

万通液压 (830839)

油气弹簧军转民增速亮眼, 前瞻布局电动缸及行星滚柱丝杠

买入 (首次)

2024年11月25日

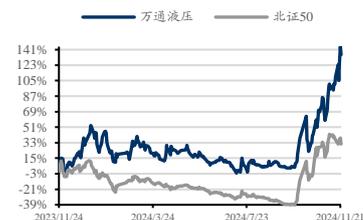
盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	504.72	668.54	675.03	798.12	982.54
同比	50.38	32.46	0.97	18.23	23.11
归母净利润 (百万元)	63.34	79.35	104.08	132.11	170.22
同比	48.47	25.28	31.17	26.93	28.85
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.53	0.67	0.87	1.11	1.43
P/E (现价&最新摊薄)	39.40	31.45	23.97	18.89	14.66

证券分析师 朱洁羽
执业证书: S0600520090004
zhujiayu@dwzq.com.cn
证券分析师 易申申
执业证书: S0600522100003
yishsh@dwzq.com.cn
证券分析师 余慧勇
执业证书: S0600524080003
yuhy@dwzq.com.cn
研究助理 钱尧天
执业证书: S0600122120031
qianyt@dwzq.com.cn
研究助理 武阿兰
执业证书: S0600124070018
wual@dwzq.com.cn
研究助理 薛路熹
执业证书: S0600123070027
xuelx@dwzq.com.cn

投资要点

- **国内领先中高压油缸供应商, 聚焦主业开拓全球。**万通液压成立于2004年, 是集研发、生产、销售、服务于一体的国内中高压油缸供应商。公司聚焦境内“汽车、能源采掘机械、工程机械、军工装备”四个主行业, 持续推进高端化、智能化、绿色化水平, 实施境内外双线并行, 各业务板块协同发展, 产品包括自卸车专用油缸、机械装备用缸和油气弹簧。公司业绩增长势头良好, 盈利能力显著提升, 2020-2023年实现扣非后归母净利润0.50/0.39/0.50/0.75亿元, CAGR+14.30%; 实现扣非后ROE(摊薄)12.65%/9.26%/10.96%/14.47%。2024H1伴随配备全油气悬架自卸车市场渗透率提升, 公司油气弹簧需求旺盛, 该产品收入同比+119.00%; 海外市场开拓效果显著, 公司整体境外收入同比增长62.04%。
- **深耕液压油缸多年优势厚筑, 前瞻布局电动缸及行星滚柱丝杠。**1) 行业: 液压油缸为液压系统关键执行元件, 21年价值占比36%, 在全部液压产品价值占比中排名第一。根据QYResearch, 2022年全球液压油缸市场规模约72亿美元, 预计2029年增长至92亿美元, CAGR约2.7%, 呈平稳增长趋势。2) 公司: ①在自卸车专用油缸领域开发轻量化、标载、重型车辆使用的前置缸系列化产品, 与宏昌专用车、中集车辆等行业龙头稳定合作, 2024H1该业务境外收入同比+30%; ②在机械装备用油缸领域实现国内煤机主要型号覆盖, 为郑煤机“核心配套商”及兖矿东华“优秀配套商”。2024H1受高毛利率产品占比增加, 叠加原材料价格下降影响, 该业务毛利率同比+2.79pct。③研发电动缸应用于某型特定装备领域, 同时积极储备行星滚柱丝杠技术, 未来有望打开增长空间。
- **积极发挥油气弹簧先发优势, 军转民成长空间广阔。**1) 行业: 油气悬架性能优于钢板弹簧悬架和空气悬架, 油气弹簧为其弹性及减震元件, 应用前景广阔。2) 公司: ①油气弹簧为“军转民”产品典型, 公司先发优势显著, 于2019年开始为特种车辆研发多桥重型运输车辆油气弹簧, 产品部分性能已超行业标准。②目前公司油气弹簧主要应用于非公路矿用自卸车, 处于市场验证及市场渗透率不断提升的阶段, 并已安装在无人驾驶新能源宽体矿卡并使用, 未来应用车型有望不断扩大, 包括多桥重型运输车、半挂车及新能源乘用车等领域。
- **盈利预测与投资建议:**油气弹簧增速亮眼, 海外市场成效显著, 军民并驱业绩可期。预计公司2024~2026归母净利润为1.04/1.32/1.70亿元, 对应最新PE为23.97/18.89/14.66倍。参考可比公司, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:**1) 宏观经济波动风险。2) 市场竞争加剧的风险。3) 客户集中度较高的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	20.93
一年最低/最高价	8.15/23.48
市净率(倍)	4.53
流通A股市值(百万元)	1,520.38
总市值(百万元)	2,495.17

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.62
资产负债率(% ,LF)	23.91
总股本(百万股)	119.22
流通A股(百万股)	72.64

相关研究

内容目录

1. 液压油缸“小巨人”，军民双驱发展可期	4
1.1. 国内领先中高压油缸供应商，聚焦主业开拓全球	4
1.2. 液压油缸军民双驱研产能力领先，开拓油气弹簧第二增长曲线	6
1.3. 油气弹簧收入高速增长，境外市场开拓效果显著	6
2. 深耕液压油缸多年优势厚筑，前瞻布局电动缸及行星滚柱丝杠	9
2.1. 液压油缸行业规模总体平稳增长，迎智能化与环保化转型趋势	9
2.2. 液压油缸全链条生产优势显著，智能化高端产品及海外市场增量可观	13
2.3. 电动缸深耕军用市场，行星滚柱丝杠民用潜力可期	14
3. 油气弹簧军转民增速亮眼，乘用车市场领域成长空间广阔	15
3.1. 油气悬架性能优异且应用前景广泛，市场渗透率有望持续提升	15
3.2. 积极发挥油气弹簧先发优势，军转民成长空间广阔	17
4. 盈利预测与投资建议	18
5. 风险提示	20

图表目录

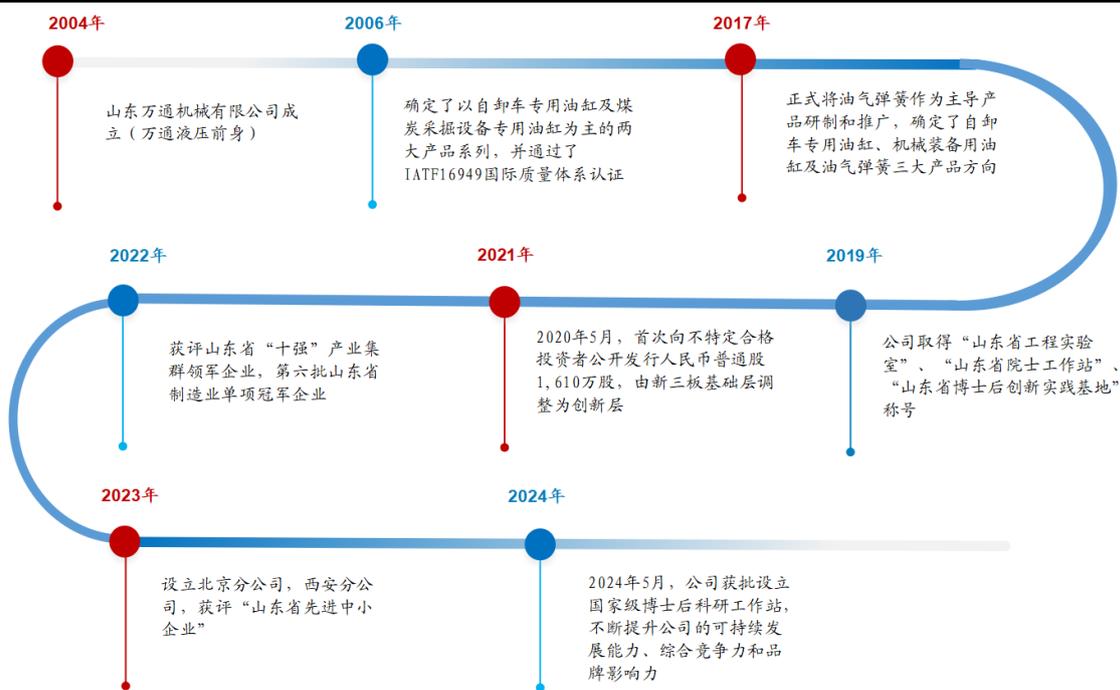
图 1:	万通液压发展历程.....	4
图 2:	万通液压股权结构图（截至 2024 年 11 月 21 日）.....	5
图 3:	公司三大产品及用途简介.....	6
图 4:	公司产品产业链上下游情况.....	6
图 5:	2020-2024Q1-3 公司营业收入及同比增速.....	7
图 6:	2020-2024Q1-3 公司归母净利润及同比增速.....	7
图 7:	2020-2024H1 公司各类业务营业收入占比.....	7
图 8:	2020-2024H1 公司各项业务毛利率.....	7
图 9:	2020-2024 Q1-3 年公司毛利及毛利率情况.....	8
图 10:	2020-2024 Q1-3 公司期间费用率情况.....	8
图 11:	2021-2024H1 国外销售收入及占比.....	8
图 12:	2021 年中国液压气动密封工业协会重点联系企业液压产品价值量分布.....	10
图 13:	液压系统应用领域.....	10
图 14:	2022 年液压油缸不同应用市场占比.....	11
图 15:	2018-2029 年全球液压油缸市场规模（亿美元）.....	11
图 16:	2018-2029 年各国液压油缸市场占比情况.....	11
图 17:	2014-2022 年我国电动缸市场空间及增速（单位：亿元）.....	12
图 18:	万通液压自卸车专用油缸图示.....	13
图 19:	万通液压自卸车专用油缸主要客户简介.....	13
图 20:	万通液压综采液压支架用油缸图示.....	14
图 21:	万通液压机械设备用油缸主要客户简介.....	14
图 22:	万通液压电动缸产品图示.....	14
图 23:	油气悬架结构图.....	15
图 24:	比亚迪仰望 U8 悬架系统采用螺旋弹簧+油气弹簧的复合弹簧结构.....	16
图 25:	2011-2022 年中国油气弹簧市场规模.....	16
图 26:	2011-2022 年中国高中低端油气弹簧市场规模.....	16
图 27:	2024-2030 年中国油气弹簧市场规模预测.....	17
图 28:	分业务盈利预测.....	19
图 29:	可比公司估值（截至 2024 年 11 月 22 日）.....	20
表 1:	公司管理层行业经验丰富.....	5
表 2:	液压系统的构成.....	9
表 3:	电动缸与液压油缸的优缺点对比.....	12
表 4:	滚珠丝杠、行星滚柱丝杠和梯形丝杠对比.....	12
表 5:	油气悬架、钢板弹簧悬架和空气悬架性能对比.....	15
表 6:	公司油气弹簧相关专利（已授权）.....	17
表 7:	公司油气弹簧相关核心技术.....	18

