

非金融公司 | 公司深度 | 万通液压 (830839)

深耕液压油缸，新业务高成长



| 报告要点

公司专注于中高压液压油缸的研产销，主要产品为自卸车专用油缸、机械装备用缸；新切入油气弹簧领域，并成功研制新能源电气化产品电动缸，新业务营收占比已接近 10%，下游可应用至汽车、采掘设备、工程机械、军工装备等领域。公司走自主研发路线，掌握了液压油缸及油气弹簧的核心工艺及技术，为国家级“专精特新”小巨人和山东省制造业单项冠军。公司通过多产品矩阵的生产销售，叠加新品推成出新对冲周期属性，成功切入成长领域，未来军品、油气弹簧、电动缸等业务有望保障公司远期成长。

| 分析师及联系人



刘建伟



周羽希

SAC: S0590524050005 SAC: S0590524070003

万通液压(830839)

深耕液压油缸，新业务高成长

行 业： 机械设备/工程机械
 投资评级： 买入（首次）
 当前价格： 10.01 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股) 119.31/64.38
 流通A股市值(百万元) 644.46
 每股净资产(元) 4.53
 资产负债率(%) 23.73
 一年内最高/最低(元) 15.00/6.80

股价相对走势



相关报告



扫码查看更多

投资要点

➤ 行业覆盖全面，液压缸下游应用广阔

液压缸为液压系统的核心元件，价值量占比最高（2021年36%）；预计2021年我国液压缸市场规模已达约300亿元，预测2026年有望突破500亿元，CAGR为13%。液压系统下游覆盖面广，可应用于工程机械、矿山机械、汽车工业等多个领域，同时随着技术提升、产品迭代，应用领域有望持续拓宽。工程机械领域为最大的下游市场，2022年占比60%，2021-2023工程机械行业历经3年下行周期，有望于2024年企稳回暖，带动上游需求高涨。

➤ 对冲行业周期，公司积极布局四大领域

公司围绕专用汽车、煤炭采掘设备、工程机械、国防装备四大应用领域着重拓展，行业间具备互补性，在近年基建、地产、工业机械等行业景气度下行阶段，公司业绩仍具备较强韧性，呈现出增长态势。同时公司积极布局新业务领域，顺应电动化趋势加大对电动缸及油气弹簧的研发投入，目前行业正处于电动缸替代液压缸、油气弹簧替代钢板弹簧、空气弹簧的初期，公司前瞻性布局带领公司进入高速增长赛道，打开成长曲线。

➤ 业务多面布局，给予“买入”评级

我们预计公司2024-2026年营业收入分别为7.78/9.22/10.93亿元，同比增速分别为16.4%/18.5%/18.6%，归母净利润分别为0.98/1.20/1.45亿元，同比增速分别为23.7%/22.5%/21.0%，3年CAGR为22.4%，2024年EPS为0.82元/股，对应PE12倍。鉴于公司为液压油缸小巨人企业，多矩阵布局四大应用领域，助公司穿越行业周期，同时积极切入电动缸、油气弹簧新业务，打开成长空间，给予“买入”评级。

风险提示：经济增长不及预期、新产品研发销售不及预期、新产品行业渗透不及预期风险

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	505	669	778	922	1093
增长率(%)	50.4%	32.5%	16.4%	18.5%	18.6%
EBITDA(百万元)	72	113	156	180	206
归母净利润(百万元)	63	79	98	120	145
增长率(%)	48.5%	25.3%	23.7%	22.5%	21.0%
EPS(元/股)	0.53	0.67	0.82	1.01	1.22
市盈率(P/E)	19	15	12	10	8
市净率(P/B)	2.60	2.30	2.09	1.88	1.67
EV/EBITDA	11.33	13.44	7.90	6.68	5.69

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2024年08月01日收盘价

投资聚焦

核心逻辑

公司是液压油缸小巨人企业，专注于中高压液压油缸的研产销，下游应用于专用汽车、煤炭采掘、工程机械、军工设备四大领域；公司打造多产品矩阵，有效平滑行业周期，在专用自卸车领域市占率预计达约 20%，不断加大研发布局，向煤炭综采设备、工程机械设备持续渗透。同时公司积极研发新产品，打造新的成长曲线，未来军品、油气弹簧、电动缸等业务有望保障公司远期成长。

核心假设

- 机械装备用缸：下游应用广泛，叠加新产品顺利研产销，未来该板块有望维持增长，假设 2024-2026 年公司机械装备用缸业务分别实现增速 15%/20%/20%，毛利率基本维持稳定略有回升，2024-2026 年分别实现 21%/21%/22%。
- 油气弹簧：油气弹簧正处于替代钢板弹簧、空气弹簧的初期阶段，下游应用领域也由最早的特种及工程车辆逐步向商用车甚至未来乘用车扩展，发展前景广阔。假设 2024-2026 年油气弹簧实现营收分别为 0.85/1.18/1.57 亿元，毛利率分别为 39%/38%/38%。
- 自卸车专用油缸：自卸车专用油缸为公司传统业务，近年受国六改革、宏观经济等影响略有下滑，未来预计该板块业务维持稳定，假设 2024-2026 年分别实现营收 1.16/1.17/1.19 亿元，毛利率 19%/19%/18%。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 7.78/9.22/10.93 亿元，同比增速分别为 16.4%/18.5%/18.6%，归母净利润分别为 0.98/1.20/1.45 亿元，同比增速分别为 23.7%/22.5%/21.0%，3 年 CAGR 为 22.4%；2024-2026 年 EPS 分别为 0.82/1.01/1.22 元/股，对应 PE 分别为 12/10/8 倍，给予“买入”评级。

投资看点

- 短期：煤炭采掘市场维持高景气，工程机械行业结束下行周期，需求企稳回升。
- 长期：电动缸、油气弹簧渗透率持续提升，带动公司业绩高速增长。

正文目录

1. 液压油缸小巨人，三大核心产品并进	6
1.1 深耕液压油缸，发力油气弹簧	6
1.2 业绩稳健增长，盈利能力回升	8
2. 国产替代正当时，下游应用领域拓展	10
2.1 液压油缸多点开花，应用领域逐步拓宽	10
2.2 油气弹簧军民融合，商用民用依次渗透	13
3. 液压缸穿越周期，新业务驱动高成长	16
3.1 四大领域并进，助公司对冲波动	16
3.2 新业务进展佳，发力丝杠电动缸	19
4. 盈利预测、估值与投资建议	22
4.1 盈利预测	22
4.2 估值与投资建议	23
5. 风险提示	25

