下载日志已记录，仅供内部参考

基础化工 | 橡胶

北交所|首次覆盖报告

2026 年 07 月 22 日

悦龙科技(920188.BJ)

投资评级： 增持（首次）

——高端柔性管道国产替代稀缺标的，API 品类出海与新品放量共驱长期成长

证券分析师

赵昊

SAC：S1350524110004

zhaohao@huayuanstock.com

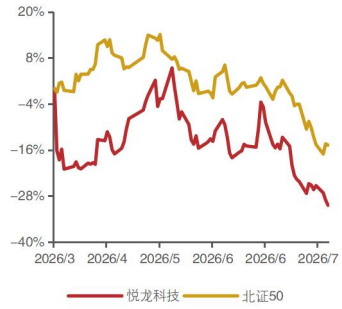
万枭

SAC：S1350524100001

wanxiao@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2026 年 07 月 22 日
收盘价（元）	20.60
一年内最高/最低（元）	40.00/19.91
总市值（百万元）	1,709.66
流通市值（百万元）	407.75
总股本（百万股）	82.99
资产负债率（%）	13.83
每股净资产（元/股）	9.83

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **基本盘：深耕柔性管道三大系列，2022-2025 年营收 CAGR 达 15%。**悦龙科技是一家专注于流体输送柔性管道研发、生产和销售的高新技术企业，主营业务涵盖海洋工程柔性管道、陆地油气柔性管道和工业专用软管三大系列产品。产品聚焦超高压、超低温、高温、腐蚀、冲蚀等极端复杂工况的高性能定制化市场，核心客户包括中海油、中石油、中石化、斯伦贝谢、国民油井 NOV、埃克森美孚等国内外知名企业。2022 至 2025 年，公司营业收入从 1.89 亿元增长至 2.89 亿元，年复合增速达 15%，毛利率维持在 50%以上的较高水平；归母净利润从 4792.34 万元增长至 9027.75 万元，年复合增速达 24%。2026 年第一季度，公司归母净利润同比增长 29%，成长动能持续释放。从收入结构来看，2025 年工业专用软管占比 38.55%仍为第一大收入来源，能源类柔性软管合计占比约 56.6%，构成公司收入的核心支柱。公司采取直销与非直销复合销售模式，以自有品牌为主、ODM 合作为辅，外销收入占比由 2022 年的 31.70%提升至 2025 年的 45.44%，海外市场拓展成效显著。

- **需求端：全球海工与压裂软管市场持续扩容，多领域需求旺盛增长可期。**（1）全球海洋油气开发持续扩容为海工软管提供广阔市场空间。2025 年我国海洋石油产量约 6800 万吨，2026 年有望增至 6900 万吨,海洋天然气产量有望突破 320 亿立方米;全球海洋软管市场规模 2025 年约为 18 亿美元，2034 年预计将达到 31 亿美元。（2）在压裂软管方面，2023 年美国页岩气产量占全球 95%，2024 至 2026 年美国非常规油气资本开支或维持 1000 亿美元以上；国内页岩油产量 2025 年突破 850 万吨，页岩气产量稳定在 270 亿立方米以上，国内页岩油气开采进入快速增长阶段。全球压裂软管市场 2025 年约为 3.73 亿美元，2035 年预计将达到约 7 亿美元。（3）在工业生产领域，2025 年中国工程机械市场规模或达 269 亿美元，2030 年预计将增长至 570 亿美元，或为工业专用软管带来持续稳定的增量需求。从竞争格局来看，公司在海洋工程领域客户覆盖深度及陆地油气开采领域核心客户资源上较境内可比公司具备显著优势。

- **增长盘：全球市占率较低、国产化空间大，出海与新品放量有望打开成长空间。**我们认为，公司未来增长路径清晰，有望沿**国产替代、出海突破和横向布局三条主线**展开。（1）在国产替代方面，公司凭借超高压结构设计、整体硫化接头工艺、特种橡胶配方、多材料复合四大核心技术，实现 API 7K/16C/17K 高端海工软管核心技术自主可控，API 17K 细分品类国内暂无对标企业，产品性能比肩国际水平并具备交付周期与性价比优势。（2）在出海突破方面，经公司测算，2024 年公司海洋工程、陆地油气及工业专用软管全球市占率仅约 1%、5.6%和 0.01%，提升空间广阔。公司已与斯伦贝谢、NOV、巴西国家石油公司、埃克森美孚等国际巨头建立长期合作，2025 年自研 FPSO 上水冷却软管中标意大利塞班 P79 项目，实现高端海工软管供货欧洲市场突破。（3）在横向布局方面，公司募投项目 API 17K 自浮式输油橡胶软管达产后可实现年产 6.60 万标米，前瞻布局 6000 米级深海采矿智能混输管填补国内空白，138MPa 耐冲蚀高压酸化压裂软管为全球首批量产产品，吸排磷虾管 2024 年实现南极捕捞场景应用，多款新品持续落地有望打开第二增长曲线。

- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2026-2028 年归母净利润为 1.04、1.23 和 1.46 亿元，对应 PE 为 17、14、12 倍。我们选取利通科技、中裕科技、川环科技作为可比上市公司，可比公

下载日志已记录，仅供内部参考

司 2026PE 均值为 17X。悦龙科技深耕高端软管领域，凭四大核心技术筑壁垒，出海+新品拓展有望驱动高增长，盈利能力强劲。我们看好公司未来发展潜力，首次覆盖给予“增持”评级。

- **风险提示：国际贸易政策风险、存货管理风险、核心技术失密的风险。**

盈利预测与估值（人民币）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	268	289	327	372	425
同比增长率（%）	22.36%	7.89%	13.47%	13.51%	14.30%
归母净利润（百万元）	83	90	104	123	146
同比增长率（%）	37.25%	8.22%	14.75%	18.63%	19.02%
每股收益（元/股）	1.01	1.09	1.25	1.48	1.76
ROE（%）	20.47%	17.87%	11.91%	13.12%	14.40%
市盈率（P/E）	20.49	18.94	16.50	13.91	11.69

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

下载日志已记录，仅供内部参考

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2026-2028 年归母净利润为 1.04、1.23 和 1.46 亿元，对应 PE 为 17、14、12 倍。我们选取利通科技、中裕科技、川环科技作为可比上市公司，可比公司 2026PE 均值为 17X。我们看好公司未来发展潜力，首次覆盖给予“增持”评级。

关键假设

结合公司的下游产业持续稳定发展、产品终端应用领域不断拓展等积极预期，我们假设如下：

（1）海洋工程柔性软管：预计收入快速增长，假设 2026-2028 年营业收入同比+23%/+26%/+26%，测算得出 2026-2028 年营业收入分别为 0.96/1.20/1.52 亿元；

（2）陆地石油天然气柔性软管：预计收入快速增长，假设 2026-2028 年营业收入同比+20%/+15%/+15%，测算得出 2026-2028 年营业收入分别为 1.03/1.18/1.36 亿元。

（3）工业用特种软管：预计收入稳定增长，假设 2026-2028 年营业收入同比+3%/+3%/+3%，测算得出 2026-2028 年营业收入分别为 1.15/1.18/1.22 亿元。

投资逻辑要点

基本盘稳固：高端软管国产替代构建核心竞争壁垒。悦龙科技深耕流体输送柔性管道领域三十余年，构建了海洋工程、陆地油气和工业专用三大产品体系，拥有近万种定制化型号，产品聚焦超高压、超低温、高温、腐蚀、冲蚀等极端工况的高性能市场。公司凭借超高压结构设计、整体硫化接头工艺、特种橡胶配方和多材料复合四大核心技术，实现了 API 7K/16C/17K 高端海工软管核心技术自主可控，其中 API 17K 细分品类国内暂无直接竞争对手，技术壁垒深厚。2022 至 2025 年，公司营业收入年复合增速达 15%，归母净利润年复合增速达 24%，毛利率持续维持在 50%以上，2026 年第一季度归母净利润同比增长 29%，盈利能力突出且成长动能强劲。

增长盘清晰：出海突破与新品放量有望驱动第二增长曲线。公司出海成长空间广阔，2024 年海洋工程、陆地油气及工业专用软管全球市占率仅约 1%、5.6%和 0.01%，提升潜力较大。公司已与斯伦贝谢、NOV、巴西国家石油公司、埃克森美孚等国际巨头建立长期合作，2025 年 FPSO 上水冷却软管中标意大利塞班 P79 项目实现欧洲供货突破，外销收入占比已提升至 45.44%。同时，公司横向布局持续推进，募投项目自浮式输油软管达产后年产 6.60 万标米，6000 米级深海采矿智能混输管填补国内空白，138MPa 压裂软管为全球首批量产产品，吸排磷虾管实现南极捕捞应用，多款新品逐步放量有望打开第二增长曲线。

核心风险提示

国际贸易政策风险、存货管理风险、核心技术失密的风险

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1. 基本盘：深耕柔性管道三大系列，2022-2025 年营收 CAGR 达 15%、毛利率超 51%7
1.1. 业务介绍：三大产品线覆盖海洋工程、陆地油气与工业领域 7
1.2. 财务信息：2022-2025 年归母净利润 CAGR 达 24%，2026Q1 毛利率为 57% 10
1.3. 商业模式：直销为主 ODM 为辅，配套中海油、中石油、双威集团等企业单位 11
2. 需求端：全球海工与压裂软管市场持续扩容，多领域需求旺盛增长可期 15
2.1. 海工软管：全球海洋油气储量持续增长，海洋软管规模 2025 年约 18 亿美元 15
2.2. 压裂软管：全球压裂软管市场 2035 年或将约 7 亿美元，中美页岩油气需求共驱 .16
2.3. 工业生产：2032 年全球工业橡胶软管规模或将达 379 亿美元，易耗性稳存量需求18
2.4. 竞争格局：API 17K 品类国内暂无直接竞争对手，核心客户资源领先可比公司 19
3. 增长盘：全球市占率较低、国产化空间大，出海与新品放量有望打开成长空间 21
3.1. 国产替代：四大核心技术实现 API 高端软管自主可控，产品性能指标比肩国际水平21
3.2. 出海突破：通过英国子公司渠道实现品牌价值提升，FPSO 软管中标意大利项目 23
3.3. 横向布局：募投自浮式软管年产 6.60 万标米，多款新品落地或将打开第二曲线 ..24
4. 盈利预测与评级 27
5. 风险提示 28