1. 液压油缸“小巨人”，军民双驱发展可期

1.1. 国内领先中高压油缸供应商，聚焦主业开拓全球

国内领先中高压油缸供应商，聚焦主业开拓全球。山东万通液压股份有限公司（证券代码：830839.BJ）创建于2004年6月，是一家集研发、生产、销售、服务于一体的国内中高压油缸供应商。公司产品主要包括自卸车专用油缸、机械装备用缸和油气弹簧，广泛应用于汽车、采掘设备、工程机械、军工装备等领域，并与各下游行业知名客户建立稳定合作关系，涵盖宏昌专用车、中集集团、河南骏通等专用汽车生产/组装厂商，郑煤机、兖矿东华、平阳煤机等煤炭综采装备制造企业，以及中航科技等军工集团下属特种设备制造企业。公司不断提升自主研发能力和科研成果转换，于2019年取得“山东省工程实验室”、“山东省院士工作站”、“山东省博士后创新实践基地”称号，2022年获评山东省“十强”产业集群领军企业，第六批山东省制造业单项冠军企业。2024年5月，公司获批设立国家级博士后科研工作站，不断推动产学研融合和技术革新。

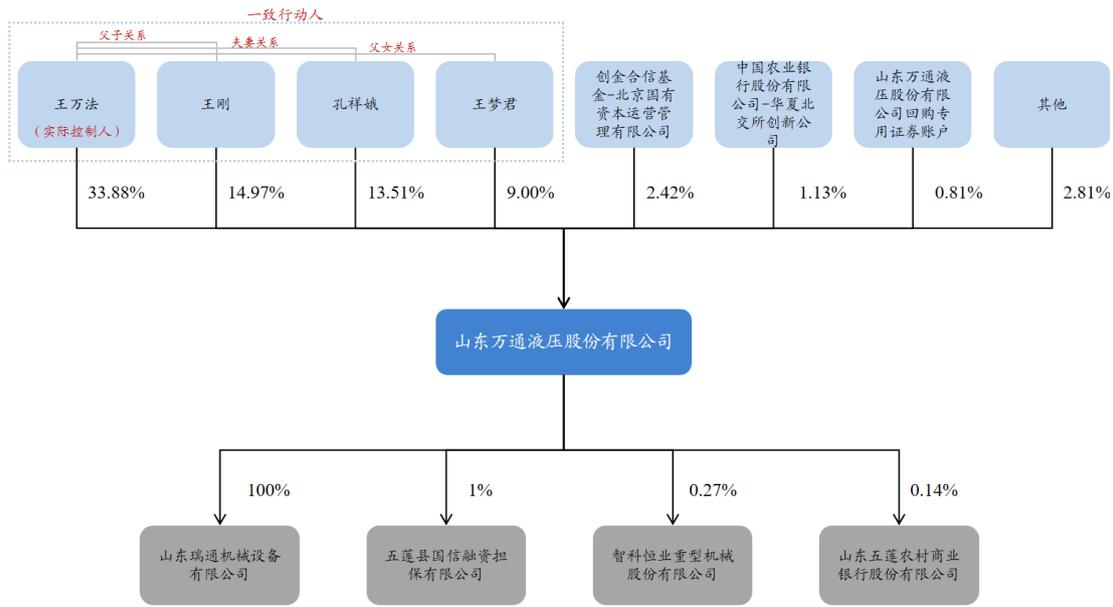
图1：万通液压发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

股权结构较为集中，子公司间业务协同效应显著。截至2024年11月21日，董事长王万法先生直接持有公司33.88%的股份，为公司控股股东，并与其妻孔祥娥（持有公司13.51%的股份）、其子王刚（持有公司14.97%的股份）及其女王梦君（持有公司9.00%的股份）为一致行动人，合计控制公司71.36%的股份，实际控制公司的经营管理，为公司实际控制人。2020年3月，公司设立全资控股子公司山东瑞通机械设备有限公司作为原材料及相关零部件采购等相关业务的平台企业，与公司的自身液压油缸类产品的研发、生产和销售业务构成上下游关系，有助于公司理顺业务链条，形成良好的协同效应。

图2: 万通液压股权结构图 (截至 2024 年 11 月 21 日)



数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

管理层行业经验丰富, 研发团队实力雄厚。公司董事长王万法先生拥有五十年余年从业经历, 具备充足的实践经验与长远的行业眼光, 公司其他高管亦从业多年, 行业经验较为丰富。公司注重人才培育, 已组建一支多层次、专业性强的技术研发团队, 并邀请业内权威专家——北京理工大学振动与噪声控制研究所书记、解放军总装备部振动与噪声控制技术专家组成员顾亮先生担任公司独董。依托山东大学等高校以及科研院所、国家级博士后科研工作站, 公司坚持产学研用一体化, 不断推动技术革新形成结构合理, 专业能力相匹配的人才梯队。

表1: 公司管理层行业经验丰富

姓名	职务	主要经历
王万法	董事长, 总经理	本科学历, 高级经济师。1972 年至今历任五征集团副厂长、五莲县汽车汽修厂厂长、五莲县街头镇政府副镇长兼经委主任、日照市工业学校实习机械厂厂长、日照市日工机械有限公司董事长、万通有限总经理兼执行董事、万通有限董事长、万通液压董事长。
景传明	董事, 副总经理	中专学历。1996 年 6 月今曾就职于五莲县万全钢管厂、日照市工业学校实习机械厂、日照市日工机械有限公司。2004 年 7 月起就职于万通有限, 从事生产制造及相关管理工作, 2014 年 3 月起至今任万通液压董事、副总经理。
王刚	总经理	研究生学历, 中级经济师。2005 年 9 月起就职于万通有限, 历任万通有限车间主任、采购部长、副总经理, 2012 年 5 月起任万通有限总经理。2014 年 3 月起至今任山东万通液压股份有限公司董事、总经理。
王梦君	董事、副总经理、董事会秘书	硕士研究生学历。现任万通液压董事、副总经理、董事会秘书, 曾就职于北京德恒律师事务所、北京金杜律师事务所、国金中投(北京)股权投资基金管理有限公司和北京朝聚投资管理有限公司。
顾亮	独立董事	工学博士, 北京理工大学教授, 博士生导师, 北京理工大学振动与噪声控制研究所书记, 解放军总装备部振动与噪声控制技术专家组成员, 中国振动工程学会理事, 北京振动工程学会常务理事。主要研究方向为振动与噪

