

福事特（301446.SZ）
/机械设备

证券研究报告/公司深度报告

2023年08月02日

评级：增持（首次）

市场价格：36.75

分析师：王可

执业证书编号：S0740519080001

Email: wangke03@zts.com.cn

分析师：姜楠宇

执业证书编号：S0740522110001

Email: jiangny@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	80
流通股本(百万股)	20
市价(元)	36.75
市值(百万元)	2,940
流通市值(百万元)	735

相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	505	465	530	627	769
增长率 yoy%	29%	-8%	14%	18%	23%
净利润(百万元)	101	155	127	152	188
增长率 yoy%	23%	54%	-18%	19%	24%
每股收益(元)	1.26	1.94	1.59	1.90	2.36
每股现金流量	1.89	0.42	1.56	1.80	2.13
净资产收益率	31%	34%	22%	21%	21%
P/E	29.1	18.9	23.1	19.4	15.6
P/B	9.6	6.7	5.3	4.2	3.4

备注：截止 2023 年 8 月 1 日

报告摘要

- 专注液压行业二十余年，成为国内领先的液压硬管总成制造商。

公司前身福事特有限由彭香安与福田实业于 2005 年 4 月共同出资设立，2007 年月江苏福事特液压技术有限公司成立，2020 年成为公司的全资子公司。公司产品主要分为液压管路系统、矿用工具和消防灭火系统三类，广泛应用于工程机械、矿山机械、港口机械、农业机械、物流仓储和风电装备等领域。公司已在液压硬管总成细分行业中处于国内同行业领先水平，并逐步实现在国内高端应用市场进口替代的突破。

公司近三年业务稳定发展，营业收入从 2019 年的 1.23 亿增长至 2022 年的 4.65 亿元，CAGR 为 55.8%；归母净利润从 2019 年的 0.38 亿增长至 2022 年 1.55 亿元，CAGR 为 59.8%。公司经营效率高，现金流稳定。家族企业股权集中，核心人员持股激励充分。

- 液压管路是“小价值大市场”产品，市场空间超百亿。

液压管路是液压系统的“血管”，位于产业链中游，工程机械为最大下游应用行业。液压管路系统的上游原材料包括钢管、钢材、法兰、接头、胶管等，下游行业包括工程机械、矿山机械、农业机械、港口机械、冶金机械、汽车工业、机床与工具等行业。2021 年全球液压件市场规模 304.25 亿欧元，其中国内液压件行业规模 106.5 亿欧元，占比 35% 位居首位。管道与接头的价值量约为液压系统的 15%，以此推算，国内液压管路系统细分市场的行业规模约 120 亿元。

2022 年工程机械主要销售机型中液压管路市场空间约 45 亿元，矿山机械后维修市场空间广阔。当前工程机械行业正处于下行周期的探底阶段，2024 年有望迎来新一轮上行周期，拉动液压管路销量增长。煤矿行业的后维修市场规模突破 300 亿元，煤矿和有色金属矿产值超过 5 万亿元，矿山企业对备品配件的采购需求具有持续性，依托于该万亿市场，公司面对的矿山机械后维修市场规模空间广阔。

- 液压硬管总成领先企业，采用“贴近式服务”创新模式，获下游龙头客户认可。公司是国内较早进入液压管路行业的企业之一，自主研发生产的硬管总成在国内占据优势地位。液压行业的品牌及认证壁垒高，公司采用“贴近式服务”获下游龙头大客户认可，募投项目将提升高强度液压管路产品产能，有望受益于工程机械下一轮上行周期。对比耀坤液压，二者的产品结构、下游客户、销售战略各有侧重，由于采取贴近式服务战略，公司的毛利率更高。

- 盈利预测：我们预计 2023-2025 年公司营收分别为 5.3 亿元、6.3 亿元、7.7 亿元；分别同比+14%、+18%、+23%；归母净利润分别为 1.27 亿元、1.52 亿元、1.88 亿元，分别同比-18%、+19%、+24%；EPS 分别为 1.59 元、1.90 元、2.36 元，按照 8 月 1 日收盘价对应 PE 为 23、19、16 倍，首次覆盖，给予增持评级（首次）。

- **风险提示：**对三一集团存在重大依赖的风险；原材料价格波动导致的成本上升风险；研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险；宏观经济及下游行业周期性波动风险。行业市场规模测算偏差风险。

投资主题

报告亮点

公司是国内领先的液压硬管总成制造商，贴近式服务深耕主机厂商配套生产市场及后维修市场。公司专注液压行业二十余年，成为国内领先的液压硬管总成制造商。本报告对公司两大下游行业：工程机械前装市场和矿山后市场的液压管路市场空间进行分析，并对比公司和耀坤液压，认为公司在工程机械行业深度绑定三一集团，在矿山后市场采用“贴近服务”获得高毛利，具备客户、服务竞争优势。

投资逻辑

硬管总成业务深度绑定三一集团，有望受益于工程机械新一轮景气周期；矿山后市场维修空间广阔，软管总成和矿用工具等产品高毛利。随着公司募投项目产能逐步释放，公司营收和盈利水平有望继续提升。

关键假设、估值与盈利预测

1) 硬管总成：销量与下游工程机械行业需求相关，2022 年行业需求下滑，随着下游行业需求恢复，以及工程机械出口的拉动作用，公司募投项目产能逐步释放，假设 23-25 年公司硬管总成销量增速提升；假设单价维持稳定；由于规模效应，毛利率预计有所上升。

2) 软管总成：客户拓展布局期，假设销售收入延续逐年上升趋势；销售单价变化主要系客户结构变动，假设单价维持稳定，假设毛利率为前三年均值。

3) 油箱：2021 年湖南福事特、江苏福事特和徐州福事特的油箱开始量产，假设 23-25 年逐步放量，假设单价和毛利率维持稳定。

4) 管接头：22 年公司下调产品价格维持竞争力，假设后续价格和毛利率维持稳定，假设 23 年销量持平，24-25 年恢复增长；

5) 消防灭火系统：矿山客户对自动化智能化产品需求增加，公司作为徐工供应商，市场认可度高，假设 23-25 年收入增速保持；毛利率维持稳定；

6) 矿用工具：收入的变动主要取决于矿山客户对矿山机械维修或保养的需求频次、公司对新建矿山的的服务网点布局和公司对客户需求的开发深度，收入和毛利率波动较大，假设未来收入和毛利率维持前三年均值；

我们预计 2023-2025 年公司营收分别为 5.3 亿元、6.3 亿元、7.7 亿元；分别同比+14%、+18%、+23%；归母净利润分别为 1.27 亿元、1.52 亿元、1.88 亿元，分别同比-18%、+19%、+24%；EPS 分别为 1.59 元、1.90 元、2.36 元，给予增持评级（首次）。

内容目录

1、国内领先的液压硬管总成制造商	- 7 -
1.1、发展历程：专注液压行业二十余年，成为国内领先的液压硬管总成制造商	- 7 -
1.2、主营业务：液压管路系统占营收约八成，灭火系统稳健增长	- 7 -
1.3、财务分析：公司业务稳定发展，经营效率高.....	- 10 -
1.4、股权结构：家族企业股权集中，核心人员持股激励充分	- 11 -
2、液压管路行业：小价值大市场，市场空间超百亿	- 12 -
2.1、液压管路系统是典型的“小价值、大市场”产品	- 12 -
2.2、22年工程机械液压管路市场空间约45亿元，24年有望进入新一轮上行周期.....	- 13 -
2.3、煤矿和有色金属矿产值过万亿，矿山机械后维修市场空间广阔	- 15 -
3、液压硬管总成领先企业，采用“贴近式服务”创新模式	- 15 -
3.1、液压硬管总成行业领先，逐步实现进口替代.....	- 15 -
3.2、“贴近式服务”获得下游龙头大客户认可，有望受益于工程机械下一轮上行周期	- 16 -
3.3、募投项目增加公司产能，建设高强度液压管路产品.....	- 17 -
3.4、对比耀坤液压，二者产品和客户各有侧重，公司毛利率领先	- 18 -
4、首次覆盖，给予“增持”评级	- 20 -
5、风险提示	- 23 -