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图表 1： 公司 2015 年取得 API 17K 认证，是全球少数掌握此认证的公司之一 7
图表 2： 徐锦诚合计控制公司 74%的股份，为悦龙科技的控股股东、实际控制人 7
图表 3： 公司主要面向海洋工程、陆地石油天然气、工业生产制造等领域 8
图表 4： 海洋工程柔性管道产品是公司“战略级”产品 8
图表 5： 海洋工程主要包括海洋资源的勘探、开采等 8
图表 6： 压裂高压软管正在逐步替代传统的钢制压裂管 9
图表 7： 陆地油气柔性管道主要应用于油气田压裂等 9
图表 8： 工业专用软管主要应用于工程机械、盾构、轨道交通、风电等领域 9
图表 9： 2025 年海洋工程柔性管道营收 7768 万元 10
图表 10： 2025 年海洋工程柔性管道毛利率约为 75% 10
图表 11： 2026Q1 公司营收 0.83 亿元 11
图表 12： 2026Q1 公司毛利率为 57.47% 11
图表 13： 2026Q1 公司归母净利润达 3207 万元 11
图表 14： 2026Q1 公司期间费用率为 15.62% 11
图表 15： 2025H1 直销收入 13225 万元 12
图表 16： 2025H1 直销收入占比 86.31% 12
图表 17： 2025H1 公司自有品牌营收 12891 万元 12
图表 18： 2025H1 公司自有品牌营收占比 84.13% 12
图表 19： 2025H1 公司海洋工程及陆地油气柔性管道产能利用率达 117% 12
图表 20： 2025H1 海洋工程柔性管道单价为 1335 元/标米 13
图表 21： 2025H1 境外-API 17K 产品单价有所上涨 13
图表 22： 悦龙科技 2025 年前五大客户合计营收占比 38% 13
图表 23： 2024 年公司收入增长最快的客户主要集中于海洋油气开采、海洋工程领域 14
图表 24： 2025 年悦龙科技外销收入 13114 万元 14
图表 25： 2025 年悦龙科技外销毛利率为 70.85% 14
图表 26： 橡胶软管在海洋油气装备中的主要应用场景 15
图表 27： 水泥软管在海洋油气设备里的应用场景 15
图表 28： 全球海洋石油最终可采储量约为 1350 亿吨 15
图表 29： 全球海洋石油已探明储量仅占约 28% 15

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 30： 全球海洋软管市场规模 2034 年预计将达到 31 亿美元 16
图表 31： 橡胶软管在陆地石油天然气领域的应用主要涵盖勘探钻采、酸化压裂等 16
图表 32： 页岩油气需要采用水平井和大规模水力压裂等特殊技术获得工业产量 16
图表 33： 2024-2026 年美国非常规油气资本开支或维持 1000 亿美元以上 17
图表 34： 2025 年我国页岩油产量突破 850 万吨 17
图表 35： 全球压裂软管市场 2035 年预计将达到约 7 亿美元 18
图表 36： 橡胶软管在机械液压系统、抽排系统、浇筑系统模块发挥着重要作用 18
图表 37： 2030 年中国工程机械规模或将增至 570 亿美元 19
图表 38： 2032 年全球工业橡胶软管规模或将达 379 亿美元 19
图表 39： 公司海洋工程柔性管道中 API 17K 等产品在国内尚无直接竞争对手 19
图表 40： 悦龙科技的同行业可比公司包括利通科技、中裕科技等 20
图表 41： 悦龙科技在海洋工程、陆地油气柔性管道领域有产业化应用 21
图表 42： 悦龙科技产品已经在中石油五大钻探公司全面推广应用 22
图表 43： 产品性能指标比肩国际水平，多款特种工业软管国内暂无同行对标企业 22
图表 44： 公司 2024 年海洋工程柔性管道的全球市场占有率约为 1% 23
图表 45： 自主研发的 FPSO 上水冷却软管产品成功中标意大利塞班 P79 FPSO 项目 . 23
图表 46： 自浮式输油橡胶软管生产项目达产后可年产 6.60 万标米 24
图表 47： 2025 年 11 月，全球首台（套）6000 米级深海采矿智能柔性混输管完成海试 25
图表 48： 公司酸化压裂软管示意图 25
图表 49： 项目解决了传统软管拆卸检测成本高等问题 25
图表 50： 盾构泥浆管富有弹性和良好的耐磨性能 26
图表 51： 产品能更好地适配盾构施工中的极端工况 26
图表 52： 可比公司 2026PE 均值为 17X（数据截至 20260722） 27

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 基本盘：深耕柔性管道三大系列，2022-2025 年营收 CAGR 达 15%、毛利率超 51%

1.1. 业务介绍：三大产品线覆盖海洋工程、陆地油气与工业领域

悦龙科技主要从事流体输送柔性管道的研发、生产和销售，包括海洋工程柔性管道、陆地油气柔性管道和工业专用软管三大系列橡胶软管产品。公司自成立以来，按照产品应用领域的拓展脉络，公司发展可以分为三个阶段。

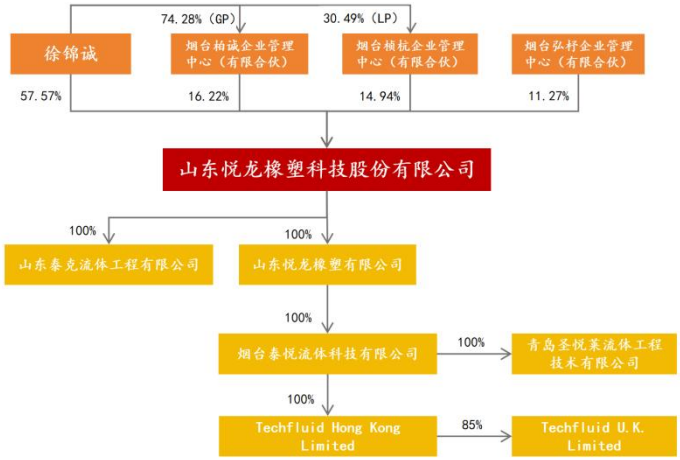
图表 1：公司 2015 年取得 API 17K 认证，是全球少数掌握此认证的公司之一



资料来源：悦龙科技招股书、华源证券研究所

徐锦诚为悦龙科技的控股股东、实际控制人。截至 2026 年 3 月 13 日，徐锦诚直接持有公司 35,118,777 股股份，占公司股本总额的 57.57%，通过烟台柏诚间接控制公司 9,895,000 股股份，占公司股本总额的 16.22%，徐锦诚合计控制公司 73.79%的股份，并担任公司董事长，对公司生产经营具有重大影响，为悦龙科技的控股股东、实际控制人。徐锦诚任山东悦龙橡塑科技股份有限公司董事长兼总经理。

图表 2：徐锦诚合计控制公司 74%的股份，为悦龙科技的控股股东、实际控制人



资料来源：悦龙科技招股书、华源证券研究所　注：截至 2026 年 3 月 13 日

下载日志已记录，仅供内部参考

公司主要面向海洋工程、陆地石油天然气、工业生产制造等领域提供各类橡胶软管，产品主要进行定制化生产。公司核心产品不同于传统橡胶软管，侧重于超高压/高压、超低温/低温、高温、腐蚀、冲蚀等极端复杂工况的高性能市场，根据应用工况、输送介质等进行定制化生产，重点应用于海洋油气钻采装备、深海采矿装备、陆地油气钻采装备、大型油气储备领域以及工程机械、化工、轨道交通、食品等其他领域。

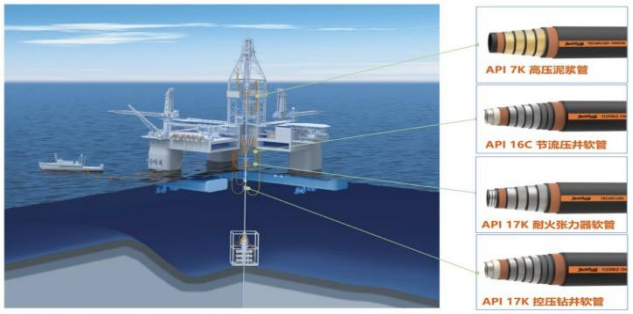
图表 3：公司主要面向海洋工程、陆地石油天然气、工业生产制造等领域



资料来源：悦龙科技招股书、华源证券研究所

（1）海洋工程柔性管道作为公司战略级新兴产业产品，配套应用于 FPSO、各类海上平台等海洋工程装备。海洋工程柔性管道系列产品是公司“战略级”产品，属于战略性新兴产业。该类产品主要应用于海洋工程装备的配套，海洋工程主要工作内容包括海洋资源的勘探、开采、加工、储运、管理、后勤服务等方面，需要海上大型工程装备和辅助装备进行作业，如 FPSO 浮式生产储油船、海洋钻井平台、海上采油平台、海上井口平台等。公司海洋柔性管道产品是海洋工程装备的重要组成部分，主要用于海洋作业介质的输送，并在海洋恶劣作业环境下仍能稳定运行，典型产品包括 API 7K 高压泥浆管、API 17K 耐火张力器软管、API 17K 海上跨接软管、API 17K 控压钻井软管、API 16C 节流压井软管等。

图表 4：海洋工程柔性管道产品是公司“战略级”产品



资料来源：悦龙科技招股书、华源证券研究所

图表 5：海洋工程主要包括海洋资源的勘探、开采等



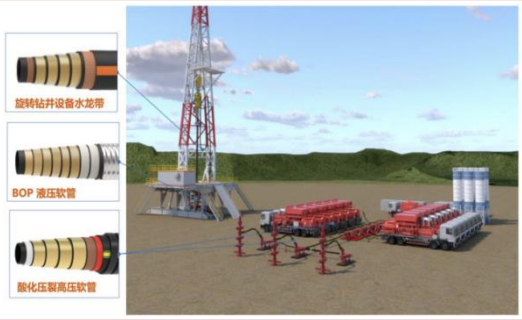
资料来源：悦龙科技招股书、华源证券研究所

（2）陆地油气柔性管道适配油气开采输送及页岩油气压裂场景，相较传统钢管优势显著，且已在中石油多家钻探单位成功应用。陆地油气柔性管道是公司发展的重点布局系列产品之一，主要应用于油气田压裂、油气勘探、石油钻探、油井压力控制、原油储备等，满足石油

下载日志已记录，仅供内部参考

和天然气的开采、输送等需求。近年来在页岩油气开采领域，压裂高压软管正在逐步替代传统的钢制压裂管，压裂高压软管可以快速装配和拆卸、减少连接点、简化压裂现场布置，具有提高安装效率、延长管道使用寿命、降低运营成本、降低泄漏风险等优点。公司研发的高压压裂软管已经在中石油下设渤海钻探、大庆钻探、西部钻探、长城钻探、川庆钻探等压裂现场应用推广，具有优异的应用表现。

图表 6：压裂高压软管正在逐步替代传统的钢制压裂管



资料来源：悦龙科技招股书、华源证券研究所

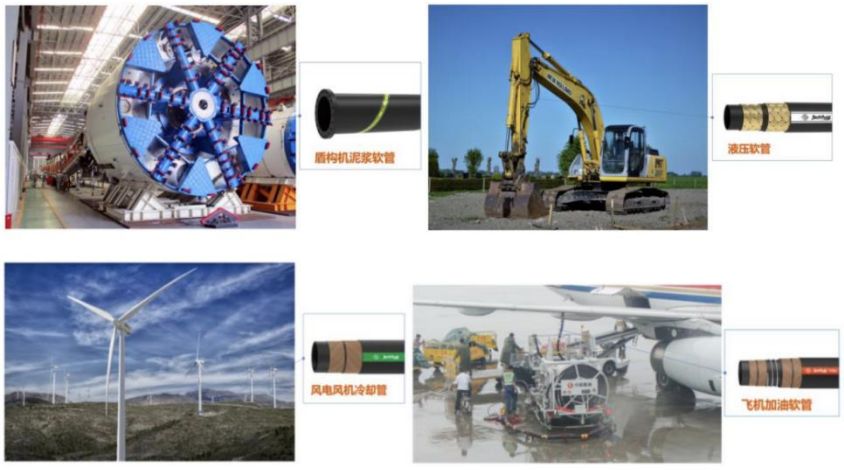
图表 7：陆地油气柔性管道主要应用于油气田压裂等



资料来源：悦龙科技招股书、华源证券研究所

（3）工业专用软管是公司基础类产品，下游行业需求较为稳定。该类产品主要应用于工程机械、盾构、轨道交通、风电、冶金、矿山、化工、食品、医药、农业和自动化设备配套等领域，能够适用于极端恶劣作业条件。例如盾构机泥浆软管，用于输送掘进过程中产生的岩屑泥浆混合物等流体；液压软管用于液压传动，用于传送高压液体，输送介质包括乙醇、液压油、矿物油、燃料油、润滑油、乳化液、水基乙二醇、高压蒸汽等。