声控制、车辆智能悬挂。曾获国防科工委科技进步二等奖、三等奖、兵器集团科技进步特等奖、一等奖。

数据来源：iFinD，东吴证券研究所

1.2. 液压油缸军民双驱研产能力领先，开拓油气弹簧第二增长曲线

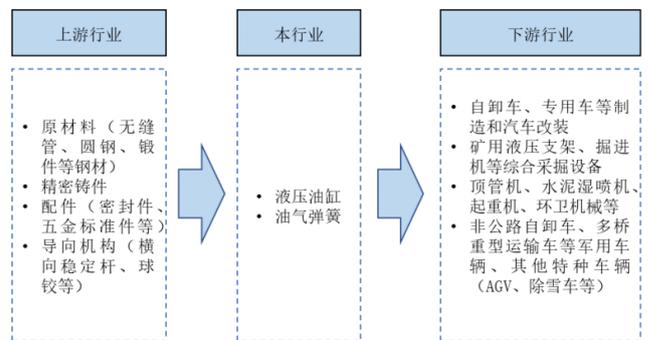
液压油缸军民双驱研产能力领先，开拓油气弹簧第二增长曲线。公司聚焦境内“汽车、能源采掘机械、工程机械、军工装备”四个主行业，持续推进高端化、智能化、绿色化水平，实施境内外双线并行，各业务板块协同发展，产品主要包括自卸车专用油缸、机械装备用缸和油气弹簧。其中，**1) 自卸车专用油缸**：用于自卸车的液压举升系统，聚焦前置缸系列产品，主要客户为宏昌专用车，中集集团等行业龙头企业，亦为公司境外收入重要来源。**2) 机械装备用油缸**：涵盖采掘设备、工程机械、军工装备三大领域，主要客户为郑煤机集团、三一集团等知名企业。**3) 油气弹簧**：为油气悬架弹性及减震元件，公司于 2019 年开始为特种车辆研发生产企业提供多桥重型运输车辆油气弹簧，已成功开拓泰安航天特种车有限公司、中国重汽集团济南特种车有限公司等重点客户。油气弹簧应用领域不断拓展延伸，可用于非公路自卸车、半挂车、除雪车、自动导引车等特种车领域以及新能源乘用车领域，未来发展空间较大。

图3：公司三大产品及用途简介



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

图4：公司产品产业链上下游情况

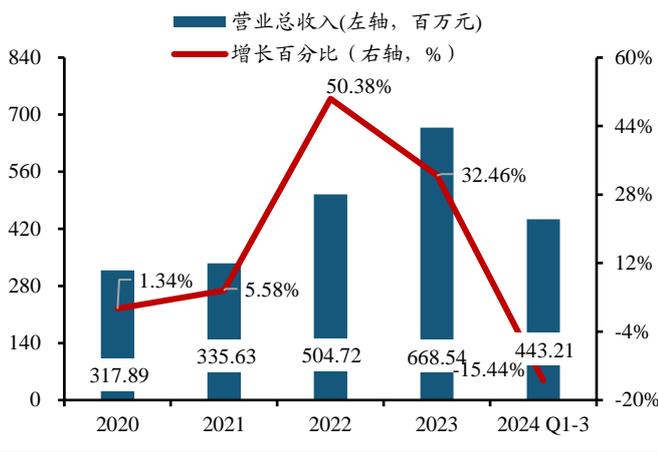


数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

1.3. 油气弹簧收入高速增长，境外市场开拓效果显著

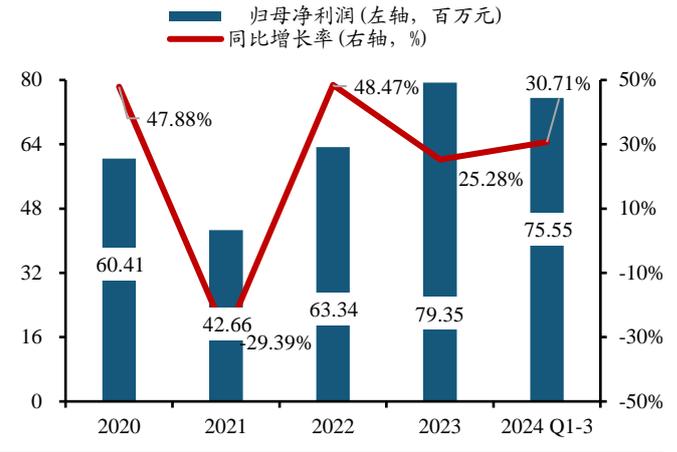
业绩体量增长势头良好，盈利能力显著提升。2020-2023 年，公司实现营业收入 3.18/3.36/5.05/6.69 亿元，年均复合增速达 28.12%；实现归母净利润 0.60/0.43/0.63/0.79 亿元，年均复合增速达 9.52%；实现扣非后归母净利润 0.50/0.39/0.50/0.75 亿元，年均复合增速为 14.30%；实现扣非后 ROE(摊薄)分别为 12.65%/9.26%/10.96%/14.47%。公司归母净利润和营收体量持续扩大，业绩实现高速增长主要系公司通过增加生产技术研发投入提高产能；同时公司积极拓展新客户、新产品，客户订单不断增加。2024 年前三季度，公司实现营业收入/归母净利润分别为 4.43/0.76 亿元，同比增速为-15.44%/+30.71%。

图5: 2020-2024Q1-3 公司营业收入及同比增速



数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

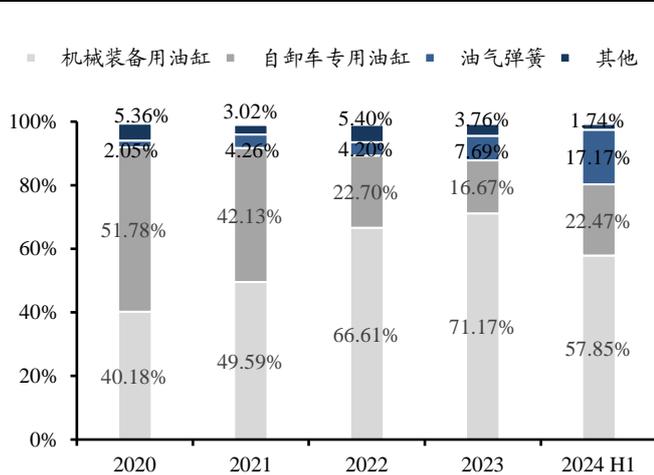
图6: 2020-2024Q1-3 公司归母净利润及同比增速



数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

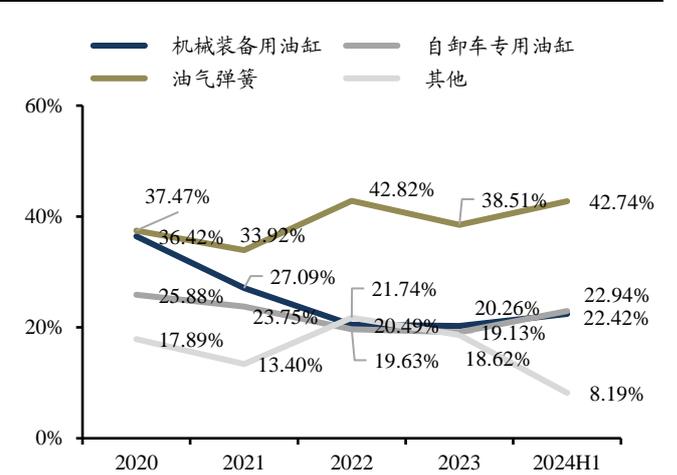
分业务来看，机械装备用油缸营收占比近6成，油气弹簧增速可观。机械装备用油缸业务收入不断增长，营业收入由2020年的1.28亿元上涨至2023年4.76亿元，年均复合增长率高达55.01%，为公司销售的主力产品。随着配备全油气悬架自卸车市场的渗透率提升，公司油气弹簧产品需求旺盛，2024H1收入同比增长119%，占总收入比重亦不断扩大，由2020年的2.05%提高至2024H1的17.17%。受宏观经济、市场需求、行业政策等多方因素影响，我国自卸车细分行业经历下行挑战，2024H1公司自卸车专用油缸业务境内销售保持稳定，同比增长1.23%；境外销售积极开拓，同比增长29.87%，在境外销售的补充下，公司自卸车专用油缸整体收入同比增长9.55%。

图7: 2020-2024H1 公司各类业务营业收入占比



数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

图8: 2020-2024H1 公司各项业务毛利率

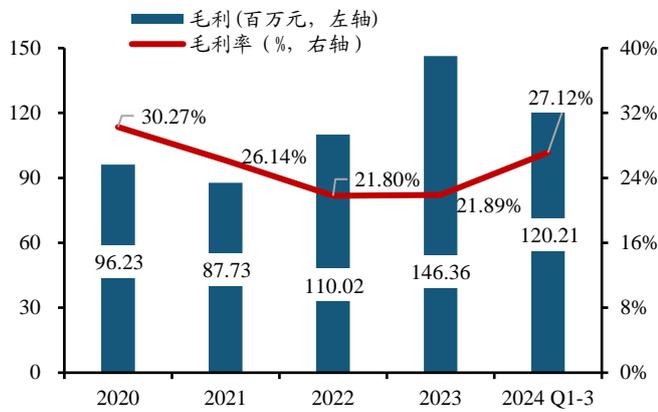


数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

产品结构优化叠加降本增效措施，带动毛利率水平显著提升。2024年前三季度，公司实现销售毛利率27.12%，同比提高6.13pct；实现销售净利率17.05%，同比+6.02pct。毛利率同比增长主要系公司高毛利产品包括油气弹簧及境外销售收入等占比增加，同时通过自动化升级、标准化生产等措施降本提质增效，叠加原材料出库单价同比下降，有效进行了成本优化。从期间费用率来看，2024Q1-3公司销售/管理/财务/研发费用率分别