图表目录

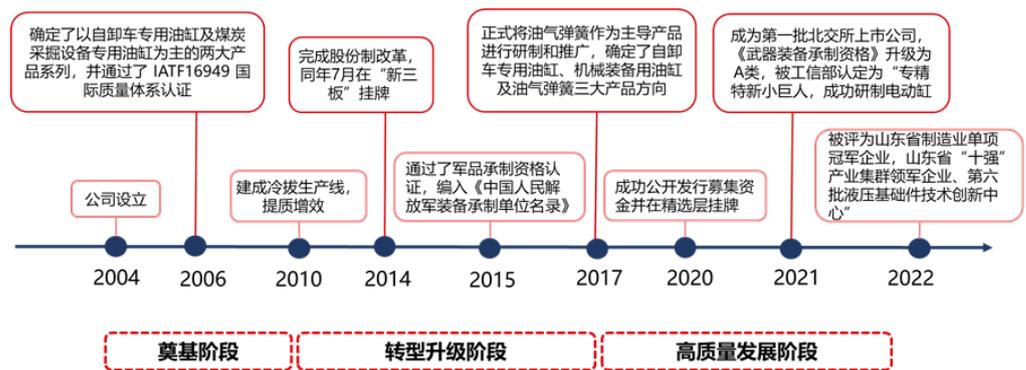
图表 1: 公司发展历程.....	6
图表 2: 公司产品主要聚焦中高压、高压产品.....	7
图表 3: 公司三大核心产品.....	7
图表 4: 公司股权结构图 (截至 2024Q1)	8
图表 5: 2021 年公司实施股权激励计划, 绑定核心员工	8
图表 6: 2022-2023 年公司营收高速增长 (百万元)	9
图表 7: 2022-2023 年公司净利润稳步回升	9
图表 8: 公司降本增效明显, 费用端逐年下降.....	9
图表 9: 2023 年公司摊薄 ROE 高于行业平均水平	9
图表 10: 液压传动相较于其他传动形式优势显著.....	10
图表 11: 液压系统的工作原理.....	10
图表 12: 全球和我国液压行业稳步增长 (亿欧元)	11
图表 13: 2020 年我国已成为全球最大的液压市场	11
图表 14: 2022 我国液压行业下游应用以工程机械为主	11
图表 15: 挖掘机产量触底, 静待拐点修复 (单位: 万台)	11
图表 16: 液压元件价值量分布, 液压缸占比最高.....	12
图表 17: 液压缸行业市场规模稳步增长.....	12
图表 18: 我国液压元件贸易顺差逐渐缩小.....	13
图表 19: 2023 年液压缸行业 CR4 为 14%.....	13
图表 20: 油气悬架工作原理.....	13
图表 21: 保隆科技空气悬架在乘用车上的应用.....	13
图表 22: 不同汽车悬架种类对比.....	14
图表 23: 我国矿用宽体自卸车销量 (单位: 台)	15
图表 24: 2023 年我国半挂车产量回升 (单位: 万辆)	15
图表 25: 除价格因素, 油气悬架具备更多优势.....	15
图表 26: 国内生产的配置智能/空气悬架系统的车型 (不完全统计)	16
图表 27: 公司聚焦三大产品, 四大应用领域着重拓展.....	17
图表 28: 公司在自卸车领域市占率逐年提升.....	17
图表 29: 自卸车专用油缸为公司的奠基业务.....	17
图表 30: 行业景气度高, 带动资本支出提升.....	18
图表 31: 综合采掘设备中液压支架占比量最高.....	18
图表 32: 2019-2022 年液压支架生产情况	18
图表 33: 2019-2022 年掘进机生产情况	18
图表 34: 2020 年至 2024 年 1-4 月工程机械行业主要产品销量	19
图表 35: 电动缸与液压缸和气缸对比, 电动缸性能优势较大.....	20
图表 36: 公司电动缸领域在研项目情况.....	21
图表 37: 公司持续加大研发投入.....	22
图表 38: 公司电动缸业务有望切入更大的民用市场.....	22
图表 39: 毛利率拆分表.....	23
图表 40: 公司与可比公司的情况比较.....	24

1. 液压油缸小巨人，三大核心产品并进

1.1 深耕液压油缸，发力油气弹簧

液压油缸“小巨人”，新业务打开增量空间。公司专注于中高压液压油缸研产销，主要产品为自卸车专用油缸、机械装备用缸和油气弹簧，并成功研制新能源电气化产品电动缸，下游主要有汽车、采掘设备、工程机械、军工装备等领域。公司走自主研发路线，掌握了液压油缸及油气弹簧的核心工艺及技术，为国家级“专精特新”小巨人和山东省制造业单项冠军。公司大客户优势显著，客户有宏昌专用车、中集集团、郑煤机以及中航科技等军工集团下属特种设备制造企业。

图表1：公司发展历程



资料来源：公司公告，国联证券研究所

三大核心产品并进，着力四大应用领域。公司拥有机械装备用缸、自卸车专用油缸和油气弹簧三大核心产品，2023 年占总营收的比例分别为 71.2%/16.7%/7.7%；下游围绕专用汽车、煤炭采掘机械、工程机械、国防装备四大应用领域着重拓展；同时公司聚焦高附加值产品，定位中高压液压油缸，除应个别客户要求，生产少量中高压自卸车专用油缸外，公司其余自卸车专用油缸，机械装备用缸和油气弹簧均为高压油缸，产品附加值较高。

图表2：公司产品主要聚焦中高压、高压产品

级别	压力范围 (Mpa)	产品应用	公司生产产品类别
低压	0.0-2.5		-
中压	2.5-8.0	机床类机械	-
中高压	8.0-16.0	要求体积小、重量轻、载荷大的建筑车辆和飞机用油缸	自卸车专用油缸
高压	16.0-32.0	挖掘机等工程机械	自卸车专用油缸 机械装备用缸 油气弹簧
超高压	>32		-

资料来源：公开转让说明书，国联证券研究所

图表3：公司三大核心产品

产品	内容	图例
自卸车专用油缸	自卸车是指通过液压或机械举升而自行卸载货物的车辆，由汽车底盘、液压举升系统、取力装置和货厢等部件组成；自卸车专用油缸主要用于自卸车的液压举升系统，可以将液压能转换成机械能，是自卸车的主要配件之一。	  
机械装备用缸	下游应用行业和领域广泛；下游产品主要包括以矿用液压支架和掘进机为代表的能源采掘设备，以挖掘机、起重机、顶管机和水泥湿喷机为代表的工程机械，以及国防军工装备等其他专用装备。	  
油气弹簧	悬架系统是车架与车桥（或车轮）之间一切传力连接装置的总称，一般有弹性元件、减震器、导向机构三部分组成。油气弹簧是油气悬架的弹性及减震元件，以气体作为弹性介质，液体作为传力介质，具有良好的缓冲减震功能，同时搭配电液控制系统还可调节车架的高度。	  

资料来源：公开转让说明书，国联证券研究所

股权结构较为集中，实施股权激励绑定核心员工。公司实控人、控股股东为董事长王万法先生，持股 33.85%，其深耕机械领域近三十载，行业经验丰富。王万法之妻孔祥娥，其子王刚，其女王梦君为一致行动人，合计持有公司 71.30%的股权，公司股权结构稳定。公司分别于 2020 年、2021 年实施两次股权激励计划，进一步绑定核心员工，截止目前公司已完成 2022、2023 年两次限售解禁期的业绩考核指标。

图表4：公司股权结构图（截至 2024Q1）


资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表5：2021 年公司实施股权激励计划，绑定核心员工

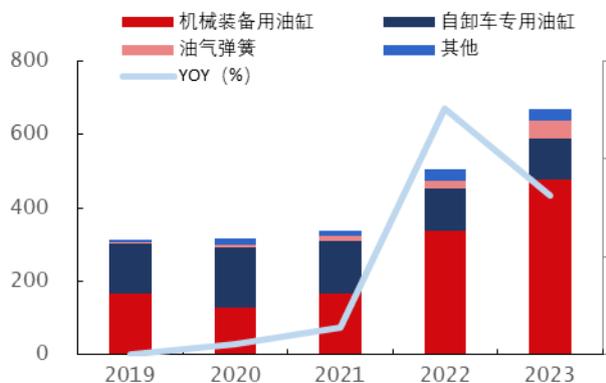
解除限售期	对应考核年度	营收（亿元）		净利润（万元）		业绩考核目标
		目标	实际	目标	实际	
	2021		3.36		4266	
第一个解锁期	2022	4.36	5.05	5546	6334	以 2021 年营业收入或净利润为基数，2022 年营业收入或净利润增长率不低于 30%
第二个解锁期	2023	5.37	6.69	6826	7935	以 2021 年营业收入或净利润为基数，2023 年营业收入或净利润增长率不低于 60%
第三个解锁期	2024	6.04	NA	7679	NA	以 2021 年营业收入或净利润为基数，2024 年营业收入或净利润增长率不低于 80%
第四个解锁期	2025	6.71	NA	8532	NA	以 2021 年营业收入或净利润为基数，2025 年营业收入或净利润增长率不低于 100%