图表 8：工业专用软管主要应用于工程机械、盾构、轨道交通、风电等领域

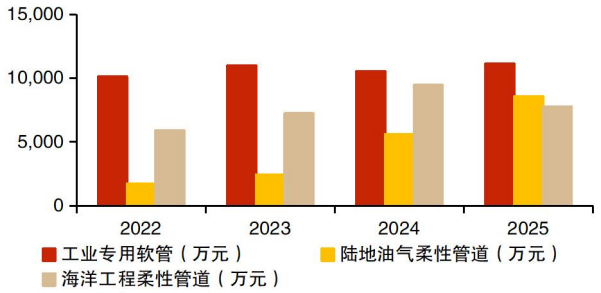


资料来源：悦龙科技招股书、华源证券研究所

2022-2025 年，公司柔性管道业务营收规模呈持续扩张态势，业务结构持续优化。工业专用软管收入保持稳定，陆地油气柔性管道和海洋油气柔性管道收入增长速度较快。2025 年从绝对规模来看，工业专用软管仍是第一大收入来源，占比 38.55%；能源类业务柔性软管（陆地+海洋油气）合计占总营收比重约 56.6%，构成公司收入的核心支柱。

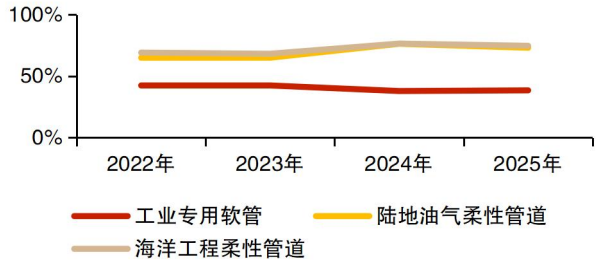
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 9：2025 年海洋工程柔性管道营收 7768 万元



资料来源：悦龙科技招股书、华源证券研究所

图表 10：2025 年海洋工程柔性管道毛利率约为 75%



资料来源：悦龙科技招股书、华源证券研究所

2024 年公司**海洋工程柔性管道营业收入**同比增长，主要由内销增长带动，中海油集团、中国船舶集团等客户需求进一步增长，销售规模有所提升。2022-2025 年公司**陆地油气柔性管道**销售增长主要来自于陆地酸化油气田压裂用超高压软管（压裂软管）贡献：一方面随着公司压裂软管产品在中石油体系内使用效果良好，公司向宝石机械及其下属单位销售快速增长，压裂软管对钢制压裂管的替代在中石油体系内逐步推广，同时公司向中石化胜利石油工程有限公司井下作业公司压裂技术中心提供的试用产品亦得到较好试用效果，预计未来可以进一步带动陆地油气柔性管道销售增长；另一方面，随着北美存量压裂设备进入更新替换周期，公司加大海外市场的拓展力度，美国页岩油气领域客户销售也快速增加。

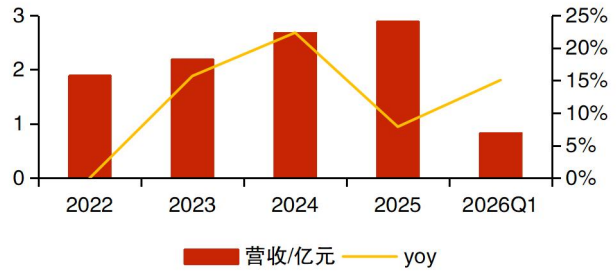
2022 年-2025H1 **海洋工程柔性管道毛利率**居于较高水平且呈波动上升趋势，一方面系公司海工产品的技术含量较高，销售价格远高于工业专用软管，但相较于国际市场竞争对手仍具有价格优势，且公司实施较为严格的成本控制，毛利率整体处于较高水平；另一方面，公司销售海工产品的结构也不断优化，海洋勘探钻井柔性软管等高毛利产品的销售增长带动了平均毛利率的提升。**陆地油气柔性管道产品毛利率**较高主要系陆地酸化油气田压裂用超高压软管因其在替代钢制管道等方面的优势，销售快速增长。

1.2. 财务信息：2022-2025 年归母净利润 CAGR 达 24%，2026Q1 毛利率为 57%

悦龙科技 2022-2025 年营收年复合增速 15%，整体保持稳健增长态势，2026Q1 营收增长同比 15.06%。2022-2026Q1 悦龙科技营收分别为 1.89 亿元、2.19 亿元（yoy+15.70%）、2.68 亿元（yoy+22.36%）、2.89 亿元（yoy+7.89%）、0.83 亿元（yoy+15.06%），毛利率分别为 51.97%、52.64%、59.68%、58.05%、57.47%。2025 年公司营收和归母净利润同比增长，主要原因系受益于下游需求不断释放，公司销售增长所致。

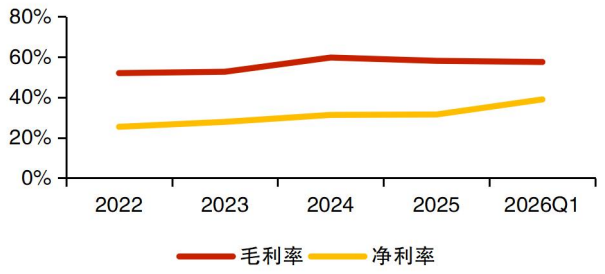
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 11：2026Q1 公司营收 0.83 亿元



资料来源：iFinD、华源证券研究所

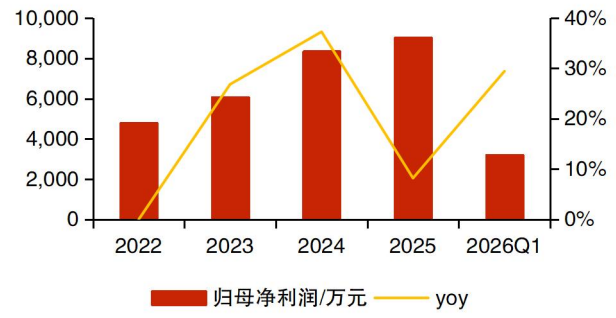
图表 12：2026Q1 公司毛利率为 57.47%



资料来源：iFinD、华源证券研究所

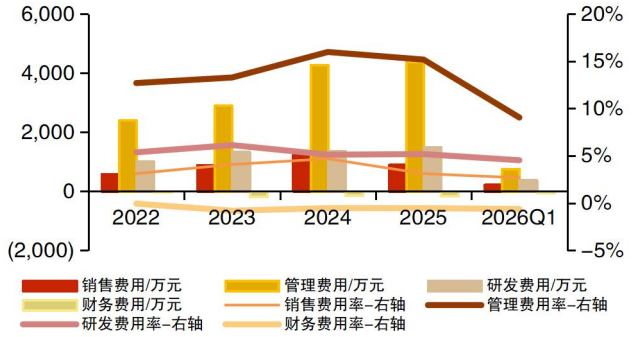
悦龙科技 2022-2025 年归母净利润年复合增速达 24%，2026Q1 归母净利润 yoy+29%，成长动能持续释放。公司 2022 年-2026Q1 的归母净利润分别为 4792.34 万元、6078.17 万元（yoy+26.83%）、8342.33 万元（yoy+37.25%）、9027.75 万元（yoy+8.22%）和 3207.36 万元（yoy+29.43%），2025 年归母净利润较上年同期增长，主要原因系受益于下游需求不断释放，公司销售增长所致。2022 年-2026Q1 期间费用率分别为 21.11%、22.69%、25.25%、22.92%和 15.62%。2025 年起期间费用率下降主要系公司加强费用管控，同时股份支付、中介机构费用等费用减少，期间费用占比出现一定程度下降。

图表 13：2026Q1 公司归母净利润达 3207 万元



资料来源：iFinD、华源证券研究所

图表 14：2026Q1 公司期间费用率为 15.62%



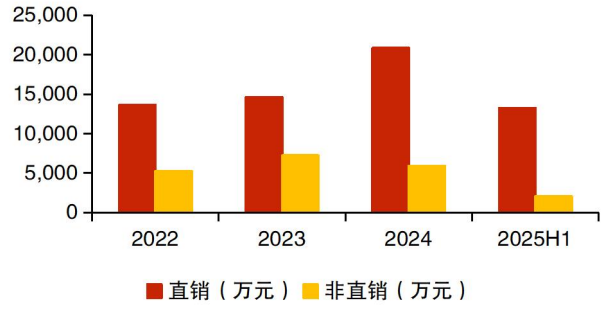
资料来源：iFinD、华源证券研究所

1.3. 商业模式：直销为主 ODM 为辅，配套中海油、中石油、双威集团等企业单位

公司产品采取“直销+非直销”的复合销售模式，以自有品牌销售为主，ODM 合作品牌销售为辅。公司产品主要采用直销模式，该模式下由公司销售部与客户直接洽谈取得订单后直接销售，直销模式主要拓展境内业务，少量拓展境外业务。直销模式业务来源主要有两种方式：一是通过展会、技术讨论会、参与竞标等方式开拓新客户及挖掘订单；二是依托品牌效应，老客户新合作订单、客户间相互推荐等方式获取客户订单。公司产品部分采用非直销模式，该模式下公司产品向经销商或贸易商出售，其再根据市场情况向下游销售，**非直销模式主要拓展境外业务，少量拓展境内业务。**2025 年 4 月，公司完成对境外经销商 Techfluid U.K. Ltd.的收购，公司其他经销商主要为国内山东、湖北等地区域零散经销商。

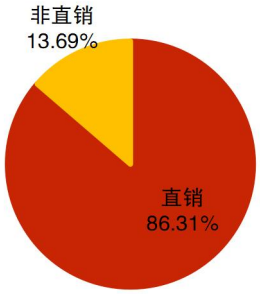
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 15：2025H1 直销收入 13225 万元