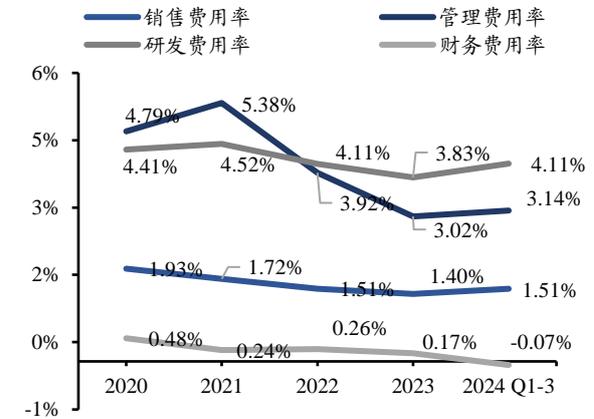
为 1.51%/3.14%/-0.07%/4.11%，同比+0.37/+0.45/-0.37/+0.69pct，其中，财务费用率同比下降主要系公司本期资金状况良好，银行贷款及贴现业务减少，相应利息支出及承兑汇票贴现息减少，同时受汇率变动影响，产生汇兑收益增加综合所致。

图9：2020-2024 Q1-3 年公司毛利及毛利率情况



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

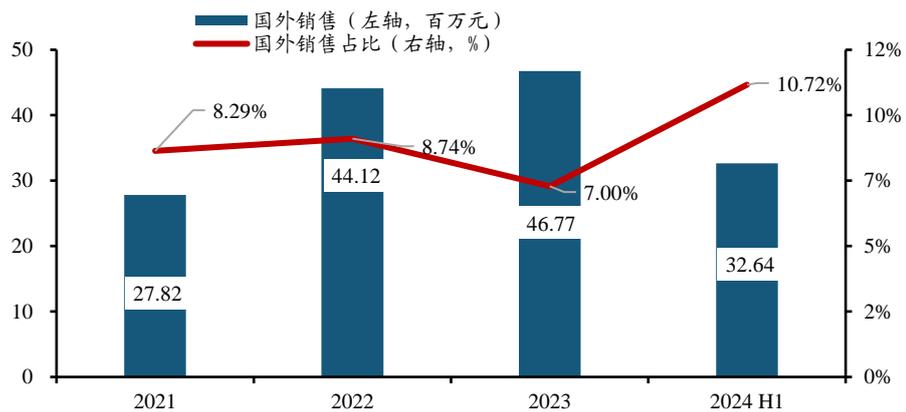
图10：2020-2024 Q1-3 公司期间费用率情况



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

境外市场开拓效果显著，2024H1 海外营收同比增速达 62%。公司积极布局国际市场，实施境内外双线并行，各业务板块协同发展。2024H1 公司境外营业收入同比增长 62.04%，主要系公司新开发部分主机厂等客户，自卸车专用油缸及机械装备用缸需求逐步释放，导致境外收入整体进一步增长。毛利率方面，海外业务毛利率同比增加 7.19 个百分点，主要系高毛利率的特殊工矿使用的机械装备用缸收入占比快速增长所致。而 2024H1 境内营业收入同比下降 16.29%，主要受煤矿高增长需求逐步趋于平缓，采掘设备用缸订单量减少的影响。

图11：2021-2024H1 国外销售收入及占比



数据来源：iFinD, 东吴证券研究所

2. 深耕液压油缸多年优势厚筑，前瞻布局电动缸及行星滚柱丝杠

2.1. 液压油缸行业规模总体平稳增长，迎智能化与环保化转型趋势

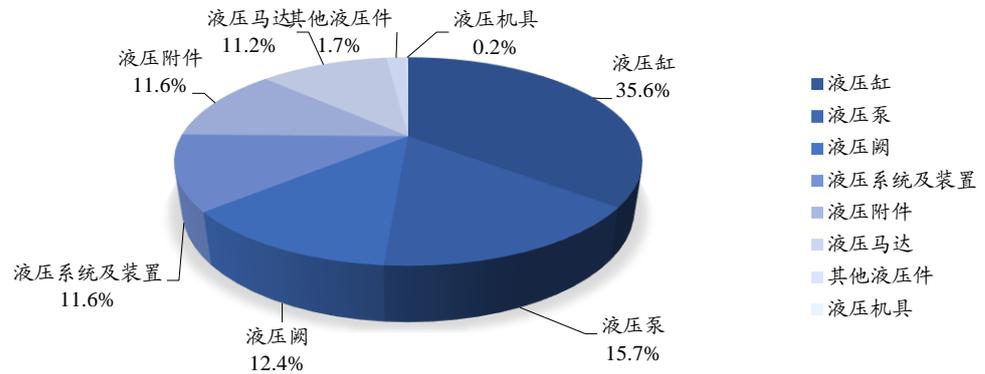
液压油缸为液压系统的关键执行元件，2021 年价值占比约 36%。液压系统由动力元件、执行元件、控制元件、辅助元件和工作介质（液压油）五部分组成，其中，执行元件是实现动能转化的关键元件，包括液压缸和液压马达。液压油缸的结构通常包括缸体、活塞、活塞杆、密封件等部分，其工作原理是利用液压油在缸体内的流动与压力变化，将压力能转换为机械能，从而实现负载运动。液压油缸结构简单、工作可靠，用来实现往复运动时，可免去减速装置，且没有传动间隙，运动平稳，在提升工作效率、减少人工操作、增强机械动力等方面有不可替代的作用。从价值占比来看，在 2021 年中国液压气动密封工业协会重点联系企业液压产品中，液压油缸在全部液压产品价值中占比为 35.6%，排名第一。

表2：液压系统的构成

组成部分	功能	主要产品	
执行元件	将流动液体的压力能转换为机械能，驱动各工作部件作回转运动或直线往复运动	液压油缸（直线运动） 液压马达（回转运动）	
动力元件	将带动它工作的发动机、电动机或其他原动机输入的机械能转换成流动液体的压力能，向整个液压系统提供动力，是液压系统的核心	液压泵	
控制元件	对液压系统中工作液体的压力、流量和流动方向进行调节控制，保证执行元件完成预定的动作	液压阀（压力阀、流量阀、方向阀等）	
辅助元件	提供必要的条件使液压系统得以正常工作，是液压系统不可或缺的组成部分，对液压系统进行监测和反馈，保证液压系统可靠、稳定、持久地工作	油箱、过滤器、油管与管接头、密封装置、蓄能器、热交换器以及各种指示器和控制仪表等	
工作介质	液压系统用工作介质作为传递能量的介质，其性能会直接影响到液压传动的工作	各种矿物油、乳化液和合成型液压油	-

