

恒立液压 (601100.SH)

买入 (上调评级)

公司深度研究

证券研究报告

穿越周期，新下游、新产品助力新征程

公司简介

公司一直以来以液压为核心、栉风沐雨三十载，从单一液压油缸制造业务逐步发展成涵盖高压油缸、高压柱塞泵、液压多路阀、工业阀、液压系统、液压测试台及高精度液压铸件等产品研发和制造的大型综合性企业，已成为具备国际竞争力的综合性液压件龙头。

投资逻辑：

挖机之外，高机、农机市场接力放量，工业泵阀空间广阔。22年以来，公司高机、农机、新能源等市场放量明显、收入占比快速提升，将充分对冲挖机市场下行带来的负面冲击。高机领域，公司深度配套JLG、基尼、鼎力、徐工、中联等全球高机龙头制造商，油缸泵阀马达等全系列放量，我们预计2022-24年公司高机市场收入复合增速为30.0%。农机市场，公司已切入欧洲及国内农机高端市场，凭借突出的性价比优势，在农机泵、马达实现了批量配套；我们预计2022-24年公司农机市场收入为3亿、10亿、18亿，2024年农机市场收入占比提升至16%、成为公司第二大下游。

布局线性驱动器及滚珠丝杠等新业务，培育新的增长极。2023年1月6日，公司完成以56.4元/股增发3546万股、募集资金总额约为20亿元的非公开发行，投向线性驱动器、滚珠丝杠等项目。线性驱动器是是液压缸和气缸的技术升级产品，公司前沿布局液压行业替代升级技术，在高空作业平台、海事、工业和医疗等多应用领域开展相关技术研发和产品生产，并向客户交付成品并实现销售。滚珠丝杠技术壁垒较高，我国滚珠丝杠高端市场长期被外资垄断，公司凭借较强的精密加工技术去攻克滚珠丝杠产品，有望推动我国滚珠丝杠市场的国产化进程，形成新的增长极。

公司一直推行全球化战略，22年公司成功在墨西哥设立生产基地，目前已进入基础建设阶段、预计23年投产，改工厂设计产值约为17亿元。墨西哥工厂将受益于美加墨自由贸易区协定，产品进入美国市场时享有关税优惠待遇，能够大幅降低中美关税对公司产品价格的影响，增强公司产品在美国市场的竞争力，有利于公司更加有效地开拓北美市场。

盈利预测、估值和评级

预计公司2022-24年归母净利润为25、28.5、33.4亿元，对应PE分别为35/32/27倍。公司受挖机行业下行压力最大时期已过，考虑到公司下游高机、农机等行业接力挖机市场放量，以及广阔的液压件进口替代空间，此外新业务布局打开公司未来的成长空间，给予公司23年40倍PE，目标价约85元，上调公司评级至“买入”评级。

风险提示

下游景气度不及预期；海外市场风险；汇率风险。

机械组

分析师：满在朋 (执业S1130522030002)

manzaipeng@gjzq.com.cn

分析师：秦亚男 (执业S1130522030005)

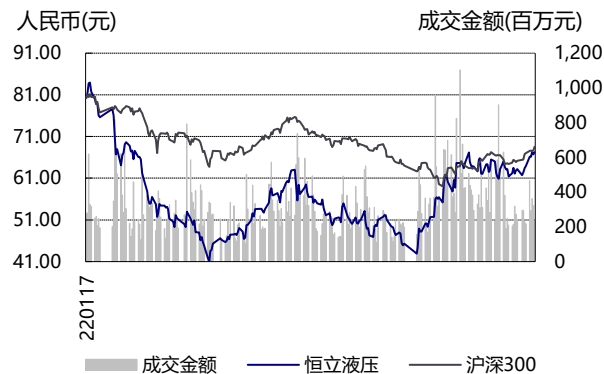
qinyanan@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：66.49元

目标价 (人民币)：85元

相关报告：

1. 《公司Q3业绩反转，多元化布局助力平滑周期-恒立液压三季度业绩...》，2022.10.25
2. 《业绩短期承压，多元化布局有望构建增长极-恒立液压中报点评》，2022.8.29
3. 《多元化产品共布局，构筑液压件龙头强韧性-首次覆盖：恒立液压深...》，2022.5.27



公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	7,855	9,309	8,224	9,533	10,829
营业收入增长率	45.09%	18.51%	-11.65%	15.91%	13.60%
归母净利润(百万元)	2,254	2,694	2,505	2,846	3,337
归母净利润增长率	73.88%	19.51%	-7.00%	13.61%	17.26%
摊薄每股收益(元)	1.727	2.063	1.919	2.122	2.489
每股经营性现金流净额	1.52	2.14	2.55	2.30	2.65
ROE(归属母公司)(摊薄)	30.82%	29.29%	23.30%	19.48%	19.67%
P/E	65.45	39.64	35.03	31.68	27.01
P/B	20.17	11.61	8.16	6.17	5.31

来源：公司年报、国金证券研究所

内容目录

1. 核心观点	5
2. 依托挖掘机赛道，已跻身国产液压件龙头	6
2.1. 深耕行业三十载，已成为国内综合性液压件龙头	6
2.2. 凭借挖掘机赛道，实现自身华丽蜕变	6
3. 液压行业：全球市场波动增长，龙头集中度高	8
3.1. 全球液压市场波动增长，工程机械、农机应用居前	8
3.2. 我国液压件市场稳步增长，对外依存度仍高	9
3.3. 液压件壁垒高，国家推动液压件自主化发展	10
4. 穿越周期，多元化+国际化持续推进	12
4.1. 公司下游多元化，挖机单一行业占比下降	12
4.2. 稳经济政策连续加码，预计 2023 年挖机市场销量个位数下滑	12
4.3. 高机、农机市场接力放量，工业泵阀空间广阔	14
4.4. 推进国际化战略、激发海外市场成长潜力	17
5. 布局线性驱动器新产品、培育新的增长极	18
5.1. 拓展线性驱动器业务，紧随技术创新升级趋势	18
5.2. 攻关滚珠丝杠，推动滚珠丝杠国产化进程	20
6. 盈利预测与投资建议	22
6.1. 盈利预测	22
6.2. 投资建议	23
7. 风险提示	24

图表目录

图表 1： 液压系统构成示意图	6
图表 2： 公司产品：几乎覆盖所有液压元件	6
图表 3： 公司液压核心元件产品的发展历程	6
图表 4： 公司营业收入、营收同比增速及挖机行业销量情况	7
图表 5： 公司挖机油缸市占率持续提升	8
图表 6： 2021 年公司小挖泵阀市占率提升至 50%以上	8
图表 7： 2021 年全球液压行业规模约 304 亿欧元	8
图表 8： 2020 年中、美、德液压产品销售额位居前三	8
图表 9： 2019 年中国液压件下游应用市场分布	9
图表 10： 2019 年美国液压件下游应用市场分布	9

图表 11: 全球液压行业主要企业销售情况	9
图表 12: 我国液压行业销售规模稳定增长	10
图表 13: 我国高端液压件进口金额较高	10
图表 14: 2019 年国内油缸、泵阀产值比重超 60%	10
图表 15: 我国主要液压件进口来源地	10
图表 16: 高端液压领域面临五大壁垒	10
图表 17: 液压件是“中国制造 2025”核心基础件	11
图表 18: 除了挖机下游之外, 公司产品覆盖众多下游行业	12
图表 19: 公司油缸板块挖机油缸收入占比下降	12
图表 20: 公司泵阀板块挖泵阀收入占比下降	12
图表 21: 挖机月度出口销量及同比	13
图表 22: 挖机销量出口占比	13
图表 23: 基建、制造业固定资产投资规模继续扩大	13
图表 24: 我国新开工项目投资持续增长	13
图表 25: 预计 2023 年挖掘机销量个位数下滑 (单位: 台)	13
图表 26: 我国国内市场、出口市场挖机行业销量及增速 (单位: 台)	13
图表 27: 2020 年美国/欧洲/中国高空作业平台保有量/人均保有量	14
图表 28: 我国高空作业平台销量快速增长	14
图表 29: 全球高空作业平台主要制造商	14
图表 30: 高空作业平台用液压件价值量	15
图表 31: 我们估计, 2021 年全球高空作业平台市场液压件需求规模约 130 亿元	15
图表 32: 公司高空作业平台市场主要客户情况	15
图表 33: 全球农业机械市场规模呈稳健态势	16
图表 34: 2018 年全球各主要地区农机产值占比	16
图表 35: 2019 年全球产值最大的农机品类是拖拉机和联合收获机	16
图表 36: 2021 年全球大型农机企业营业额 (亿元)	16
图表 37: 2021 年全球农机市场液压件需求规模约 109.7 美元	16
图表 38: 我国工业液压件市场空间广阔	17
图表 39: 公司出口收入持续增长	17
图表 40: 公司墨西哥工厂产能规划	17
图表 41: 2021 年非公开发行股票募集资金项目	18
图表 42: 电动缸组成部分	18
图表 43: 动缸、液压缸和气缸性能对比	19
图表 44: 2014-2022 年我国电动缸均价走势	19
图表 45: 2014-2022 年我国电动缸市场规模走势	19

图表 46: 电动缸下游应用领域.....	20
图表 47: 滚珠丝杠结构.....	20
图表 48: 2019-2026 年全球滚珠丝杠市场规模	21
图表 49: 2019-2026 年亚太地区滚珠丝杠市场规模	21
图表 50: 全球滚珠丝杠主要生产企业经营情况.....	21
图表 51: 公司具备先进的精密加工制造能力.....	22
图表 52: 盈利预测.....	23
图表 53: 可比公司估值比较.....	23

1. 核心观点

依托两轮挖机景气周期，公司实现了显著超越行业增速的增长；从油缸到泵阀马达、迈向系统集成一体化，已成长为具备国际竞争力的综合性液压件龙头。2009年-2011年，基建、房地产投资的扩张叠加宽松的信贷政策，国内工程机械处于发展繁荣期，公司抓住机遇，挖机油缸业务实现国产替代、市占率持续提升，期间收入年均复合增速为56%。2011年-2015年，国内基建大幅减速，工程机械进入下行阶段。2011年起，公司开拓特种油缸收入稳步提升，有力地弥补了挖掘机油缸销量减少对公司收入造成的损失，期间收入年均复合增速为-1%。2016年-2021年，受益于更新需求、排放升级、机器人，挖掘机行业开始复苏。并且2016年起，继油缸之后，公司泵阀业务开始放量，油缸和泵阀业务共振，公司营收规模更上一层楼，期间收入年均复合增速达43%。公司凭借两轮挖机行业景气周期，公司实现了显著超越行业增速的增长，挖机油缸市占率50%以上，挖机小挖泵阀市占率30%以上，市场竞争地位稳固，综合竞争实力得到显著提升。

挖机之外，高机、农机市场接力放量，工业泵阀空间广阔。市场担心在挖掘机市场下行后，公司的成长空间不足。而我们认为，挖掘机只是液压件众多应用场景中的一个，液压件的下游需求遍布行走机械、工业机械、工厂自动化、新能源、航天军工等众多领域。2022年以来，公司下游挖机行业收入占比持续下降，2022年前三季度公司挖机行业收入占比下降至50%以下。除挖机之外，高机、农机、新能源等市场放量明显，收入占比快速提升。高机市场，公司配套JLG、基尼、Skyjack、Snorkel、浙江鼎力、徐工机械等全球龙头制造商，行走马达和闭式泵高速增长，同时实现了主控阀的批量交付公司将为公司长期发展奠定更深的基礎；我们预计2022-24年公司高机市场收入复合增速为30.0%，2022-24年高机市场收入占比分别为12%、14%、15%。农机市场，公司经过几年的积累，于2022年欧洲和在国内农机高端市场实现突破，批量供应农机泵和马达产品。我们预计2022-24年公司农机市场收入为3亿、10亿、18亿，2024年农机市场收入占比提升至16%、成为公司第二大下游。中长期看，工业泵阀市场，公司成功研制了摆线马达和制动器产品，平衡阀系列产品，超百种电磁类插装阀产品，以及多行业使用阀组等产品，为工业泵阀持续增产打下坚实的产品基础。