资料来源：公司公告，国联证券研究所

1.2 业绩稳健增长，盈利能力回升

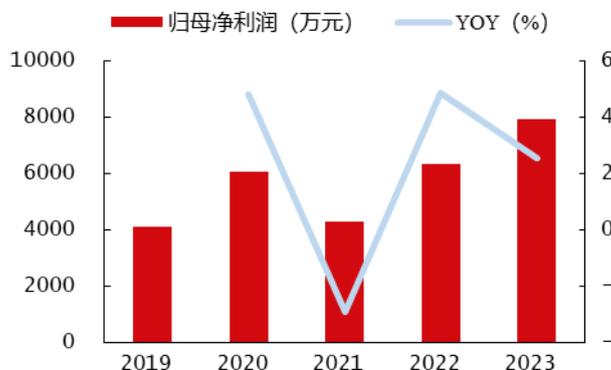
近 2 年营收实现高增，净利润稳步回升。2019-2023 年公司营收由 3.11 亿元增长至 5.05 亿元，CAGR 为 21.1%，归母净利润由 4085 万元增长至 7935 万元，CAGR 为 18.1%。2020-21 年受新冠等影响，部分客户延后完成产品验收，导致营收增长较缓，2021 年净利润下滑主要受到原材料价格、海运费大幅上涨等因素影响。2022-2023 年受益于周期景气度向上，叠加公司持续优化生产工艺及资源配置提升产能、境内外市场双线发力，其机械装备用缸、油气弹簧收入实现大幅增长，带动业绩高速增长。

图表6: 2022-2023 年公司营收高速增长 (百万元)



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

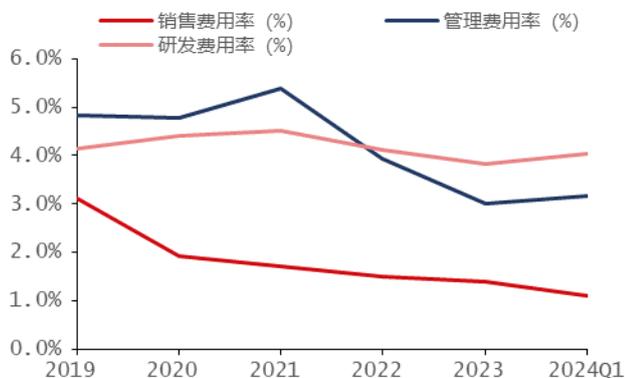
图表7: 2022-2023 年公司净利润稳步回升



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

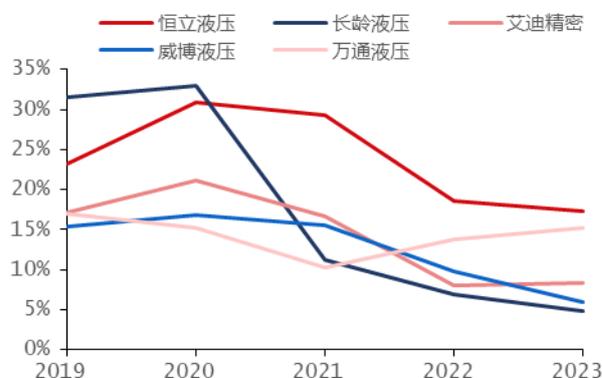
降本增效显著, 盈利能力稳步提高。2019-2023 年, 受益于规模效应及提质增效, 公司销售费用率/管理费用率/研发费用率均呈现下降趋势, 分别由 3.1%/4.8%/4.2% 下降至 1.4%/3.0%/3.8%, 公司费用整体控制得当。同时 2019-2023 年, 随着公司营运能力改善、利润率及资产周转率的提升, 公司摊薄 ROE 逐渐回升; 2023 年公司摊薄 ROE 为 15.3%, 仅次于恒立液压 17.4%, 远高于行业可比公司平均水平 10.4%。未来随着新产能释放、新产品和客户导入, 公司利润率及 ROE 有望持续提升。

图表8: 公司降本增效明显, 费用端逐年下降



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表9: 2023 年公司摊薄 ROE 高于行业平均水平



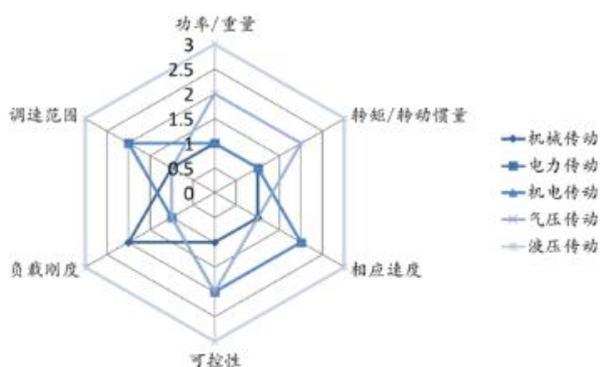
资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

2. 国产替代正当时，下游应用领域拓展

2.1 液压油缸多点开花，应用领域逐步拓展

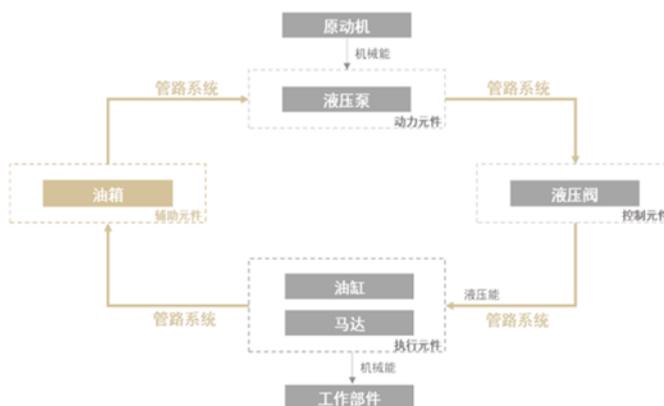
液压传动系统优势显著，液压缸为核心元件。液压传动是指通过对液体介质进行加压来实现动力传输和控制，其相较于机械传动、电力传动等具备容量大、体积小、质量小等优势，被广泛的应用于各类主机产品和技术装备。液压系统由动力元件、执行元件、控制元件、辅助元件和工作介质(液压油)五大部分组成，液压缸作为重要的执行元件，是实现动能转化、输出直线运动、回转运动的关键元件。

图表10：液压传动相较于其他传动形式优势显著



资料来源：万通液压公开转让说明书，国联证券研究所

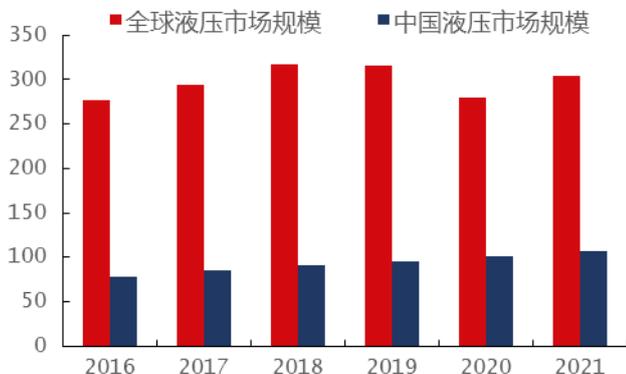
图表11：液压系统的工作原理



资料来源：福事特招股说明书，国联证券研究所

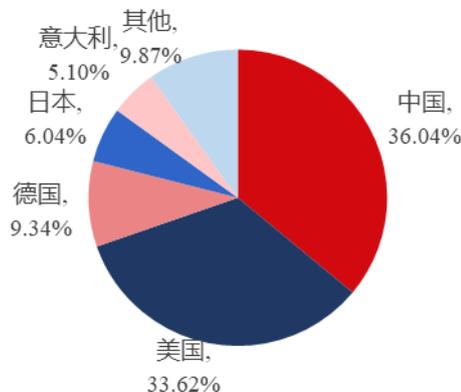
液压行业发展成熟，国内市场增速更高。根据国际流体动力协会数据，2016-2021年，全球液压行业市场规模由276.7亿欧元增长至304.3亿欧元，CAGR为1.92%，全球液压市场已进入成熟发展阶段，发达国家中90%以上的工程机械、数控加工中心、自动化生产线已采用液压传动技术。国内市场受益于一带一路市场开拓和自身装备高端化需求，2016-2021年市场规模由78.2亿欧元增长至106.5亿欧元，CAGR为6.37%，市场增速较快。目前我国已成为全球最大的液压市场，2020年占比达36%。