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

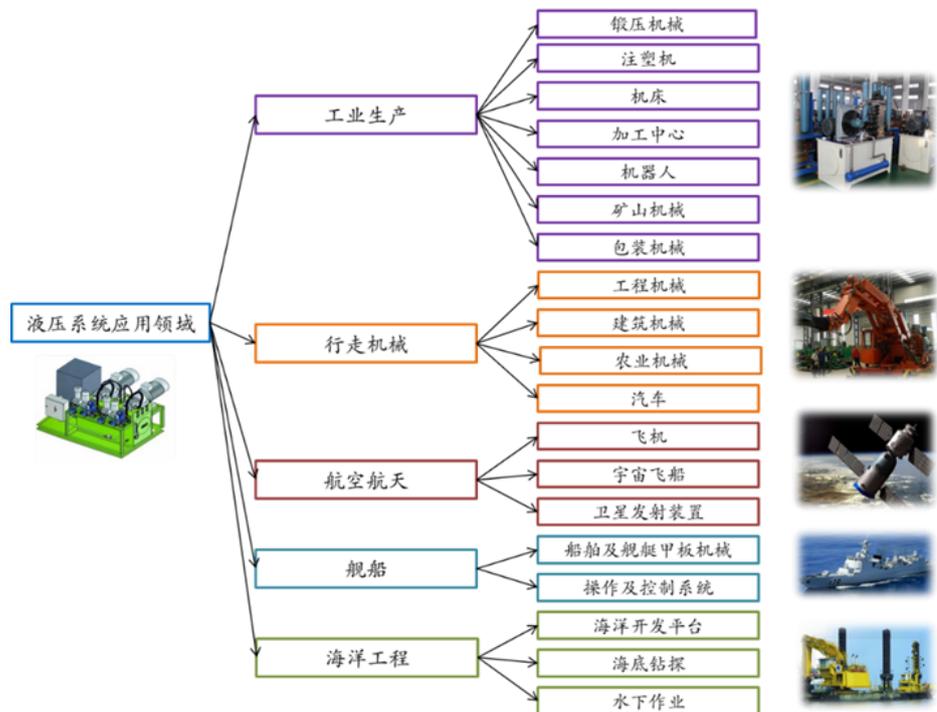
图12: 2021年中国液压气动密封工业协会重点联系企业液压产品价值量分布



数据来源: 中国液压气动密封件工业协会, 中商情报网, 东吴证券研究所

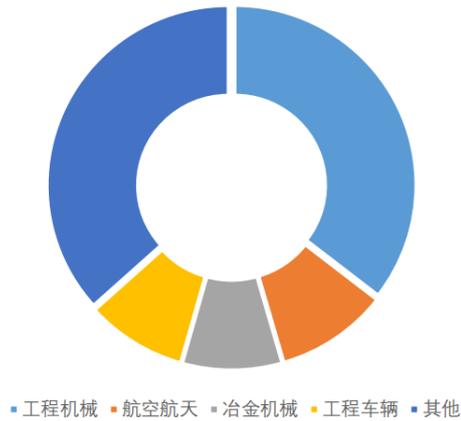
液压油缸下游覆盖面广, 工程机械为最大应用市场。液压系统是现代机械装备与机电产品的重要组成部分, 应用领域包括工业生产、行走机械、航空航天、船舶工业、海洋工程等。目前, 国内液压油缸行业下游主要为自卸车、专用车等工程车领域、汽车制造业、采掘设备制造业、能源设备等。根据 QYResearch, 工程机械为液压油缸最大的下游细分市场, 2022 年占比达 35.5%。在工程机械领域, 液压油缸广泛用于锻压机械、注塑机、机床等设备, 通过驱动负载完成成形、挤压、切割等操作。这些机械设备依赖液压油缸提供稳定且高效的动力输出, 以适应重载作业和复杂工况环境。

图13: 液压系统应用领域



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

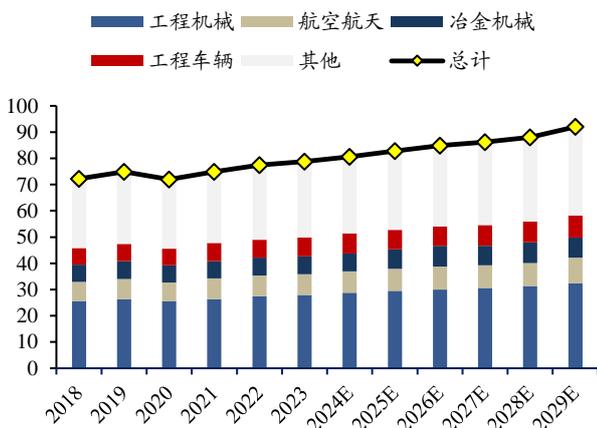
图14: 2022年液压油缸不同应用市场占比



数据来源: QYResearch, 东吴证券研究所

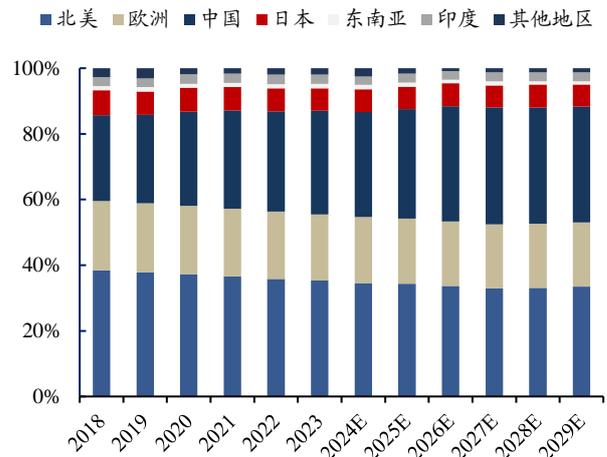
液压油缸行业规模总体平稳增长, 2029年全球市场有望达92亿美元。根据QYResearch数据, 2022年全球液压油缸市场规模约72亿美元, 预计到2029年增长至92亿美元, 年复合增长率约2.7%, 整体呈现平稳增长趋势。具体而言, 1) **自卸车专用油缸**: 我国“一带一路”、城镇化和巨额基建投资计划推进, 特别是对中西部政策扶持和长三角一体化、粤港澳大湾区、西部大开发及京津冀地区的建设投入, 自卸车及其前置油缸需求稳定增长。2) **机械装备用油缸**: 长期来看, 煤炭行业需求仍处稳定上涨期; 工程机械行业借助国内宏观经济恢复和固定资产投资稳步推进, 以及智能制造和自动化技术的普及, 带动该领域液压油缸需求上升。3) **其他**: 液压油缸在国防与航空航天产业、海洋开发平台和水下作业系统应用广泛, 尤其在深海油气开发和可再生能源领域表现出较大潜力。

图15: 2018-2029年全球液压油缸市场规模(亿美元)



数据来源: QYResearch, 东吴证券研究所

图16: 2018-2029年各国液压油缸市场占比情况

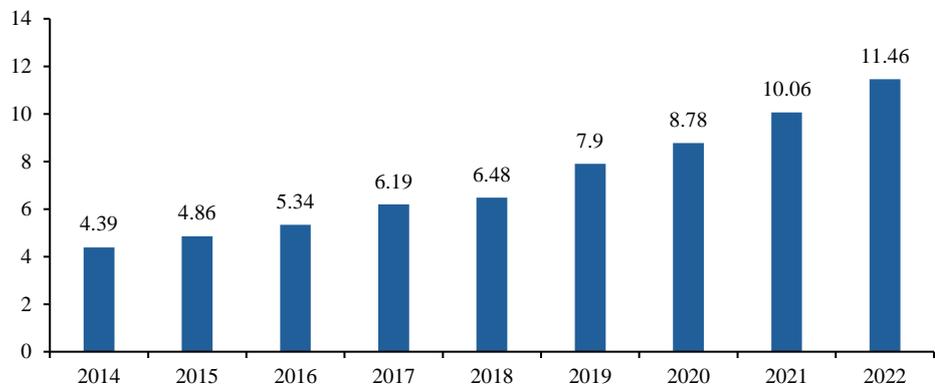


数据来源: QYResearch, 东吴证券研究所

电动缸市场空间可观, 关键组件丝杠前景广阔。电动缸的工作原理是将电动机的旋

转运动通过丝杠或齿轮等机械转换装置转换为直线运动。与液压油缸相比，电动缸不仅在精确控制、响应速度和环保方面具有显著优势，而且集成了网络通讯功能，能够实现远程监控和诊断，更好地满足智能化生产的需求。作为电动缸的核心组件，丝杠是将电机端旋转运动转化为直线运动的机械部件，按设计结构角度分为梯形丝杠、滚珠丝杠、行星滚柱丝杠。其中，行星滚柱丝杠是一种新型精密滚动功能部件，具有尺寸小、推力大、精度高、抗冲击、寿命长等优点，是高承载、高转速、复杂工况条件下机电伺服系统执行机构的最优选择。电动缸及丝杠用途广泛，涵盖自动化产线、机器人关节驱动、无人驾驶转向机构、多自由度运动平台、工程机械、医疗器械、太阳能逐日系统、航空航天、武器装备等领域，市场前景广阔。

图17：2014-2022年我国电动缸市场空间及增速（单位：亿元）



数据来源：共研网，东吴证券研究所，2022年为预测值

表3：电动缸与液压油缸的优缺点对比

对比	电动缸	液压油缸
操作方式	操作简单，既插即用	操作较复杂
环境影响	无污染，环保	经常漏油，噪音较大
安全隐患	几乎没有安全隐患	存在漏油现象
能源应用	磨损小，节省能源	磨损大，能源利用率低
使用寿命	使用寿命长	需要保养得当
维护保养	几乎可免维护	需要高成本的定期维护
性价比	高	低

数据来源：上海度兰特，东吴证券研究所

表4：滚珠丝杠、行星滚柱丝杠和梯形丝杠对比

对比	滚珠丝杠	行星滚柱丝杠	梯形丝杠
----	------	--------	------

结构	主要由滚珠丝杠、滚珠螺母、滚珠组成	主要由丝杠、行星滚柱、保持架、内齿轮和螺母组成	由螺杆和螺母组成
传动效率	高，一般能达到 90%	高，与滚珠丝杠传动效率相当	低，一般低于 70%
自锁性	具备	具备	不具备
导程精度	较高，但受到滚珠的直径限制，因而导程将是标准的	高，且导程可以是整数或小数，提供更精细的控制	低，质量差异大
寿命	较高	高，是滚珠丝杠的 10-15 倍	低
工艺	滚压、切削和研磨，研磨精度高	砂轮磨削、硬车削和旋风铣削，其中旋风铣削有望成为未来主流	研磨和轧制，轧制工艺门槛高，适合批量生产
适用场景	要求平稳、高效、高精度、长时间连续或高速运动	要求高承载、高效率、高温等恶劣环境	重量轻、速度要求不高