资料来源：悦龙科技招股书、华源证券研究所

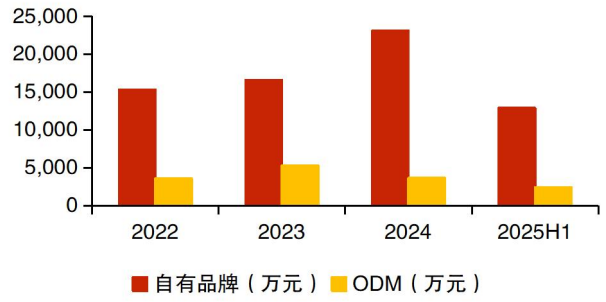
图表 16：2025H1 直销收入占比 86.31%



资料来源：悦龙科技招股书、华源证券研究所

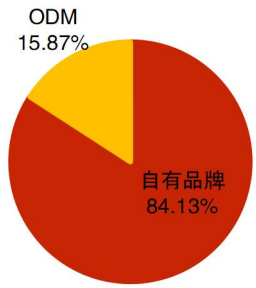
公司产品销售主要以自有品牌为主，少量 ODM 合作品牌。ODM 模式下公司销售的产品主要为工业专用软管，客户包括双威贸易、中国船舶集团、法国特瑞堡等，产品面向国内和国外销售。公司为扩大产品市场覆盖、提升下游市场占有率，在塑造自有品牌的同时，通过 ODM 模式与国内外知名企业合作，提升产品终端触达机会，ODM 模式符合工业专用软管行业销售惯例。

图表 17：2025H1 公司自有品牌营收 12891 万元



资料来源：悦龙科技招股书、华源证券研究所

图表 18：2025H1 公司自有品牌营收占比 84.13%



资料来源：悦龙科技招股书、华源证券研究所

悦龙科技海洋工程及陆地油气柔性管道产能利用率持续高位，2025H1 达 117.29%；工业专用软管产能利用率平稳，产能储备充足。2023 年，公司子公司泰悦流体的新生产线投产，故 2023 年度海洋工程及陆地油气柔性管道产能提升。

图表 19：2025H1 公司海洋工程及陆地油气柔性管道产能利用率达 117%

产品	年度	产量（万标米）	产能（万标米）	产能利用率
海洋工程及陆地油气柔性管道	2022	7.41	8.17	90.70%
	2023	9.84	10.93	90.03%
	2024	10.44	10.93	95.52%
	2025H1	6.41	5.47	117.29%
工业专用软管	2022	454.41	691.54	65.71%
	2023	511.8	691.54	74.01%
	2024	466.93	691.54	67.52%
	2025H1	232.88	345.77	67.35%

资料来源：悦龙科技招股书、华源证券研究所

公司产品定制化程度较高，同一大类下不同产品的单价也存在较大差异。海洋工程柔性管道是橡胶软管中技术难度最高、产品稳定性要求最苛刻、适用工况最复杂的产品类型之一，

下载日志已记录，仅供内部参考

该系列中不同类型产品定价差异较大，故海洋工程柔性管道单价存在波动；陆地油气柔性管道单价上升主要系高单价的陆地酸化油气田压裂用超高压软管的销售金额上升导致；工业专用软管单价较为稳定。

图表 20：2025H1 海洋工程柔性管道单价为 1335 元/标米

	2022	2023	2024	2025H1
海洋工程柔性管道（元/标米）	1507.25	1194.85	1404.25	1334.69
陆地油气柔性管道（元/标米）	595.82	940.47	1510.19	1163.18
工业专用软管（元/标米）	22.32	21.48	23.2	24.53

资料来源：悦龙科技招股书、华源证券研究所

境外市场的 API 系列产品单价整体高于境内，体现了公司在境外市场具备较强的定价能力。公司 API 系列产品不同年度之间价格变动较大，总体来看，2024 年单价有所上升，2025H1 单价有所滑落，但 2025H1 境外-API 17K 产品单价有所上涨；境内-压裂软管单价较为稳定，仅 2024 年单价明显升高。

图表 21：2025H1 境外-API 17K 产品单价有所上涨

区域	产品类型	2022 年	2023 年	2024 年	2025H1
境内	API 17K 产品（元/标米）	1771.31	5748.99	7060.69	4052.33
	API 16C 产品（元/标米）	5274.33	4142.48	5005.29	2109.26
	API 7K 产品（元/标米）	1292.71	1193.06	3248.8	1316.96
境外	API 17K 产品（元/标米）	5114.3	4391.36	5347.59	7219.51
	API 16C 产品（元/标米）	4304.79	4480.29	5676.75	4692.06
	API 7K 产品（元/标米）	1645.33	1541.79	2225.22	1732.38
境内	压裂软管（元/标米）	4599.7	4410.41	6390.97	4546.26

资料来源：悦龙科技二轮问询函、华源证券研究所

➢ 客户结构

2025 年公司前五大客户占营业收入比例为 38.09%，客户集中度适中，对单一客户依赖度较低，业务结构相对稳健。公司客户分布于中国、欧美、东南亚、非洲等多个国家和地区，为中海油、中石油、中石化、招商重工、中集集团、上海外高桥、斯伦贝谢、特瑞堡、国民油井高华（NOV）、埃克森美孚、FET 等众多大型企业单位提供产品及配套服务。

图表 22：悦龙科技 2025 年前五大客户合计营收占比 38%

年度	序号	客户	销售金额（万元）	年度销售占比
2025	1	客户 1	3358	11.64%
	2	中海油集团	2800.96	9.70%
	3	双威集团	2119.75	7.34%
	4	中石油集团	1489.41	5.16%
	5	Forum US Inc.	1227.82	4.25%
	合计		10995.95	38.09%
2024	1	中海油集团	3332.72	12.46%
	2	双威集团	2332.49	8.72%
	3	Techfluid U.K. Ltd.	2250.44	8.41%
	4	中石油集团	1764.95	6.60%
	5	World Carrier Corporation	1688.96	6.31%
	合计		11369.55	42.50%
2023	1	Techfluid U.K. Ltd.	4292.04	19.63%
	2	双威集团	2738.27	12.52%
	3	中海油集团	2320.69	10.61%

下载日志已记录，仅供内部参考

4	中石油集团	1122.02	5.13%
5	Woodswell Energy(PTE.) LTD	536.09	2.45%
合计		11009.11	50.36%

资料来源：悦龙科技招股书、悦龙科技 2025 年报、华源证券研究所

2024 年公司销售金额增长最快的前十名客户主要由海洋工程客户和海洋、陆地油气开采领域客户构成。中海油、中石油、中石化等核心客户采购规模稳步提升，海外客户 Premium Hoses LLC、World Carrier Corporation 等亦实现快速放量。

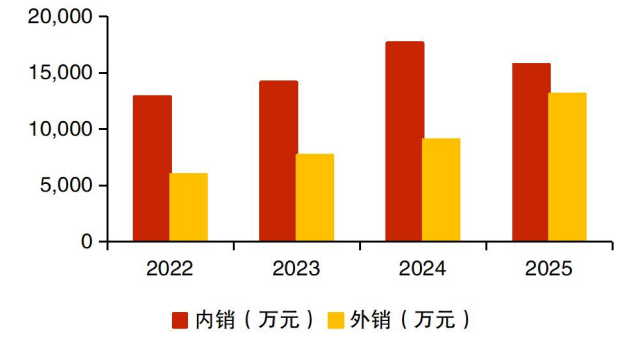
图表 23：2024 年公司收入增长最快的客户主要集中于海洋油气开采、海洋工程领域

客户	客户所处领域	2023 年（万元）	2024 年（万元）	增长金额（万元）	2025 年(万元)
Premium Hoses LLC	陆地油气开采	70.81	1280.36	1209.56	
中海油集团	海洋油气开采/海洋工程	2320.69	3332.72	1012.03	2800.96
客户 C	陆地油气开采	97.47	845	747.53	
中石油集团	陆地油气开采	1122.02	1764.95	642.93	1489.41
Forum US, Inc.	陆地油气开采	–	497.03	497.03	1227.82
中国船舶集团	海洋工程	399.92	819.42	419.51	
辽宁远洋渔业有限公司	其他	–	374.37	374.37	
中集集团	海洋工程	320.85	649.55	328.7	
捷胜海洋装备股份有限公司	海洋工程	31.18	296.08	264.9	
中石化集团	海洋油气开采/海洋工程	74.56	316.42	241.86	
World Carrier Corporation	海洋工程	–	1688.96	1688.96	

资料来源：悦龙科技一轮问询函回复、悦龙科技 2025 年报、华源证券研究所

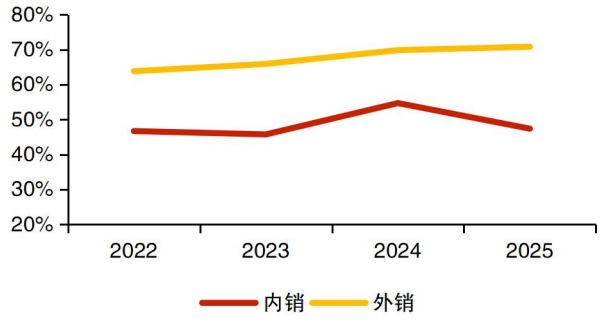
公司整体以内销为核心，2022 年至 2025 年外销收入占比由 31.70%提升至 45.44%，海外市场拓展成效显著。2025 年外销收入同比增加 44.30%，主要原因系公司海外市场拓展有力，实现了产品销售额在海外市场的快速增长，同时压裂软管海外业务稳步推进，取得实质性进展。外销毛利率整体高于内销毛利率主要系境外销售高毛利率的海洋工程柔性管道、陆地油气柔性管道占比较高。

图表 24：2025 年悦龙科技外销收入 13114 万元



资料来源：悦龙科技招股书、悦龙科技 2025 年报、华源证券研究所

图表 25：2025 年悦龙科技外销毛利率为 70.85%



资料来源：悦龙科技招股书、悦龙科技 2025 年报、华源证券研究所

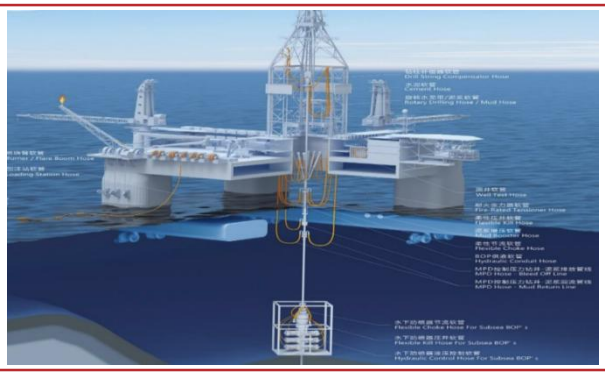
下载日志已记录，仅供内部参考

2. 需求端：全球海工与压裂软管市场持续扩容，多领域需求旺盛增长可期

2.1. 海工软管：全球海洋油气储量持续增长，海洋软管规模2025年约18亿美元

海工装备是高端橡胶软管核心应用领域，产品适配海洋极端工况，满足海上油气多介质安全输送需求。海洋工程装备涵盖海洋石油天然气勘探、钻采、海底管道输送、海上平台连接等，覆盖了油气开发项目全过程，需要具备耐高压、耐高温、耐腐蚀、耐拉伸等特性，以确保在极端海洋环境下安全可靠地进行勘探、钻采、运输过程中流体输送工作，输送介质包括油气混合物、泥浆、海水、高压气体、酸性压裂液等。