图表12：全球和我国液压行业稳步增长（亿欧元）



资料来源：国际流体动力协会，国联证券研究所

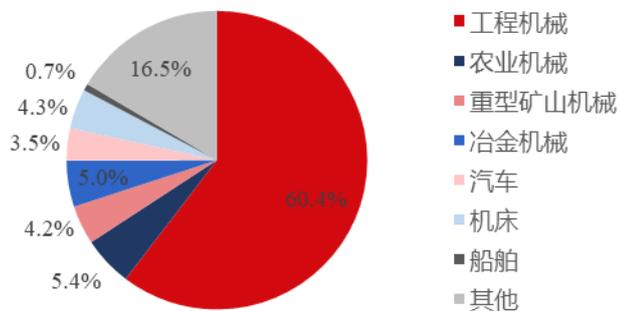
图表13：2020年我国已成为全球最大的液压市场



资料来源：国际流体动力协会，国联证券研究所

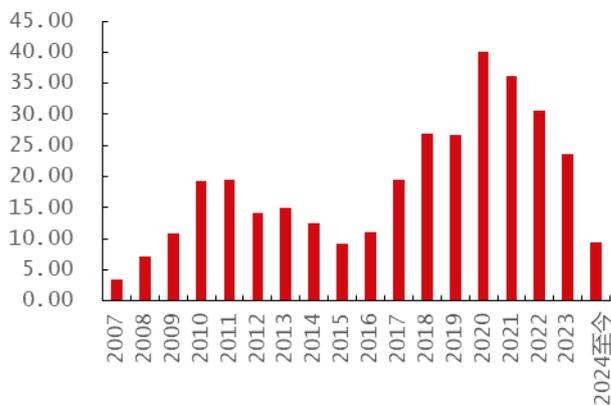
下游应用行业广泛，其中工程机械领域运用最广。液压系统覆盖较广，可应用于工程机械、农业机械、矿山机械、冶金机械、汽车工业等领域，未来随着液压技术提升、产品迭代升级，其应用领域有望持续拓宽。工程机械领域为最大的下游市场，2022年占比高达60%，主要可应用于起重机、挖掘机、破碎机等。以挖掘机为例，工程机械通常8年一轮设备更新周期，我国挖掘机市场2015-2020年迎来上行周期，后于2021-2023年经历3年下行，当前产销或已进入底部区间，叠加基建和地产链的修复，有望于今年迎来拐点，同时带动对上游液压系统、液压元件的需求上涨。

图表14：2022我国液压行业下游应用以工程机械为主



资料来源：液压气动密封件工业协会，国联证券研究所

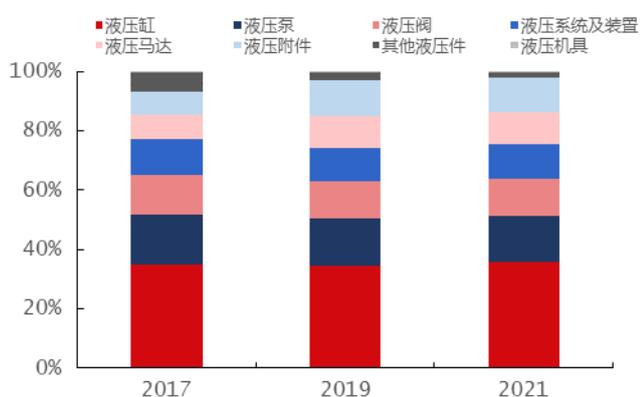
图表15：挖掘机产量触底，静待拐点修复（单位：万台）



资料来源：国家统计局，国联证券研究所

液压缸价值量占比最高，市场规模达百亿级。从价值量来看，液压缸在液压系统中的价值量占比最高，2021年占比约为35.6%，以此推算，预计2021年液压油缸的细分市场规 模已达约38亿欧元，约合人民币300亿元左右。同时，未来随着我国基建、 高端装备用液压件需求增长，预计将带动我国液压缸行业进一步发展，根据前瞻研究 院预测，2026年我国液压缸行业市场规模将突破500亿元。

图表16：液压元件价值量分布，液压缸占比最高



资料来源：液压气动密封件工业协会，国联证券研究所

图表17：液压缸行业市场规模稳步增长

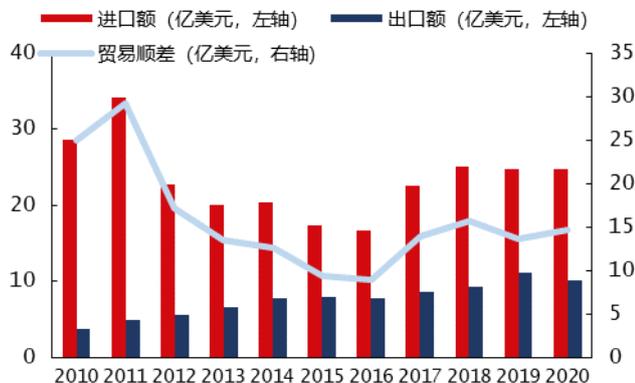


资料来源：前瞻产业研究院，国联证券研究所

技术迭代满足高端需求，打开国产替代空间。我国液压行业起步较晚，产品以中低端 为主，中高端液压元件长期依赖进口。目前是国产化替代的有利时机，需求端来看， 随着我国向高端装备制造业转型，市场对下游主机使用性能、自动化水平要求逐步提 高，释放高端液压元件市场需求；供给端来看，历经数十年的技术和工艺积累，国内 高端产品的性能不断接近进口产品，逐渐打破海外垄断。2010-2020年，我国液压行 业贸易逆差由24.9亿美元下降至14.7亿美元，而出口规模由3.7亿美元上升至10.1 亿美元，彰显出我国产品实力正逐步增强，国产替代率有望进一步提升。

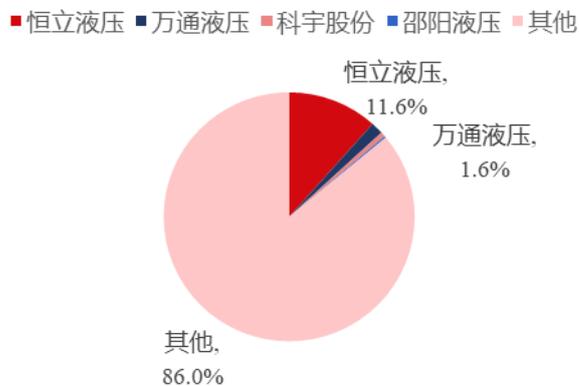
行业集中度低，竞争格局改善空间大。我国液压缸行业集中度较低，主要厂商有恒立 液压、万通液压、科宇股份、邵阳液压等。以前文预计2023年液压缸市场规模405 亿结合各公司液压缸相关营收计算，2023年行业CR4仅为14%，市场较为分散，为国 内企业提供了有利的成长空间，竞争格局改善空间大。

图表18: 我国液压元件贸易顺差逐渐缩小



资料来源: 国际流体动力协会, 国联证券研究所

图表19: 2023年液压缸行业CR4为14%

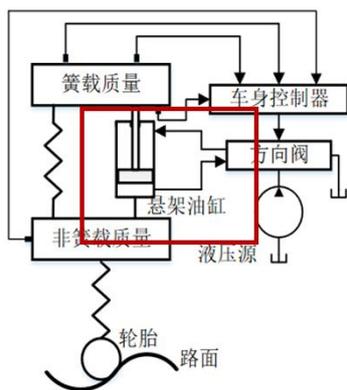


资料来源: 各公司公告, 国联证券研究所

2.2 油气弹簧军民融合, 商用民用依次渗透

油气弹簧为车辆悬架系统的核心减震元件。悬架系统是连接于车架与车桥/车轮之间传力连接装置的总称, 通常由弹性元件、减震器、导向机构三部分构成。其中油气弹簧作为油气悬架的弹性及减震装置, 以气体作为弹性介质, 液体作为传力介质, 具有良好的缓冲减震功能; 油气悬架具有非线性刚度、非线性阻尼、结构紧凑、可调车姿等显著的优点, 目前多应用于特种工程车辆及军用车辆。