数据来源：未来智库，上隆自动化零件商城，道臣（天津）自动化设备有限公司，斯科勒自动化，中国传动网，浙江省机器人产业发展协会，东吴证券研究所

2.2. 液压油缸全链条生产优势显著，智能化高端产品及海外市场增量可观

自卸车专用油缸：持续产品迭代拓展应用，海外市场增长显著。 1) **技术与性能：** 聚焦前置缸，掌握自卸车倒装前顶缸、前顶缸轻量化等核心技术，符合自卸车结构未来发展方向，在原材料能源消耗、生产效率、质量可靠性等方面具备优势。2) **产品迭代：** 开发轻量化、标载、重型车辆使用的前置缸系列化产品，以及适配宽体矿用自卸车的举升系统，并结合车辆吨位大、车身宽特点，推动刚性矿用车液压油缸升级迭代，进一步扩大应用领域。3) **加工生产：** 可独立完成从原材料采购至成品出厂的全部生产工序，具备完整的前置缸设计及生产加工能力。3) **客户与市场：** 与宏昌专用车、中集车辆等行业龙头建立了稳定合作，并凭借良好的产品质量和交期服务，2024H1 自卸车专用油缸业务境外收入同比增长 29.87%，对境内自卸车市场下行形成了强有力的补充。

图18：万通液压自卸车专用油缸图示



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

图19：万通液压自卸车专用油缸主要客户简介

客户名称	简介
宏昌专用车	国内专业的专用货车（包括自卸车等）组装厂商，为行业内规模大、产品品种齐全的现代化大型企业
河南骏通	国内较为知名的专用车组装厂商。2020年入选河南省第一批先进制造业和现代服务业融合试点单位
中集车辆	半挂车与专用车高端制造企业，为全球排名第一的半挂车生产制造商，连续十二年位居榜首
恒天大地	国内较为知名的专用车组装厂商，隶属中国恒天集团，专业从事专用汽车、挂车的制造

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

机械设备用油缸：实现国内煤机主要型号覆盖，持续聚焦智慧化&绿色化高端产品研发。公司在采掘设备领域以综采液压支架使用的立柱与千斤顶为主，已实现国内煤机行业用液压油缸产品主要型号覆盖，成为郑煤机股份“核心配套商”及兖矿东华“优秀配套商”。此外，公司新开发的密封性和耐腐蚀性极高的纯水液压缸产品于 2024 年批量列装，并凭借耐磨防腐工艺高端液压支架产品，成功开发境外主机厂客户，为其提供极地气候使用机械装备用缸，并得到客户高度认可实现批量供货。2024 以来，公司机械装备用缸产品境外销售获得新突破。受境外机械装备用缸等高毛利率产品收入占比增加，叠加原材料价格下降影响，2024H1 机械装备用缸产品毛利率同比增长 2.79 个百分点。

图20: 万通液压综采液压支架用油缸图示



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

图21: 万通液压机械设备用油缸主要客户简介

客户名称	简介
郑煤机	我国煤炭综采设备制造的龙头企业之一，连续多年入选中国机械工业百强企业和《财富》中国500强企业
山西平阳	山西平阳重工机械有限责任公司与山西平阳煤机装备有限责任公司是国内煤炭综采设备制造的龙头企业之一
兖矿东华	兖矿东华重工有限公司系兖州煤业股份有限公司全资子公司，是兖煤旗下煤炭综采设备制造企业
蚂蚁煤机	蚂蚁煤机依托地缘优势，主要经营煤矿机械设备销售及维修

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

2.3. 电动缸深耕军用市场，行星滚柱丝杠民用潜力可期

深耕布局军用电动缸领域，行星滚柱丝杠民用潜力可期。公司具备 A 类装备承制单位资格，有利于军工市场的开拓。2021 年，公司配合军工院所完成电动缸产品的研发、试制及小批量生产销售，取得多项电动缸及伺服控制方面相关专利，目前主要应用于某型特定装备领域。同时，电动缸是用途广泛的直线传动部件，丝杠为电动缸的重要组件，特别是行星滚柱丝杠具有体积小、维护周期长，可靠性高的特点，在民用领域的应用十分广泛，包括机器人关节驱动、工业自动化、无人驾驶转向等。由于行星滚柱丝杠生产技术难度较高，国内较难生产出符合性能需求的产品，公司正在积极储备行星滚柱丝杠技术，未来有望与电动缸产品相结合，打开增长空间。

图22: 万通液压电动缸产品图示



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

3. 油气弹簧军转民增速亮眼，乘用车市场领域成长空间广阔

3.1. 油气悬架性能优异且应用前景广泛，市场渗透率有望持续提升

油气悬架性能优于钢板弹簧悬架和空气悬架，油气弹簧为其弹性及减震元件。油气悬架是一种新型避震悬架产品，主要竞品为钢板弹簧悬架和空气悬架。相对于钢板弹簧悬架，油气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，主要用于军用车辆和重载工程机械车辆。相对于空气悬架，油气弹簧悬架弥补了阻尼可变性性能方面的先天性缺失。此外，油气悬架的维护周期更长，更能提高车辆利用效率。在安全性方面，其过弯抗侧倾性能明显优于其他悬架，有效避免车辆高速转弯时发生意外的侧翻。从油气悬架构成来看，油气弹簧为其弹性及减震元件，其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，可调节车架高度。

表5: 油气悬架、钢板弹簧悬架和空气悬架性能对比

性能指标	油气悬架	钢板弹簧悬架	空气悬架
减震性	良好，通过油气弹簧保障车厢高度恒定，减小车辆颠簸产生的晃动。	较差，在颠簸路面舒适性很差。	优良，相比传统金属弹簧可以减少车身颠簸和抖动，更加平稳。
承载力	强，储能比大，动载系数小，能承受更大的载荷冲击。	高，适合重载运输车辆。	相对较弱，对运输重量的限制较严格。
抗倾侧性	出色，刚度大概是空气悬架的4倍以上。	中等，高速和急转弯情况下可能出现明显侧倾。	较差，刚性较低。
路况适用性	适用复杂路况，如军用车辆和重载工程机械车辆。	一般，面对不平整路面时舒适性和操控性缺点明显。	可调性高，适用于不同路况，主要用于乘用车等。
耐用性	高，轮胎磨损慢，使用寿命长，维护周期长。	中等，结构简单但可能需要频繁维护。	可能不如和传统悬架系统，出现故障可能导致悬挂系统失效或无法正常工作。
经济性	购置成本及维修保养成本高。	造价及维修成本较低。	购买和维修成本较高。

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图23: 油气悬架结构图

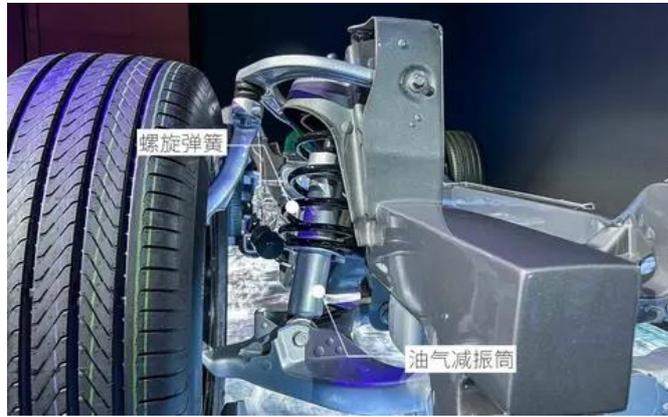


数据来源：新浪汽车，东吴证券研究所

油气悬架应用前景广阔，有望从特种车辆拓展至乘用车领域。油气悬架具有非线性刚度、非线性阻尼、结构紧凑、可调车姿等显著优点，目前已推广至矿山载重车、多桥重型运输车、重型平板运输车等特种车辆，以及重型公路卡车和工程机械等领域。随着汽车轻量化趋势发展，以及新型城镇化、新基建等政策的逐步推行，高性能、智能化、

绿色化的油气悬架产品的应用得到进一步拓展，有望从特种车辆拓展至乘用车领域。2023年4月，比亚迪在2023上海车展上发布仰望U8豪华版和越野玩家版，其悬架系统采用了螺旋弹簧+油气弹簧的复合弹簧结构，既能提供良好的减震效果，又能在静止状态下提供支撑力，提高了车辆的舒适性和操控性。