图表目录

图表 1: 福事特发展历程.....	- 7 -
图表 2: 2022 年公司主营业务构成.....	- 7 -
图表 3: 2022 年公司分产品营业收入及毛利率水平.....	- 7 -
图表 4: 公司产品分类及介绍.....	- 8 -
图表 5: 2019-2022 年公司硬管总成营收及毛利率.....	- 9 -
图表 6: 2019-2022 年公司软管总成营收及毛利率.....	- 9 -
图表 7: 2019-2022 年公司管接头营收及毛利率.....	- 9 -
图表 8: 2020-2022 年公司油箱营收及毛利率.....	- 9 -
图表 9: 2019-2022 年公司矿用工具营收及毛利率.....	- 10 -
图表 10: 2019-2022 年公司消防灭火系统营收及毛利率.....	- 10 -
图表 11: 2019-2023Q1 公司营业收入及增速.....	- 10 -
图表 12: 2019-2023Q1 公司归母净利润及增速.....	- 10 -
图表 13: 公司毛利率及净利率变化趋势.....	- 11 -
图表 14: 公司期间费用率变化趋势.....	- 11 -
图表 15: 公司存货和应收账款周转率.....	- 11 -
图表 16: 公司经营性现金流与营业收入 (亿元)	- 11 -
图表 17: 截至 2023 年 7 月 31 日公司前十大股东持股情况.....	- 12 -
图表 18: 截至 2023 年 7 月 31 日公司高管持股情况.....	- 12 -
图表 19: 液压系统工作原理图	- 12 -
图表 20: 2022 年液压管路系统下游应用行业占比.....	- 12 -
图表 21: 全球及中国液压行业市场规模.....	- 13 -
图表 22: 液压系统核心元件价值.....	- 13 -
图表 23: 目前工程机械处于下行周期的探底阶段.....	- 14 -
图表 24: 挖机销量测算	- 14 -
图表 25: 2022 年工程机械行业液压管路的市场需求测算.....	- 15 -
图表 26: 2022 年工程机械行业液压管路的市场需求测算.....	- 15 -
图表 27: 公司产品关键性能指标与国际、行业水平对比.....	- 16 -
图表 28: 公司一体成型吸回油管工艺与传统工艺对比.....	- 16 -
图表 29: 公司合作客户	- 17 -
图表 30: 公司首次公开发行募投资金及用途.....	- 18 -
图表 31: 液压行业上市公司对比 (单位: 亿元)	- 18 -
图表 32: 2022 年福事特营收分产品占比.....	- 18 -
图表 33: 2022 年耀坤液压营收分产品占比.....	- 18 -

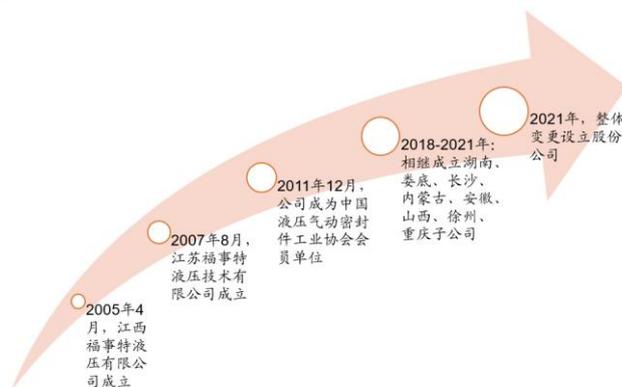
图表 34: 2019-23Q1 福事特和耀坤液压营收对比 (亿元)	- 19 -
图表 35: 2019-23Q1 福事特和耀坤液压净利润对比 (亿元)	- 19 -
图表 36: 2022 年福事特前五大客户	- 19 -
图表 37: 2022 年耀坤液压前五大客户	- 19 -
图表 38: 2019-23Q1 福事特和可比公司毛利率对比	- 19 -
图表 39: 2019-23Q1 福事特和可比公司销售费用率对比	- 19 -
图表 40: 2019-23Q1 福事特和可比公司管理费用率对比	- 20 -
图表 41: 2019-23Q1 福事特和可比公司净利率对比	- 20 -
图表 42: 可比公司估值	- 21 -
图表 43: 公司业绩拆分	- 22 -
图表 44: 盈利预测表	- 23 -

1、国内领先的液压硬管总成制造商

1.1、发展历程：专注液压行业二十余年，成为国内领先的液压硬管总成制造商

- 公司专注于液压行业，在液压硬管总成细分行业国内领先。公司前身福事特有限由彭香安与福田实业于 2005 年 4 月共同出资设立，2007 年月江苏福事特液压技术有限公司成立，2020 年成为公司的全资子公司；2018 年起，公司相继在湖南、内蒙古、安徽等地成立多家子公司，扩大制造及服务网点范围；2021 年 7 月，福事特有限整体变更设立为股份公司。经过多年在液压行业的深耕，公司专注于为客户提供清洁、安全、无泄漏的液压管路系统，同时给予客户贴近式服务和整体解决方案，公司已在液压硬管总成细分行业中处于国内同行业领先水平，并逐步实现在国内高端应用市场进口替代的突破。

图表 1：福事特发展历程

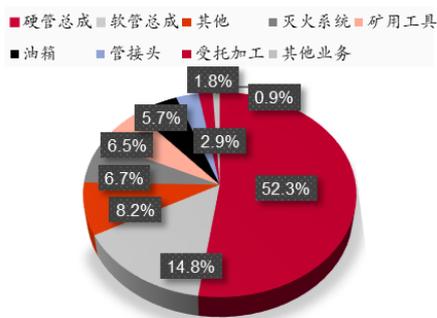


来源：公司官网、中泰证券研究所

1.2、主营业务：液压管路系统占营收约八成，灭火系统稳健增长

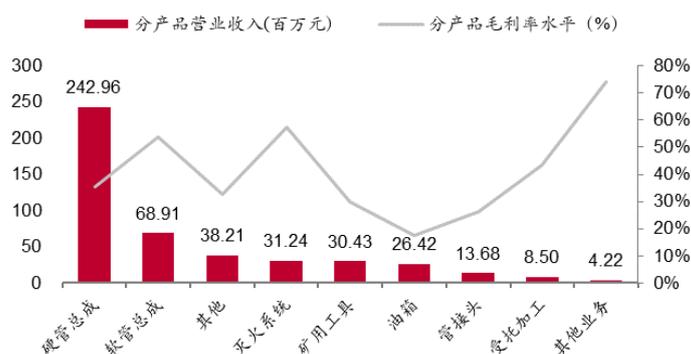
- 公司主要从事液压管路系统的研发、生产及销售，液压管路系统占公司营收约八成。公司产品主要分为液压管路系统、矿用工具和消防灭火系统三类，其中液压管路系统 2022 年营收占比 76.5%，产品包括硬管总成、软管总成、管接头及油箱；矿用工具包括气动扳手、液压泵、同步顶升系统等，2022 年营收占比 6.6%；灭火系统 2022 年营收占比 6.8%。公司产品广泛应用于工程机械、矿山机械、港口机械、农业机械、物流仓储和风电装备等领域。

图表 2：2022 年公司营业收入构成



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 3：2022 年公司分产品营业收入及毛利率水平



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表4：公司产品分类及介绍

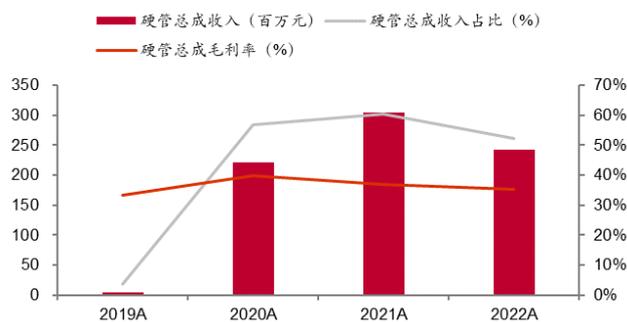
公司产品分类		介绍	示意图		下游应用
液压管路系统	硬管总成	由硬管和管接头构成，一般用于连接液压系统中相对位置固定的组成部件。			工程机械、农业机械等前端配套市场，具有“多批次、大批量、标准化”的特点。
	软管总成	由胶管和管接头扣压装配而成，通常用于硬管不好到达的区域、产品公差比较大的区域以及运动性区域。			矿山机械后维修市场，具备“多批次、小批量、非标化”的特点。
	管接头	管道与管道之间、管道与液压元件之间的连接件			
	油箱	储存液压油、散发热量、沉淀杂质和分离油液中的气泡。			
矿用工具	在矿山机械维修过程中的气动扳手、液压泵、同步顶升系统等			矿山后维修市场	
灭火系统	矿山机械设备中早期监测火灾并自动灭火装置				

来源：公司公告，中泰证券研究所

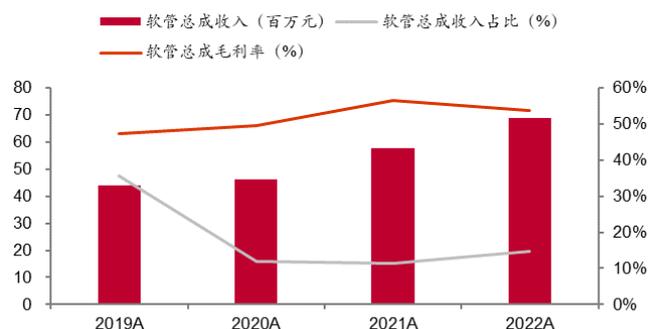
■ 1) 液压管路系统：

硬管总成是公司产能规模最大、技术积累最多的产品，面向工程机械行业前端配套市场，整体与工程机械下游行业需求相关。公司硬管总成主要应用于三一集团、中联重科等客户的挖掘机、起重机等产品，具有“多批次、大批量、标准化”的特点。2020年4月公司收购江苏福事特后硬管总成的收入提升，2020-2022年硬管总成的销售收入分别为2.2/3.0/2.4亿元，占营业收入的比例分别为56.7%/60.3%/52.3%，毛利率为39.91%/36.93%/35.31%，由于客户结构和原材料价格变化有所下降。

软管总成产品在后维修市场的需求量更大，主要面向矿山机械后维修市场，销售金额呈逐年上升趋势。公司客户包括中煤集团、国能集团、江铜集团等矿山机械后维修市场客户，具有“多批次、小批量、非标化”的特点，公司在客户周围配备了服务网点和专业的服务人员，提供7×24小时维护服务和技术指导，因此产品溢价较高，2020-2022年软管总成的销售收入分别为4,630.31/5,793.31/6,891.30万元，占营业收入的比例分别为11.9%/11.5%/14.8%，毛利率为49.71%/56.66%/53.71%，毛利率波动主要来自客户结构的变动。