图表26：橡胶软管在海洋油气装备中的主要应用场景



资料来源：悦龙科技招股书、华源证券研究所

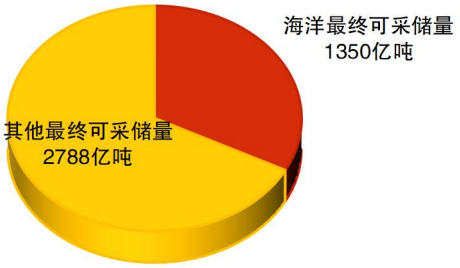
图表27：水泥软管在海洋油气设备里的应用场景



资料来源：悦龙科技招股书、华源证券研究所

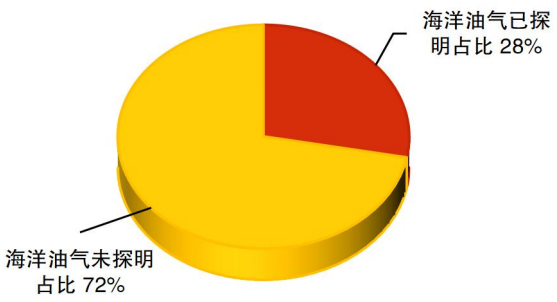
全球海洋油气开发已成主力、但尚处于勘探早期，国内深海油田不断落地投产，有效拉动海工配套耗材需求。根据中国石油2024年发布的数据，全球石油最终可采储量约为4138亿吨，其中，海洋石油储量约为1350亿吨，已探明储量仅占约28%；全球天然气最终可采储量约为436万亿立方米，其中，海洋天然气储量约为140万亿立方米，已探明储量仅占约29%，海洋油气产量已占全球产量的1/3。根据《中国海洋能源发展报告2025》的信息，2025年我国海洋石油产量约6800万吨，同比增加约250万吨，这一增量约占全国石油总增产量的八成；展望2026年，我国海洋石油产量有望增至6900万吨，海洋天然气产量也有望突破320亿立方米。

图表28：全球海洋石油最终可采储量约为1350亿吨



资料来源：中国石油官网、华源证券研究所

图表29：全球海洋石油已探明储量仅占约28%

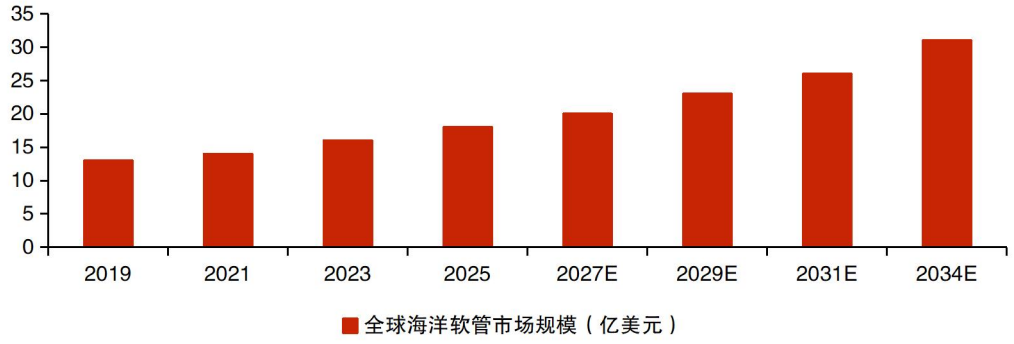


资料来源：中国石油官网、华源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

全球海洋软管市场规模稳步增长，悦龙科技作为国内少数实现该产品国产替代的企业，或将受益于行业扩容。根据 Data Intelo 的数据，全球海洋软管市场规模 2025 年约为 18 亿美元，2034 年预计将达 31 亿美元，2026-2034 年复合增长率或将为 6.2%。

图表 30：全球海洋软管市场规模 2034 年预计将达到 31 亿美元



资料来源：Data Intelo、华源证券研究所

2.2. 压裂软管：全球压裂软管市场 2035 年或将约 7 亿美元，中美页岩油气需求共驱

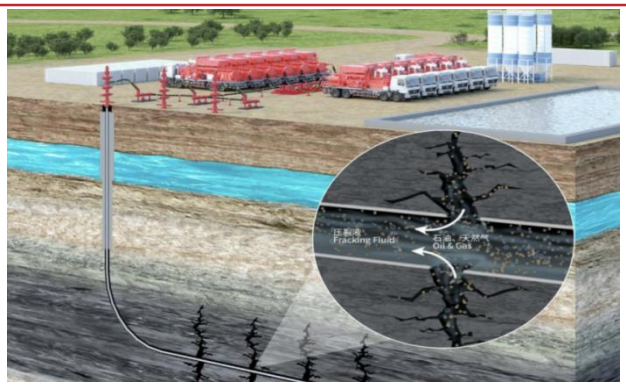
陆地油气产业链多环节均可配套特种橡胶软管，页岩油气开发或带来压裂高压软管的增量需求。根据公司招股书，橡胶软管在陆地石油天然气领域的应用主要涵盖陆地石油天然气的勘探钻采、酸化压裂、石油炼化化工、油气储运集输等，在上述领域的应用要求其具备耐高温、耐压、耐腐蚀、耐冲蚀磨损等特性，同时还需要适应施工场地内复杂的工艺管线连接需求，橡胶软管性能得以充分发挥，尤其是在陆地油气田酸化压裂领域。与常规油田相比，页岩油气具有自生自储、储层致密、自然产能低等特点，需要采用水平井和大规模水力压裂等特殊技术措施才能获得工业产量，进而催生了对于钻井、固井用超高压软管，酸化压裂超高压软管等产品要求和需求提升。

图表 31：橡胶软管在陆地石油天然气领域的应用主要涵盖勘探钻采、酸化压裂等



资料来源：悦龙科技招股书、华源证券研究所

图表 32：页岩油气需要采用水平井和大规模水力压裂等特殊技术获得工业产量



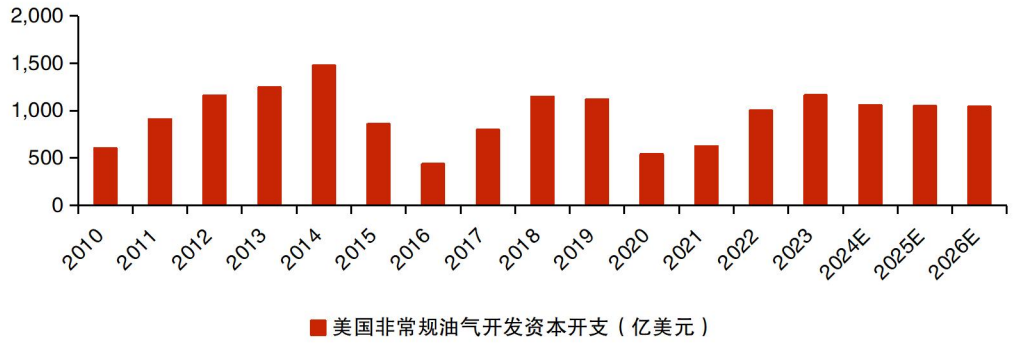
资料来源：悦龙科技招股书、华源证券研究所

➢ **下游需求**

下载日志已记录，仅供内部参考

美国是全球最大的页岩油气生产地，悦龙科技产品已在北美市场体系内快速推广。美国是全球工业大国之一，为保障能源供应安全与独立，因地制宜早年就开展非常规油气开发。根据美国能源署统计，2023 年美国的页岩气、页岩油产量分别为 8312 亿方、4.3 亿吨，分别占全球总量的 95%、91%，页岩油气开采成为美国油气产量的主要来源。根据 Rystad Energy 数据，2024-2026 年美国非常规油气资本开支或维持 1000 亿美元以上，有望为对压裂设备更新需求形成支撑。

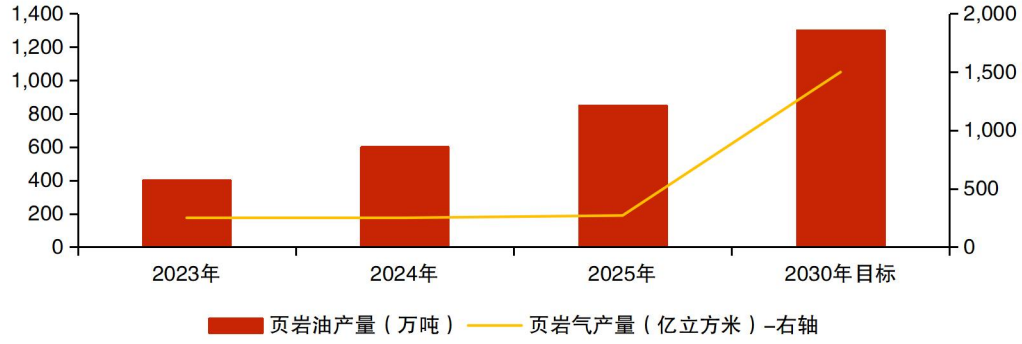
图表 33：2024-2026 年美国非常规油气资本开支或维持 1000 亿美元以上



资料来源：悦龙科技招股书、Rystad Energy、华源证券研究所

近年来，国内页岩油气开采通过技术攻关，钻采水平实现突破，国内页岩油气开采进入快速增长阶段。国内页岩油气虽储量丰富，但开发起步相对较晚，并且面临地质条件复杂，开采技术相对不成熟，需要克服水量大、地质复杂等技术难题。根据悦龙科技招股书和国家统计局数据，我国 2023 年页岩油、页岩气产量分别为 400 万吨、250 亿立方米。根据国家能源局数据，2024 年我国页岩油产量突破 600 万吨，同比增长 30%以上，页岩气产量达 250 亿立方米以上。根据自然资源部数据，2025 年我国页岩油产量突破 850 万吨、页岩气产量稳定在 270 亿立方米以上。根据中国石油石化工程信息网的展望，预计“十五五”期间，我国年均新增页岩油探明储量 0.9 亿~1 亿吨、天然气 900 亿~1000 亿立方米，到 2030 年，我国页岩气产量达 1500 亿立方米（占天然气 50%），页岩油产量 1300 万吨（占原油 15%），成为油气增储上产的强劲动力。

图表 34：2025 年我国页岩油产量突破 850 万吨

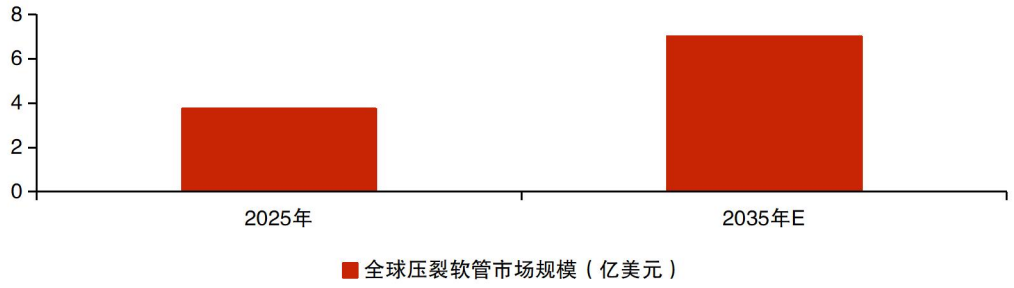


资料来源：国家能源局、自然资源部、中国石油石化工程信息网、悦龙科技招股书、华源证券研究所

根据 Market Research Intellect 的数据，全球压裂软管市场在 2025 年约为 3.73 亿美元，2035 年预计将达到约 7 亿美元，2027 年至 2035 年复合年增长率为 6.5%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 35：全球压裂软管市场 2035 年预计将达到约 7 亿美元

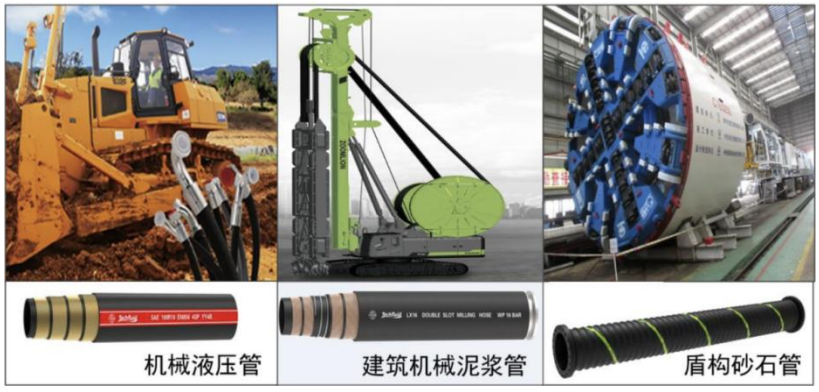


资料来源：Market Research Intellect、华源证券研究所

2.3. 工业生产：2032 年全球工业橡胶软管规模或将达 379 亿美元，易耗性稳存量需求

橡胶软管在机械液压系统、抽排系统、浇筑系统模块发挥着重要作用，配合实现机械的整体功能。工程机械是橡胶软管一大应用领域。液压管路系统是工程机械液压动力的传输系统，被称为“一切动力的源泉”，包括液压油箱、软管总成、钢管总成及连接接头等部分，液压系统的安全性及可靠性是工程机械质量中极为重要的一个环节。在液压管路系统中，橡胶软管起着连接和传递系统能量的重要作用，对于系统的功耗、动态特性有着深远的影响，是工程机械不可或缺的组成部分。此外，应用于土木工程、矿业开采等领域的工程机械还需要输送施工场景中的水、泥浆、水泥等介质，橡胶软管在施工作业中发挥了重要作用，典型表现如建筑机械泥浆管、盾构机砂石管等。

图表 36：橡胶软管在机械液压系统、抽排系统、浇筑系统模块发挥着重要作用



资料来源：悦龙科技招股书、华源证券研究所

工程机械行业扩容拉动高压液压软管、盾构机泥浆软管增量配套需求，有望为悦龙科技工业专用软管带来持续稳定的市场增量。根据中商产业研究院的信息，受交通、能源和城市建设等领域设备更新换代和基建投资的推动，2025 年中国工程机械市场规模或达 269 亿美元，到 2030 年预计将增长至 570 亿美元。根据 QYResearch 的数据，2025 年全球工业橡胶软管市场销售额达到了 262.4 亿美元，预计 2032 年将达到 379.2 亿美元。工程机械用高压液压软管、特种介质输送管均为易耗品，不但原装机械的制造需要装配大量的橡胶管路，且工程机械维修和零部件替换也需要大量的备品，过往因高速增长积累的存量市场有望给橡胶软管提供可观的存量市场空间。

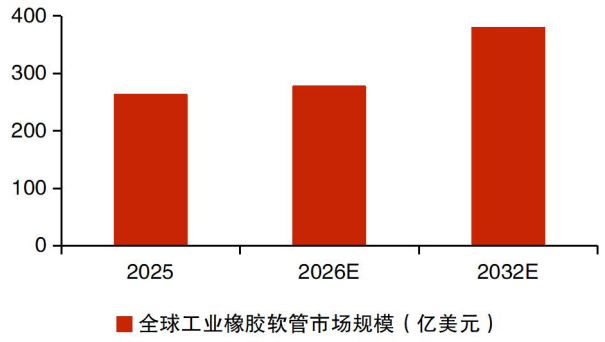
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 37：2030 年中国工程机械规模或将增至 570 亿美元



资料来源：中商产业研究院、华源证券研究所

图表 38：2032 年全球工业橡胶软管规模或将达 379 亿美元



资料来源：QYResearch、华源证券研究所

2.4. 竞争格局：API 17K 品类国内暂无直接竞争对手，核心客户资源领先可比公司

公司海洋工程柔性管道中 API 17K 等技术含量较高的产品在国内尚无直接竞争对手。同行业公司中仅利通科技具备相关资质但尚无公开产品销售记录；公司陆地油气柔性管道中压裂软管与利通科技酸化压裂软管产品较为类似，其他同行业公司未显示有类似产品。在陆地油气柔性管道领域，利通科技生产酸化压裂软管产品和石油钻探软管产品，与公司产品用途较为类似，但产品工艺、技术指标存在区别；中裕科技具有部分耐高压大流量输送软管产品可用于油气开采现场的远程供水，与公司压裂软管产品用途存在区别。在工业专用软管领域，各同行业公司均生产相关产品，利通科技主要生产液压软管，中裕科技主要生产输送软管，派特尔主要生产液压软管，而公司工业专用软管产品种类较多，采取“小规模、多品种”柔性生产模式，涵盖了工业橡胶软管中的多种细分领域。

图表 39：公司海洋工程柔性管道中 API 17K 等产品在国内尚无直接竞争对手

产品类型	悦龙科技-产品描述	悦龙科技-市场地位	利通科技	中裕科技	派特尔
海洋工程柔性管道	主要用于海洋作业恶劣环境下各类介质的输送，包括 API 17K、7K、16C 等产品	2023-2024 年度胶管 TOP10 企业中唯一的海洋胶管企业	API 17K 系列产品的产线力争在 2025 年度实现产线投产并向意向客户提供相关样品，海洋工程软管产品较少	未披露类似产品	未披露类似产品
陆地油气柔性管道	包括酸化压裂作业专用的压裂软管和钻探、油气集输、石油炼化等特种作业领域的专用油气软管	国内外大型陆地油气钻采企业合格供应商，产品得到有效验证	利通科技酸化压裂软管产品与公司压裂软管较为类似，但生产工艺、技术指标等有所区别；利通科技石油钻采软管与公司钻探软管较为类似	中裕科技耐高压大流量输送软管产品可用于页岩油气压裂中的远程供水，输送介质、工作压力不同，与公司产品差异较大	未披露类似产品
工业专用软管	产品种类较多，包括普通输送、吸排软管、液压软管等常规产品和盾构泥浆管、吸排磷虾管、飞机加油管等特殊产品	业务规模略低于同行业公司，具有多种专用特种软管供应能力	利通科技主要产品中的液压软管与公司液压软管较为类似	中裕科技普通轻型输送软管与公司普通输送软管较为类似	派特尔主要产品中的液压软管与公司液压软管较为类似

资料来源：悦龙科技一轮问询函回复、华源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

公司在海洋工程领域客户覆盖深度及陆地油气开采领域核心客户资源上，均较境内可比公司具备优势，客户结构竞争力显著领先。海洋工程领域，随着全球主要国家对海洋经济的持续投入以及海洋油气勘探开发资本支出的持续增加，海洋工程装备市场需求不断释放。公司海洋工程装备领域客户如中海油集团、中国船舶集团、中集集团以及境外 ADES、Borr Drilling、Prio S.A.等终端海外钻井平台承包商等客户为公司业绩增长带来了重要贡献。公司在海洋工程领域直接面对国际竞争对手的竞争，境内可比公司对于海洋工程客户覆盖程度远低于公司，导致业绩变动趋势存在差异。**陆地油气开采领域，**随着压裂技术在传统油田增产和非常规油气资源开发领域的应用程度不断提高，压裂作业中的柔性管汇替代钢制管汇效应不断增强、替代率逐步提高，陆地油气柔性管道需求也不断增加。公司陆地油气柔性管道产品的北美油气开采领域客户和中石油集团占据了 2024 年度销售增长前五名中的四位。而可比公司利通科技、中裕科技的境外市场拓展情况呈波动趋势，且可比公司同类产品尚未取得中石油集团等批量采购订单，导致可比公司业绩变动趋势的差异。

图表 40：悦龙科技的同行业可比公司包括利通科技、中裕科技等

同行业公司	主要产品	下游行业
利通科技	液压橡胶软管及总成	工程机械、农业机械、煤矿机械
	石油钻采软管及总成	油气钻采和输送等领域
中裕科技	耐高压大流量输送软管	页岩油气开采远程供水、矿产开采供排水、城市应急供排水、农场施肥灌溉等
	普通轻型输送软管	消防灭火、市政应急、山洪抢险等领域
	钢衬改性聚氨酯耐磨管	油砂矿浆、金属矿山、疏浚泥浆输送
	柔性增强热塑性复合管	煤浆、粉煤灰、精矿尾矿浆体、疏浚泥浆输送
派特尔	工业软管	石油工业、煤炭工业、工程机械行业、汽车工业
	改性工程塑料	家电和汽车行业
悦龙科技	海洋工程柔性软管	海洋油气
	陆地油气柔性软管	陆地油气
	工业专用软管	工程机械、汽车

资料来源：悦龙科技一轮问询函回复、华源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

3. 增长盘：全球市占率较低、国产化空间大，出海与新品放量有望打开成长空间

我们认为，公司未来增长路径清晰，或将沿三条主线展开：一是依托四大核心技术与 API 认证体系，持续推进高端海工软管国产替代；二是借助英国子公司渠道与国际项目突破，在海工和压裂两条线切入全球市场、提升份额；三是通过自浮式输油软管募投项目落地、深海采矿及 138MPa 压裂管等新品放量，有望打开第二增长曲线。

3.1. 国产替代：四大核心技术实现 API 高端软管自主可控，产品性能指标比肩国际水平

公司主要核心技术包括**“超高压柔性管道的管体承压结构设计技术”“超高压柔性管道与金属接头的整体硫化嵌入连接工艺技术”“特种软管的橡胶配方技术”和“全工况适应性材料复合技术”**，涵盖了产品结构、工艺设计、原料配比、材料复合设计等各个环节。公司主要核心技术产业化成果显著，尤其在海洋工程柔性管道和陆地油气柔性管道产业化应用，有力提升海洋资源开采、页岩油气开采领域核心零部件和重大技术装备的产品自主水平，保证产业供应链韧性和安全。

