471.65	547.22
应收账款	168.76	103.51	126.92	146.90
其它应收款	2.22	7.08	9.26	11.95
预付账款	7.80	5.93	7.52	8.87
存货	269.83	155.62	186.98	215.26
其他	76.93	118.47	142.77	181.65
非流动资产	434.71	472.43	493.11	507.14
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	283.08	316.58	340.99	355.19
无形资产	48.39	54.87	60.95	66.63
其他	103.24	100.98	91.17	85.32
资产总计	1226.23	1268.35	1438.21	1619.00
流动负债	383.08	327.16	386.01	448.37
短期借款	97.88	107.88	117.88	117.88
应付账款	84.77	68.20	90.16	115.62
其他	200.43	151.08	177.97	214.87
非流动负债	20.40	30.40	40.40	40.40
长期借款	0.00	10.00	20.00	20.00
其他	20.40	20.40	20.40	20.40
负债合计	403.48	357.56	426.40	488.76
少数股东权益	-0.01	-0.36	-0.68	-1.10
归属母公司股东权益	822.76	911.15	1012.49	1131.33
负债和股东权益	1226.23	1268.35	1438.21	1619.00

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	58.96	234.98	162.20	196.34
净利润	103.43	120.42	142.90	167.55
折旧摊销	29.79	40.29	47.32	53.97
财务费用	2.73	2.75	3.35	3.65
投资损失	1.82	1.09	1.01	0.00
营运资金变动	-73.97	69.00	-33.99	-28.83
其它	-4.83	1.44	1.62	0.00
投资活动现金流	-147.42	-80.52	-70.63	-68.00
资本支出	-107.87	-79.44	-69.62	-68.00
长期投资	-40.02	0.00	0.00	0.00
其他	0.47	-1.09	-1.01	0.00
筹资活动现金流	-40.94	-18.80	-25.23	-52.76
短期借款	-39.49	10.00	10.00	0.00
长期借款	0.00	10.00	10.00	0.00
其他	-1.45	-38.80	-45.23	-52.76
现金净增加额	-125.72	139.33	66.34	75.57

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	599.27	665.00	771.00	902.00
营业成本	306.53	339.00	403.00	466.00
营业税金及附加	6.53	5.98	7.09	8.11
营业费用	73.94	92.56	99.21	122.06
管理费用	66.45	66.50	69.39	72.16
财务费用	-2.22	2.75	3.35	3.65
资产减值损失	-1.16	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	-0.18	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-1.82	-1.09	-1.01	0.00
营业利润	120.13	138.87	164.86	191.42
营业外收入	0.06	0.03	0.04	0.00
营业外支出	0.34	1.32	1.42	0.00
利润总额	119.85	137.59	163.47	191.42
所得税	16.42	17.17	20.58	23.88
净利润	103.43	120.42	142.90	167.55
少数股东损益	-1.40	-0.35	-0.32	-0.41
归属母公司净利润	104.83	120.77	143.22	167.96
EBITDA	149.97	180.62	214.14	249.05
EPS (元)	1.03	1.18	1.40	1.64

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入增速	-10.23%	10.97%	15.94%	16.99%
营业利润增速	-18.35%	15.60%	18.71%	16.12%
归属母公司净利润增	-17.32%	15.21%	18.59%	17.28%
毛利率	48.85%	49.02%	47.73%	48.34%
净利率	17.49%	18.16%	18.58%	18.62%
ROE	12.74%	13.25%	14.14%	14.85%
ROIC	10.75%	11.45%	12.22%	13.01%
资产负债率	32.90%	28.19%	29.65%	30.19%
净负债比率	-15.12%	-26.76%	-28.66%	-32.35%
流动比率	2.07	2.43	2.45	2.48
速动比率	1.27	1.85	1.87	1.92
总资产周转率	0.53	0.53	0.57	0.59
应收账款周转率	4.25	4.88	6.69	6.59
应付账款周转率	4.42	4.43	5.09	4.53
每股收益	1.03	1.18	1.40	1.64
每股经营现金	0.58	2.30	1.59	1.92
每股净资产	8.05	8.92	9.91	11.07
P/E	19.52	16.94	14.28	12.18
P/B	2.49	2.25	2.02	1.81
EV/EBITDA	9.32	9.98	8.20	6.75
P/S	3.41	3.08	2.65	2.27

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

张智浩，北交所分析师。哥伦比亚大学理学硕士，2024 年加入中国银河证券研究院，从事北交所研究。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn
 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
 北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn
 褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn