

2022年08月25日

# 唯万密封（301161.SZ）

## 投资要点

- ◆ 下周一（8月29日）有一家创业板上市公司“唯万密封”询价。
- ◆ **唯万密封（301161）：**公司专业从事液压气动密封产品研发、生产和销售；主要产品包括液压密封件、液压密封包、气动密封件、油封等密封产品，集中应用于挖掘机、起重机等工程机械液压油缸密封系统以及煤机的液压支架密封系统。公司2019-2021年分别实现营业收入2.89亿元/4.05亿元/4.11亿元，YOY依次为18.32%/39.99%/1.39%，三年营业收入的年复合增速18.87%；实现归母净利润0.47亿元/0.77亿元/0.60亿元，YOY依次为4.81%/62.90%/-22.45%，三年归母净利润的年复合增速9.81%。最新报告期，2022H1公司实现营业收入1.87亿元，同比下降22.05%；实现归母净利润0.30亿元，同比下降10.06%。根据初步预测，公司2022年1-9月预计实现归母净利润3,900至4,300万元，同比变动-14.86%至-6.12%。

① **投资亮点：**1、公司专注于工程机械液压密封件领域，通过“自制件+外购定制件+外购标准件”相结合的经营模式构建公司液压密封系统全品类的产品体系以满足众多客户的不同需求；目前已成为国内工程机械液压密封件领域龙头。公司是一家专业从事工程机械领域液压气动密封产品研发、生产和销售的高新技术企业；通过“自制件+外购定制件+外购标准件”模式形成了近2.3万种不同功能、材料、型号规格的密封件产品体系，并借由密封件散件组建7,000余种密封包以满足众多客户的不同需求。凭借产品种类的全面性和产品质量的稳定性，公司已成为该细分领域龙头；2021年全球前50强工程机械制造商中共10家中国企业，公司覆盖了三一重工、徐工集团、中联重科等其中的8家，形成长期的产品批量供应，并在上述客户的年密封件采购额中处于前列，系其密封件第一大供应商。2、公司以独立研发、生产密封材料为公司核心竞争力，较早的参与聚氨酯密封材料的研究，不仅促进公司自制密封件的拓展，还有助拉升毛利率。公司通过持续投入材料研发，公司逐步形成了基于MDI、TODI、PPDI聚氨酯材料体系的材料研发基础平台，推出TecThane系列聚氨酯密封材料，在国内聚氨酯密封材料领域建立差异化的竞争优势。公司根据密封材料特点形成了生产工艺技术、打造了自制液压主密封件的产品体系，推动密封产品性能不断升级；同时，密封材料的优势还有效提升产品经济及技术附加值；报告期内，公司自制密封产品销售毛利率总体均高出外购产品10个百分点以上，对公司盈利能力产生有利影响。未来随着公司自制产品比例的提升，经营业绩有望向好。

② **同行业上市公司对比：**公司主要从事工程机械领域液压气动密封件研发、生产和销售，国内目前尚未有与公司产品应用领域类似的上市公司。根据业务的相似性，选取汽车与石油化工密封件领域的密封科技、中密控股等为唯万密封的可比上市公司。根据上述可比公司来看，2021年度同业收入规模为47.64亿元，PE-TTM（算数平均）为32.01X，销售毛利率为39.94%；相较而言，公司的营收规模和毛利率皆处于同业的中下位区间。

◆ **风险提示：**已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风

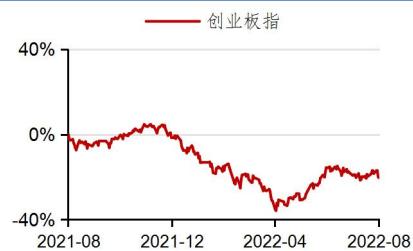
## 新股覆盖研究

### 股价

#### 交易数据

总市值（百万元）	
流通市值（百万元）	
总股本（百万股）	90.00
流通股本（百万股）	
12个月价格区间	/

#### 一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.81	-0.93	-8.58
绝对收益	-5.91	1.81	-28.27

#### 分析师

李蕙

SAC 执业证书编号: S0910519100001  
 lihui1@huajinsec.cn

#### 相关报告



险、内容数据截选可能存在解读偏差、具体上市公司风险在正文内容中展示等。

### 公司近3年收入和利润情况

会计年度	2019A	2020A	2021A
主营收入(百万元)	289.3	405.0	410.7
同比增长(%)	18.32	39.99	1.39
营业利润(百万元)	53.6	89.9	67.6
同比增长(%)	-0.18	67.79	-24.83
净利润(百万元)	47.2	76.9	59.6
同比增长(%)	4.81	62.90	-22.45
每股收益(元)		0.85	0.66

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 内容目录

一、唯万密封 .....	4
(一) 基本财务状况 .....	4
(二) 行业情况 .....	5
(三) 公司亮点 .....	7
(四) 募投项目投入 .....	7
(五) 同行业上市公司指标对比 .....	8
(六) 风险提示 .....	8

## 图表目录

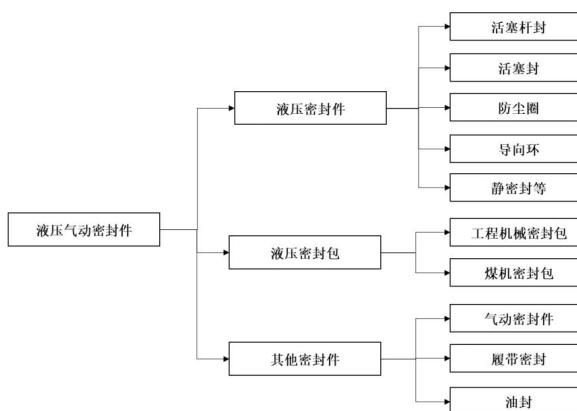
图 1: 公司主营产品分类情况 .....	4
图 2: 公司收入规模及增速变化 .....	5
图 3: 公司归母净利润及增速变化 .....	5
图 4: 公司销售毛利率及净利润率变化 .....	5
图 5: 公司 ROE 变化 .....	5
图 6: 2011 年至 2020 年全社会固定资产投资完成额 (亿元) .....	6
图 7: 我国液压气动行业工业总产值 (单位: 亿元) .....	6
表 1: 公司 IPO 募投项目概况 .....	8
表 2: 同行业上市公司指标对比 .....	8

## 一、唯万密封

公司专业从事液压气动密封产品研发、生产和销售；主要产品包括液压密封件、液压密封包等液压密封产品，以及气动密封件、油封、履带密封等其他密封产品，集中应用于挖掘机、起重机、装载机、破碎锤等工程机械液压油缸密封系统以及煤机的液压支架密封系统。

经过多年发展，公司目前已拥有包括密封材料研发、材料生产、产品设计、产品制造等全流程的液压气动密封件研发生产体系，具备独立研发、生产聚氨酯密封材料能力，并自主研发了 TecThane® 系列聚氨酯密封材料，部分技术打破了国外密封件产品在国内中高端应用市场的垄断。2017 年至 2021 年，公司连续获评为上海“专精特新”中小企业；同时，公司 P2002 耐水解聚氨酯密封材料、HPK 活塞密封件等项目已获得上海市高新技术成果转化项目认证，并获得上海市科技型中小企业技术创新资金等荣誉。

图 1：公司主营产品分类情况



资料来源：公司招股书，华金证券研究所

### (一) 基本财务状况

公司 2019–2021 年分别实现营业收入 2.89 亿元 / 4.05 亿元 / 4.11 亿元，YOY 依次为 18.32% / 39.99% / 1.39%，三年营业收入的年复合增速 18.87%；实现归母净利润 0.47 亿元 / 0.77 亿元 / 0.60 亿元，YOY 依次为 4.81% / 62.90% / -22.45%，三年归母净利润的年复合增速 9.81%。最新报告期，2022H1 公司实现营业收入 1.87 亿元，同比下降 22.05%；实现归母净利润 0.30 亿元，同比下降 10.06%。

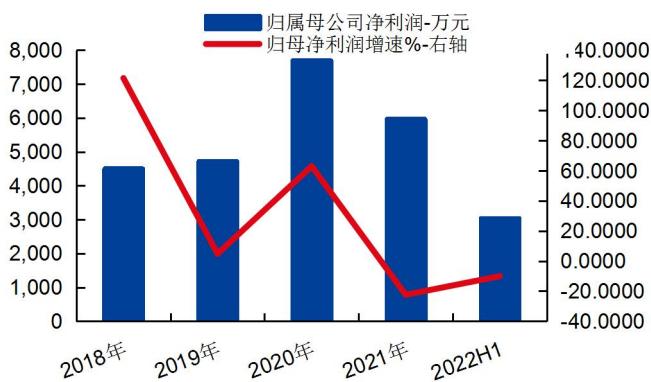
2021 年，公司主营业务收入按产品类型可分为四大板块，分别为液压密封件（1.75 亿元，42.91%）、液压密封包（1.49 亿元，36.45%）、其他密封件（0.70 亿元，17.23%）和非密封产品（0.14 亿元，3.41%）。报告期内，液压密封件和液压密封包是公司主营业务收入的主要来源，销售收入占比维持在 80% 左右。

图 2：公司收入规模及增速变化



资料来源：wind, 华金证券研究所

图 3：公司归母净利润及增速变化



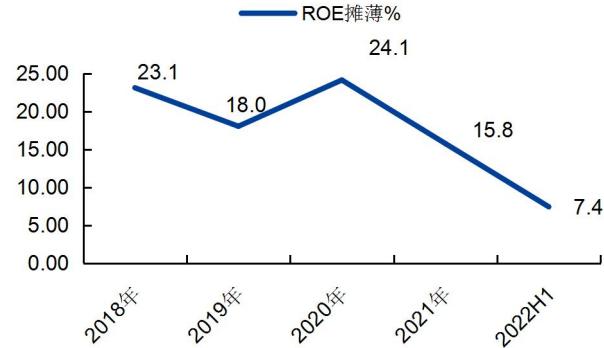
资料来源：wind, 华金证券研究所

图 4：公司销售毛利率及净利润率变化



资料来源：wind, 华金证券研究所

图 5：公司 ROE 变化



资料来源：wind, 华金证券研究所

## （二）行业情况

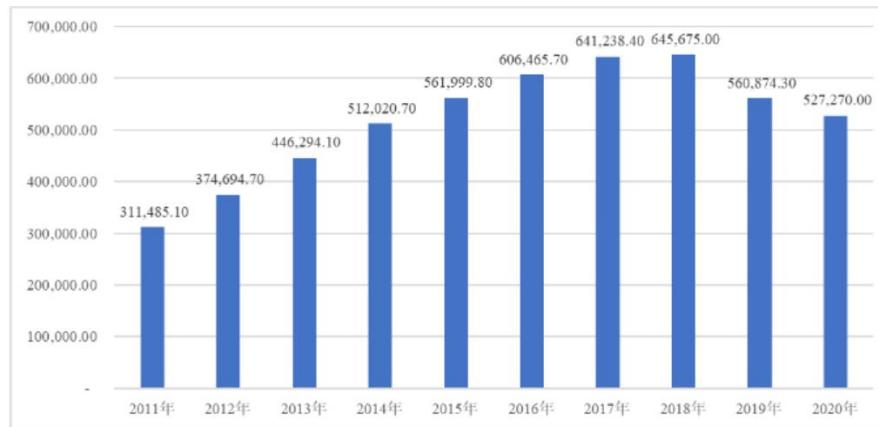
公司是一家主要从事液压气动密封件研发、生产和销售的企业，产品主要应用于挖掘机、起重机械、装载机、破碎锤等工程机械液压油缸密封系统以及煤机液压支架密封系统，隶属于液压气动密封件行业。

### 1、液压气动密封件行业

液压设备是以液压油液作为工作介质，通过改变对油液的压力压强来传递动力，从而起到放大输出的作用力的作用；气动设备是以气体为工作介质，进行动力或信号的传递与控制。液压气动密封件是应用于液压气动设备的密封件统称，是液压气动系统中的重要零部件，核心功能为确保在对介质的压缩过程中空间的密闭性，避免在运作过程中出现介质泄漏。

近年来，我国社会固定资产投资保持在较高水平。根据国家统计局资料显示，2011年至2020年间，我国全社会固定资产投资完成额由31.15万亿元增长至52.73万亿元，年复合增长率约6.02%。

图 6: 2011 年至 2020 年全社会固定资产投资完成额 (亿元)

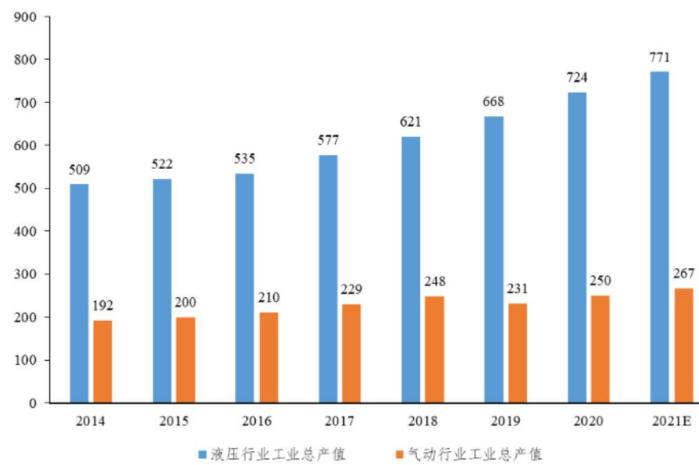


资料来源：国家统计局，华金证券研究所

2019年初，我国固定资产投资规模出现阶段性回落，自7月以来，固定资产投资进入新一轮增长周期，基建投资继续承担经济“稳增长”的重任。一大批以推进交通、能源等基建为主体的项目开工建设，2020年初，我国政府频繁提及发力基建投资，并辅以积极的财政政策和货币政策，提出适度提高财政赤字率，发行特别国债，增加地方政府专项债券规模，引导贷款市场利率下行，保持流动性合理充裕等，均对未来固定资产投资构成政策性利好。

在基建、铁路等维持较高的固定资产投资规模的产业政策之下，液压气动密封件下游工程机械、煤矿机械行业、化工能源等行业也将保持稳定增长，市场需求的稳定增长也将持续促进密封件行业的发展。根据中国液压气动密封行业协会数据，2020年，我国液压与气动行业规模以上企业分别实现工业总产值724亿元、250亿元，分别较上年增长8.40%、8.30%，预计2021年实现工业总产值分别为771亿元、267亿元，液压气动行业总体将保持稳定。

图 7: 我国液压气动行业工业总产值 (单位: 亿元)



资料来源：《2020 液压气动密封行业发展与改革报告》，华金证券研究所

液压气动密封件市场需求主要包括设备新增需求及存量设备售后更换需求。随着我国工业化进程的推进以及对基建的持续加大投入，液压气动设备市场规模的增长为密封件带来新增需求；取决于液压气动密封件产品所受的工作压力、介质、温度等因素，密封件产品通常拥有一定的寿

命周期，因此液压气动存量设备为密封件售后更换带来大量需求，新增需求及售后更换需求共同拉动密封件行业发展，液压气动密封件市场需求空间广阔。

### (三) 公司亮点

1、公司专注于工程机械液压密封件领域，通过“自制件+外购定制件+外购标准件”相结合的经营模式构建公司液压密封系统全品类的产品体系以满足众多客户的不同需求；目前已成为国内工程机械液压密封件领域龙头。公司是一家专业从事工程机械领域液压气动密封产品研发、生产和销售的高新技术企业。一方面，公司结合“本土化”密封应用技术优势，对客户特殊材料、结构、规格需求进行自主设计，并通过外购定制件完善公司液压密封件产品对客户需求的覆盖范围；同时，还根据客户需求选型，采用外购标准件模式完善公司产品体系。综上所述，公司通过“自制件+外购定制件+外购标准件”模式形成了近2.3万种不同功能、材料、型号规格的密封件产品体系，并借由密封件散件组建7,000余种密封包以满足众多客户的不同需求。凭借产品种类的全面性和产品质量的稳定性，公司已成为该细分领域龙头；2021年全球前50强工程机械制造商中共10家中国企业，公司覆盖了三一重工、徐工集团、中联重科等其中的8家，形成长期的产品批量供应，并在上述客户的年密封件采购额中处于前列，系其密封件第一大供应商。

2、公司以独立研发、生产密封材料为公司核心竞争力，较早的参与聚氨酯密封材料的研究，不仅促进公司自制密封件的拓展，还有助拉升毛利率。公司始终重视自主研发，是国内密封件生产厂商中较早开展聚氨酯材料研究工作的厂商；通过持续投入材料研发，公司逐步形成了基于MDI、TODI、PPDI聚氨酯材料体系的材料研发基础平台，推出TecThane系列聚氨酯密封材料，在国内聚氨酯密封材料领域建立差异化的竞争优势。公司根据密封材料特点形成了生产工艺技术、打造了自制液压主密封件的产品体系，推动密封产品性能不断升级；P2002耐水解聚氨酯密封材料、HPK活塞密封件等项目已获得上海市高新技术成果转化项目认证。同时，密封材料的优势还有效提升产品经济及技术附加值；报告期内，公司自制密封产品销售毛利率总体均高出外购产品10个百分点以上，对公司盈利能力产生有利影响。未来随着公司自制产品比例的提升，经营业绩有望向好。

### (四) 募投项目投入

公司本轮IPO募投资金拟投入3个项目及补充流动资金。

1、**新建年产8,000万件/套高性能密封件项目**：本项目拟计划优化公司现有产品结构，扩大公司生产规模。本项目建设完成后，可实现年新增高端密封件产品8,000万件，其中包括：新增应用于煤机行业密封件产品80万件/年，新增气动密封件产品87万件/年，新增应用于工程机械密封件产品7,703万件/年，新增应用于农业机械行业密封件产品130万件/年。项目投产后，预计新增年营业收入85,018.61万元，净利润13,511.07万元。

2、**智能化升级改造建设项目**：本项目拟在现有工艺技术和研发水平的基础上，规划募投项目中的产品种类和生产规模，项目建成后可形成年生产高性能密封件产品2,000万件的生产能力，

其中活塞杆封、导向环、活塞封、防尘圈、中央回转各 400 万/件套。预计投产后，将新增年营业收入 18,580.00 万元，利润总额 5,225.28 万元。

**3、密封技术研发中心建设项目：**本项目所建研发中心的功能定位为结合企业短、中、长期发展所需，承担公司研究开发、技术服务以及企业技术创新等职能。项目建成后，公司研发方向将围绕新材料、密封系统和新产品、新工艺、测试应用四个方向展开。

表 1：公司 IPO 募投项目概况

序号	项目名称	项目投资总额	拟使用募集资金金额 (万元)	项目建设期
		(万元)		
1	新建年产 8,000 万件/套高性能密封件项目	24,426.10	24,426.10	2 年
2	密封技术研发中心建设项目	8,499.62	8,499.62	2 年
3	智能化升级改造建设项目	9,246.60	9,246.60	2 年
4	补充流动资金项目	18,000.00	18,000.00	-
合计		<b>60,172.32</b>	<b>60,172.32</b>	-

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

## （五）同行业上市公司指标对比

2021 年度，公司实现营业收入 4.11 亿元，同比增长 1.39%；实现归属于母公司净利润 0.60 亿元，同比下降 22.45%。根据初步预测，公司预计 2022 年 1-9 月实现营业收入为 27,000 万元至 30,000 万元，变动幅度为 -16.39% 至 -7.10%；归属于母公司股东的净利润为 3,900 万元至 4,300 万元，变动幅度为 -14.86% 至 -6.12%；扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润为 3,800 万元至 4,200 万元，变动幅度为 -12.37% 至 -3.15%。

公司主要从事工程机械领域液压气动密封件研发、生产和销售，由于液压密封件进口程度较高，国内尚未有与公司产品应用领域类似的上市公司。根据业务的相似性，选取汽车与石油化工密封件领域的密封科技、中密控股、中鼎股份、盛帮股份等为唯万密封的可比上市公司。根据上述可比公司来看，2021 年度同业收入规模为 47.64 亿元，PE-TTM（算数平均）为 32.01X，销售毛利率为 39.94%；相较而言，公司的营收规模和毛利率皆处于同业的中下位区间。

表 2：同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-TTM	2021 年 收入(亿 元)	2021 年 收入增速	2021 年归 母净利润 (亿元)	2021 年净 利润增长 率	2021 年 销售毛利 率	2021 年 ROE 摊 薄
300470.SZ	中密控股	79.21	26.64	11.32	22.43%	2.87	36.27%	51.83%	12.74%
000887.SZ	中鼎股份	241.44	24.68	125.77	8.91%	9.65	95.96%	22.51%	10.42%
301233.SZ	盛帮股份	22.29	37.21	3.12	14.70%	0.65	-14.82%	40.56%	17.55%
601100.SH	恒立液压	654.12	26.82	93.09	18.51%	26.94	19.51%	44.01%	29.29%
301020.SZ	密封科技	30.38	44.70	4.89	0.13%	0.93	-8.23%	40.80%	11.14%
301161.SZ	唯万密封	/	/	4.11	1.39%	0.60	-22.45%	35.71%	15.76%

资料来源：Wind，华金证券研究所

## （六）风险提示

公司密封材料体系被替代的风险、核心技术人才流失的风险、下游市场及客户集中度较高的风险、原材料价格波动的风险、外购产品占比较高的风险、公司拓展业务不达预期的风险、因安全生产事故导致产品质量索赔的风险、进口替代进程不及预期的风险、毛利率持续下滑的风险等风险。

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)