图表 41：悦龙科技在海洋工程、陆地油气柔性管道领域有产业化应用

序号	核心技术名称	形成的专利或非专利技术	技术应用
1	超高压柔性管道与金属接头的整体硫化嵌入连接工艺技术	1.用于海洋钻井平台的耐火液压胶管总成 2.一种用于海洋钻井平台的水泥管总成 3.一种高压柔性橡胶软管及其接头连接方法 4.一种软管总成	主要用于 API 7K、API 16C、API 17K 等石油天然气、海洋工程的超高压柔性管道，以及部分工业软管
2	超高压柔性管道的管体承压结构设计技术	1.用于海洋钻井平台的耐火液压胶管总成 2.一种用于海洋钻井平台的水泥管总成 3.一种高压柔性橡胶软管及其接头连接方法 4.一种软管总成	主要用于 API 7K、API 16C、API 17K 等石油天然气、海洋工程的超高压柔性管道，以及部分工业软管
3	特种软管的橡胶配方技术	1.一种抗硫化氢腐蚀、抗高压气体渗透、耐油、耐老化的特种氢化丁腈橡胶配方技术 2.一种防火阻燃、耐磨、耐老化的软管外胶配方技术 3.一种超耐磨，耐冲蚀橡胶配方技术	应用于各类产品
4	全工况适应性材料复合技术	1.一种应用于海洋钻井平台补给和跨接输送系统的软管总成及其制备方法 2.一种带电伴热结构的橡胶软管 3.一种新型高弯曲度的软管总成 4.一种压裂作业用耐磨软管总成	应用于各类产品

资料来源：悦龙科技招股书、华源证券研究所

凭借深厚的技术底蕴以及对海洋工程装备领域深刻认知，公司在海洋工程柔性管道领域建立了较强的产品优势，公司主要产品符合 API 17K、API 7K 和 API 16C 等产品认证。**公司积极将核心技术成果向陆地油气开采柔性管道、非常规油气资源开采等行业进行创新转化。**随着石油压裂技术的发展，应用于页岩油开采的高压柔性管道需求逐步涌现，公司凭借在海洋工程柔性管道领域的技术优势，结合石油压裂领域的软管特点，成功研发陆地油气田增产酸化压裂柔性管道，替代常规钢制管线，关键技术首创，产品已经在中石油五大钻探公司全面推广应用。

下载日志已记录，仅供内部参考

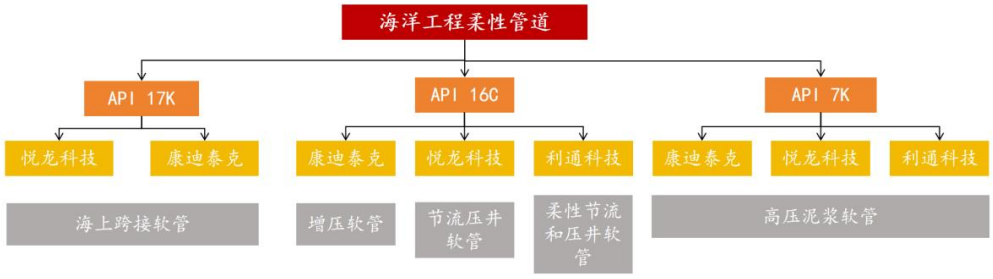
图表 42：悦龙科技产品已经在中石油五大钻探公司全面推广应用

年份	产品	核心成果
2019	深海采矿软管	公司受邀参与国家科技部重点研发 863 计划《深海多金属结核采矿试验工程》项目，配套水下 1,700m 深海采矿软管，并成功完成海试
2019	半潜式钻井平台钻井包高压耐火柔性管道	被评为 2019 年山东省首台（套）技术装备及关键核心零部件产品
2023	API 17K 粘合型海上跨接软管	被评为山东省首台（套）技术装备及关键核心零部件产品
2024	国家高端装备制造业标准化试点项目	公司获批第三批国家高端装备制造业标准化试点项目（海洋工程装备领域）
2024	超高压柔性管道	为我国首艘深海勘探大洋钻探船“梦想号”提供了超高压柔性管道的整体配套
2024	磷虾捕捞软管	配套了南极磷虾捕捞船“福兴海号”，为我国极地渔业战略性新兴产业提供保障
2024	国内首套水下 6,000m 深海采矿柔性混输软管研发项目	公司牵头联合中国石油大学（北京）、哈尔滨工程大学、大连理工大学、天津大学共同承接山东省重大科技专项
2025	API 17K 栈桥柔性跨接软管产品	中标中海油涠洲 10-3 油田西区自安装生产处理平台项目
2025	FPSO 上水冷却软管产品	中标意大利塞班 P79FPSO 项目
2025	API 17K 栈桥跨接柔性软管产品	中标中海油文昌 19-1 项目

资料来源：悦龙科技招股书、华源证券研究所

不同品类软管产品各有独特技术壁垒，高端 API 系列油气软管性能指标领先，多款特种工业软管国内暂无同行对标企业。根据公司公告，对于高端产品中的 API 17K 海上跨接软管，公司在软管的内径尺寸、长度以及耐温性等方面具有一定的比较优势，可以生产口径更大、长度更长的产品，且耐压性能够满足此类工况应用需求；对于 API 16C、API 7K 和陆地油气酸化压裂软管等高压软管产品，公司在相同耐压性水平下可以生产内径尺寸更大、长度更长的软管。同时，对于公司定位于中高端产品的其他陆地软管以及帘布、纤维软管（如：中央排水管、水力除焦管、盾构泥浆管、吸排磷虾管等特种工业软管）在国内尚未找到同行业可比公司，该部分细分产品应用工况较为复杂，技术工艺、参数要求等定制化属性较高，难以实现大规模批量化生产，国内参与该部分产品市场竞争的企业较少，悦龙科技凭借深厚的技术储备实现了该部分产品的自主生产。

图表 43：产品性能指标比肩国际水平，多款特种工业软管国内暂无同行对标企业



资料来源：悦龙科技一轮问询函、华源证券研究所

行业内国际知名品牌制造企业主要有德国康迪泰克、瑞典特瑞堡、美国盖茨等，公司在国内市场竞争对手较少，直接和国际技术领先企业竞争。对于高端产品，技术方面，公司在软管的结构选型、长度设计、载荷应力分析、疲劳分析、动态模拟等方面形成较强的竞争优势；与德国康迪泰克等国际知名企业相比，公司在**产品交付周期**方面也有较明显优势；此外，公司海洋工程柔性管道还具有一定的价格优势，产品性价比较高。**因此，我们认为公司拥有国际一流的技术认证体系和性价比优势，高端市场国产替代潜力较大。**

下载日志已记录，仅供内部参考

3.2. 出海突破：通过英国子公司渠道实现品牌价值提升，FPSO 软管中标意大利项目

公司在三大业务领域国内市占率领先，但全球份额仍处于低位，出海成长空间广阔。根据公司，按照公司服务国内**海洋工程柔性管道**用户（中海油等）、中国市场海上石油钻井平台、FPSO 的保有量情况估算，公司在中国市场海洋工程柔性管道市场占有率处于较为前列的位置；**陆地油气柔性管道**方面，公司已经独家参与了中石油宝石机械“柔性压裂管汇系统研究与现场试验”项目，实现了橡胶软管替代钢管并开始批量供应，市场占有率处于较为前列的位置；**工业专用软管**种类繁多，全球总体市场空间较大，但是公司在吸排磷虾管、盾构泥浆管、双轮铣软管、船用工业管等特种工业软管领域在国内市场有较高的竞争力。

图表 44：公司 2024 年海洋工程柔性管道的全球市场占有率约为 1%

产品分类	2024 年全球市场占有率（下限测算）
海洋工程柔性管道	1.00%
陆地油气柔性管道	5.60%
工业专用软管	0.01%

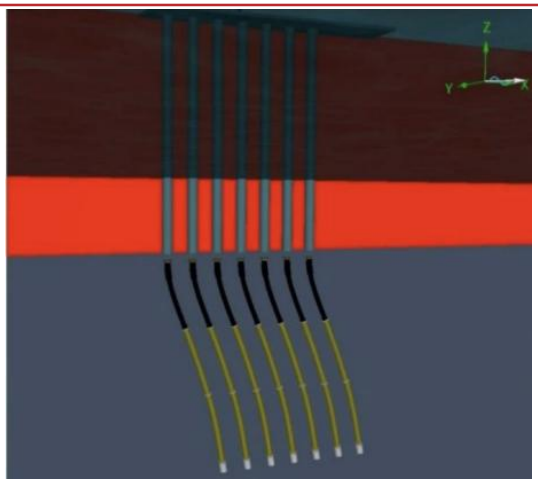
资料来源：悦龙科技一轮问询函、华源证券研究所

➢ **已经有哪些出海突破?**

公司通过英国子公司渠道实现品牌价值不断提升。公司借助与 Techfluid U.K. Ltd.团队的合作，使 Techfluid 品牌率先从境外市场打开突破口，依托 Techfluid U.K. Ltd.的全球市场销售平台和国内营销服务体系建设，已积累了向 ADES、Seadrill、Borr Drilling、NOV、吉宝等国际大型海上钻井承包商和海洋工程客户的销售渠道和项目服务经验，并由境外市场推广至境内，逐步确立海洋工程柔性管道产品的国内外前列地位。

公司已实现大量国际大客户积累。公司长期服务油气领域大型客户，已经与斯伦贝谢、国民油井华高（NOV）、巴西国家石油公司（Petrobras）、埃克森美孚等国际顶尖能源企业建立了长期的合作关系。巴西国家石油公司控制的 FPSO 数量居于全球首位，现场运营商中海油、埃克森美孚等也运营着数量可观的 FPSO。**2025 年公司自主研发的 FPSO 上水冷却软管产品，成功中标意大利塞班 P79 FPSO 项目，获得了客户的高度认可。**

图表 45：自主研发的 FPSO 上水冷却软管产品成功中标意大利塞班 P79 FPSO 项目



资料来源：悦龙科技 2025 年报、华源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

3.3.横向布局：募投自浮式软管年产 6.60 万标米，多款新品落地或将打开第二曲线

➢ **未来增量新品——自浮式输油橡胶软管**

悦龙科技此次募投项目产品 API 17K 自浮式输油橡胶软管，达产后可实现自浮式输油橡胶软管生产线年产 6.60 万标米，募投项目落地后或将成为公司新增长极。此次募投项目产品为符合 API 17K 标准的自浮式输油橡胶软管，是一种海洋石油天然气输送装备，用于油轮与油轮、油轮与海上采油平台、油轮与码头之间的石油及油类物质的运输，在产品类别上属于海洋工程柔性管道。（1）从近年的油田发现来分析，世界新发现的油田一直向海洋倾斜，从总量来看，世界最新的油田发现主要为海洋油田，占比达到 60%以上。同时从发现油田规模来看，世界新发现的大型油田也主要集中在海洋（尤其是深海），海洋新发现油田单体规模显著大于陆地油田，这或将拉动深海油气开发配套的自浮式输油橡胶软管需求持续提升。（2）公司拟生产的 API 17K 自浮式输油橡胶软管应用于海上浮式生产储油轮（FPSO），我国船厂逐步从模块、船体建造向设计、总包延伸逐步具备了 FPSO 的自主生产能力。全球 FPSO 产业链经历了长期的发展，建造中心已由欧美转移至亚洲国家，但欧美企业在核心关键设备及设计方面仍占据主导地位。中国企业已经在建造、总装环节取得较高的市场份额，并逐渐在设计、总包环节有所突破。