投建墨西哥工厂，提升公司产品的全球供应能力、强化公司海外市场扩展能力。公司一直推行国际化战略，积累了全球范围内大量优质客户，包括卡特彼勒、日本神钢、日立建机、久保田建机等世界500强企业和全球知名主机厂商。2022年，公司成功在墨西哥设立生产基地，目前已进入基础建设阶段、预计2023年投产。墨西哥工厂设计产值17亿元，其中工程机械油缸、非标油缸、泵和马达的设计产值分别为6.4亿元、6.5亿元、4.2亿元。墨西哥工厂将受益于美加墨自由贸易区协定，公司产品进入美国市场时享有关税优惠待遇，能够大幅降低中美关税对公司产品价格的影响，有利于公司更加有效地开拓北美市场。

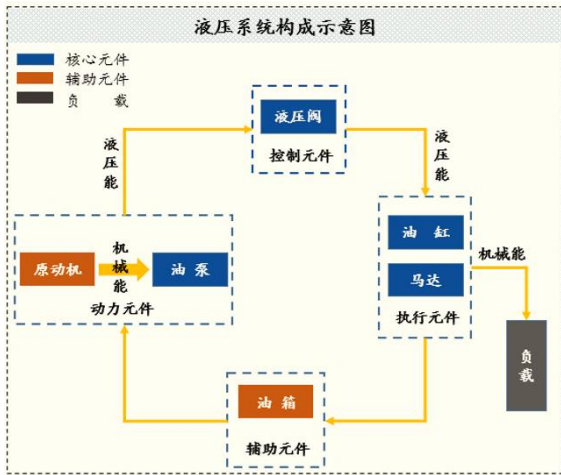
布局线性驱动器及滚珠丝杠等新业务，培育新的增长极。电动缸是液压缸和气缸的技术升级产品，公司前沿布局液压行业替代升级技术，在高空作业平台、海事、工业和医疗等多应用领域开展相关技术研发和产品生产，并向客户交付成品并实现销售。滚珠丝杠是电缸核心部件之一，也是最常用的机械传动元件之一，被广泛用于数控机床、精密机床、工业机械、电子机械和航空航天业等领域的工业设备和精密仪器。根据ValueMarketResearch数据，2019年全球滚珠丝杠市场规模为195.48亿美元，预计2026年将达到296.61亿美元，期间年均复合增长率约为6.14%。然而，滚珠丝杠技术壁垒极高，全球市场主要被德国的博世力士乐和舍弗勒、我国台湾的上银科技、日本的黑田精工和NSK等公司，日本和欧洲的滚珠丝杠企业占据，国内目前尚未形成国际影响力的品牌。公司凭借较强的精密加工技术去攻克滚珠丝杠产品，有望推动我国滚珠丝杠市场的国产化进程，形成新的增长极。

2. 依托挖掘机赛道，已跻身国产液压件龙头

2.1. 深耕行业三十载，已成为国内综合性液压件龙头

液压行业龙头，产品系列已逐渐完备。公司深耕液压行业，栉风沐雨三十载，从单一液压油缸制造业务逐步发展成涵盖高压油缸、高压柱塞泵、液压多路阀、工业阀、液压系统、液压测试台及高精度液压铸件等产品研发和制造的大型综合性企业，致力成为具有国际影响力高端液压成套设备的提供商以及液压技术方案的提供商。

图表1：液压系统构成示意图



图表2：公司产品：几乎覆盖所有液压元件

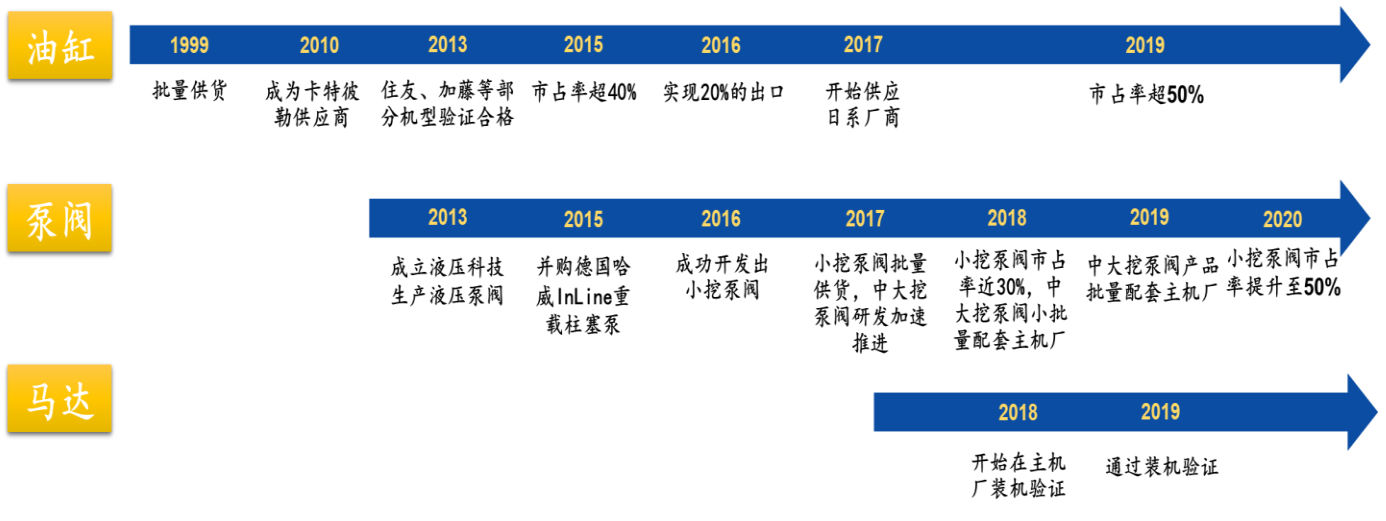


来源：国金证券研究所

来源：公司官网，国金证券研究所

从油缸到泵阀，再到马达，一步一个脚印实现国产替代。公司从油缸起步，2009年以来，公司挖机油缸市占率持续提升（从10%左右提升至50%以上），配套主流挖机企业如三一、卡特、徐工、柳工等。公司在油缸领域实现大步跨越后，泵阀新产品于2017年开始批量配套国内龙头主机厂，市占率提升迅速，目前已实现外资品牌的批量供应。2018年开始，公司突破马达产品，在挖机马达和通用马达市场迅速放量。

图表3：公司液压核心元件产品的发展历程



来源：公司官网，国金证券研究所

2.2. 凭借挖掘机赛道，实现自身华丽蜕变

2022年以前，公司凭借两轮挖机行业景气周期，实现挖掘机领域液压件进口替代，成长为具备全球竞争力的国际液压件龙头。2022年以后，公司有望凭借非挖市场成长为具备长期稳健增长能力的综合型百年老店。

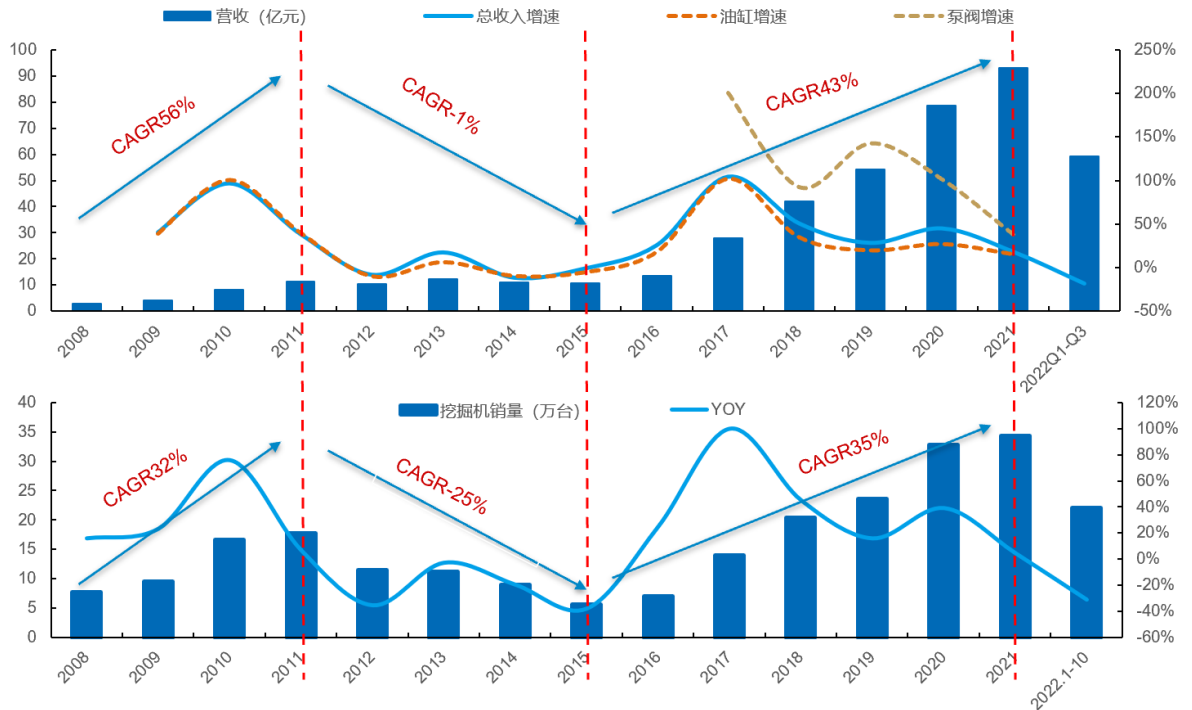
2009年-2011年，基建、房地产投资的扩张叠加宽松的信贷政策，国内工程机械处于发展繁荣期，公司抓住机遇，挖机油缸业务实现国产替代，公司收入年均复合增速为56%。

2011年-2015年，国内基建大幅减速，工程机械进入下行阶段。与此同时，2011年起，公司特种油缸收入稳步提升，有力地弥补了挖掘机油缸销量减少对公司收入造成的损失，公司收入年均复合增速为-1%。

2016年-2021年，受益于更新需求、排放升级、机器人，挖掘机行业开始复苏。2016年起，继油缸之后，公司泵阀业务开始放量，油缸和泵阀业务共振，公司营收规模更上一层楼，期间收入年均复合增速达43%。

2022年至今，工程机械进入下行阶段，公司前三季度业绩承压。与此同时，公司逐渐拓展挖机以外的新赛道，有望穿越周期，实现逆势增长。

图表4：公司营业收入、营收同比增速及挖机行业销量情况

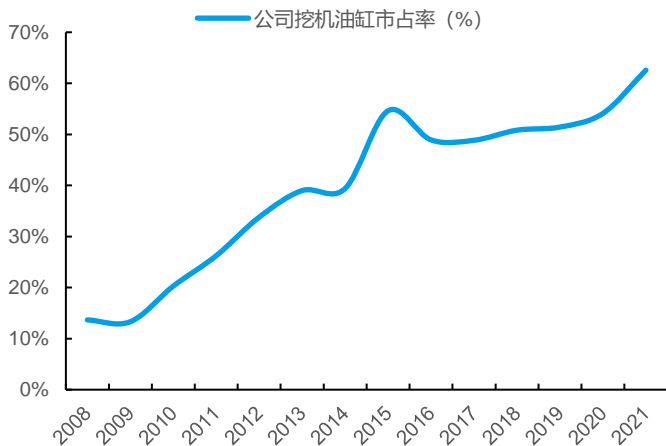


来源：中国工程机械工业协会，Wind，国金证券研究所

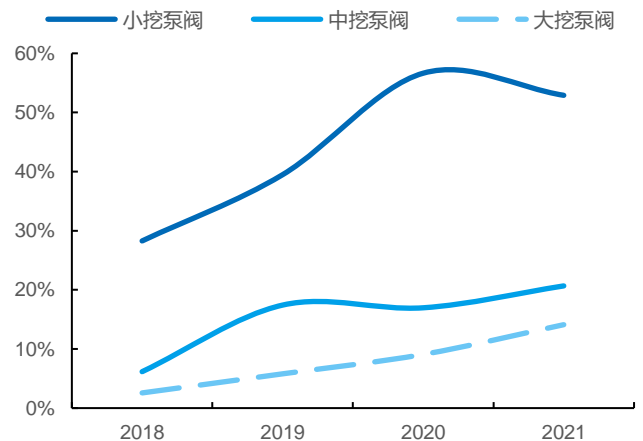
公司挖机油缸绑定下游各大龙头主机厂，竞争地位稳固。公司挖机油缸业务在主流主机厂三一重工、徐工机械、柳工、临工等企业的份额长期占据主要地位，行业地位稳固；此外在国际龙头卡特的全球供应份额也超过50%。根据公司年报，21年公司挖机油缸销售85.81万只，则对应挖机油缸市占率达到63%左右。

公司泵阀业务复制油缸成功路径，市占率快速提升。公司挖机泵阀已供应三一、徐工、柳工等主机厂。公司子公司液压科技近年持续提升小挖、中挖、大挖泵阀的市场份额。根据公司年报，我们粗略估计，2021年公司小挖泵市占率已提升至50%左右，中挖泵市占率在20%左右，大挖泵市占率约14%左右。

图表5：公司挖机油缸市占率持续提升



图表6：2021年公司小挖泵阀市占率提升至50%以上



来源：中国工程机械工业协会，Wind，国金证券研究所

来源：中国工程机械工业协会，Wind，国金证券研究所

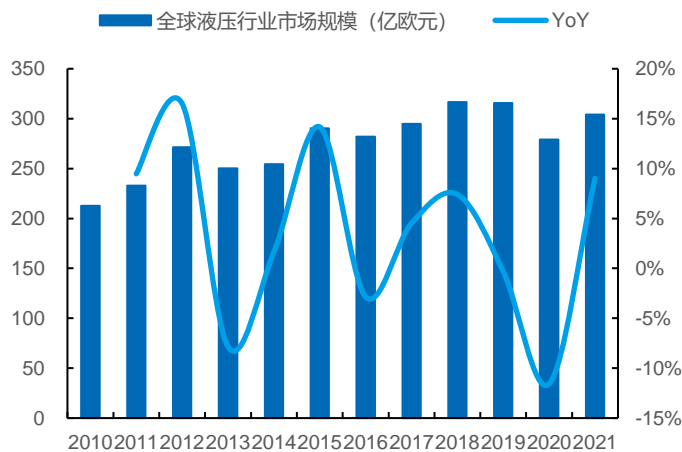
3. 液压行业：全球市场波动增长，龙头集中度高

3.1. 全球液压市场波动增长，工程机械、农机应用居前

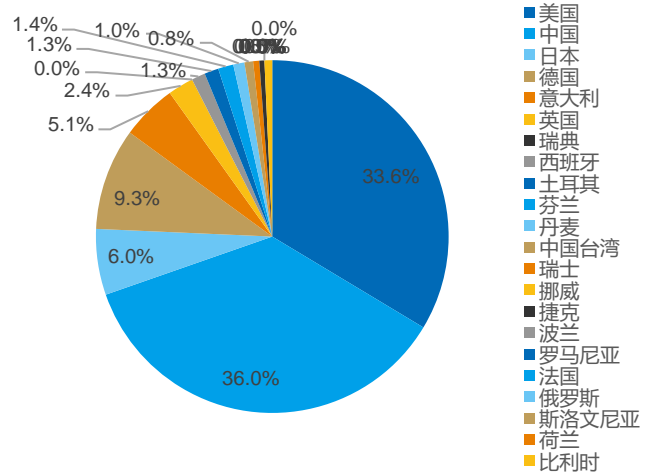
全球液压行业市场规模波动增长。液压工业经过近百年发展已经较为成熟，在 20 世纪 90 年代左右，全球液压工业开始由持续性增长转为波动性增长。根据国际流体动力统计委员会，受新冠疫情影响，2021 年液压件全球销售规模约 304 亿欧元。

中国已跃升为全球液压行业第一大市场。中国液压产品需求增长最快，市场地位显著提升，2020 年，中国、美国、德国液压产品销售额位居前三，分别为 36%、34%、9%。

图表7：2021 年全球液压行业规模约 304 亿欧元



图表8：2020 年中、美、德液压产品销售额位居前三

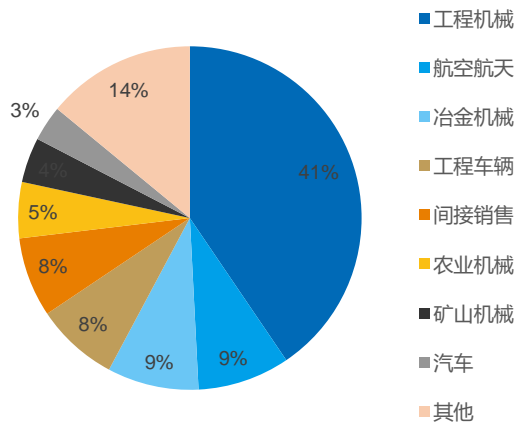


来源：国际流体动力统计委员会，国金证券研究所

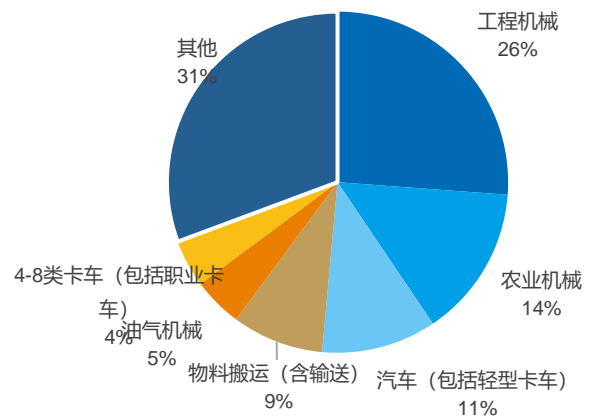
来源：国际流体动力统计委员会，国金证券研究所

行走机械为液压产品主要应用领域，工业机械、农业机械占据重要地位。液压产品广泛应用于国民经济的各个领域，通常可分为行走机械和其他工业应用两大块。行走机械包含工程机械、农业机械、车辆等，其他工业应用包括航空航天、机床等。以中国为例：2019 年其液压产品在工程机械应用占比达到 41%。以美国为例：2019 年美国液压产品应用在工程机械、农业机械的占比分别为 26%、14%；美国农业也很发达，农业机械占比较高。

图表9：2019年中国液压件下游应用市场分布



图表10：2019年美国液压件下游应用市场分布



来源：中国液压气动密封件工业协会，国金证券研究所

来源：美国流体动力协会 NFPA，国金证券研究所

德、美、日液压产业全球领先，孕育行业巨头百年老店。德、美、日作为传统的制造业强国，强大的制造业底蕴+庞大的本土市场需求+企业强大的技术研发实力成就了一批液压行业的百年老店。全球液压元件行业公认的百年老店包括：博世力士乐（Rexroth）、派克汉尼汾（ParkerHannifin）、伊顿（Eaton）、川崎重工等。国际巨头全球市占率近80%，相比之下，2021年国内龙头恒立液压产品收入约为93亿人民币，艾迪精密液压件收入约为15亿元人民币，合计市占率5%左右，未来成长提升空间巨大。

图表11：全球液压行业主要企业销售情况

公司名称	国家	进入时间	主要液压产品	2021财年液压相关收入（亿元）	2021财年液压营收利润率（%）	2021年全球市场份额
博世力士乐	德国	1952	液压泵阀、马达、油缸、系统、动力站、减速机	473.8	-	20.4%
派克汉尼汾	美国	1957	液压泵阀、油缸、马达、密封件、过滤器等	204.1	16.5%	8.8%
伊顿公司	美国	1946	液压泵阀、油缸、马达、动力站、转向器、过滤器等	83.9	11.2%	3.6%
川崎重工	日本	1916	液压泵阀、电动机、执行机构等	138.9	5.6%	6.0%
KYB	日本	1927	液压油缸、泵阀、马达、油缸等	80.9	4.4%	3.5%
纳博特斯克	日本	1949年	行走马达	35.6	14.8%	1.5%
恒立液压	中国	1992	液压油缸、泵阀、马达	93.0	27.5%	4.0%
艾迪精密	中国	2003	液压泵、马达	15.2	17.5%	0.7%

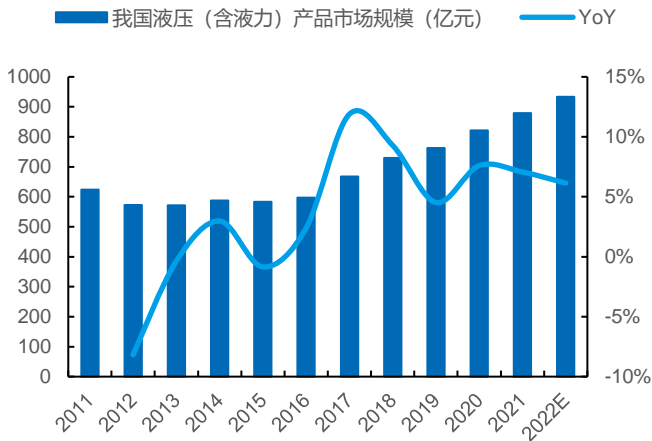
来源：Wind，公司年报，国金证券研究所（汇率为各公司报告期内平均汇率）

注：博世力士乐数据为全部业务收入；派克汉尼汾为运动控制系统业务；川崎重工数据为液压件和机器人总收入

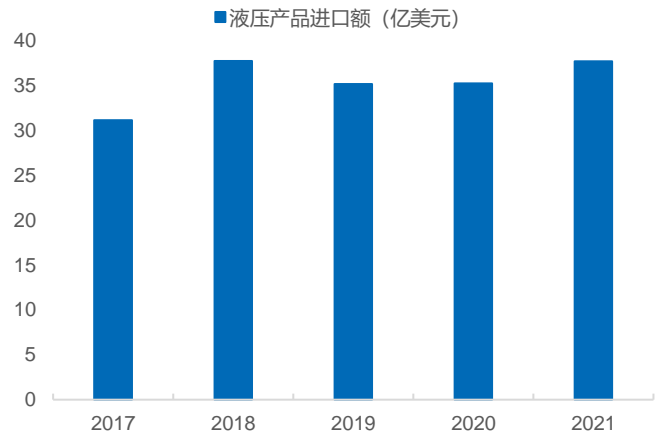
3.2. 我国液压件市场稳步增长，对外依存度仍高

高端液压件进口额居高不下，长期依赖外资品牌。2016年之后，受益于国内工程机械市场的繁荣，液压行业销售整体保持稳步提升态势；预计2022年国内液压市场规模稳步提升至933亿左右，我国每年进口液压件占总需求的25%以上，我们估计，2021年，力士乐和川崎在华销售额分别约为100亿元、38亿元人民币。如果考虑到外资在中国设厂、以及外资品牌定位中高端，我国液压件对外依存度更高。根据工程机械挖掘机分会对挖掘机核心液压件市场的分析，我国高端液压产品有70%以上依赖进口。

图表12: 我国液压行业销售规模稳定增长



图表13: 我国高端液压件进口金额较高

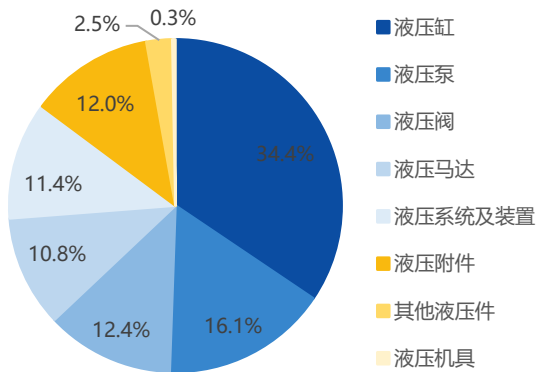


来源: 中国液压气动密封件工业协会, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

泵、阀、油缸、马达为液压系统的核心元件, 产品技术难度大、价值量占比高。在液压系统的5个部分中, 泵、阀、油缸、马达的技术难度大、产品附加值高、价值占比高, 是液压系统的核心元件。国内液压市场中以油缸、泵、阀为代表的关键零部件比重较高, 2019年合计占比达62.9%, 油缸、泵、阀占比分别为34.4%、16.1%、12.4%。我国液压动力机械制造行业各项产品的进口来源国家或地区有德国、日本、美国、印度、挪威等, 总体看来, 各项产品从日本进口的金额占比较大。

图表14: 2019年国内油缸、泵阀产值比重超60%



图表15: 我国主要液压件进口来源地

液压产品	进口主要来源地	进口金额占比
液压油缸	德国、日本	34%
液压马达	日本、德国	58%
液压回转式叶片泵	日本、挪威	87%
液压回转式齿轮泵	美国、印度	36%
油压传动阀	日本、美国	56%

来源: 中国液压气动密封件工业协会, 国金证券研究所

来源: 海关总署, 国金证券研究所

3.3. 液压件壁垒高, 国家推动液压件自主化发展

液压技术衡量国家工业化水平, 具备较高行业壁垒。液压产品具有加工精度高, 工艺复杂等特点, 属于高技术附加值的关键基础件, 主要为各类装置提供动力、实现控制等功能, 进入高端液压件领域面临着五大壁垒, 包括产品制造设计壁垒、品牌壁垒、产品开发壁垒、资金壁垒和人才壁垒, 并且需要大规模的产业分工合作, 包括基础理论研究、机械制造、材料、密封、铸造、油品等, 因此, 液压技术已成为衡量一个国家工业化水平的重要标志之一。

图表16: 高端液压领域面临五大壁垒

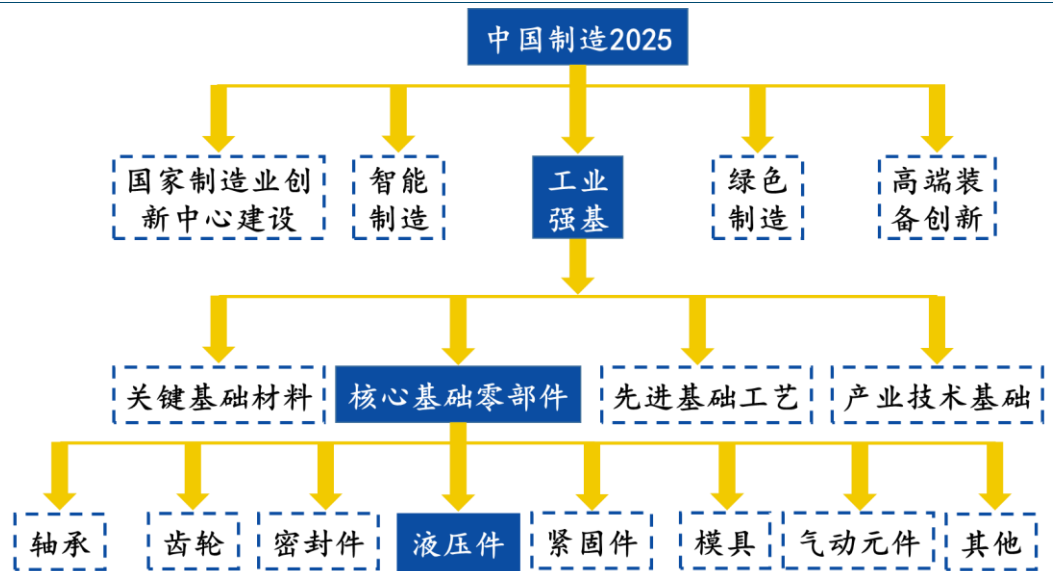
序号	壁垒	具体内容	对企业要求
1	产品设计和制造壁垒	涉及新材料、新工艺和新结构的研发, 研发周期长, 生产工艺复杂	考验企业管理能力
2	品牌壁垒	液压件质量直接影响主机产品品质、性能及运行稳定 对供应商考察周期长且不轻	

		性，客户选择较慎重	易更换
3	产品开发时间和投入壁垒	液压产品进入市场前需要长时间的实验和市场验证	需要投入较大的制造和检测专用设备
4	资金壁垒	需要大规模的固定资产投入，达产时间较长	考验企业流动资金充足性
5	人才壁垒	液压行业属于技术密集型行业	具备实践经验丰富的研发及技术人员

来源：国金证券研究所

液压件是“中国制造 2025”核心基础件，国家推动液压件自主化发展。液压件属于工业强基工程中的核心基础零部件。”中国制造 2025“明确提出，到 2020 年，40%的核心基础零部件、关键基础材料实现自主保障，受制于人的局面逐步缓解。到 2025 年，70%的核心基础零部件、关键基础材料实现自主保障，80 种标志性先进工艺得到推广应用，部分达到国际领先水平，建成较为完善的产业技术基础服务体系，逐步形成整机牵引和基础支撑协调互动的产业创新发展格局。

图表17：液压件是“中国制造 2025”核心基础件



来源：国金证券研究所

4. 穿越周期，多元化+国际化持续推进

4.1. 公司下游多元化，挖机单一行业占比下降

公司立足于工程机械行业和国内市场的优势地位，积极实行多元化战略，下游品类繁多，客户资源丰富。公司涉及下游行业广泛，从工程机械到高空作业平台，涉及盾构、海工海事等。2022年，公司农机领域实现了突破，采棉机、水稻机、小麦机，拖拉机等都实现了批量装机；另外公司泵阀产品还在海工、盾构、压铸以及新能源领域都实现了一定程度的装机，为未来工业液压件放量打下坚实的基础。

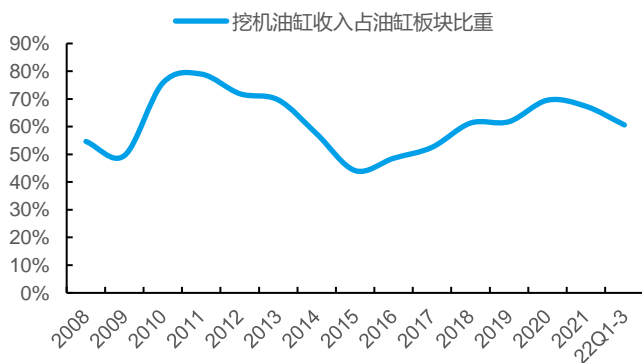
图表18：除了挖机下游之外，公司产品覆盖众多下游行业

产品下游	挖掘机	高空作业平台	农机	起重机	混凝土机械	盾构机	海工海事	新能源风电	注塑机	叉车	港机
油缸	三一、卡特、Manitowoc、Snorkel、徐工、柳工、JLG、特雷克斯、鼎力、临工			马尼托瓦克、三一		中国中铁、铁建重工、中交天和	麦基嘉、TTS	维塔斯、歌美飒	伊之密、安德里茨		
液压泵	三一、徐工、鼎力、星邦、特雷克斯、柳工、临工、斯、JLG、Snorkel、徐卡特		欧洲客户、英虎、沃德	三一	三一、中联						三一重机
液压阀	三一、徐工、临工、徐工、JLG、特柳工、卡特			三一	三一				海天、力杭叉、合力		
液压马达	三一	鼎力、特雷克斯、JLG、Snorkel、星邦、徐工、临工、	欧洲客户、英虎、沃德	三一							

来源：公司公告，国金证券研究所

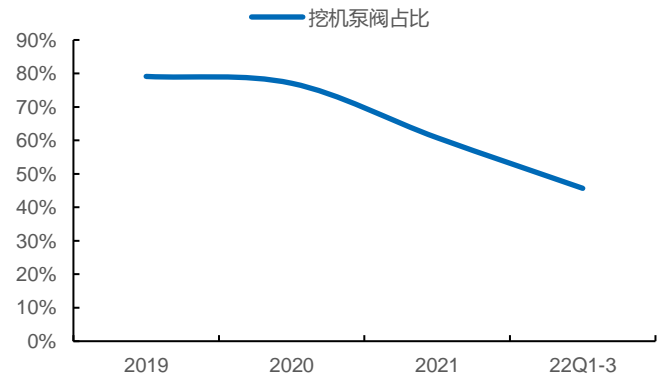
挖机之外，公司积极布局非挖产品并取得了一定的业绩。2022年前三季度，公司挖机行业收入占比下降至50%以下，其中，挖机油缸收入占油缸板块比重下降至61%，挖机泵阀收入占液压泵阀业务比重下降至45.7%。高空作业平台领域增量明显，行走马达和闭式泵高速增长，同时实现了主控阀的批量交付；农机领域泵阀产品实现了突破，采棉机、水稻机、小麦机，拖拉机等都实现了批量装机；另外公司泵阀产品还在海工、盾构、压铸以及新能源领域都实现了一定程度的装机，为未来工业液压放量打下坚实的基础。

图表19：公司油缸板块挖机油缸收入占比下降



来源：wind，国金证券研究所

图表20：公司泵阀板块挖泵阀收入占比下降

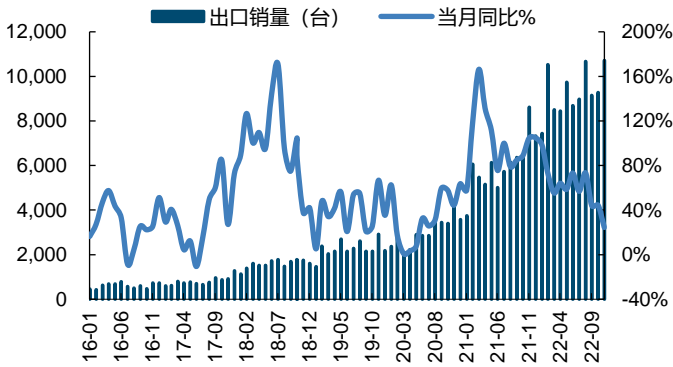


来源：wind，国金证券研究所

4.2. 稳增长政策连续加码，预计2023年挖机市场销量个位数下滑

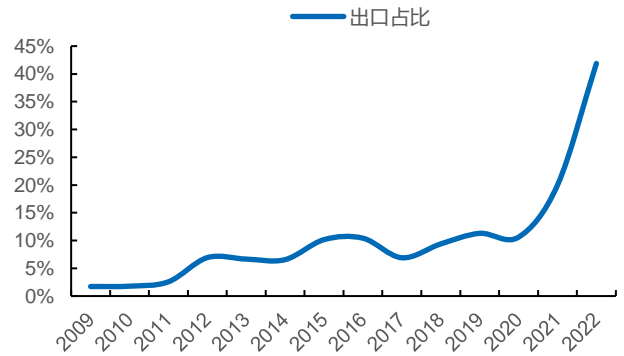
挖机出口一直保持较高增长，表现亮眼，主要系海外市场需求旺盛，同时国外供给不足，国内企业出口加大。驱动因素方面，近年国产品牌的技术、质量不断提升，价格也相对欧美品牌更具优势，海外竞争力不断提升，加之国产品牌已经进入东南亚、非洲拉美等人均挖机保有量低的地区，未来中国挖机出口潜力巨大。

图表21: 挖机月度出口销量及同比



来源: 中国工程机械工业协会, 国金证券研究所

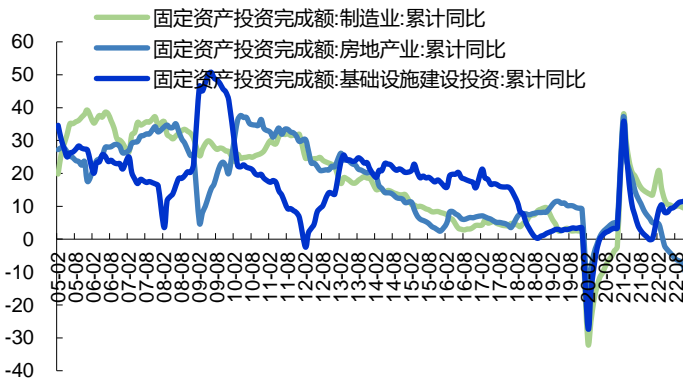
图表22: 挖机销量出口占比



来源: 中国工程机械工业协会, 国金证券研究所

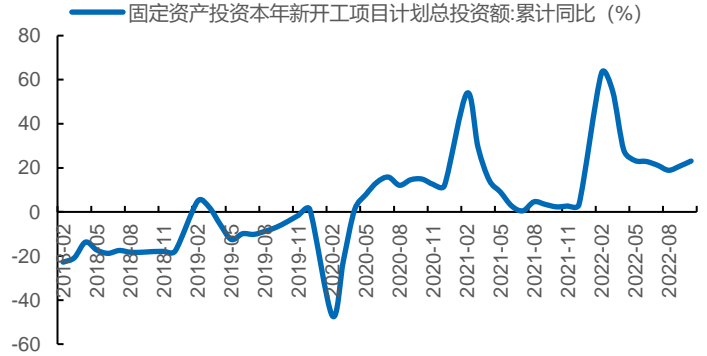
稳经济政策连续加码, 关注内需释放潜力。回顾历史, 由于房地产和基建构成主要的上游投资额, 在房地产投资下行的背景下, 基建往往充当典型的对冲托底手段, 典型时期包括: 2008年-2009年, 2012年-2013年和2018年前后。相较历史基建托底到销售回暖, 滞后6-8个月左右。2022年1-2月基建投资出现拐点, Q3以后挖机需求出现明显环比改善。近日, 《扩大内需战略规划纲要(2022-2035年)》发布, 体现了国家对内需不足的重视。

图表23: 基建、制造业固定资产投资规模继续扩大



来源: Wind, 国金证券研究所

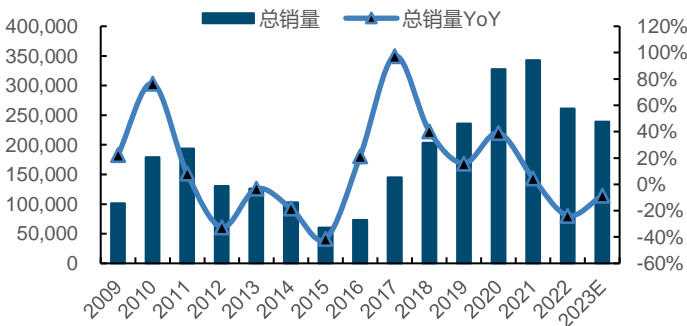
图表24: 我国新开工项目投资持续增长



来源: Wind, 国金证券研究所

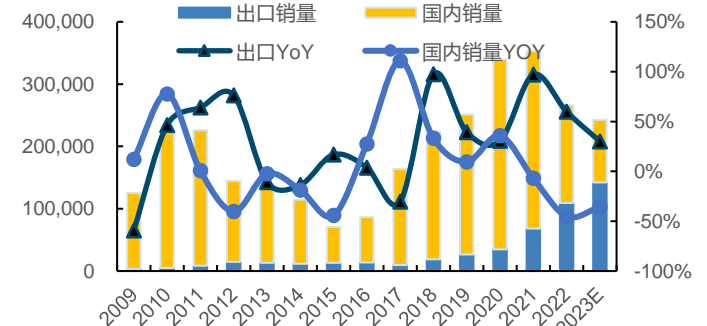
预计2023年挖机行业销量个位数下滑。展望2023年, 国内市场在基建稳增长的托底下, 需求韧性持续, 下行幅度有所收窄。出口市场, 虽然绝对增速有所下行, 但国产主机厂在出口市场上竞争实力仍然较强, 预计仍然有望保持较高韧性、预计增长30%, 综合下来, 预计2023年挖机行业销量下滑约8.6%左右。

图表25: 预计2023年挖掘机销量个位数下滑(单位: 台)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表26: 我国国内市场、出口市场挖机行业销量及增速(单位: 台)



来源: Wind, 国金证券研究所

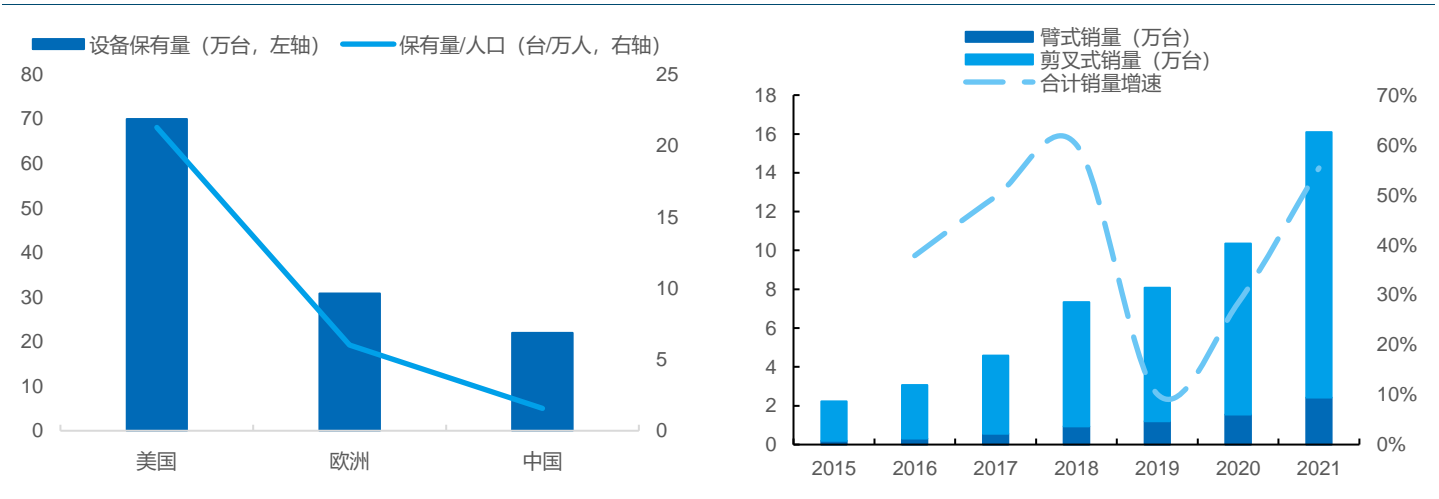
4.3. 高机、农机市场接力放量，工业泵阀空间广阔

4.3.1. 高机市场：深度绑定全球高机龙头客户，泵阀马达油缸全系列放量

欧美是高空作业平台最主要市场，中国市场快速渗透。高空作业平台属于高空作业机械，主要分为臂式和剪叉两种。目前，欧美地区是全球高空作业平台最主要的生产基地和最大的消费区域，市场普及率和渗透率高，在租赁市场设备保有量稳定且存量较大。2020年，美国高空作业平台保有量为73万台，是我国的3倍左右。中国高空作业平台市场仍处于成长期，低成本、高效率、安全作业保障促使高空作业平台在国内市场快速发展。据中国工程机械工业协会数据显示，2021年，我国高空作业平台销量达16.01万台，同比增长54.60%。

图表27：2020年美国/欧洲/中国高空作业平台保有量/人均保有量

图表28：我国高空作业平台销量快速增长



来源：IPAF、Wind，国金证券研究所

来源：中国工程机械工业协会、国金证券研究所

全球高空作业平台制造商格局相对集中，全球高空作业平台制造商集中度较高，2021年全球前3制造商销售额占比超过36%；全球前6制造商销售额占比超过54%；全球前10制造商销售额占比超过70%。2021年，全球高空作业平台市场规模约123.3亿美元，其中，JLG及Terex（基尼）仍然是全球高空作业平台收入体量最大的两家公司，2021年市场占有率分别达到17.1%、12.8%。中国企业如浙江鼎力、徐工机械、临工重机、中联重科竞争实力持续增强，2021年收入大幅增长，全球排名整体都有所提升。

图表29：全球高空作业平台主要制造商

名次		制造商	国家	2021年销售额 (百万美元)	2021年市占率
2021	2020				
1→	1	JLG Industries	美国	2102.9	17.1%
2→	2	Terex AWP	美国	1579.5	12.8%
3↑	7	浙江鼎力	中国	799.1	6.5%
4↓	3	Skyjack	加拿大	788	6.4%
5↑	6	徐工机械	中国	753.3	6.1%
6↓	4	Haulotte	法国	646.5	5.2%
7↑	9	临工重机	中国	628.4	5.1%
8→	8	Time Manufacturing	美国	610	4.9%
9↑	14	中联重科	中国	536.1	4.3%
10↓	5	Aichi Corporation	日本	526.8	4.3%
11↓	10	星邦智能	中国	378.6	3.1%
		其他企业		2980	24.2%
		合计		12330	100%

来源：《accessinternational》，国金证券研究所

根据我们估算，2021 年全球高机市场液压件需求规模约 132 亿元。一般，臂式高空作业平台液压件包含泵阀各 2 个、4 个行走马达、8-10 大油缸（2 根大油缸）。我们根据市场价格估计，整台臂式高空作业平台液压件价值量平均约为 7.9 万元。剪叉式高空作业平台液压件包含泵阀各 1 个、2 个行走马达、2 个油缸，整套液压件价值量平均约为 1.8 万元/台。因此，我们估计，2021 年全球高空作业平台市场液压件需求规模约 130 亿元，其中中国市场 44 亿元、北美市场 65 亿元、欧洲市场约 21 亿元。

图表30：高空作业平台用液压件价值量

	臂式			剪叉		
	需求量 (个)	单价 (万元)	总价 (万元)	需求量 (个)	单价 (万元)	总价 (万元)
油缸	9	0.3	2.7	2	0.2	0.4
泵	2	1	2	1	0.5	0.5
阀	2	1	2	1	0.5	0.5
马达	4	0.3	1.2	2	0.2	0.4
合计			7.9			1.8

来源：国金证券研究所估算

图表31：我们估计，2021 年全球高空作业平台市场液压件需求规模约 130 亿元

	中国		北美		欧洲		合计
	臂式	剪叉	臂式	剪叉	臂式	剪叉	
2021 年高机销量 (万台)	2.4	13.7	6.0	10.0	2.0	3.0	37.1
单台液压件价值量 (万元)	7.9	1.8	7.9	1.8	7.9	1.8	
高机市场液压件需求规模 (亿元)	19.0	24.6	47.4	18.0	15.8	5.4	130.2

来源：中国高空机械协会，IPAF，国金证券研究所估算

在高空作业平台行业，公司绑定国际龙头客户，国内和出口明显放量。公司在高机领域的客户有 JLG、基尼 (Terex)、浙江鼎力、Skyjack、Snorkel、中联重科、徐工机械、临工重工、星邦智能、山河智能等。公司目前油缸的供应占 JLG、基尼、浙江鼎力较高份额，但泵阀马达的还未批量供应，预计 2023 年公司在高机领域，有望实现油缸、泵阀马达的全面放量。

图表32：公司高空作业平台市场主要客户情况

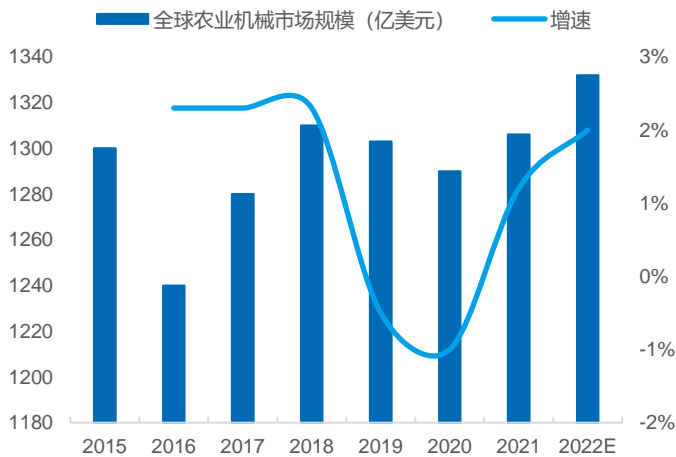
	JLG	基尼 (Terex)	浙江鼎力	Skyjack	中联重科	徐工机械	临工重工	星邦智能
油缸	■	■	■	■				■
泵	■	试用中	23 年供货		■	■	■	■
阀	刚放量	试用 (明年放量)	23 年供货		■	■	■	■
马达	■	试用中	23 年供货		■	■	■	■

来源：公司公告，国金证券研究所 (■代表已经供应)

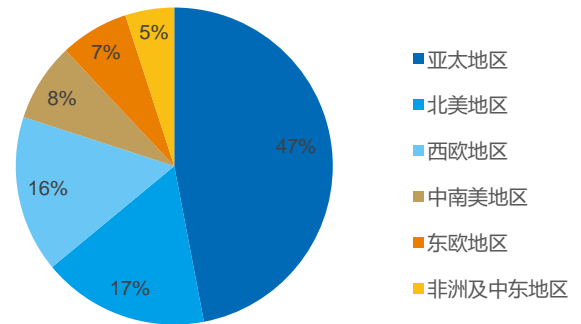
4.3.2. 农机市场：切入东欧和国内高端农机市场，未来公司成长空间大

全球农业机械市场将整体呈增长态势，西欧和北美地区农业机械化发展较成熟。根据德国机械设备制造业联合会 (VDMA) 分析，全球农业机械市场将整体呈增长态势，预计到 2022 年全球农业机械市场容量将达到 1332 亿美元。依据中国农业农村部统计数据，2018 年，亚太地区以 46.60% 的占比成为全球最大的农业机械生产区域，其次为北美和西欧地区，所占比例分别为 17.20% 和 16.10%，东欧占比约 6.8%。西欧和北美地区由于农业机械化发展较成熟，农业设备生产以大型农业机械为主，其产业和产值稳定性高。中国农机产值市场虽然已经达到全球第一，但是产品多集中在中低端。

图表33: 全球农业机械市场规模呈稳健态势



图表34: 2018年全球各主要地区农机产值占比



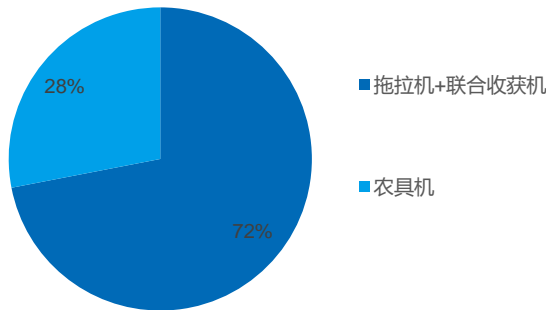
来源: 德国机械设备制造业联合会 (VDMA), 国金证券研究所

来源: 中国农业农村部、国金证券研究所

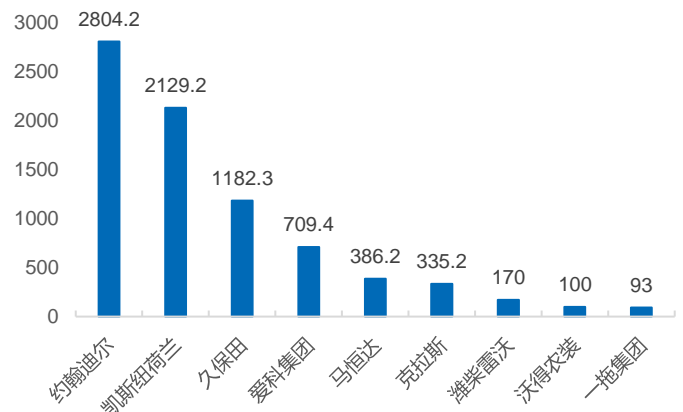
据德国农协数据, 全球产值最大的农机品类是拖拉机和联合收获机两个大类, 价值量占比达 72%。

国际农机行业市场较为集中, 欧美地区形成了约翰·迪尔公司、凯斯纽荷兰公司、爱科公司、克拉斯公司和赛迈道依兹公司五大农机集团, 日本则形成了以久保田株式会社为首的四大农机生产巨头, 格局相对集中。

图表35: 2019年全球产值最大的农机品类是拖拉机和联合收获机



图表36: 2021年全球大型农机企业营业额 (亿元)



来源: 德国农协, 国金证券研究所

来源: 各公司官网、国金证券研究所

据我们估算, 2021年全球农机市场对液压件需求规模约 110 亿美元。根据工程机械行业价值量分布, 我们假设农机市场毛利率约 30%, 原材料成本占 80%左右, 液压件总体占原材料成本约 10%-20%。因此, 我们估计, 2021年全球农机市场液压件需求规模约 109.7 亿美元, 其中亚太市场 51 亿美元、北美市场 19 亿元、西欧市场约 17.7 亿美元、东欧市场约 7.5 亿美元。

图表37: 2021年全球农机市场液压件需求规模约 109.7 美元

	合计	亚太	北美	西欧	中南美	东欧	非洲/中东
全球农机市场规模 (亿美元)	1306	609	225	210	108	89	65
农机市场原材料成本 (亿美元)	522	243	90	84	43	36	26
液压件占原材料成本比重	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
全球农机市场液压件需求量 (亿美元)	109.7	51.1	18.9	17.7	9.1	7.5	5.5

来源: VDMA, 国金证券研究所估算

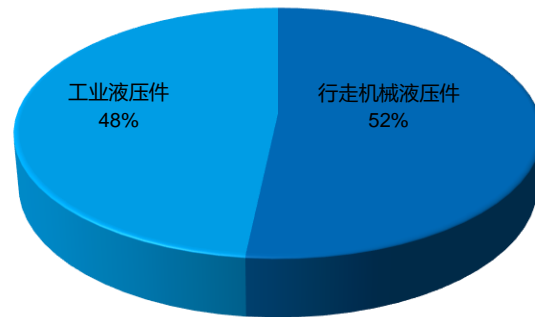
2022年，公司农机领域泵、马达产品实现了突破，采棉机、水稻机、小麦机，拖拉机等都实现了批量装机，公司已切入欧洲市场，同时在国内市场也进入了英虎、沃德、雷沃、中联、钵施然等高端农机客户供应体系，农机市场收入快速增长，农机市场有望成为公司除挖机之外第二大下游，成长空间可期。

4.3.3. 持续研发投入，向更广阔的工业泵阀市场延伸

工业泵阀领域应用面更广，公司持续开拓。2012年收购上海立新，致力于产品应用面广的工业阀产品，产品广泛用于机床、冶金、船舶、塑料、风电、水泥等机械行业的设备配套。近年来，上海立新在传统业务如用于注塑机、剪板折弯机、压机及材料试验机等工业阀、比例阀业务增长平稳。2021年，公司子公司液压科技还新增摆线马达、紧凑液压等两个全新的事业部，成功研制了摆线马达和制动器产品，平衡阀系列产品，超百种电磁类插装阀产品，以及多行业使用阀组等产品丰富了液压产品的产品线，为工业泵阀持续增产打下坚实的产品基础。

图表38：我国工业液压件市场空间广阔

2020年液压市场总容量925亿元



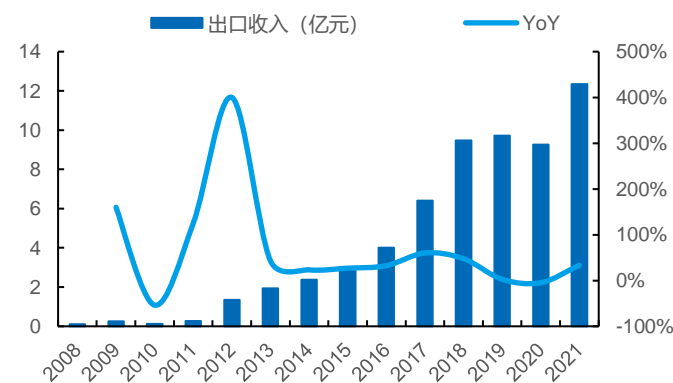
来源：中国液压气动密封件工业协会，国金证券研究所

4.4. 推进国际化战略、激发海外市场成长潜力

国际化客户开拓成果显著。公司产品优势逐步提升，远销欧美、日本等发达国家和地区，积累了全球范围内大量优质客户，包括卡特彼勒、日本神钢、日立建机、久保田建机等世界500强企业和全球知名主机厂商。

投建墨西哥工厂，提升公司产品的全球供应能力、加强海外客户的开发维护能力。目前公司在中国、德国、日本等地建有9个生产制造基地，不断为全球客户提供高效便捷的本土化服务。2022年公司成功在墨西哥设立生产基地，目前已进入基础建设阶段、预计2023年投产。墨西哥工厂将受益于美加墨自由贸易区协定，产品进入美国市场时享有关税优惠待遇，能够大幅降低中美关税对公司产品价格的影响，增强公司产品在美国市场的竞争力，有利于公司更加有效地开拓北美市场。

图表39：公司出口收入持续增长



来源：wind，国金证券研究所

图表40：公司墨西哥工厂产能规划

序号	名称	年产量(根/台)	产值(亿元)
一	工程机械用油缸	200,440	6.37
二	特种油缸	62,650	6.50
三	泵、马达	150,000	4.17
四	合计		17.03

来源：公司公告，国金证券研究所

5. 布局线性驱动器新产品、培育新的增长极

5.1. 拓展线性驱动器业务，紧随技术创新升级趋势

公司定增拓展线性驱动器等项目、为电动化技术趋势做储备。公司于2021年9月发布50亿定向增发项目，主要针对墨西哥油缸生产基地建设、线性驱动器项目、通用液压泵技改项目等领域。2023年1月6日，公司完成以56.4元/股增发3546万股、募集资金总额约20亿元的非公开发行。其中，线性驱动项目拟投入15亿元实现产品的电动化升级，包括电动缸和滚珠丝杠的生产。该项目达产后将形成年产104,000根标准滚珠丝杠电动缸、4,500根重载滚珠丝杠电动缸、750根行星滚柱丝杆电动缸、100,000米标准滚珠丝杠和100,000米重载滚珠丝杠的生产能力。

图表41：2021年非公开发行股票募集资金项目

序号	项目名称	投资总额（万元）
1	恒立墨西哥项目	122681.71
2	线性驱动器项目	152720.67
3	恒立国际研发中心项目	64653.85
4	通用液压泵技改项目	31144.58
5	超大重型油缸项目	14751.43
6	补充流动资金	150000.00
	合计	535952.24

来源：公司公告，国金证券研究所

电动缸（线性驱动器）是机电一体化产品，主要由伺服电机、缸体、传动装置和位置反馈装置等组成。工作原理是以电力为直接动力源，采用电机带动不同形式的丝杠（或螺母）旋转，并通过构件间的螺旋运动转化为螺母（或丝杠）的直线运动，再由螺母（或丝杠）带动缸筒或负载做往复直线运动。

图表42：电动缸组成部分



来源：公司微信公众号，国金证券研究所

电动缸性能优异，是液压缸和气动缸的技术升级产品，应用市场前景广阔。相比液压缸，电动缸更清洁简单、动力传输能效更高，可以更简易地集成到可编程控制系统中，同时精度高、噪音少。电动缸优越的性能决定了广阔的市场前景，可应用于高频振动台和高频冲击台等实验设备、工业自动化生产线和装配线等专用设备，以及其他可代替液压和气动的场景。

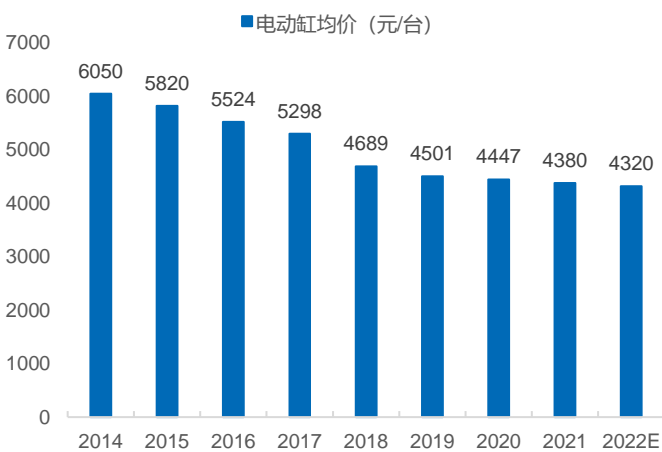
图表43: 动缸、液压缸和气缸性能对比

	电动缸	液压缸	气缸
运动原理	伺服电机带动丝杆直线运动	液体持续压力推动缸体直线运动	气体持续压力推动缸体直线运动
负载能力	<50 吨	<500 吨	<500kg
速度	2000mm/s	150mm/s	500mm/s
寿命	长期正确维护	长期正确维护	长期正确维护
精度定位	0.01mm	0.5mm	0.5mm
效率	90%	<50%	<50%
系统配备	PLC、运动控制卡、单片机等	非常复杂的伺服阀，管道	非常复杂的伺服阀，管道，过滤器，空压机
工作制	100%	50%	100%
维护	定期检查，注脂	定期检查，更换	定期检查，更换

来源：上海赢浩机电设备有限公司官网，国金证券研究所

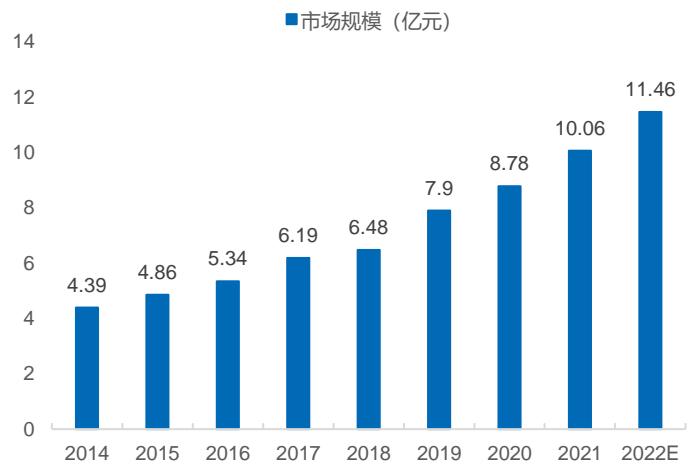
国内电动缸的相关应用尚未普及，行业产量以中低端产品为主，2022 年国内市场规模预计将达到 11.46 亿元。国外许多企业和机构，如美国 DanaherMotion、德国 Moog 和德国 Bosch 等研发电动缸产品的时间较早、技术水平较为先进。目前，总体电缸系统成本较高，相较于国外，国内技术发展时间相对滞后，以中低端产品为主。

图表44: 2014-2022 年我国电动缸均价走势



来源：共研网，国金证券研究所

图表45: 2014-2022 年我国电动缸市场规模走势



来源：共研网，国金证券研究所

公司在电动缸技术领域储备丰富、产业化可期。2020 年之前公司已成功完成 1.25T-75T 等电动缸样品生产和验证，并已在高空作业平台、海事、工业和医疗等多应用领域开展相关技术研发和产品生产，已向客户交付成品并实现销售，公司前沿布局液压行业替代升级技术，具备丰富的技术积累和产业化经验。

图表46：电动缸下游应用领域

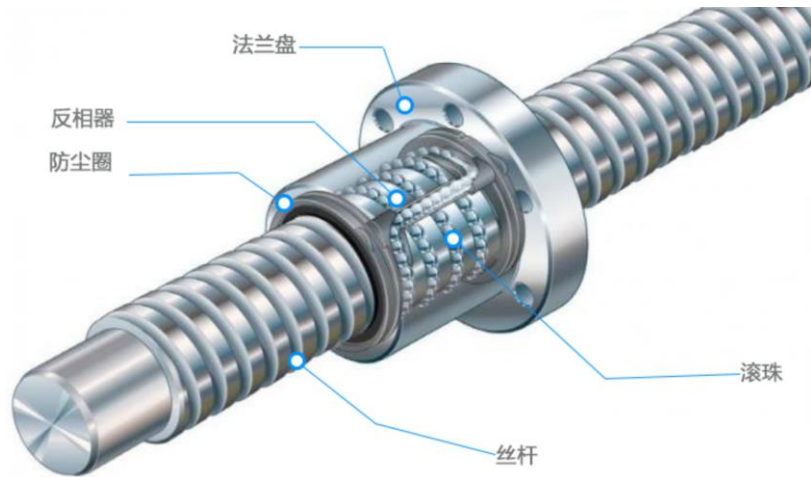


来源：公司微信公众号，国金证券研究所

5.2. 攻关滚珠丝杠，推动滚珠丝杠国产化进程

滚珠丝杠是最常用的机械传动元件之一，由丝杆、螺母、滚珠、预压片、反向器、防尘器组成，其主要功能是将旋转运动转换成线性运动，或将扭矩转换成轴向反复作用力。在准确度、精度和效率方面，它是传统梯形丝杠的改进版本。将滑动摩擦转化为滚动摩擦，运动传递效率高（大于90%），此外，它还能在机械系统的整体设计中节省成本和重量；被广泛用于数控机床、精密机床、工业机械、电子机械和航空航天业等领域的工业设备和精密仪器。

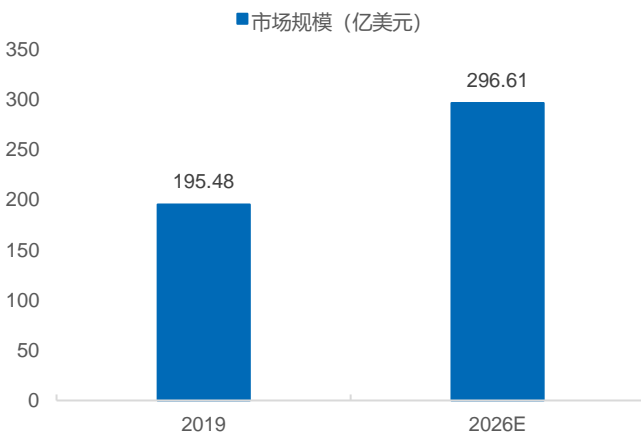
图表47：滚珠丝杠结构



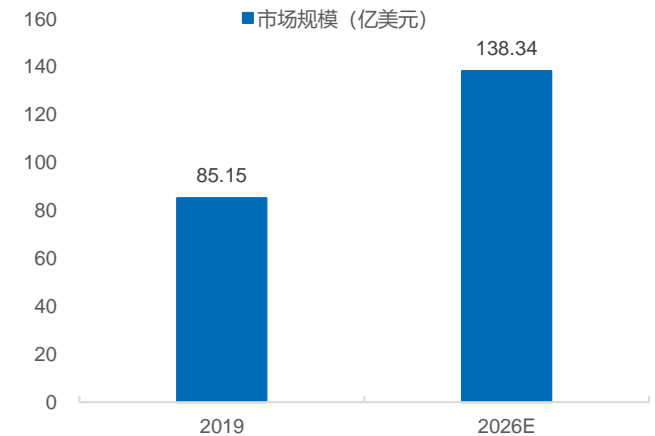
来源：南京工艺官网，国金证券研究所

滚珠丝杠全球市场规模稳定增长，亚太地区增速突显。近年来，高速、高精及高品质的加工需求不断提升，尤其是在航母航天、汽车工业、模具制造、光电工程和仪器仪表等应用产业，催生了滚珠丝杠更大且更为高端的市场需求。根据 ValueMarketResearch 数据，2019 年全球滚珠丝杠市场规模为 195.48 亿美元，预计 2026 年将达到 296.61 亿美元，期间年均复合增长率约为 6.14%。其中，亚太地区是全球滚珠丝杠的主要市场，得益于中国等发展中国家在航空、制造和机器人等行业的需求升级，亚太地区滚珠丝杠市场份额实现快速增长，2019 年亚太地区市场份额占比为 43.56%，预计 2026 年将增长至 46.64%。

图表48：2019-2026年全球滚珠丝杠市场规模



图表49：2019-2026年亚太地区滚珠丝杠市场规模



来源：ValueMarketResearch，国金证券研究所

来源：ValueMarketResearch，国金证券研究所

日本和欧洲企业占据全球70%市场份额。滚珠丝杠原本只有英国、美国、德国、日本等先进工业国家能够量产。自1982年开始，何丰精密公司（1989年何丰改制并更名为上银科技）在台中县潭子设厂生产滚珠丝杠，正式开启台湾自己生产此类高精度零件的时代。据华经产业研究院统计，目前全球滚珠丝杠主要厂商包德国的博世力士乐和舍弗勒、我国台湾的上银科技、日本的黑田精工和NSK等公司，日本和欧洲的滚珠丝杠企业占据全球约70%的市场份额。我国滚动功能部件制造厂商众多，但多数企业只能生产品种单一、技术含量不高的中低档产品，制造工艺水平与国外相比存在一定差距，目前尚未形成国际影响力的品牌，自主品牌有待进一步突破。我国滚珠丝杠企业主要有南京工艺、陕西汉江、西安华欧等公司。

图表50：全球滚珠丝杠主要生产企业经营情况

公司名称	国家	成立时间	主要线性驱动器产品	2021财年滚珠丝杠相关收入 (亿元)
博世力士乐	德国	1795	线性导轨、丝杆传动、集成测量系统、传动球座和公差环、线性轴、多轴系统、电缸	473.49
上银科技	中国台湾	1989	滚珠丝杠、直线导轨、轴承、末端效应器	57.26
黑田精工	日本	1925	滚珠丝杠、直线运动设备	10.31
NSK	日本	1916	轴承、滚珠丝杠、精密机械及零件、转向系统、自动变速器	17.68
舍弗勒	德国	1946	微型/大型轴承、滚动轴承	272.48

来源：各公司官网，国金证券研究所（注：汇率为各公司报告期内平均汇率，博世力士乐和黑田精工数据为全部业务收入；NSK数据为工业机械业务（轴承+精机）收入；舍弗勒为工业业务收入）

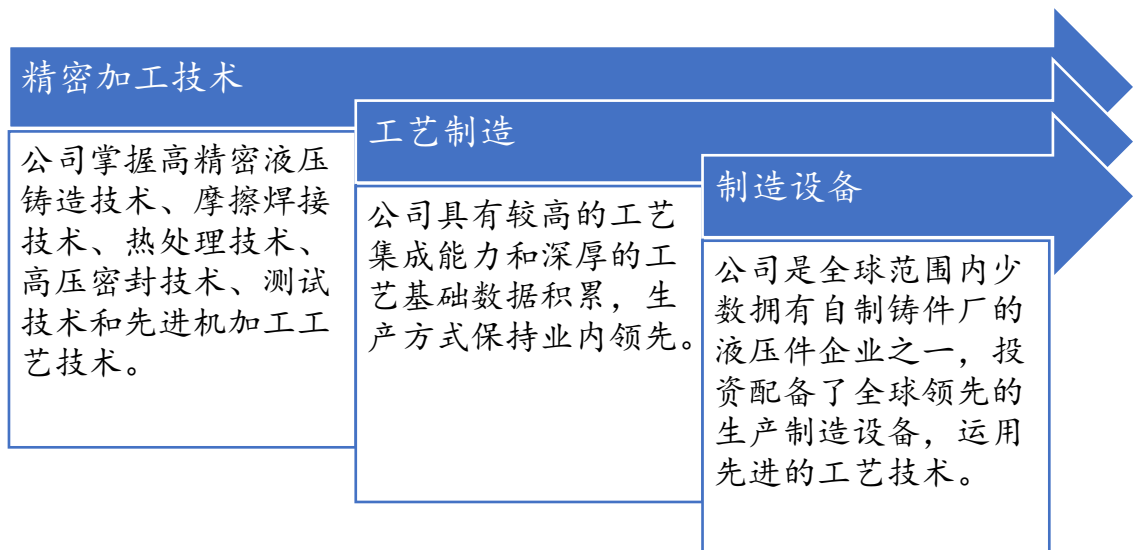
滚珠丝杠的技术壁垒较高，除在机床设备的结构刚性进行加强设计外，必须同时具备高速主轴系统和高速进给系统，才能达到材料切削过程的高速化，对于企业的制造和设计的能力要求较高。公司拥有精密加工制造能力，具备生产滚珠丝杠的技术、工艺和设备基础，有望推动滚珠丝杠国产化进程。

在精密加工技术方面，公司掌握精密加工制造工艺，并形成了覆盖多产品的自主知识产权技术体系，核心技术包括高精密液压铸造技术、摩擦焊接技术、热处理技术、高压密封技术、测试技术和先进机加工工艺技术等。

在工艺制造方面，公司具有较高的工艺集成能力和深厚的工艺基础数据积累，始终致力于推进精益制造体系的建立和完善，通过不断优化和改进关键工艺提高整个生产线的运行效率和制造水平。

在制造设备方面，公司是全球范围内少数拥有自制铸件厂的液压件企业之一，拥有开展精密加工制造的基础条件，投资配备了全球领先的生产制造设备，运用先进的工艺技术，能够实现精密部件的高质量生产。

图表51：公司具备先进的精密加工制造能力



来源：公司公告，国金证券研究所

6.盈利预测与投资建议

6.1. 盈利预测

挖机行业销量预测：2022年挖机行业销量26.13万台，同比下降23.8%。由前文所述，预计2023年挖机行业销量同比-8.6%；受益于出口及国内更新需求，2024年行业逐渐回暖，预计销量同比增长5%左右。

油缸业务：主要包含挖机油缸和非标油缸两大市场。公司挖机油缸市占率总体保持平稳，则2022-24年公司挖机油缸收入增速约-22.35%、-7.03%、4.90%。非标油缸由于高空作业平台、新能源、墨西哥工厂放量，预计2022-24年收入增速为14.03%、28.01%、22.17%。随着原材料价格的下降，预计2022-24年公司油缸业务毛利率水平分别为39.46%、40.43%、41.90%。

泵阀业务：主要包含挖机泵阀、非标泵阀、马达等；随时公司中大挖泵阀市占率提升，以及高机、农机市场泵阀马达业务的放量，预计公司2022-2024年泵阀业务收入增速为-11.51%、28.95%、15.31%。随着原材料价格下降以及公司农机领域的开拓（毛利率较高），预计2022-24年公司泵阀业务毛利率水平分别为48.60%、53.00%、53.00%。

液压系统：这块业务偏项目型，总体比较平稳；2023年年初公司接到重大项目，根据公司订单水平，预计2022-2024年收入增速为1.88%、75.00%、14.29%。随着原材料价格的下降，预计2022-24年公司液压系统毛利率水平分别为39.46%、40.43%、41.90%。

油缸配件及铸件：总体保持平稳，利润率总体水平不高。

综上，我们预计公司2022-24年收入82.24、95.33、108.29亿元，收入增速分别为-11.65%、15.91%、13.60%。

图表52: 盈利预测

单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	9309.22	8224.30	9532.81	10828.89
收入增长率	18.51%	-11.65%	15.91%	13.60%
综合毛利率	44.01%	40.81%	43.84%	44.76%
液压油缸				
收入	5186.81	4568.20	4897.66	5548.17
收入增长率	15.33%	-11.93%	7.21%	13.28%
毛利率	44.20%	39.46%	40.43%	41.90%
液压泵阀				
收入	3235.64	2863.10	3691.89	4257.22
收入增长率	38.37%	-11.51%	28.95%	15.31%
毛利率	51.98%	48.60%	53.00%	53.00%
油缸配件及铸件				
收入	676.71	543.00	543.25	573.50
收入增长率	-19.96%	-19.76%	0.05%	5.57%
毛利率	3.53%	5.99%	6.38%	6.31%
液压系统				
收入	196.30	200.00	350.00	400.00
收入增长率	25.07%	1.88%	75.00%	14.29%
毛利率	45.18%	40.00%	45.00%	45.00%
其他业务				
收入	13.76	50.00	50.00	50.00
收入增长率	-19.59%	263.40%	0.00%	0.00%
毛利率	70.93%	90.00%	90.00%	90.00%

来源: Wind, 国金证券研究所

6.2. 投资建议

预计公司 2022-24 年归母净利润为 25、28.5、33.4 亿元, 对应 PE 分别为 35/32/27 倍。公司受挖掘机行业下行压力最大时期已过, 考虑到公司下游高机、农机等行业接力挖机市场放量, 以及广阔的液压件进口替代空间, 此外, 新业务布局打开公司未来的成长空间, 给予公司 23 年 40 倍 PE, 目标价约 85 元, 上调公司评级至“买入”评级。

图表53: 可比公司估值比较

序号	股票代码	股票名称	股价(元)	EPS (元)					PE				
				2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
1	600031.SH	三一重工	17.02	1.84	1.43	0.69	0.94	1.19	9	12	25	18	14
2	000157.SZ	中联重科	5.70	0.97	0.74	0.37	0.48	0.60	6	8	15	12	9
3	000425.SZ	徐工机械	5.63	0.45	0.71	0.49	0.55	0.63	12	8	12	10	9
4	603638.SH	艾迪精密	15.43	0.86	0.56	0.29	0.40	0.52	18	28	52	39	30
		平均数							11	14	26	20	16
	601100.SH	恒立液压	67.23	1.73	2.06	1.92	2.12	2.49	39	33	35	32	27

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 三一重工、中联重科、徐工机械、艾迪精密取万得一致预测, 估值日期 2023 年 1 月 13 日)

7.风险提示

下游行业景气度不及预期。工程机械行业与宏观经济相关性较大，基建投资以及国家政策对于工程机械影响较大，直接影响行业主要产品的需求。

海外市场风险。公司近年来加快了国际化战略的实施步伐，加大在欧洲、日本、北美等海外市场的市场开发力度和投资力度。但由于国际业务受政治、文化、技术、品牌、人力资源等诸多方面因素影响，因此公司的海外业务和海外投资仍具有一定程度的不确定性和风险。

原材料价格波动风险。原材料价格波动会对经济业绩的稳定性产生一定影响，公司存在因主要原材料价格大幅波动所致经营风险。

汇率风险。公司近年来北美业务增长迅猛，存在一定数量的美元业务，如果美元汇率波动，将对公司财务状况产生一定影响。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	5,414	7,855	9,309	8,224	9,533	10,829
增长率		45.1%	18.5%	-11.7%	15.9%	13.6%
主营业务成本	-3,369	-4,391	-5,212	-4,868	-5,354	-5,982
%销售收入	62.2%	55.9%	56.0%	59.2%	56.2%	55.2%
毛利	2,045	3,464	4,097	3,356	4,179	4,847
%销售收入	37.8%	44.1%	44.0%	40.8%	43.8%	44.8%
营业税金及附加	-52	-72	-78	-74	-86	-97
%销售收入	1.0%	0.9%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-111	-107	-112	-82	-95	-108
%销售收入	2.1%	1.4%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%
管理费用	-193	-200	-227	-247	-267	-303
%销售收入	3.6%	2.5%	2.4%	3.0%	2.8%	2.8%
研发费用	-242	-309	-636	-641	-734	-834
%销售收入	4.5%	3.9%	6.8%	7.8%	7.7%	7.7%
息税前利润 (EBIT)	1,446	2,776	3,045	2,312	2,997	3,504
%销售收入	26.7%	35.3%	32.7%	28.1%	31.4%	32.4%
财务费用	31	-151	-89	479	181	231
%销售收入	-0.6%	1.9%	1.0%	-5.8%	-1.9%	-2.1%
资产减值损失	-52	-90	-47	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	10	0	0	0
投资收益	9	11	7	1	1	1
%税前利润	0.6%	0.4%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	1,487	2,606	3,056	2,841	3,229	3,787
营业利润率	27.5%	33.2%	32.8%	34.6%	33.9%	35.0%
营业外收支	6	3	12	5	5	5
税前利润	1,493	2,609	3,068	2,846	3,234	3,792
利润率	27.6%	33.2%	33.0%	34.6%	33.9%	35.0%
所得税	-195	-348	-369	-342	-388	-455
所得税率	13.0%	13.3%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润	1,298	2,261	2,699	2,505	2,846	3,337
少数股东损益	2	7	5	0	0	0
归属于母公司的净利润	1,296	2,254	2,694	2,505	2,846	3,337
净利率	23.9%	28.7%	28.9%	30.5%	29.9%	30.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,298	2,261	2,699	2,505	2,846	3,337
少数股东损益	2	7	5	0	0	0
非现金支出	301	400	454	397	451	504
非经营收益	-8	162	111	7	-3	-3
营运资金变动	70	-843	-468	416	-214	-283
经营活动现金净流	1,660	1,981	2,796	3,325	3,081	3,555
资本开支	-439	-399	-562	-879	-1,005	-805
投资	-59	-338	-420	300	0	0
其他	45	75	50	1	1	1
投资活动现金净流	-452	-663	-932	-578	-1,004	-804
股权募资	0	0	0	0	1,990	0
债权募资	-100	-361	-286	-379	0	0
其他	-354	-457	-428	-959	-982	-982
筹资活动现金净流	-454	-818	-714	-1,337	1,008	-982
现金净流量	790	335	1,025	1,409	3,084	1,769

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,343	2,777	3,643	5,050	8,133	9,901
应收款项	1,646	2,715	2,570	2,661	3,084	3,504
存货	997	1,217	1,607	1,867	2,054	2,294
其他流动资产	506	886	1,327	1,120	1,044	1,065
流动资产	5,492	7,595	9,146	10,699	14,316	16,765
%总资产	65.2%	71.5%	74.2%	74.4%	77.2%	78.7%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	2,583	2,614	2,716	3,034	3,503	3,723
%总资产	30.7%	24.6%	22.0%	21.1%	18.9%	17.5%
无形资产	282	292	285	480	570	657
非流动资产	2,935	3,025	3,186	3,672	4,231	4,537
%总资产	34.8%	28.5%	25.8%	25.6%	22.8%	21.3%
资产总计	8,427	10,620	12,332	14,371	18,546	21,301
短期借款	937	554	597	222	222	222
应付款项	799	1,338	1,629	2,319	2,556	2,860
其他流动负债	433	697	465	636	718	813
流动负债	2,170	2,590	2,691	3,177	3,497	3,895
长期贷款	200	370	44	44	44	44
其他长期负债	443	309	358	355	353	352
负债	2,813	3,269	3,093	3,576	3,895	4,292
普通股股东权益	5,584	7,314	9,196	10,751	14,608	16,966
其中：股本	882	1,305	1,305	1,305	1,341	1,341
未分配利润	2,513	4,113	5,900	7,452	9,319	11,677
少数股东权益	30	38	44	44	44	44
负债股东权益合计	8,427	10,620	12,332	14,371	18,546	21,301

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.470	1.727	2.063	1.919	2.122	2.489
每股净资产	6.331	5.603	7.045	8.236	10.895	12.654
每股经营现金净流	1.882	1.517	2.142	2.547	2.298	2.651
每股股利	0.600	0.600	0.730	0.730	0.730	0.730
回报率						
净资产收益率	23.21%	30.82%	29.29%	23.30%	19.48%	19.67%
总资产收益率	15.38%	21.22%	21.84%	17.43%	15.34%	15.66%
投入资本收益率	18.44%	28.70%	26.71%	18.15%	17.50%	17.70%
增长率						
主营业务收入增长率	28.57%	45.09%	18.51%	-11.65%	15.91%	13.60%
EBIT 增长率	45.05%	91.98%	9.66%	-24.06%	29.62%	16.94%
净利润增长率	54.93%	73.88%	19.51%	-7.00%	13.61%	17.26%
总资产增长率	15.89%	26.03%	16.12%	16.53%	29.05%	14.85%
资产管理能力						
应收账款周转天数	41.2	38.1	40.7	52.0	52.0	52.0
存货周转天数	110.9	92.0	98.9	140.0	140.0	140.0
应付账款周转天数	50.6	48.7	45.7	50.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	159.4	113.0	101.2	110.9	94.4	77.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-28.12%	-34.90%	-44.87%	-52.13%	-59.45%	-61.60%
EBIT 利息保障倍数	-46.5	18.3	34.1	-4.8	-16.5	-15.1
资产负债率	33.38%	30.78%	25.08%	24.88%	21.00%	20.15%

来源：公司年报、国金证券研究所

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号
紫竹国际大厦7楼		嘉里建设广场T3-2402