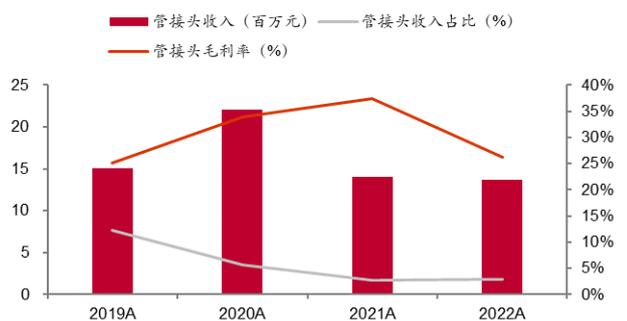
图表 5：2019-2022 年公司硬管总成营收及毛利率


来源：公司公告，中泰证券研究所

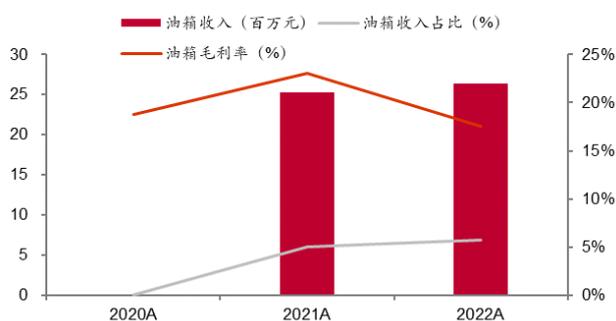
图表 6：2019-2022 年公司软管总成营收及毛利率


来源：公司公告，中泰证券研究所

管接头和油箱配套工程机械主机厂，销售受客户和行业需求变化有所波动。公司管接头产品主要销售给山河智能，2020-2022 年管接头的毛利率分别为 33.85%/37.37%/26.13%；油箱自 2021 年开始正式量产，采用市场定价渗透战略，因此毛利率较低，2021-2022 年油箱产品毛利率为 23.03%/17.52%。

图表 7：2019-2022 年公司管接头营收及毛利率


来源：公司公告，中泰证券研究所

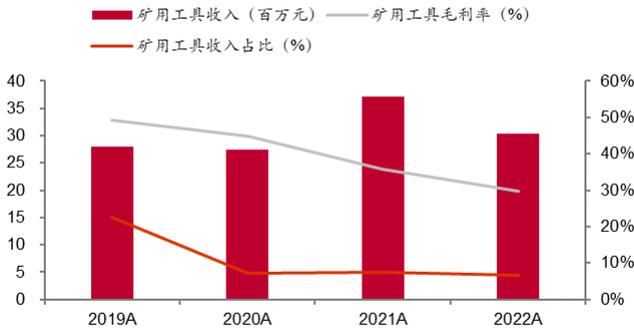
图表 8：2020-2022 年公司油箱营收及毛利率


来源：公司公告，中泰证券研究所

- 2) 矿用工具产品：面向矿山后维修市场，主要客户为江铜集团、国能集团、中煤集团等矿山企业，销售规模波动。** 矿山客户的需求存在定制化特点，矿用工具的品类繁多，包括同步顶升系统、矿用扳手、液压油缸、液压泵等。2020-2022 年矿用工具的收入分别为 2,751.03/3,706.07/3,042.70 万元，占营业收入的比例分别为 7.0%/7.3%/6.6%，销售收入主要取决于矿山客户对矿山机械维修或保养的需求频次、公司对新建矿山的的服务网点布局和公司对客户需求的开发深度，毛利率分别为 44.87%/35.88%/29.73%波动较大。
- 3) 灭火系统：销售规模逐年增长，主要客户为徐工集团、国能集团、江铜集团、中煤集团等，毛利率较高且稳定。** 灭火系统一般安装在矿用卡车，起到早期预警火情及自动扑灭火灾的作用。公司外采干粉罐、控制模块等部件后自行设计安装并向客户销售，客户主要有矿山客户和矿山机械生产厂商。受益于国家对智能矿山建设的重视，矿山客户对自动化、智能化产品的采购需求增加，公司是徐工集团灭火系统供应商，

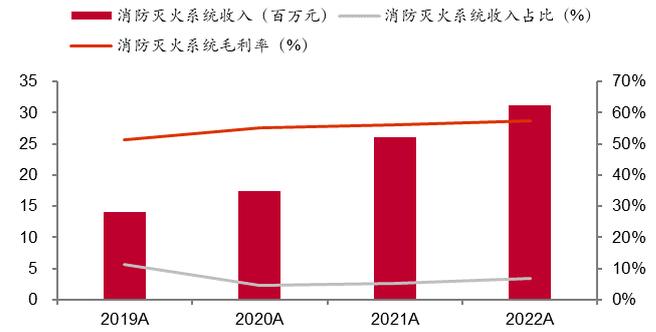
徐工集团自 2019 年起成立矿山机械事业部进入矿山机械行业，其产品在市场认可度较高，公司作为其供应商，产品销量随之增长。2020-2022 年公司灭火系统的收入分别为 1,744.95/2,604.13/3,123.78 万元，占营业收入的比例分别为 4.5%/5.2%/6.7%，毛利率分别为 55.17%/56.07%/57.52%，毛利率较高且相对稳定。

图表 9：2019-2022 年公司矿用工具营收及毛利率



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 10：2019-2022 年公司消防灭火系统营收及毛利率



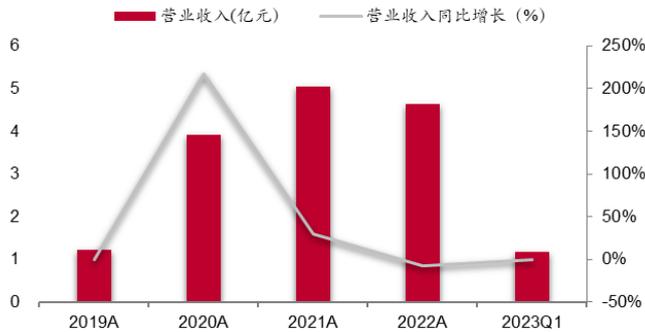
来源：公司公告，中泰证券研究所

- 4) 其他：包括受托加工，以及各类环保除尘净化产品、工程设备结构件、化工原料等。

1.3、财务分析：公司业务稳定发展，经营效率高

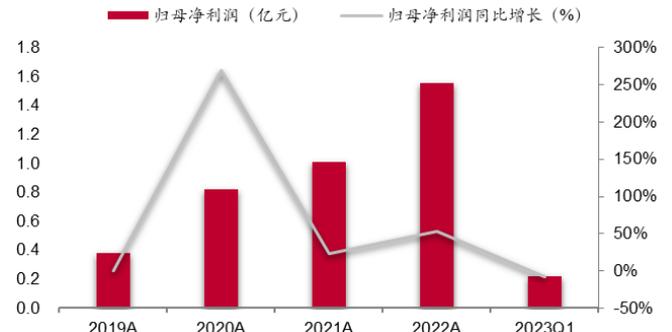
- 公司近三年业务稳定发展。公司 2020 年 4 月收购江苏福事特后，硬管总成的销售额大幅提升，营业收入从 2019 年的 1.23 亿增长至 2022 年的 4.65 亿元，CAGR 为 55.8%；归母净利润从 2019 年的 0.38 亿增长至 2022 年 1.55 亿元，CAGR 为 59.8%。2023 年一季度实现营业收入 1.18 亿元，同比-0.43%，实现归母净利润 0.22 亿元，同比-7.56%。2022 年受到工程机械行业整体下行的影响，公司收入同比有所下滑；2023 年一季度营收同比下滑主要由于春节提前等因素，净利润下滑由于搬迁新厂，折旧摊销费用增加。

图表 11：2019-2023Q1 公司营业收入及增速



来源：公司公告，中泰证券研究所

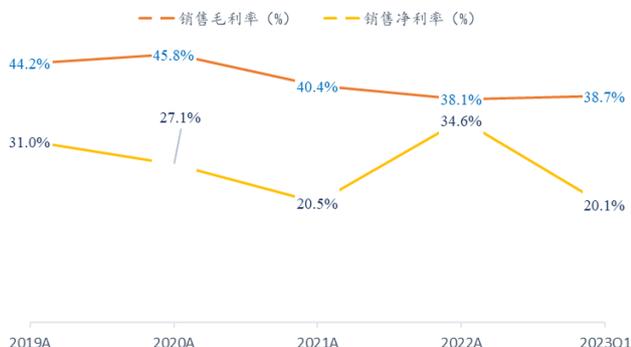
图表 12：2019-2023Q1 公司归母净利润及增速



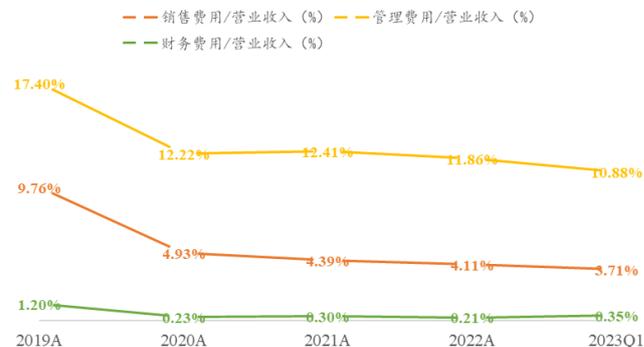
来源：公司公告，中泰证券研究所

- 2023 年一季度公司毛利率有所回升，期间费用率整体呈下降趋势。由于 2020 年下半年起原材料价格上涨以及 2021 年起工程机械行业下行，

2021-2022 年公司毛利率下降，与行业整体趋势一致，2023 年一季度公司毛利率已修复至 38.7%。公司净利率与毛利率整体趋势一致，2022 年净利率较高是因为公司完成厂房整体搬迁实现了较大资产处置收益。随着公司收入规模扩大，同时公司在内控管理上逐步加强，公司期间费用率总体呈下降趋势。

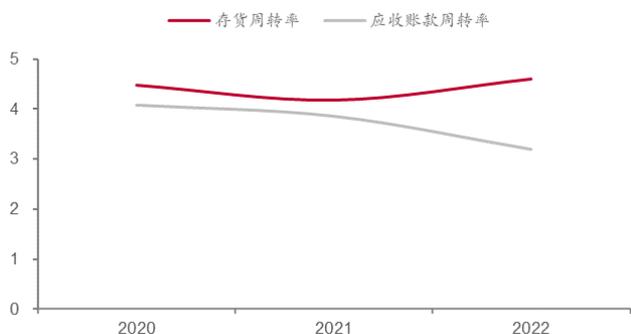
图表 13：公司毛利率及净利率变化趋势


来源：公司公告，中泰证券研究所

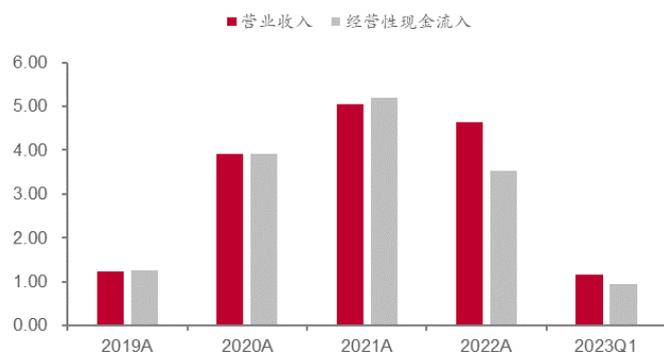
图表 14：公司期间费用率变化趋势


来源：公司公告，中泰证券研究所

- **公司经营效率高，现金流稳定。**公司下游客户以工程机械行业主机厂商为主，主机厂客户生产周期排布紧凑，且公司实行以销定产的生产模式，产品生产交付周期较短，存货和应收账款周转率保持合理水平。

图表 15：公司存货和应收账款周转率


来源：wind，中泰证券研究所

图表 16：公司经营现金流与营业收入（亿元）


来源：wind，中泰证券研究所

1.4、股权结构：家族企业股权集中，核心人员持股激励充分

- **家族企业股权集中，核心人员持股激励充分。**公司控股股东为彭香安，其直接持有公司 3,720 万股，占公司股本的 46.50%。彭香安、彭玮为公司实际控制人，二人系父女关系，合计持有公司 3,954 万股，占公司股本总额 49.43%。公司高管和技术研发管理人员持股，激励充分，利于公司管理经营稳定。

图表 17: 截至 2023 年 7 月 31 日公司前十大股东持股情况

排名	股东名称	持股数量(万股)	持股比例	股本性质
1	彭香安	3720	46.50%	限售流通A股
2	郑清波	1050	13.13%	限售流通A股
3	杨思钦	300	3.75%	限售流通A股
4	彭玮	234	2.93%	限售流通A股
5	鲜军	216	2.70%	限售流通A股
6	郭志亮	138	1.73%	限售流通A股
7	施辉	90	1.13%	限售流通A股
8	吴永清	60	0.75%	限售流通A股
9	曾庆元	48	0.60%	限售流通A股
10	李银山	48	0.60%	限售流通A股
前十大股东合计		5904	73.80%	

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 18: 截至 2023 年 7 月 31 日公司高管持股情况

	姓名	职务/亲属关系	持股数量(万股)	持股比例
1	彭香安	董事长	3,720	46.5%
2	郑清波	董事、总经理	1,050	13.1%
3	杨思钦	副董事长、副总经理	300	3.8%
4	彭玮	副董事长、副总经理、财务总监; 董事长彭香安之女	234	2.9%
5	鲜军	监事会主席	216	2.7%
6	吴永清	副总经理、董事会秘书	60	0.8%
7	曾庆元	技术顾问	48	0.6%
8	黎波	研发中心主任、子公司总经理	18	0.2%

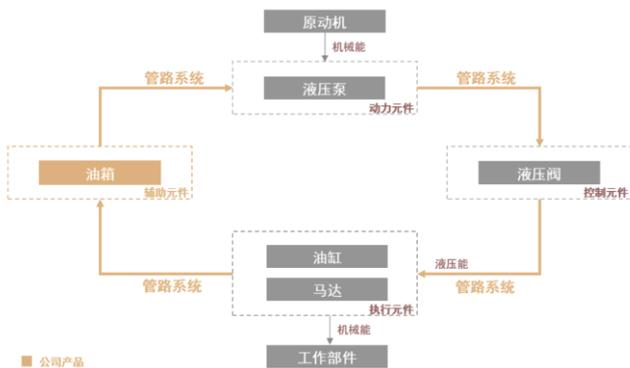
来源: 公司公告, Wind, 中泰证券研究所

2、液压管路行业: 小价值大市场, 市场空间超百亿

2.1、液压管路系统是典型的“小价值、大市场”产品

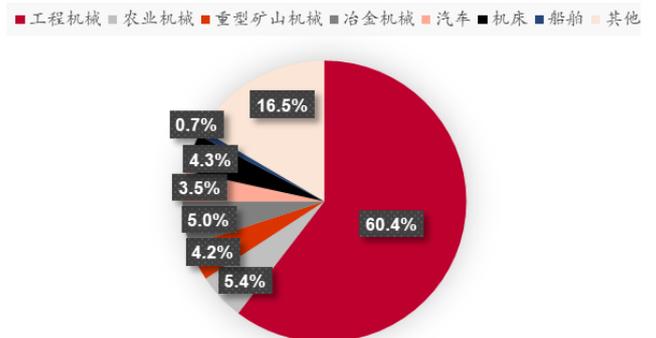
- **液压管路是液压系统的“血管”，位于产业链中游，工程机械为最大下游应用行业。** 液压系统通常由动力元件、控制元件、执行元件、辅助元件及工作介质等部分组成，液压管路系统是液压系统各元件的连接组件，用于向各元件传输工作流体，从而传递液压能以保证各元件正常工作，素有液压系统“血管”之称。液压管路系统的上游原材料包括钢管、钢材、法兰、接头、胶管等，下游行业包括工程机械、矿山机械、农业机械、港口机械、冶金机械、汽车工业、机床与工具等行业。根据中国液压气动密封件工业协会对 2022 年国内液压重点企业销售情况的统计，液压产品的主要客户来自工程机械、汽车、冶金、机床、农用机械、船舶等行业，其中工程机械是最主要下游应用领域，占比 60.4%。

图表 19: 液压系统工作原理图



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 20: 2022 年液压管路系统下游应用行业占比



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **2021 年全球液压件市场规模 304.25 亿欧元**，其中我国液压件市场占比 **35%**，位居首位。全球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，2010-2021 年，全球液压行业市场规模复合增长率为 3.32%，2021 年液压件全球销售规模约 304 亿欧元，2010-2021 年我国液压行业市场规模复合增长率达到 5.81%，高于全球水平。2021 年我国液压件行业总体收入 106.5 亿欧元。

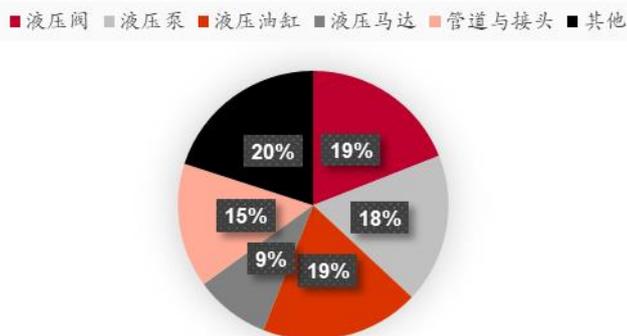
图表 21：全球及中国液压行业市场规模



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **自上而下测算，液压管道与接头的市场空间约 120 亿元**。液压系统从价值量看，管道与接头的价值占比为 15%，是液压系统中重要的组成部分之一。以此推算，国内液压件行业 106.5 亿欧元市场规模中，液压管路系统细分市场的行业规模约 120 亿元。

图表 22：液压系统核心元件价值



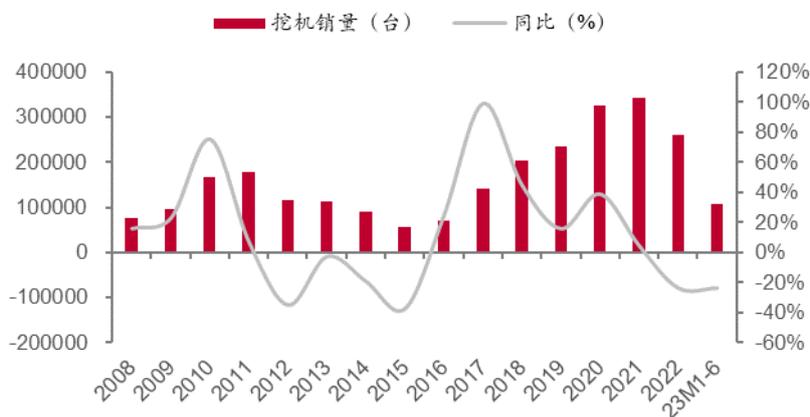
来源：公司公告，中泰证券研究所

2.2、22 年工程机械液压管路市场空间约 45 亿元，24 年有望进入新一轮上行周期

- **本轮工程机械下行周期始于 2021 年 5 月**，目前正处于探底阶段。受地产加速下行和原材料成本上行影响，挖机销量持续下行。2022 年挖机累计销量 26.1 万台，同比下降 24%，其中内销波动，外销亮眼。挖掘

机国内销量 15.2 万台，同比下降 45%；出口销量 10.9 万台，同比增长 60%，占总销量的比重由 2021 年的 20% 提升至 42%。2023 年 1-6 月，共销售挖掘机 10.9 万台，同比下降 24%；其中国内 5.1 万台，同比下降 44%；出口 5.8 万台，同比增长 11.2%，拐点仍需等待。

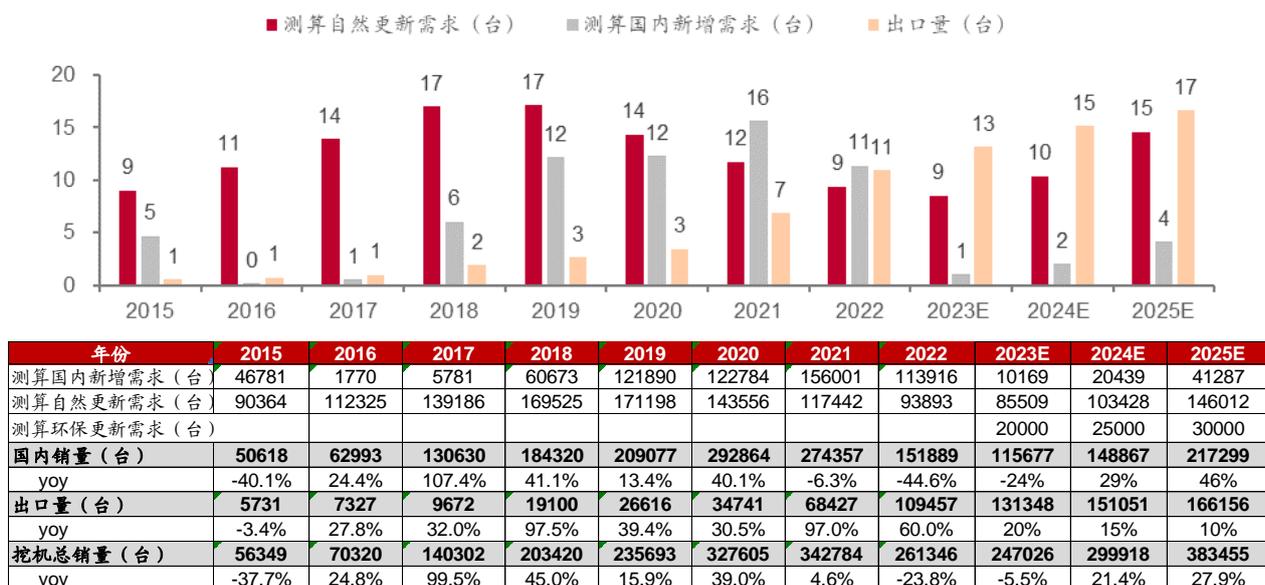
图表 23：目前工程机械处于下行周期的探底阶段



来源：Wind，中泰证券研究所

- 根据我们的测算，2023 年挖机销量有望提前触底，2024 年有望迎来新一轮国内上行周期。根据我们在《工程机械行业深度报告—如何看待 2023 年的挖机销量？》中的测算，2023-2025 年挖机总销量 24.7/30.0/38.3 万台，同比-5.5%/21.4%/27.9%，其中挖机国内销量 11.6/14.9/21.7 万台，同比-24%/29%/46%（包含新增需求 1.0/2.0/4.1 万台，自然更新需求 8.6/10.3/14.6 万台，环保更新需求 2.0/2.5/3.0 万台），出口销量 13.1/15.1/16.6 万台，同比增长 20%/15%/10%。即在出口的对冲作用之下，2023 年挖机销量有望触底，随后叠加自然更新需求拉动，24-25 年有望进入新一轮上升周期。

图表 24：挖机销量测算



来源：中国工程机械工业协会，中泰证券研究所测算

- **2022年工程机械新机市场液压管路市场空间约45亿元。**根据2022年国内工程机械市场主要产品的国内销量情况和单台管路系统成本（包括硬管总成、软管总成、管接头等）测算液压管路的市場空间，2022年仅挖机、装载机、起重机、叉车、拖拉机、收获机6种工程机械和农机的主要机型即可贡献约45.09亿元市场需求。随着未来工程机械行业的增长，工程机械行业对液压管路的市場需求将进一步提升。

图表 25：2022 年工程机械行业液压管路的市場需求测算

工程机械行业	2022年国内销量/产量 (万台)	单台管路系统成本 (万元)	国内市場需求测算 (亿元)
小型挖机	9.8	0.7	6.86
中型挖机	3.4	1.1	3.74
大型挖机	1.9	2.3	4.37
装载机	12.33	0.4	4.93
起重机	6.77	1.4	9.48
叉车	104.8	0.07	7.34
小型拖拉机产量	17	0.03	0.51
中型拖拉机产量	29.19	0.06	1.75
大型拖拉机产量	10.76	0.2	2.15
农作物收获机产量	19.82 (2021年)	0.2	3.96
工程机械行业液压管路市場空间			45.09

来源：公司公告，Wind，中泰证券研究所

2.3、煤矿和有色金属矿产值过万亿，矿山机械后维修市場空间广阔

- **煤矿和有色金属矿产量均处于增长趋势。**2017年后，煤矿行业处于新一轮的设备更新期，2022年煤矿产量44.96亿吨，设备投资额4,988.44亿元，同比增长24.40%；有色金属矿业设备投资规模处于稳定发展中，2022年十种有色金属矿产量为6,774.30万吨，设备投资额为1,155.63亿元，同比增长8.40%。
- **矿山机械后维修市場规模取决于矿山机械的保有量，设备维修空间广阔。**根据中国机电装备维修与改造技术协会矿用设备分会抽样调查，行业内主要煤炭生产企业的吨煤生产费用中用于综采设备后维修市場的费用大约为8元/吨，按照2022年产量推算，仅煤矿行业的后维修市場规模已经突破300亿元。按2022年煤炭价格900元/吨和有色金属平均价格25000元/吨保守估计，煤矿和有色金属矿产值超过5万亿元，矿山企业对备品配件的采购需求具有持续性，矿山机械后维修市場的市场需求受行业周期影响较小。依托于该万亿市場，公司面对的矿山机械后维修市場规模空间广阔。

图表 26：2022 年工程机械行业液压管路的市場需求测算

	2022年煤矿产量	综采设备后维修市場费用	煤矿行业后市場维修规模
煤矿行业	44.96亿吨	8元/吨	359.7亿元

来源：公司公告，Wind，中泰证券研究所

3、液压硬管总成领先企业，采用“贴近式服务”创新模式

3.1、液压硬管总成行业领先，逐步实现进口替代

- 公司是国内较早进入液压管路行业的公司之一，自主研发生产的硬管总成在国内占据优势地位。公司掌握了硬管弯折多元化工艺应用技术、自动卧式氩弧单面焊双面成型技术、管端一体成型技术等多项核心技术，提升了产品关键性能指标，达到或接近国际领先水平。截至 2023 年 7 月，公司已取得 146 项专利，包括 7 项发明专利，136 项实用新型专利，3 项外观设计专利。

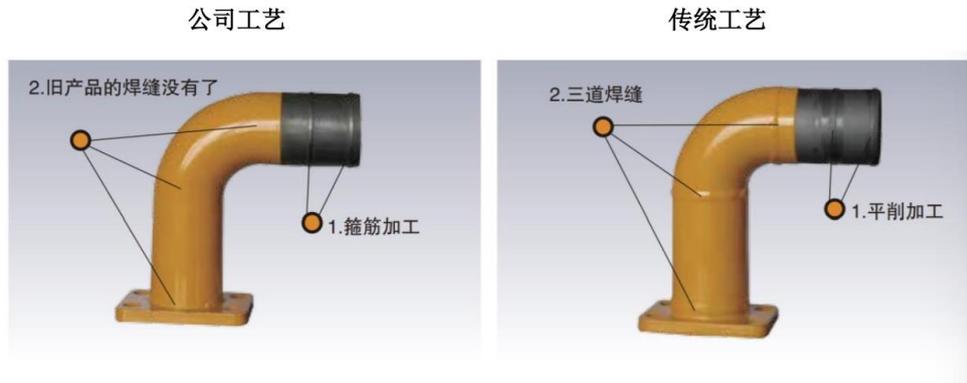
图表 27：公司产品关键性能指标与国际、行业水平对比

产品指标	公司	国际领先水平	行业平均水平
耐压性	可承受工作压力>42Mpa	可承受工作压力>42Mpa	可承受工作压力>35Mpa
密封性	工作 3,000 小时以上不发生泄漏	工作 3,000 小时以上不发生泄漏	工作 2,000 小时不发生泄漏
清洁性	NAS 8 级	NAS 7 级	NAS 9 级
加工精度	扁平率<1.05 管端位置公差<±1.5mm	扁平率<1.04	扁平率<1.10 管端位置公差<±8.0mm
耐腐蚀	镀锌盐雾试验达 240 小时	-	镀锌盐雾试验达 72 小时
耐疲劳	脉冲试验达 200 万次	脉冲试验达 100 万次	脉冲试验达 100 万次

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 公司开发出一体成型吸回油管结构，减少了产品焊缝，在提升了产品密封性、轻量化和美观度的同时，降低了产品成本。传统工艺采用在标准弯头两端焊接法兰和接管的方式制作，需要两次焊接，产品制作成本高，整体笨重且不美观。公司通过对材料的研究和选择，以及对弯管工艺的创新，解决了薄壁大通径弯管的行业技术难点，可实现 1D 最小半径弯管；通过对箍筋技术的研发，不需焊接即可将管道直接与接头相连。

图表 28：公司一体成型吸回油管工艺与传统工艺对比



来源：公司公告，中泰证券研究所

3.2、“贴近式服务”获得下游龙头大客户认可，有望受益于工程机械下一轮上行周期

- 液压行业的品牌及认证壁垒高。工程机械等重型工业设备对液压元件的性能、稳定性及可靠性要求较高，下游主机厂商对于供应商进行采购管理、生产工艺、物流管控、技术研发、成本控制、安全环保和质量控制等各方面评审后，才能确认合格供应商。成为合格供应商后，经过报价、开发设计及工艺调试、样品试制和检验、装机验证等多个环节后，才可进入批量供货阶段。因此，液压元件生产企业一旦通过供应商认证，并

建立配套生产关系后，将会长期稳定合作。

- 创新服务模式，以贴近式服务为下游客户提供个性化的液压管路系统全面解决方案。**对于前装市场，由于硬管总成的形态不规则且为中空结构，运输成本较高，贴近式服务可降低产品成本，提升产品竞争力；面对矿山后市场，贴近式服务能够随时应对矿山客户突发的维修需求，减少客户停产时间，提高客户生产效率，公司已在江苏苏州及徐州、湖南长沙及娄底、陕西渭南、安徽马鞍山等地建立了配套工厂。
- 公司大客户相对稳定，有望受益于工程机械新一轮上行周期。**客户覆盖程度和客户资质是液压行业市场地位的重要体现和评价标准，公司的主要客户多为下游行业的龙头企业，工程机械行业中，公司客户覆盖了包括三一集团、徐工集团、中联重科、山河智能、龙工控股、柳工集团、山推股份、铁建重工、浙江鼎力等，连续多年被三一集团等重要客户评为优秀供应商；在矿山机械行业，公司长期服务于江铜集团、国能集团、中煤集团等知名矿山企业；在农业机械领域，公司已进入了知名企业久保田的供应商体系；在港口机械领域，公司已与振华重工开展项目合作。在重要客户市场份额方面，2022 年公司在三一集团、中联重科等工程机械行业龙头同类产品采购份额中位居前列。

图表 29：公司合作客户



来源：公司官网，中泰证券研究所

3.3、募投项目增加公司产能，建设高强度液压管路产品

- 募投项目将提升液压管路产品的产能，为公司进一步拓展客户奠定基础。**公司本次募集资金共投向 3 个项目，其中高强度液压管路产品生产建设项目预计总投资 4.2 亿元，建成后将实现年产 2,300 万件管接头、200 万件硬管总成、50 万件软管总成及 2.5 万吨高强度精密钢管的产品规模。项目达产年度，预计年增加收入为 49,925.00 万元，年增加净利润 8,136.02 万元，税后投资回收期为 7.37 年（含建设期），税后内部收益率为 16.17%。

图表 30: 公司首次公开发行募投资金及用途

序号	项目名称	投资总额 (万元)	拟募集资金投 资额 (万元)	建设期
1	高强度液压管路产品生产 建设项目	41,950.04	41,950.04	24 个月
2	研发中心建设项目	5,460.92	5,460.92	24 个月
3	补充流动资金	20,000.00	20,000.00	-
	合计	67,410.96	67,410.96	

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

3.4、对比耀坤液压, 二者产品和客户各有侧重, 公司毛利率领先

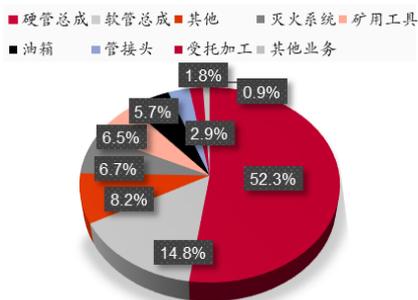
- 同行业可比上市公司中, 公司和耀坤液压的规模和主营业务最为相近, 硬管总成均为占比最大的产品。二者的产品结构、下游客户、销售战略各有侧重, 由于采取贴近式服务战略, 公司的毛利率更高。

图表 31: 液压行业上市公司对比 (单位: 亿元)

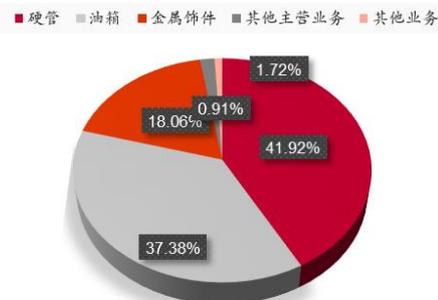
公司名称	主要产品	2022年营 业收入	2022年净 利润
恒立液压	液压油缸、液压泵阀、油缸配件等	82.0	23.5
艾迪精密	液压破碎锤、液压泵、液压马达等	20.2	2.5
长龄液压	张紧装置、中央回转接头等	9.0	1.3
邵阳液压	液压缸、液压系统、液压柱塞泵等	3.0	0.5
万通液压	自卸车专用油缸、机械装备用油缸	5.0	0.6
威博液压	动力单元等	3.0	0.3
利通科技	橡胶液压软管等	3.7	0.8
耀坤液压	油箱、硬管和金属饰件等	7.1	1.4
福事特	液压硬管、液压软管、管接头等	4.6	1.6

来源: 公司公告, Wind, 中泰证券研究所

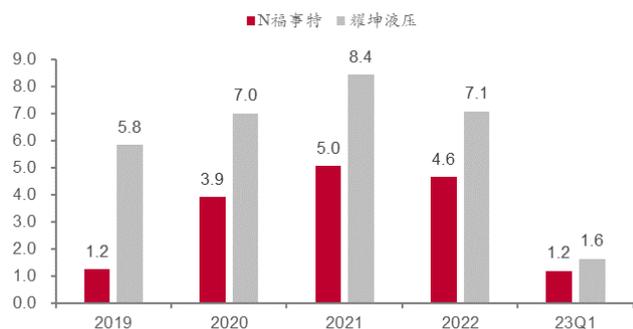
- 二者硬管业务均占比最大, 其他业务各有侧重, 耀坤液压的营收规模较高。耀坤液压主要从事液压元件及零部件的研发、生产和销售, 主要产品为油箱、硬管和金属饰件等, 主要应用于挖掘机等各类工程机械主机设备, 油箱和硬管产品的产能和产量处于国内前列。公司主营产品为液压硬管、液压软管、管接头、矿用工具等, 在液压硬管总成细分行业中处于国内同行业领先水平, 并逐步实现在国内高端应用市场进口替代的突破。

图表 32: 2022 年福事特营收分产品占比


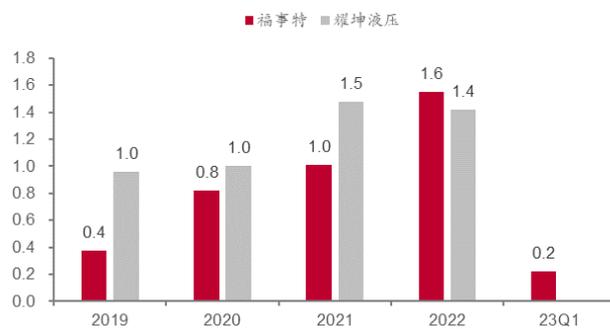
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 33: 2022 年耀坤液压营收分产品占比


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 34: 2019-23Q1 福事特和耀坤液压营收对比 (亿元)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 35: 2019-23Q1 福事特和耀坤液压净利润对比 (亿元)


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 公司的下游大客户以工程机械和矿山机械客户为主，耀坤液压的大客户主要为工程机械厂商。耀坤液压的前五大客户为卡特彼勒、小松、徐工、沃尔沃、神钢建机；福事特的前五大客户为三一集团、江铜集团、中煤集团、中联重科、国能集团，除了面向工程机械客户的前装市场外，公司还为矿山后市场提供服务。

图表 36: 2022 年福事特前五大客户

序号	客户名称	销售额 (万元)	营收占比
1	三一集团	21,466.82	46.21%
2	江铜集团	4,842.84	10.42%
3	中煤集团	3,295.86	7.09%
4	中联重科	3,290.07	7.08%
5	国能集团	2,662.14	5.73%
	合计	35,557.73	76.54%

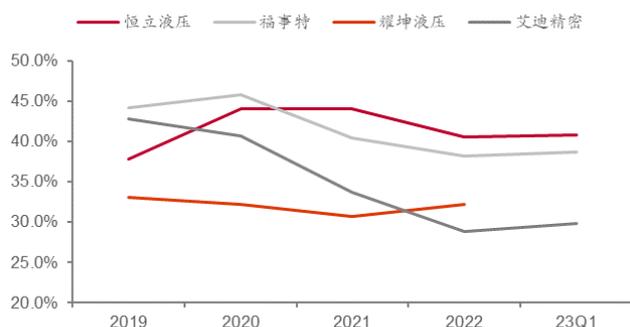
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 37: 2022 年耀坤液压前五大客户

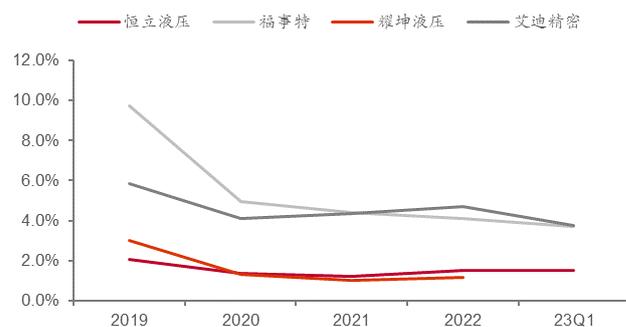
序号	客户名称	销售额 (万元)	营收占比
1	卡特彼勒	26,856.47	38.00%
2	小松	8,137.08	11.51%
3	徐工集团	7,929.69	11.22%
4	沃尔沃	5,961.42	8.44%
5	神钢建机	4,156.18	5.88%
	合计	53,040.84	75.05%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

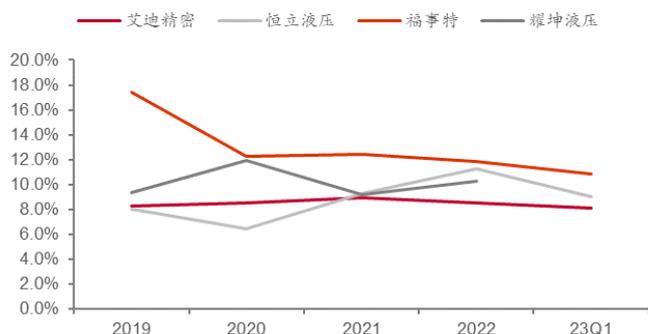
- 采取贴近式服务的经营模式，矿山机械行业后维修市场毛利率较高，因此公司的毛利率和期间费用率较高。公司在工程机械主机厂商和矿山客户周边建立配套工厂和服务网点，缩短服务半径并提供 7×24 小时的随时响应服务，公司已在江苏苏州及徐州、湖南长沙及娄底、陕西渭南、安徽马鞍山等地建立了配套工厂，2020-2022 年公司矿山机械行业客户的毛利率分别为 50.38%、49.95%和 48.08%，因此公司的毛利率和销售费用率较高。耀坤液压在江苏省江阴市、山东省济宁市、泰国罗勇府三地均建立了生产基地。

图表 38: 2019-23Q1 福事特和可比公司毛利率对比


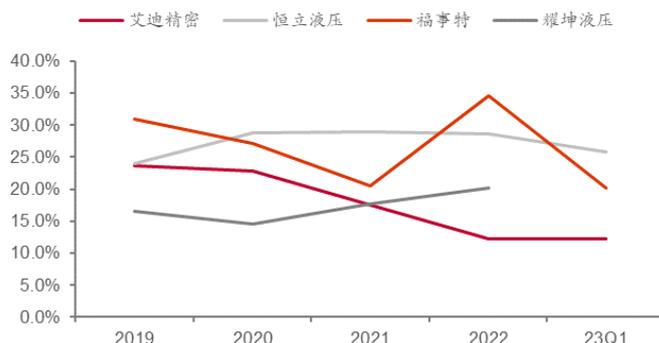
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 39: 2019-23Q1 福事特和可比公司销售费用率对比


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 40: 2019-23Q1 福事特和可比公司管理费用率对比


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 41: 2019-23Q1 福事特和可比公司净利率对比


来源: Wind, 中泰证券研究所

4、首次覆盖，给予“增持”评级

- 公司是国内领先的液压硬管总成制造商，贴近式服务深耕主机厂商配套生产市场及后维修市场。硬管总成业务深度获得大客户认可，有望受益于工程机械新一轮景气周期；矿山后市场维修空间广阔，软管总成和矿用工具等产品高毛利。随着公司募投项目产能逐步释放，公司营收和盈利水平有望继续提升。
- 各项业务关键假设如下：
 - 1) 硬管总成：销量与下游工程机械行业需求相关，2022 年行业需求下滑，随着下游行业需求恢复，以及工程机械出口的拉动作用，公司募投项目产能逐步释放，假设 23-25 年公司硬管总成销量增速提升；假设单价维持稳定；由于规模效应，毛利率预计有所上升。
 - 2) 软管总成：客户拓展布局期，假设销售收入延续逐年上升趋势；销售单价变化主要系客户结构变动，假设单价维持稳定，假设毛利率为前三年均值。
 - 3) 油箱：2021 年湖南福事特、江苏福事特和徐州福事特的油箱开始量产，假设 23-25 年逐步放量，假设单价和毛利率维持稳定。
 - 4) 管接头：22 年公司下调产品价格维持竞争力，假设后续价格和毛利率维持稳定，假设 23 年销量持平，24-25 年恢复增长；
 - 5) 消防灭火系统：矿山客户对自动化智能化产品需求增加，公司作为徐工供应商，市场认可度高，假设 23-25 年收入增速保持；毛利率维持稳定；
 - 6) 矿用工具：收入的变动主要取决于矿山客户对矿山机械维修或保养的需求频次、公司对新建矿山的的服务网点布局和公司对客户需求的开发深度，收入和毛利率波动较大，假设未来收入和毛利率维持前三年均值；

我们预计 2023-2025 年公司营收分别为 5.3 亿元、6.3 亿元、7.7 亿元；分别同比+14%、+18%、+23%；归母净利润分别为 1.27 亿元、1.52 亿元、1.88 亿元，分别同比-18%、+19%、+24%；EPS 分别为 1.59 元、1.90 元、2.36 元，给予增持评级（首次）。

图表 42: 可比公司估值

公司	代码	股价(元)	EPS(元)				PE(倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
恒立液压	601100.SH	70.63	1.79	2.0	2.4	2.9	40.42	34.96	29.14	24.31
艾迪精密	603638.SH	18.63	0.30	0.4	0.4	0.6	62.65	52.35	43.84	30.69
长龄液压	605389.SH	27.14	0.93	1.3	1.7	2.2	29.09	21.13	15.60	12.25
利通科技	832225.BJ	12.15	0.79	1.1	1.4	1.5	15.45	10.65	8.87	7.89
万通液压	830839.BJ	7.85	0.55	0.8	1.0	1.2	14.79	10.23	7.93	6.80
平均值							32.48	25.86	21.08	16.39
福事特	301446.SZ	36.75	1.94	1.59	1.9	2.36	18.92	23.11	19.34	15.57

来源: wind, 中泰证券研究所

注: 截至 8 月 1 日收盘价, 福事特盈利预测来自中泰证券预测, 其他盈利预测来自 Wind 一致预期

图表 43: 公司业绩拆分

业务	项目	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
硬管总成	硬管总成收入 (百万元)	221.5	304.2	243.0	263.3	329.1	427.9
	硬管总成收入YOY (%)	4923.6%	37.3%	-20.1%	8.4%	25.0%	30.0%
	硬管总成收入占比 (%)	56.7%	60.3%	52.3%	49.7%	52.5%	55.6%
	硬管总成成年销量 (吨)	7596.0	10275.0	8358.6	8776.6	10970.7	14261.9
	硬管总成单价 (万元/吨)	2.9	3.0	2.9	3.0	3.0	3.0
	硬管总成毛利率 (%)	39.9%	36.9%	35.3%	36.0%	37.0%	38.0%
软管总成	软管总成收入 (百万元)	88.4	112.4	85.8	94.8	121.8	162.6
	软管总成收入YOY (%)	46.3	57.9	68.9	82.1	102.7	133.5
	软管总成收入占比 (%)	5.6%	25.1%	19.0%	19.2%	25.0%	30.0%
	软管总成成年销量 (吨)	11.9%	11.5%	14.8%	15.5%	16.4%	17.4%
	软管总成单价 (万元/吨)	583.0	687.9	833.8	1000.5	1250.7	1625.9
	软管总成毛利率 (%)	7.9	8.4	8.3	8.2	8.2	8.2
油箱	油箱收入 (百万元)	49.7%	56.7%	53.7%	53.4%	54.6%	53.9%
	油箱收入YOY (%)	23.0	32.8	37.0	43.8	56.0	71.9
	油箱收入占比 (%)	0.1	25.3	26.4	27.8	30.5	36.7
	油箱成年销量 (吨)	0.0%	5.0%	5.7%	5.2%	4.9%	4.8%
	油箱单价 (万元/吨)	8.77	1,826.07	2,003.68	2,103.86	2,314.25	2,777.10
	油箱毛利率 (%)	1.23	1.39	1.32	1.32	1.32	1.32
管接头	管接头收入 (百万元)	18.72%	23.03%	17.52%	22.0%	22.0%	20.0%
	管接头收入YOY (%)	0.0	5.8	4.6	6.1	6.7	7.3
	管接头收入占比 (%)	22.1	14.0	13.7	13.7	14.3	15.1
	管接头成年销量 (吨)	46.1%	-36.6%	-2.2%	-0.1%	5.0%	5.0%
	管接头单价 (万元/吨)	5.7%	2.8%	2.9%	2.6%	2.3%	2.0%
	管接头毛利率 (%)	516.2	324.2	371.2	371.2	389.8	409.3
1 液压管理系统合计	管接头毛利 (百万元)	4.3	4.3	3.7	3.7	3.7	3.7
	管接头毛利 (%)	33.9%	37.4%	26.1%	25.0%	23.0%	23.0%
	管接头毛利YOY (%)	7.5	5.2	3.6	3.4	3.3	3.5
	营业收入 (百万元)	290.03	401.45	351.97	386.87	476.69	613.06
2 消防灭火系统	YOY (%)	357.7%	38.4%	-12.3%	9.9%	23.2%	28.6%
	收入占比 (%)	74.3%	79.5%	75.8%	73.0%	76.0%	79.7%
	毛利率 (%)	41.0%	38.9%	37.2%	37.4%	38.7%	39.4%
	毛利 (百万元)	118.94	156.24	130.97	144.73	184.53	241.84
	消防灭火系统收入 (百万元)	17.5	26.0	31.2	37.5	45.0	54.0
3 矿用工具	消防灭火系统收入YOY (%)	24.5%	49.2%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
	消防灭火系统收入占比 (%)	4.5%	5.2%	6.7%	7.1%	7.2%	7.0%
	消防灭火系统毛利率 (%)	55.2%	56.1%	57.5%	57.52%	57.52%	57.52%
	消防灭火系统毛利 (百万元)	9.6	14.6	18.0	21.6	25.9	31.1
	矿用工具收入 (百万元)	27.5	37.1	30.4	31.7	33.1	31.7
4 其他业务	矿用工具收入YOY (%)	-1.5%	34.7%	-17.9%	4.1%	4.4%	-4.0%
	矿用工具收入占比 (%)	7.0%	7.3%	6.6%	6.0%	5.3%	4.1%
	矿用工具毛利率 (%)	44.9%	35.9%	29.7%	36.8%	34.1%	33.6%
	矿用工具毛利 (百万元)	12.3	13.3	9.0	11.7	11.3	10.6
	其他业务收入 (百万元)	77.66	79.61	64.61	74.0	72.7	70.4
合计	其他业务收入YOY (%)	334.1%	2.5%	-18.8%	14.5%	-1.7%	-3.2%
	其他业务收入占比 (%)	19.9%	15.8%	13.9%	14.0%	11.6%	9.2%
	其他业务毛利率 (%)	70.7%	50.1%	35.3%	52.0%	45.8%	44.4%
	其他业务毛利 (百万元)	54.88	39.88	22.79	38.47	33.30	31.24
	营业收入 (百万元)	390.46	504.87	464.57	529.99	627.46	769.19
	营业收入YOY (%)	216.9%	29.3%	-8.0%	14.1%	18.4%	22.6%
	销售毛利率 (%)	45.8%	40.4%	38.2%	40.8%	40.6%	40.9%
	销售毛利 (百万元)	178.67	204.17	177.23	216.42	254.99	314.78
	销售净利率 (%)	27.1%	20.5%	34.6%	24.0%	24.2%	24.5%
	归母净利润 (百万元)	82.17	101.14	155.38	127.20	151.84	188.45
归母净利润YOY (%)	117.2%	23.1%	53.6%	-18.1%	19.4%	24.1%	
非经常性损益 (百万元)	8.61	5.59	74.04	0.00	0.00	0.00	
扣非归母净利润 (百万元)	73.56	95.55	81.34	127.20	151.84	188.45	
扣非归母净利润YOY (%)	106.8%	29.9%	-14.9%	56.4%	19.4%	24.1%	

来源: wind, 中泰证券研究所

图表 44: 盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	50	53	76	200	营业收入	465	530	627	769
应收票据	28	32	38	46	营业成本	287	314	372	454
应收账款	125	138	159	193	税金及附加	5	5	6	7
预付账款	5	5	7	8	销售费用	19	21	25	28
存货	53	58	69	84	管理费用	36	39	42	50
合同资产	0	0	0	0	研发费用	19	21	25	30
其他流动资产	95	105	122	145	财务费用	1	-1	-1	-1
流动资产合计	356	392	470	676	信用减值损失	0	0	0	0
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-3	0	0	0
长期股权投资	18	18	18	18	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	233	288	361	450	投资收益	1	7	11	12
在建工程	45	85	105	55	其他收益	8	12	10	10
无形资产	32	24	17	11	营业利润	184	150	179	222
其他非流动资产	59	73	85	95	营业外收入	4	4	4	6
非流动资产合计	386	489	586	629	营业外支出	0	0	0	0
资产合计	742	881	1,057	1,305	利润总额	188	154	183	228
短期借款	6	14	20	50	所得税	27	22	26	33
应付票据	27	30	36	43	净利润	161	132	157	195
应付账款	72	78	93	114	少数股东损益	5	4	5	6
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	156	127	152	188
合同负债	1	2	2	2	NOPLAT	162	131	156	194
其他应付款	5	5	5	5	EPS (按最新股本摊薄)	1.94	1.59	1.90	2.36
一年内到期的非流动负债	6	6	6	6					
其他流动负债	84	86	90	97	主要财务比率				
流动负债合计	202	221	252	318	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	-8.0%	14.1%	18.4%	22.6%
其他非流动负债	78	78	78	78	EBIT增长率	55.1%	-18.9%	19.4%	24.0%
非流动负债合计	78	78	78	78	归母公司净利润增长率	53.6%	-18.1%	19.4%	24.1%
负债合计	280	299	330	396	获利能力				
归属母公司所有者权益	442	557	697	873	毛利率	38.1%	40.8%	40.6%	40.9%
少数股东权益	20	25	30	36	净利率	34.6%	24.8%	25.0%	25.3%
所有者权益合计	462	581	726	909	ROE	33.6%	21.9%	20.9%	20.7%
负债和股东权益	742	881	1,057	1,305	ROIC	37.8%	24.2%	23.3%	22.5%
					偿债能力				
					资产负债率	37.7%	34.0%	31.2%	30.3%
					债务权益比	19.6%	16.9%	14.4%	14.8%
					流动比率	1.8	1.8	1.9	2.1
					速动比率	1.5	1.5	1.6	1.9
					营运能力				
					总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
					应收账款周转天数	87	89	85	82
					应付账款周转天数	69	86	83	82
					存货周转天数	78	64	61	61
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.94	1.59	1.90	2.36
					每股经营现金流	0.43	1.58	1.79	2.13
					每股净资产	5.52	6.96	8.71	10.92
					估值比率				
					P/E	19	23	19	16
					P/B	7	5	4	3
					EV/EBITDA	43	50	41	33

来源: wind, 中泰证券研究所

5、风险提示

- 对三一集团存在重大依赖的风险。2020-2022年,公司向三一集团销售收入占主营业务收入的比例分别为 59.61%、58.69%、46.21%,销售

毛利占比分别为 59.41%、52.62%、41.92%。若未来公司新客户拓展计划不如预期，或三一集团经营、采购战略发生较大变化，或公司与三一集团的合作关系被其他供应商替代，或行业竞争加剧、宏观经济波动和产品更新换代等因素导致三一集团市场份额下降进而减少对公司产品的采购，公司的业务发展和业绩表现将因销售收入依赖于三一集团而受到不利影响。

- **原材料价格波动导致的成本上升风险。**公司直接材料占成本比例在 70%以上，是主营业务成本的重要构成部分。公司产品的主要原材料为钢材、法兰、接头等，整体来看上游钢材市场价格波动对公司成本有一定影响。未来若原材料价格发生大幅波动且公司未能及时对产品售价进行调整，将影响公司的营业利润，可能对公司盈利能力产生不利影响。
- **核心技术和管理人员流失风险。**随着行业的持续发展，具备丰富研发经验的技术人才将成为行业内众多企业争夺的重点，公司可能面临技术人才流失的风险。如果公司发生核心技术人才流失，同时未及时找到合适人选进行替代，将导致公司技术研发创新能力下降，在一定程度上丧失行业技术优势地位，从而给公司的业务发展带来不利影响。
- **宏观经济及下游行业周期性波动风险。**公司专业从事液压管路系统的研发、生产和销售，产品应用于工程机械、矿山机械、港口机械、农业机械、物流仓储和风电装备等行业，上述下游市场的需求同国内宏观经济的发展水平及国家产业政策密切相关。当宏观经济处于上行周期或国家产业政策支持时，固定资产投资增长，带动上述下游行业需求增长，进一步带动公司业绩提升。当宏观经济下行或国家产业政策调整时，固定资产投资需求萎缩，液压行业发展和公司业绩增长将趋缓。当市场处于下行周期时，下游客户总体需求降低，将直接影响公司的产品销售。因此，若下游行业市场受宏观经济波动影响发展趋缓，将会影响公司产品的整体需求，对公司盈利能力产生不利影响。
- **研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。**文中使用的关于公司、行业等公开资料和数据可能存在信息滞后或更新不及时的风险。
- **行业市场规模测算偏差风险。**行业市场规模测算根据历史数据假设推演测算，存在跟实际数据有一定偏差的风险。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。