图表 46：自浮式输油橡胶软管生产项目达产后可年产 6.60 万标米

序号	项目	投资总额（万元）	拟募集资金拟投入金额（万元）	建设周期	达产后产能
1	新建自浮式输油橡胶软管生产项目	14200	12857.83	24 个月	自浮式输油橡胶软管生产线可实现年产 6.60 万标米
2	橡胶软管生产设施智能化信息化升级改造项目	6000	6000	24 个月	

资料来源：悦龙科技招股书、悦龙科技公司公告、华源证券研究所

➢ **正在布局的前沿技术储备——深海采矿智能柔性混输管**

公司正在研发布局 6000 米级深海采矿智能混输管研发，有望填补国内相关产品及智能监测系统空白。为突破我国深海采矿柔性输送装备技术瓶颈、解决传统金属增强软管在 6000 米超深水工况痛点，公司研发非金属粘结智能集输柔性混输管，可实现堵塞、泄漏、空间构型等多工况智能损伤识别。项目有望填补国内超深水非金属粘结软管及在线智能监测系统的产品空白，打破国外技术垄断，大幅提升公司在高端海洋工程装备领域的技术话语权与市场竞争力；项目成果可直接应用于深海采矿集输场景，并向超深水油气输送、深海探测等领域拓展，有望为公司开辟新的高毛利业务赛道，优化产品结构与营收构成。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 47：2025 年 11 月，全球首台（套）6000 米级深海采矿智能柔性混输管完成海试



资料来源：北京日报、华源证券研究所

➢ **已经过验证的智能检测类新品——耐冲蚀高压酸化压裂软管**

耐冲蚀高压酸化压裂软管为公司重点智能检测新品之一，目前已完成高端规格研制并实现示范应用。公司目前生产的内径 6 英寸的压裂软管，最高可承受 138MPa 的最大工作压力，最大生产长度为 100 米，是全球首批能生产此规格压裂软管的企业，国内目前尚无同行业企业可以生产类似规格产品。公司凭借这一突破性技术，先后完成 103.4MPa、138MPa 压裂软管在中石油体系的先导实验和规模应用，在油气压裂开采市场取得先发优势。这一研究项目解决传统软管拆卸检测成本高、安全风险难预判的行业难题。智能监测技术的突破，或为公司其他软管产品的智能化升级提供成熟经验与技术储备，助力公司打造“智能流体输送系统服务商”的品牌形象，在油气装备智能化转型浪潮中抢占先机。

图表 48：公司酸化压裂软管示意图



资料来源：悦龙科技官网、华源证券研究所

图表 49：项目解决了传统软管拆卸检测成本高等问题



资料来源：悦龙科技官网、华源证券研究所

➢ **特色增量小品类——特种工业软管**

依托特有配方工艺，公司盾构泥浆管适配盾构极端工况，在国内特种工业软管赛道具备较强竞争实力。盾构机泥浆输送系统中使用的盾构泥浆管，其用于输送掘进过程中产生的岩屑泥浆混合物等流体，应用过程中需面临高压泥浆和盾构机不断的旋转运动。公司凭借独特的橡胶配方工艺，使得该类产品管体更加富有弹性，具备更加良好的耐磨性能，能够耐正压和负压，端部法兰为整体硫化成型，最大限度缩短端部连接不可弯曲长度，使软管总成更具

下载日志已记录，仅供内部参考

柔韧性，能够更好地适配盾构施工中的极端工况，延长胶管的使用寿命，公司在国内该特种工业软管领域有较高的竞争力。

图表 50：盾构泥浆管富有弹性和良好的耐磨性能



资料来源：悦龙科技官网、华源证券研究所

图表 51：产品能更好地适配盾构施工中的极端工况



资料来源：悦龙科技官网、华源证券研究所

公司高端帘布吸排磷虾管于 2024 年新品落地。吸排磷虾管为公司 2024 年工业软管中新增产品，属于高端的帘布吸排管，作为公司自主设计产品，主要用于极地磷虾捕捞。我国该类产品研发起步较晚，前期极地磷虾捕捞所用软管均为国外企业生产，公司自主研发的吸排磷虾管在南极捕捞船“福兴海号”首次实现应用，相应技术规格要求较高，毛利率也相应较高。

下载日志已记录，仅供内部参考

4. 盈利预测与评级

结合公司的下游产业持续稳定发展、产品终端应用领域不断拓展等积极预期，我们假设如下：

（1）海洋工程柔性软管：预计收入快速增长，假设 2026-2028 年营业收入同比+23%/+26%/+26%，测算得出 2026-2028 年营业收入分别为 0.96/1.20/1.52 亿元；

（2）陆地石油天然气柔性软管：预计收入快速增长，假设 2026-2028 年营业收入同比+20%/+15%/+15%，测算得出 2026-2028 年营业收入分别为 1.03/1.18/1.36 亿元。

（3）工业用特种软管：预计收入稳定增长，假设 2026-2028 年营业收入同比+3%/+3%/+3%，测算得出 2026-2028 年营业收入分别为 1.15/1.18/1.22 亿元。

我们预计公司 2026-2028 年归母净利润为 1.04、1.23 和 1.46 亿元，对应 PE 为 17、14、12 倍。我们选取利通科技、中裕科技、川环科技作为可比上市公司，可比公司 2026PE 均值为 17X。悦龙科技深耕高端软管领域，凭四大核心技术筑壁垒，出海+新品拓展有望驱动高增长，盈利能力强劲。我们看好公司未来发展潜力，首次覆盖给予“增持”评级。

图表 52：可比公司 2026PE 均值为 17X（数据截至 20260722）

公司名称	股票代码	最新收盘价(元/股)	最新总市值(亿元)	EPS(元/股)			PE		
				2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
利通科技	920225.BJ	12.90	16.37	0.86	1.04	1.14	15.0	12.4	11.3
中裕科技	920694.BJ	13.20	17.44	0.89	1.08	1.31	14.8	12.2	10.1
川环科技	300547.SZ	26.78	58.09	1.20	1.44	1.70	22.3	18.6	15.8
	均值						17.3	14.4	12.4
悦龙科技	920188.BJ	20.60	17.10	1.25	1.48	1.76	16.5	13.9	11.7

资料来源：Wind、华源证券研究所　注：可比公司盈利预测均来自 Wind 一致预期；悦龙科技盈利预测来自华源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

5. 风险提示

国际贸易政策风险：公司产品面向全球销售，客户分布于中国、欧洲、美洲、东南亚、中东、非洲等多个国家和地区。但伴随着全球政治环境和经济形势愈加复杂，若未来公司产品主要出口国家和地区的贸易政策、政治经济环境等发生重大变化，部分国家改变进口、关税、外汇等政策，意图实施贸易保护提振本国经济，将造成全球供应链的波动性加大、物流效率降低、运营成本上升等后果，可能导致公司客户采购成本提升，甚至交易渠道受限，对公司经营业绩的稳定发展产生不利影响。

存货管理风险：公司存货主要由库存商品、原材料和发出商品构成。若未来经营过程中因市场环境发生较大变化或行业竞争加剧导致库存商品滞销、原材料积压或大面积减值，公司存货周转率和营运资金周转效率将降低，从而影响公司的生产经营及财务状况，最终将对公司的经营业绩产生不利影响。

核心技术失密的风险：随着胶管行业的快速发展和竞争加剧，行业内企业对胶料配方、炼胶技术、胶管设计等方面的人才需求将逐步增加。作为高新技术企业，公司的核心资源包括胶料配方、胶管制作工艺、专利技术和相关技术人才。在新技术开发过程若相关保护措施未能有效执行，一旦重要技术人员离开公司或泄露公司技术机密，将可能削弱公司的竞争优势，给公司的生产经营和发展造成不利影响。

下载日志已记录，仅供内部参考

附录：财务预测摘要

资产负债表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	190	382	313	361
应收票据及账款	107	118	131	147
预付账款	1	2	2	2
其他应收款	1	1	1	2
存货	69	75	78	82
其他流动资产	115	116	117	118
流动资产总计	**485**	**694**	**643**	**711**
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	104	150	240	348
在建工程	5	124	162	75
无形资产	11	11	12	13
长期待摊费用	0	0	1	1
其他非流动资产	27	29	30	31
非流动资产合计	**148**	**314**	**445**	**467**
资产总计	**633**	**1,009**	**1,087**	**1,178**
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	60	64	68	73
其他流动负债	49	57	63	71
流动负债合计	**109**	**121**	**131**	**144**
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	16	15	16	15
非流动负债合计	**16**	**15**	**16**	**15**
负债合计	**125**	**136**	**147**	**159**
股本	61	83	83	83
资本公积	147	434	434	434
留存收益	297	353	419	498
归属母公司权益	505	870	936	1,015
少数股东权益	3	3	3	4
股东权益合计	**508**	**873**	**940**	**1,019**
负债和股东权益合计	**633**	**1,009**	**1,087**	**1,178**

利润表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**289**	**327**	**372**	**425**
营业成本	**121**	**137**	**150**	**166**
税金及附加	4	4	5	6
销售费用	9	10	11	13
管理费用	44	48	54	59
研发费用	15	16	17	19
财务费用	-2	-1	-1	-1
资产减值损失	-2	-2	-2	-2
信用减值损失	-1	-2	-2	-2
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	1	1	1	1
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	11	11	10	11
营业利润	**107**	**121**	**143**	**171**
营业外收入	0	2	2	1
营业外支出	1	1	1	1
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	**106**	**122**	**145**	**172**
所得税	15	18	21	25
净利润	**91**	**104**	**123**	**147**
少数股东损益	1	0	0	0
归属母公司股东净利润	**90**	**104**	**123**	**146**
EPS(元)	1.09	1.25	1.48	1.76

现金流量表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	91	93	112	136
折旧与摊销	14	18	24	31
财务费用	-2	-1	-1	-1
投资损失	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	-31	-6	-6	-8
其他经营现金流	11	13	13	12
经营性现金净流量	**82**	**116**	**140**	**170**
投资性现金净流量	**-78**	**-187**	**-154**	**-56**
筹资性现金净流量	**-9**	**262**	**-55**	**-66**
现金流量净额	**-8**	**192**	**-69**	**48**

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	7.89%	13.47%	13.51%	14.30%
营业利润增长率	11.91%	13.43%	18.35%	19.75%
归母净利润增长率	8.22%	14.75%	18.63%	19.02%
经营现金流增长率	-18.17%	42.27%	20.82%	21.22%
盈利能力				
毛利率	58.05%	58.07%	59.57%	61.04%
净利率	31.47%	31.72%	33.15%	34.52%
ROE	17.87%	11.91%	13.12%	14.40%
ROA	14.27%	10.27%	11.30%	12.42%
估值倍数				
P/E	18.94	16.50	13.91	11.69
P/S	5.92	5.22	4.60	4.02
P/B	3.38	1.97	1.83	1.68
股息率	2.43%	2.79%	3.30%	3.93%
EV/EBITDA	12	9	8	6

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

下载日志已记录，仅供内部参考

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和悦龙科技的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。
本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。
本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。
本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。
本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；
增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5%～20%之间；
中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在－5%～＋5%之间；
减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于–5%及以下。
无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；
中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；
看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，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）。