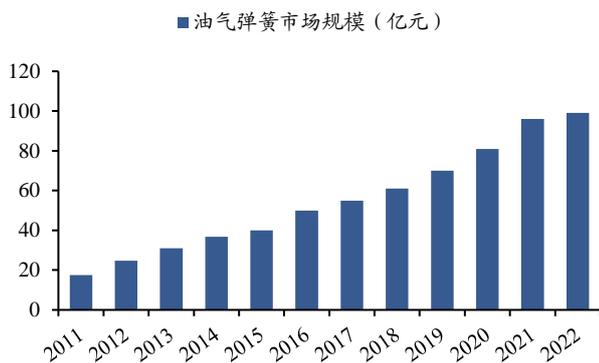
图24：比亚迪仰望U8悬架系统采用螺旋弹簧+油气弹簧的复合弹簧结构



数据来源：懂车帝，东吴证券研究所

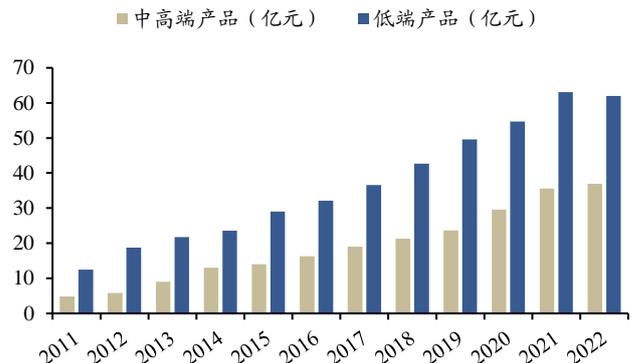
油气弹簧行业规模稳步扩增，成本降低后有望打开成长空间。随着国内整体特种车辆和工程车辆需求走高，油气弹簧作为油气悬挂重要配件，其市场规模稳步提升。根据智研咨询数据，中国油气弹簧市场规模有望在2030年提升至107.15亿元。从成本端来看，智研咨询数据显示，普通空气悬架价格多在1-3万元，维护成本相对较低，而油气悬架价格约5-6万元，且维修保养时间长，较高的成本限制了其市场份额和渗透率。油气弹簧使油气悬架的性能明显优于其他类型悬架，未来伴随油气弹簧成本降低，其在乘用车领域的市场空间和渗透率有望提升，增长空间潜力巨大。

图25：2011-2022年中国油气弹簧市场规模



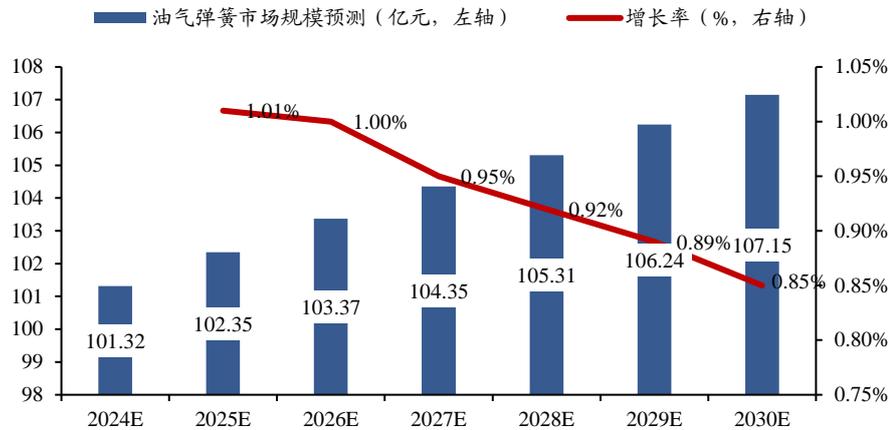
数据来源：智研咨询，东吴证券研究所

图26：2011-2022年中国高中低端油气弹簧市场规模



数据来源：智研咨询，东吴证券研究所

图27：2024-2030年中国油气弹簧市场规模预测



数据来源：智研瞻，东吴证券研究所

3.2. 积极发挥油气弹簧先发优势，军转民成长空间广阔

油气弹簧为“军转民”产品典型，部分性能已远超行业标准。公司于2015年起对油气弹簧产品展开自主研发，2017年起将油气弹簧作为未来三大战略产品之一进行重点发展，现已掌握了油气弹簧产品的设计及制造工艺，成功为中冶宝钢、徐工汽车等国内知名企业提供配套服务，并于2019年开始为特种车辆研发生产企业提供多桥重型运输车辆油气弹簧，成功开拓泰安航天特种车有限公司、中国重汽集团济南特种车有限公司等重点客户。公司油气弹簧部分性能已远超行业标准，例如，公司生产的活塞杆展现出卓越的耐腐蚀性，经过中性盐雾测试能够达到360小时，远超行业的72小时标准。2023年年报披露，公司极寒环境下油气弹簧加热保温技术研究成功结项，将利于实现油气弹簧在极寒环境下性能的正常发挥，扩大车辆在特殊环境的使用区域范围，助力油气弹簧在极寒地区的市场开拓。

表6：公司油气弹簧相关专利（已授权）

专利名称	专利类型	专利号	申请日期	期限	取得方式
油气悬架用双气室柱塞式蓄能器	实用新型	201821370749.5	2018.8.24	10年	原始取得
双油室刚度可调节油气弹簧	实用新型	201821370781.3	2018.8.24	10年	原始取得
油气悬架用双气室活塞式蓄能器	实用新型	201821370772.4	2018.8.24	10年	原始取得
油气弹簧用球头座消间隙结构	实用新型	201821370794.4	2018.8.24	10年	原始取得
油气弹簧用浮动活塞及油气弹簧	实用新型	201821370783.2	2018.8.24	10年	原始取得

数据来源：公司招股说明书、东吴证券研究所

表7: 公司油气弹簧相关核心技术

核心技术名称	技术来源	技术特点
活塞杆热处理及表面处理技术	自主研发	通过调质工艺的优化, 能够使产品达到较高的综合机械性能, 提高产品质量; 其次, 活塞杆表面采用新工艺处理, 代替传统高频淬火镀铬处理, 提高表面硬化深度及耐腐蚀性能; 再次, 有利于节能环保。
双气室蓄能器技术	自主研发	对于空满载质量差异较大的车辆, 使用双气室蓄能器, 可以在很大程度上降低车辆高满载高度差, 有效保证车辆空满载运行时的安全性及舒适性。
镜面抛光粗糙度控制技术	自主研发	油气弹簧使用频率高、运行速度快、冲击大, 通过镜面抛光处理, 提高活塞杆表面粗糙度, 并将粗糙度控制在最适合密封件高频高速使用的区间, 改善密封件使用环境, 提高密封件使用寿命。

数据来源: 公司招股说明书、东吴证券研究所

油气弹簧先发优势显著, 持续拓展新能源 SUV 等车型新应用。公司具备先发优势, 在底盘悬挂匹配方面积累了大量经验, 在持续市场推广过程中, 积极配合主机厂做新机型、新结构试跑验证。随着非公路矿用自卸车重载机型的试验及推广, 公司配套开发整车全油气悬挂系统, 该系统将增加单机油气弹簧装载量, 在配置前桥油气悬挂的基础上, 增配中后桥双气室油气平衡悬架, 逐步由前桥油气悬挂向整车全油气悬挂推广。目前, 公司研制开发的油气弹簧主要应用于非公路矿用自卸车, 处于市场验证及市场渗透率不断提升的阶段, 并已安装在无人驾驶新能源宽体矿卡上使用, 未来应用车型将不断扩大, 包括多桥重型运输车、半挂车及新能源乘用车等领域。油气弹簧产品凭借在驾驶舒适性、安全性、机动性、操控性等方面的优势, 销量近几年均保持了快速增长。2021-2023 年公司油气弹簧业务收入复合增长率为 89.55%, 2024H1 油气弹簧实现营收 5,229 万元, 已超过 2023 全年收入, 同比增长 119.00%, 毛利率恢复至 42.74%。

4. 盈利预测与投资建议

我们将公司收入拆分为机械装备用油缸、自卸车专用油缸、油气弹簧和其他业务。

1) 机械装备用油缸: 涵盖采掘设备、工程机械、军工装备三大领域, 已实现国内煤机用液压油缸产品主要型号覆盖, 成为郑煤机股份“核心配套商”及兖矿东华“优秀配套商”; 新开发的密封性和耐腐蚀性极高的纯水液压缸产品于 2024 年批量列装, 并成功开发境外主机厂客户为其提供极地气候使用机械装备用缸。此外, 公司配合军工院所完成电动缸产品的批量生产销售, 并积极储备行星滚柱丝杠技术, 未来有望与电动缸产品相结合, 打开增长空间。考虑到煤矿高增长需求趋于平缓, 采掘设备用缸订单量减少, 机械装备用缸产品收入增速短期存在压力, 预计 2024~2026 年公司机械装备用油缸业务实现营收 4.04/4.58/5.48 亿元, 毛利率分别为 22.51%/23.12%/23.24%。