图表20: 油气悬架工作原理



资料来源: 《车辆油气悬架技术研究综述》, 国联证券研究所

图表21: 保隆科技空气悬架在乘用车上的应用



资料来源: 保隆科技官网, 国联证券研究所

油气悬架结合钢板悬架与空气悬架优势，逐步获得下游认可。悬架中弹性元件通常可分为钢板弹簧，螺旋弹簧，气体弹簧（包括空气弹簧和油气弹簧）等，其中钢板弹簧为汽车悬架中应用最广泛的弹性元件，其载重大，结构简单，成本较低，但悬架的刚度和阻尼系数通常不可调节；空气弹簧悬架在可灵活调节刚度的情况下同时带来驾乘舒适性，近年来渗透率逐渐提升。油气弹簧悬架相较于钢板弹簧悬架，具有路面适应性强、固有频率低和侧倾刚度大等优点，相较于空气弹簧悬架相比弥补了其阻尼可变性性能方面的不足，未来有望得到快速发展。

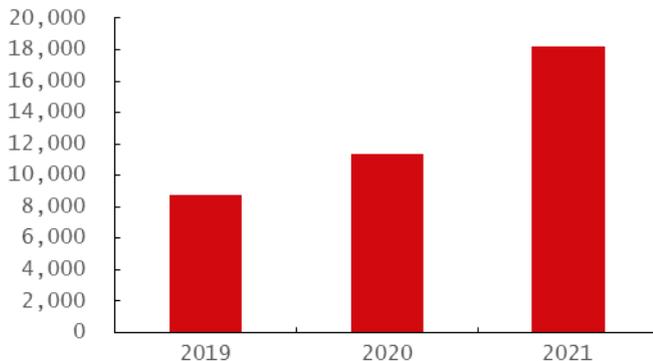
图表22：不同汽车悬架种类对比

悬架种类	被动悬架	半主动悬架	主动悬架	
构成	钢板弹簧+普通减震器	空气弹簧+普通减震器 钢板弹簧+电控减震器	空气弹簧+电控减震器	油气弹簧
概念	刚度和阻尼出厂时已设定，均不可调	刚度和阻尼之一可调	刚度和阻尼均可调	刚度和阻尼均可调
优点	结构简单、成本低、稳定	性能优良，工作时几乎不消耗动力，可靠性高	车身稳定性、舒适性、通过性高，可调节车身高度，提升空间利用率	性能较空气弹簧更优
缺点	通过性、操纵性、舒适性较差	阻尼调节范围小，刚度无法连续调节	成本高，结构相对复杂，更换频率高	结构复杂、成本高
系统价格	1400 元	3600 元	8000 元	上万元
应用	传统乘用车 商用车	中高端乘用车	豪华乘用车	特种工程车+军用车

资料来源：盖世汽车，公司公告，国联证券研究所

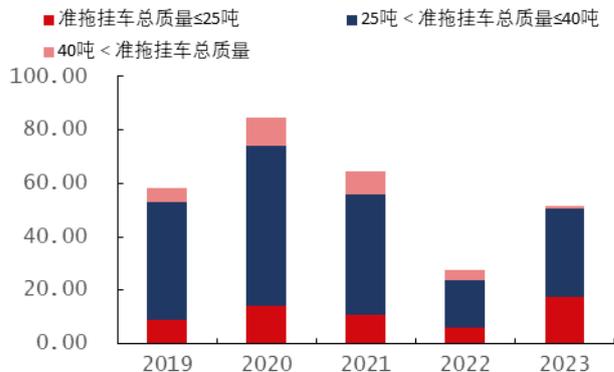
油气弹簧主要应用于军用+工程领域，随下游复苏企稳有望稳步增长。油气弹簧最早应用于轮式装甲车、坦克等军用车辆，后逐步向工程机械、商用领域扩展；当前油气弹簧主要应用领域为军用车辆和重载工程机械车辆，其中以多桥重型运输车、非公路自卸车、半挂车为主。根据机械和汽车工业协会数据统计：1) 宽体自卸车：2021 年我国宽体自卸车销量达到 18196 台 (yoy+59.61%)，;2) 半挂车：2023 年我国半挂车产量为 51.4 万辆 (yoy+86.5%)。未来随着我国特种车辆和工程车辆需求的企稳回升，油气弹簧作为其中的重要元件，其需求量和市场规模有望持续增长。

图表23：我国矿用宽体自卸车销量（单位：台）



资料来源：临工重机招股书，国联证券研究所

图表24：2023年我国半挂车产量回升(单位：万辆)



资料来源：汽车工业协会，国联证券研究所

乘用车领域有望渗透，亟待成本下降带来广阔空间。近年来由于空气悬架能够有效提升车辆行驶的舒适性、安全性和操作性，其在乘用车领域的应用逐年拓展，由最早BBA、路虎、保时捷等高端车型逐步向丰田、大众，再向新势力新能源车型渗透，根据盖世汽车数据，2023年空气悬架实现装机量56.4万辆（搭载量yoy+137%），市场渗透率达2.7%（yoy+1.47pct）。如前文所述，油气弹簧相较于空气弹簧有诸多优势，是目前空气弹簧的主流发展方向之一。未来随着其技术迭代和成本端下探，乘用车领域的渗透率有望提升，为油气弹簧带来较大的想象空间。

图表25：除价格因素，油气悬架具备更多优势

特点	优势对比
减震性能	通过油气弹簧可以保障车厢高度的恒定，减小车辆颠簸产生的晃动，减少对货箱的冲击，保护货物安全，同时也能延长车辆的使用寿命。
对轮胎等配件的保护	油气悬架能更有效地吸收凹凸路面带来的震动，减轻车辆在行驶中受到的扭曲和冲击，对车轴、车桥、轮胎、车架、货厢等提供良好的保护作用。
减少损耗	油气悬架的减震应力几乎为零，可以将轮胎的损耗降至最低，在同等路况及载重的情况下，百里油耗能降至1.2L。
承载力	油气悬架储能比大，动载系数小，在相同的额定载荷情况下可以承受更大的载荷冲击，更好的应对突发冲击峰值。
维护周期	油气悬架的使用寿命能高出空气悬架20%左右，此外维护周期更长，可以提高车辆的利用效率。
成本	油气悬架5-6万左右，且维修保养时间长，成本较高，普通空气悬架多在1-3万左右，国产可降至8000-9000元，维护成本相对较低。
应用领域	油气悬架目前用于军用特种车辆和工程车辆、重型车辆等，空气悬架更多用于乘用车等。