2) 自卸车专用油缸: 聚焦前置缸, 掌握自卸车倒装前顶缸、前顶缸轻量化等核心技术, 开发轻量化、标载、重型车辆使用的系列化产品, 以及适配宽体矿用自卸车的举升系统, 并结合车辆吨位大、车身宽特点, 推动刚性矿用车液压油缸升级迭代, 进一步扩大应用领域。此外, 公司凭借良好的产品质量和交期服务, 境外收入增速可观, 对境内

自卸车市场下行形成了强有力的补充。预计 2024~2026 年公司自卸车专用油缸业务实现营收 1.25/1.38/1.51 亿元，毛利率分别为 23.10%/23.34%/24.12%。

3) 油气弹簧: 为“军转民”产品典型，公司先发优势显著，现已掌握油气弹簧产品的设计及制造工艺，部分性能已远超行业标准，成功为中冶宝钢、徐工汽车等国内知名企业提供配套服务，并于 2019 年开始为特种车辆研发生产企业提供多桥重型运输车辆油气弹簧，现主要应用于非公路矿用自卸车，处于市场验证及市场渗透率不断提升的阶段，并已安装在无人驾驶新能源宽体矿卡上使用，未来应用车型有望不断扩大。预计 2024~2026 年公司油气弹簧业务实现营收 1.22/1.77/2.59 亿元，毛利率分别为 42.83%/43.10%/43.61%。

图28: 分业务盈利预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入/百万元	335.63	504.72	668.54	675.03	798.12	982.54
营收增速/%	5.58%	50.38%	32.46%	0.97%	18.23%	23.11%
毛利率/%	26.14%	21.80%	21.89%	26.57%	27.79%	28.91%
其中：机械装备用油缸						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入/百万元	166.45	336.21	475.79	403.94	457.64	547.81
营收增速/%	30.31%	101.99%	41.51%	-15.10%	13.30%	19.70%
毛利率/%	27.09%	20.49%	20.26%	22.51%	23.12%	23.24%
其中：自卸车专用油缸						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入/百万元	141.39	114.60	111.43	125.29	138.39	150.72
营收增速/%	-14.10%	-18.95%	-2.76%	12.44%	10.46%	8.91%
毛利率/%	23.75%	19.63%	19.13%	23.10%	23.34%	24.12%
其中：油气弹簧						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入/百万元	14.31	21.21	51.41	122.45	176.54	258.80
营收增速/%	119.87%	48.25%	142.35%	138.20%	44.18%	46.59%
毛利率/%	33.92%	42.82%	38.51%	42.83%	43.10%	43.61%
其中：其他						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入/百万元	13.48	32.71	29.92	23.36	25.54	25.20
营收增速/%	-29.24%	142.60%	-8.52%	-21.94%	9.35%	-1.31%
毛利率/%	31.29%	29.23%	29.63%	30.05%	29.64%	29.78%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

基于以上收入拆分，我们预计公司 2024~2026 分别实现营业收入 6.75/7.98/9.83 亿元，同比增速为 0.97%/18.23%/23.11%；实现归母净利润 1.04/1.32/1.70 亿元，同比增速为 31.17%/26.93%/28.85%；毛利率水平分别为 26.57%/27.79%/28.91%。

可比公司: 我们选取恒立液压和艾迪精密为可比公司。其中，1) 恒立液压经过三十余年的专注与创新，从液压油缸制造发展成为集液压元件、精密铸件、液压系统等产业于一体的大型综合性企业，主要市场涵盖 20 多个国家和地区，产品遍及工程机械、农业机械、工业工程、海洋工程、能源科技、隧道工程等众多行业。2) 艾迪精

密是一家综合性高端装备制造企业，业务涵盖液压属具、高端液压件、工业机器人、硬质合金刀具、智慧储能系统、丝杠导轨及非道路机械三电系统等六大业务板块，目前已发展为国内工程机械液压行业的领军企业。

盈利预测与投资建议：油气弹簧业务增长亮眼，海外市场成效显著，军民并驱业绩可期。我们预计公司2024~2026归母净利润为1.04/1.32/1.70亿元，对应最新PE为23.97/18.89/14.66倍。与可比公司2024年平均PE(33倍)相比，公司估值水平相对较低，考虑公司在液压油缸细分领域内技术和工艺水平已积累较强竞争优势，且具备A类装备承制单位资质，在行业内形成了较强品牌知名度和市场影响力，业绩有望稳步增长。参考可比公司估值及增速，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

图29：可比公司估值（截至2024年11月22日）

代码	公司	收盘价 (元)	总股本 (亿股)	总市值 (亿元)	归母净利润(亿元)			市盈率(P/E)		
					2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
601100.SH	恒立液压	54.78	13.41	734.50	26.28	31.00	37.06	27.95	23.69	19.82
603638.SH	艾迪精密	16.16	8.38	135.47	3.48	4.23	5.16	38.91	32.05	26.25
平均值								33.43	27.87	23.04
830839.BJ	万通液压	20.93	1.19	24.95	1.04	1.32	1.70	23.97	18.89	14.66

数据来源：可比公司盈利预测来自 wind 一致预期，万通液压盈利预测来自东吴证券研究所

5. 风险提示

- 1) 宏观经济波动风险。**公司所处的液压行业为运输车辆等基建设备、煤矿工业设备、港口船舶、其他大型工业设备等重型装备关键配套件行业，与宏观经济形势具有较强的相关性。不排除未来一段时间内下游客户的景气度受宏观调控而产生不利变化的可能性，公司业绩有可能受到宏观经济周期性波动的影响。
- 2) 市场竞争加剧的风险。**如果公司相关客户调整供应商的准入门槛，增加供应商数量，或公司不能充分发挥自身的技术服务优势，则市场开拓及在行业内的竞争优势将受到负面影响，从而导致销售收入和利润降低，对公司的生产经营造成不利影响。
- 3) 客户集中度较高的风险。**稳定的客户群能为公司提供稳定的利润来源，同时也使得公司对该部分客户销售金额占发行人总收入比重较高。尽管该部分客户信誉状况良好且与公司合作较为稳定，但如果主要客户的经营情况或主要客户与公司之间合作关系出现不利变化，将会对公司的收入水平及盈利能力产生重大影响。

万通液压三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	470	578	683	862	营业总收入	669	675	798	983
货币资金及交易性金融资产	44	92	127	214	营业成本(含金融类)	522	496	576	699
经营性应收款项	292	330	375	438	税金及附加	4	4	5	6
存货	86	108	125	139	销售费用	9	11	13	17
合同资产	46	46	55	70	管理费用	20	23	27	34
其他流动资产	2	1	1	2	研发费用	26	30	36	44
非流动资产	213	249	289	308	财务费用	1	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	7	6	8	9
固定资产及使用权资产	183	212	250	265	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	6	9	11	16	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	22	22	21	21	减值损失	(4)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	89	117	149	192
其他非流动资产	2	6	6	6	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	683	826	972	1,170	利润总额	89	117	149	192
流动负债	133	164	178	206	减:所得税	10	13	17	22
短期借款及一年内到期的非流动负债	14	14	14	14	净利润	79	104	132	170
经营性应付款项	86	92	106	124	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	11	17	16	20	归属母公司净利润	79	104	132	170
其他流动负债	23	41	43	48	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.67	0.87	1.11	1.43
非流动负债	31	39	39	39	EBIT	91	117	149	192
长期借款	20	20	20	20	EBITDA	114	138	174	218
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	21.89	26.57	27.79	28.91
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	11.87	15.42	16.55	17.32
其他非流动负债	11	19	19	19	收入增长率(%)	32.46	0.97	18.23	23.11
负债合计	164	204	218	245	归母净利润增长率(%)	25.28	31.17	26.93	28.85
归属母公司股东权益	519	623	755	925					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	519	623	755	925					
负债和股东权益	683	826	972	1,170					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	66	103	100	132	每股净资产(元)	4.35	5.22	6.33	7.76
投资活动现金流	(11)	(56)	(65)	(45)	最新发行在外股份(百万股)	119	119	119	119
筹资活动现金流	(33)	1	0	0	ROIC(%)	15.50	17.21	18.28	19.48
现金净增加额	22	48	35	87	ROE-摊薄(%)	15.29	16.72	17.50	18.40
折旧和摊销	23	21	25	26	资产负债率(%)	24.05	24.66	22.38	20.95
资本开支	(11)	(53)	(65)	(45)	P/E(现价&最新股本摊薄)	31.45	23.97	18.89	14.66
营运资本变动	(51)	(29)	(57)	(65)	P/B(现价)	4.81	4.01	3.31	2.70

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>