资料来源：智研咨询，国联证券研究所

图表26：国内生产的配置智能/空气悬架系统的车型（不完全统计）

整车企业	车型	级别	上市时间	价格（万元/辆）
蔚来	ES8	中大型 SUV	2017. 12	44. 8-54. 8
	ES6	中型 SUV	2018. 12	35. 8-54. 8
	EC6	中型 SUV	2020. 07	36. 8-53. 6
	ET7	中大型轿车	2021. 01	45. 8-53. 6
	ES7	中大型 SUV	2022. 06	43. 8-51. 8
	EC7	中大型 SUV	2022. 12	45. 8-54. 8
理想	L9	大型 SUV	2022. 06	45. 98
	L8	中大型 SUV	2022. 09	33. 98-39. 98
	L7	中大型 SUV	2022. 09	31. 98-37. 98
岚图	FREE	中大型 SUV	2021. 06	33. 36-37. 36
	梦想家	中大型 MPV	2022. 05	36. 99-68. 99
	追光	中大型轿车	2023. 04	32. 29-38. 59
极氪	001	中大型轿车	2021. 04	29. 9-38. 6
	009	中大型 MPV	2022. 11	49. 9-58. 8
高合	HiPhi X	中大型 SUV	2020. 09	62-80
	HiPhi Z	中大型轿车	2022. 08	61-63
小鹏	G9	中大型 SUV	2022. 09	30. 99-46. 99
腾势	N7	中型 SUV	2023. 07	30. 18-37. 98
红旗	HS7	中大型 SUV	2019. 07	34. 98-45. 98
	H9	中大型轿车	2020. 08	30. 98-53. 98
	E-HS9	大型 SUV	2020. 12	50. 98-72. 98
北京	BJ90	大型 SUV	2020. 07	69. 8-99. 8
领克	9	中大型 SUV	2021. 1	23. 79-29. 29
大众	辉昂	中大型轿车	2019. 01	34. 0-63. 9
	V 级	中大型 MPV	2020. 09	47. 80-62. 98
	C 级新能源	中型轿车	2022. 08	29. 73-40. 56
奔驰	E 级新能源	中大型轿车	2019. 11	50. 98
	沃尔沃	XC60 新能源	中型 SUV	2020. 01
林肯	飞行家	中大型 SUV	2020. 07	50. 98-75. 98

资料来源：保隆科技公告，国联证券研究所

3. 液压缸穿越周期，新业务驱动高成长

3.1 四大领域并进，助公司对冲波动

重视产品多元化布局，前瞻性切入成长领域。公司客户优质，客户群体主要为国有各大能源集团下属的矿用采掘设备公司、各大工程汽车主机厂商及其他工程机械装备公司。公司围绕专用汽车、煤炭采掘设备、工程机械、国防装备四大应用领域着重拓

展，行业具备互补性，在近年基建、地产、工业机械等行业景气度下行阶段，公司业绩仍具备较强韧性，呈现增长态势。

图表27：公司聚焦三大产品，四大应用领域着重拓展

类型	代表应用
专用汽车	自卸车、半挂车
煤炭采掘设备用液压缸	矿用液压支架和掘进机
工程机械用液压缸	挖掘机、起重机、顶管机和水泥湿喷机
军工装备用缸	火箭军战略战术武器装备、陆军突击保障装备、空军地勤、海军陆战、水陆两栖武器装备、军用通信指挥装备、特种装备运输

资料来源：公司公告，国联证券研究所

1) **专用汽车领域：自卸车油缸为公司奠基产品之一。**自卸车是通过液压或机械举升而自行卸载货物的车辆，自卸车专用油缸主要用于自卸车的液压举升系统，是自卸车的主要配件之一。公司产线成熟产品多元，具备完整的前置缸设计、生产加工能力，可满足客户多样化需求，为公司发展奠定坚实基础。

我国商用自卸车产量逐年降低，2023 呈现回升趋势。根据中国汽车工业协会数据预测，2017-2023 年我国自卸车产量由 30 万辆级下降至 10 万辆级，主要受到基建地产不景气，商用车需求疲软等因素影响；尽管自卸车产量呈现下降趋势，但公司为自卸车专用油缸领域龙头企业，未来随着市占率逐步提升，预计公司该板块营收能够维持现有水平。

图表28：公司在自卸车领域市占率逐年提升



资料来源：汽车工业协会，国联证券研究所
 注：2020-2023 年公司自卸车专用缸产量为预测数据

图表29：自卸车专用油缸为公司的奠基业务



资料来源：汽车工业协会，国联证券研究所

2) **煤矿采掘领域：公司采掘设备用油缸主要应用于综合采掘设备中的液压支架与掘进机，下游为矿山、煤炭等开采企业。**公司通过持续研发和工艺优化，目前已全面覆盖了国内煤机行业用液压油缸的主要型号，下游客户涵盖煤机

行业 TOP5 的郑煤机、三一集团等全国头部大型煤炭综采装备企业。

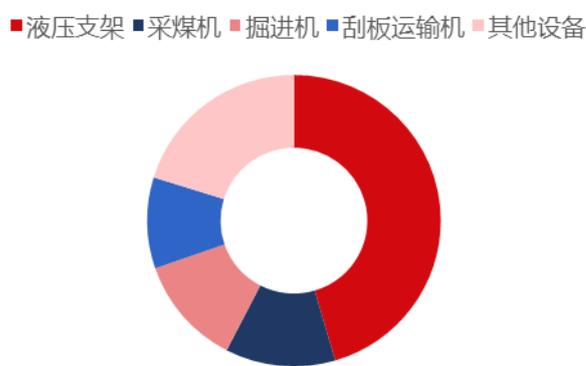
资本开支增加+存量市场更新，行业高景气带来增量需求。近年我国原煤市场产量逐年增长，2017-2023 年由 34.45 亿吨增长至 46.58 亿吨，CAGR 为 5.16%，同时煤炭开采行业需求旺盛叠加设备智能化更新带动新一轮设备资本投入，2021-2023 年煤炭开采行业资本支出明显提速，刺激采掘设备需求高增；其中液压支架在综采设备中价值量占比最高，未来增长动力充足。

图表30：行业景气度高，带动资本支出提升



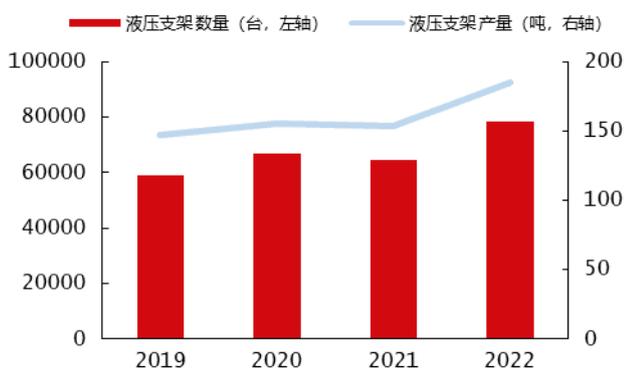
资料来源：国家统计局，Choice，国联证券研究所

图表31：综合采掘设备中液压支架占比最高



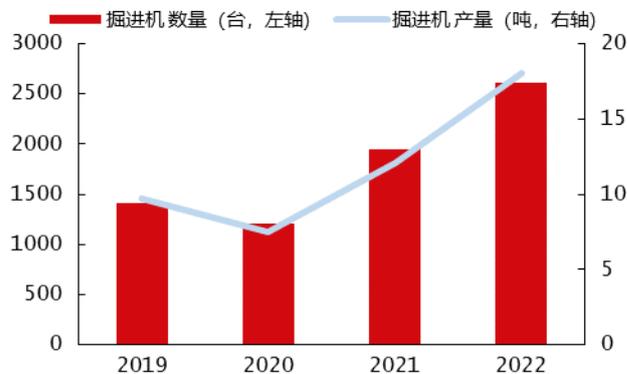
资料来源：万通液压公开转让说明书，国联证券研究所

图表32：2019-2022 年液压支架生产情况



资料来源：煤炭机械工业协会，国联证券研究所

图表33：2019-2022 年掘进机生产情况



资料来源：煤炭机械工业协会，国联证券研究所

3) 工业机械领域：公司切入工业机械领域后不断拓展自身液压油缸产品的应用

领域，目前可用于起重机、顶管机、水泥湿喷机、圆锥破碎机、挖掘机等多类工程机械。公司工业机械用油缸以挖掘机专用油缸为主，是行走机械中难度较高、国产化进度最快的品种。

液压缸是工程机械液压系统核心部件，有望随着行业景气度回暖增长。工程机械主要用于交通运输、基础设施、城市建设等领域。2021-2023年工程机械行业进入下行周期，主要产品销量均处于下跌通道；2024年起地产利好政策频发，叠加对高端智能装备更新需求提升，我们认为目前行业已进入底部盘整阶段，有望于2024年年触底反弹，进而带动上游元件的需求增长。

图表34：2020年至2024年1-4月工程机械行业主要产品销量

单位：台	2020	2021	2022	2023	2024 1-5月
挖掘机	327605	342784	261346	195018	86610
装载机	131176	140509	123355	103912	46224
平地机	4483	6990	7223	6606	3117
汽车起重机	54176	49136	25942	24258	9997
履带起重机	3283	3991	3215	3208	1218
随车起重机	19457	25563	17465	24108	11123
压路机	19479	19519	15092	14146	6283
摊铺机	2610	2377	1494	1231	539
升降工作平台	103555	160102	196152	206531	84673
高空作业车	3418	3905	3353	4139	1698

资料来源：WIND，中国工程机械协会，国联证券研究所

- 4) **军工装备领域：**公司具备A类军工承制及科研资格，有望快速锁定具备前瞻性和技术优势的产品领域。目前公司在电动缸及伺服控制方面已具备一定技术积累，目前主要以军工产品为主，未来民用市场有望逐步渗透。

3.2 新业务进展佳，发力丝杠电动缸

电动缸利用不同类型的电动机（如伺服电动机、步进电动机、DC电动机）带动不同形式丝杠（如滑梯形丝杠、滚珠丝杠、行星滚柱丝杠）旋转，使电机端旋转运动转化为直线运动。

电动缸为液压缸的升级产品，未来需求可期。电动缸与液压油缸均属于执行装置，但传动方式不同；电动缸采用机械结构传动，具有精度高、污染小、能效高等优势，目前电动缸的应用以工业设备为主，未来有望进一步向民用领域渗透，可应用于汽车、机器人、新能源、医疗器械等领域，电动缸作为液压缸和气动缸的技术升级产品，凭借优越的性能及广泛的应用场景，市场需求稳步攀升，未来市场前景广阔。

图表35：电动缸与液压缸和气缸对比，电动缸性能优势较大

	液压缸	气缸	电动缸
传统媒介	液压油	空气	机械结构
工作温度	通常规定液压缸的工作温度范围为-40° C~120° C，工作性能易受温度波动的影响。	通常规定气缸的工作温度范围为5° C~60° C，工作性能易受温度波动的影响。	通常规定电动缸的工作温度范围为-30° C~80° C，工作性能受温度波动的影响小。
结构	需要发动机、液压泵、液压阀和液压管路等，占用空间大，结构复杂。	需要发动机、气泵、阀和管路管道等，占用空间大，结构复杂。	需要电机和机械传动元件，占用空间小，方便布置，结构简单。
位置可控性	困难	很困难	容易
维护工作量	很大	大	小
环境污染	油液泄露	噪声大	小

资料来源：智研咨询，国联证券研究所

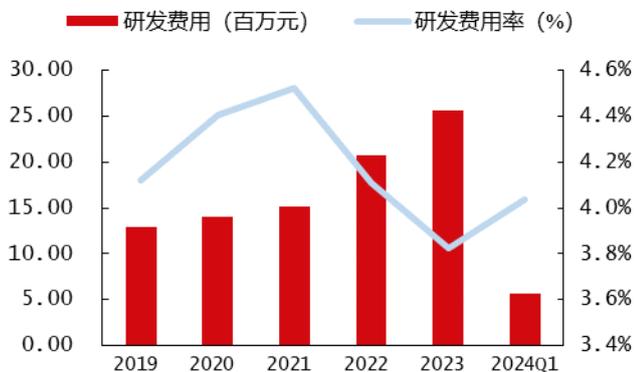
顺应电动化趋势，加大电动缸投入。2021年公司配合军工院完成了国防装备电动缸产品的研发及试生产，主要应用于火箭军战略战术武器装备领域，2022-2023年，军工承制认证资格升级为A类，公司持续加大研发投入，与业内知名的研发团队西安索睿达成战略合作，开展了GF国防装备DD立式发射系统、大吨位武器装备用全天候高可靠性伺服电动缸等多个军品研发项目。2019-2023年公司研发费用投入由1292万元增长至2558万元，公司目前电动缸产品主要以军工为主，未来有望凭借在电动化领域的积累投入，向民用领域快速渗透，带来新业绩增长点。

图表36：公司电动缸领域在研项目情况

年份	研发项目	项目目的	阶段	拟达到的目标	对公司未来发展的影响
2022	大吨位武器装备用全天候高可靠性伺服电动缸	目的是为了满足不同型国防装备其精度上的要求，向数字化、智能化转型，并实现电动缸的高负载、高精度、高效比、一体化性能	结项	(1) 实现伺服电动缸的高承载力；(2) 一体化设计：通过结构优化设计，减少空间占用；(3) 执行精度高，满足特种装备需求。	有利于提高公司在国防装备领域的配套能力，对公司产品向电动化、伺服控制方向发展有重要意义。
2022	国防液电集成系统	提高武器装备的机动性、自动化控制水平，对液电控制系统进行升级改造	结项	(1) 实现武器装备起竖及主动回收功能；(2) 具备自动控制功能	标志公司在集成系统方面具备初步设计、开发能力，尤其是液压系统的整体技术与电气控制技术的集成应用方面取得突破，对公司产品向系统集成化、智能化方向发展有重大意义。
2022	GF 国防装备 DD 立式发射系统	研制新型 FS 装备，提高 FS 装备技术的稳定性、安全性、耐久性、机动性、经济性、通用性。	2023 年结项	(1) 架体相对地面满足特定角度要求，且能通过机构实现可调；(2) 在特定温度及特定条件下，应具备特定要求的盐雾能力。(3) 满足特定载重特定作业时间要求。(4) 满足高加载试验要求。	将电缸或液压缸、控制系统或液压系统等与其组成一个控制执行系统，与整个 FS 装备构成一个崭新的集成产品，开辟崭新赛道，扩大市场空间。
2023	电动静液作动器关键技术研究及应用	对电动静液作动器集成化/轻量化设计与优化、热管理、智能化作动技术等关键核心技术开展深入研究，实现电动静液作动器在飞机、汽车、船舶等领域应用推广。	结项	针对一体化直驱式电液作动器对高控制精度及自我诊断修复能力提升的需求，运用融合技术等方法来提升直驱式系统的故障自我诊断和自主保障能力，有效提升控制精度与智能化水平	本项目产品取代传统阀控液压系统，其从原理上避免了液压系统中的溢流损失，体现出了较强技术优势，使用价值和前景广阔，一定程度上实现进口替代。
2023	10T 电动转向缸及控制系统研制	根据新能源汽车智能驾驶及整车电驱动一体化的要求，公司结合大吨位电动缸设计与加工的技术储备，开发无人驾驶新能源车辆大吨位电动转向缸及控制系统。	结项	设计、研制适配重载型新能源汽车转向系统的电动转向缸及控制系统。	电动转向缸具有响应速度快，转向精度高的优点，对其进行研发有利于公司在新能源和高端智能装备领域的发展，对公司向智能化、绿色化发展有积极意义。
2023	电液集成智能控制系统研制	电液集成智能控制系统技术，既可以满足军用市场需求，也可以向民用市场扩展，同时顺应产品智能化技术发展趋势，增加技术附加值。	在研	1) 实现支撑平台水平基准高精度高速度自动调平；(2) 根据外部反馈信号自主计算、自主控制执行机构；(3) 实现远程控制和实时跟踪功能；(4) 提高操控智能化水平。	电液集成智能控制系统是复合技术的代表，产品的智能化也是未来发展趋势，相应技术储备有利于迈向高端市场。

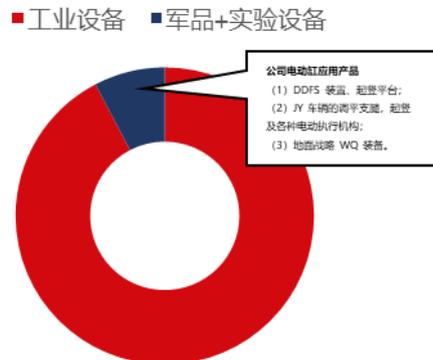
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表37：公司持续加大研发投入



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表38：公司电动缸业务有望切入更大的民用市场



资料来源：智研咨询，公司公告，国联证券研究所
注：该图是目前电动缸下游应用情况，工业设备为主要应用领域

4. 盈利预测、估值与投资建议

4.1 盈利预测

营收及毛利率预测：

- 机械装备用缸：**机械装备下游应用广泛，煤炭开采行业景气度持续叠加工程机械行业有望企稳回暖，叠加新产品电动缸的顺利研产销，未来该板块有望维持增长，假设 2024-2026 年公司机械装备用缸业务分别实现增速 15%/20%/20%，毛利率基本维持稳定略有回升，2024-2026 年分别实现 21%/21%/22%。
- 油气弹簧：**油气弹簧为公司较新兴的业务板块，目前油气弹簧正处于替代钢板弹簧、空气弹簧的初期阶段，下游应用领域也由最早的特种及工程车辆逐步向商用车甚至未来乘用车扩展，发展前景广阔。公司募投项目年产 2 万只油气弹簧项目已建成投产，未来增长动力充足。假设 2024-2026 年油气弹簧实现营收分别为 0.85/1.18/1.57 亿元，毛利率分别为 39%/38%/38%。
- 自卸车专用油缸：**自卸车专用油缸为公司传统业务，近年受国六改革、宏观经济等影响略有下滑，但公司为该领域龙头企业，市占率有望进一步提升，未来预计该板块业务维持稳定，假设 2024-2026 年分别实现营收

1.16/1.17/1.19 亿元，毛利率 19%/19%/18%。

图表39：毛利率拆分表

		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
机械装 备用缸	营收(百万元)	109	191	166	128	166	336	476	547	657	788
	yoy (%)		76%	-13%	-23%	30%	102%	42%	15%	20%	20%
	毛利率 (%)	31%	28%	28%	36%	27%	20%	20%	21%	21%	22%
油气弹 簧	营收(百万元)	1	2	4	7	14	21	51	85	118	157
	yoy (%)		153%	104%	81%	120%	48%	142%	66%	38%	33%
	毛利率 (%)	37%	17%	71%	37%	34%	43%	39%	39%	38%	38%
自卸车 专用油 缸	营收(百万元)	124	164	137	165	141	115	111	116	117	119
	yoy (%)		33%	-17%	20%	-14%	-19%	-3%	4%	1%	1%
	毛利率 (%)	26%	28%	24%	26%	24%	20%	19%	19%	19%	18%
其他主 营业务	营收(百万元)	11.06	7.85	4.57	17.03	10.13	27.26	25.15	25.15	25.15	25.15
	毛利率 (%)	27%	18%	27%	18%	13%	22%	19%	17%	17%	17%
其他业 务	营收(百万元)	1.39	3.85	2.52	2.02	3.35	5.45	4.77	4.77	4.77	4.77
	毛利率 (%)	81%	41%	88%	80%	85%	67%	88%	80%	80%	80%
营收合计 (百万元)		246	369	314	318	336	505	669	778	922	1093
yoy (%)							50.4%	32.5%	16.4%	18.5%	18.6%
综合毛利率 (%)		28.6%	28.1%	27.0%	30.3%	26.1%	21.8%	21.9%	22.6%	23.1%	23.6%

资料来源：ifind，国联证券研究所

综上，我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 7.78/9.22/10.93 亿元，CAGR 为 17.8%，实现归母净利润 0.98/1.20/1.45 亿元，CAGR 为 22.4%。

4.2 估值与投资建议

公司当前在自卸车专用油缸、机械装备用缸及油气弹簧产品领域的主要竞争对手多为非上市公司，我们选取同属于液压元件领域，业务与公司相关性较强的恒立液压、艾迪精密、长龄液压、威博液压作为可比公司。其中恒立液压为我国挖掘机油缸领域的龙头供应商，市场占有率较高，与公司业务最具备可比性。

图表40：公司与可比公司的情况比较

代码	公司名称	经营情况	市场地位	技术实力	衡量核心竞争力的关键业务数据、指标等
601100.SH	恒立液压	2021-2023年分别实现营业收入93.1/82/89.8亿元，净利润26.9/23.4/25亿元。	为我国挖掘机油缸龙头供应商，市场占有率达50%以上；盾构机油缸保持着高速的发展，市场份额迅速扩大。	形成了具有多产品的自主知识产权的技术体系。截至2019年底，拥有专利申请500件，拥有有效专利249项。	2021-2023年毛利率分别为44%/41%/42%；研发总支出占总营收的比例分别为7%/8%/8%。
603638.SH	艾迪精密	2021-2023年分别实现营业收入26.8/20.2/22.4亿元，净利润4.7/2.5/2.8万元。	艾迪精密作为国内液压破碎属具和高端液压件技术领先的企业，在同行业中拥有较高的知名度，公司产品销往60多个国家和地区。	截至2017年1月9日，其拥有已获得授权的国内专利共计51项，其中发明专利2项、实用新型专利47项，外观设计专利2项。	2021-2023年毛利率分别为34%/29%/32%；研发总支出占总营收的比例分别为5%/5%/5%。
605389.SH	长龄液压	2021-2023年分别实现营业收入9.1/9/8.1亿元，净利润2/1.3/1万元。	长龄液压生产的液压中央回转接头和张紧装置市场占有率均位居国内市场前列。	根据招股说明书，其为江苏省高新技术企业，突破多项核心技术，拥有6项高新技术产品和102项专利。	2021-2023年毛利率分别为33%/24%/24%；研发总支出占总营收的比例分别为4%/4%/4%。
871245.BJ	威博液压	2021-2023年分别实现营业收入3.2/3/3亿元，净利润0.4/0.3/0.2万元。	威博液压是小型液压系统研发制造的大型综合性企业，是中国液压行业的标杆企业，国内市场占有率超过30%。	申报多项实用新型专利，截至2019年6月30日，其已申报3项发明专利，已取得专利证书41项，在审专利8项。	2021-2023年毛利率分别为25%/20%/18%；研发总支出占总营收的比例分别为4%/4%/4%。
830839.BJ	万通液压	2021-2023年分别实现营业收入3.4/5/6.7亿元，净利润0.4/0.6/0.8万元。	万通液压设立于2004年，是一家致力于液压油缸产品设计、研发与制造的专业设备生产企业，产品覆盖汽车、煤矿、石油、工程机械、军工等行业。	截至公开发行说明书，公司拥有冷拔工艺技术、密封结构优化技术等核心技术，并拥有32项专利，其中7项发明专利、24项实用新型专利、1项外观专利。	2021-2023年毛利率分别为26%/22%/22%；研发总支出占总营收的比例分别为5%/4%/4%。

资料来源：万通液压公开发行说明书，各公司公告，国联证券研究所

液压油缸业务多领域发展，电动缸+油气弹簧带来增量空间。公司是液压油缸小巨人企业，下游应用于专用汽车、煤炭采掘、工程机械、军工设备四大领域，公司通过多产品矩阵的生产销售，叠加新品推成出新对冲周期属性，打造成长曲线，未来军品、油气弹簧、电动缸等业务有望保障公司远期成长。我们预计公司2024-2026年实现归母净利润0.98/1.20/1.45亿元，给予“买入”评级。

5. 风险提示

- 1) **经济增长不及预期风险：**公司液压油缸的下游应用领域大部分为煤炭采掘机械、工业机械行业，受宏观经济周期的影响较大，若公司无法较好的对冲平滑经济周期，或将对公司的业绩稳定性造成影响；
- 2) **新产品研发销售不及预期风险：**公司原有业务具备较强的固定资产投资特性，依靠新产品的研发渗透切入成长领域，若公司新品的研发和渗透不及预期，或将对公司未来业绩的成长性造成影响；
- 3) **新产品行业渗透不及预期风险：**公司新产品油气弹簧、电动缸等属于较新兴的产品，对钢板/空气弹簧及液压缸的替代均处于较早期阶段，目前渗透率不高，若未来无法进一步渗透或替代低于预期，均可能对公司造成不利影响。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层
 无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层
 深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