

万通液压（830839.BJ）

2025 年 05 月 02 日

投资评级：买入（维持）

液压油缸、丝杆、油气弹簧发展快并计划切入风电，2025Q1 归母净利润+61%

——北交所信息更新

诸海滨（分析师）

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

日期	2025/4/28
当前股价(元)	32.30
一年最高最低(元)	40.00/8.51
总市值(亿元)	38.51
流通市值(亿元)	21.02
总股本(亿股)	1.19
流通股本(亿股)	0.65
近 3 个月换手率(%)	355.89

北交所研究团队

● 2025Q1 营收+17.57%归母净利润+60.72%，维持“买入”评级

万通液压于 2025 年 3 月披露 2024 年报，并于 4 月披露一季报。参考年报可见，2024 全年实现营收 6.29 亿元同比-5.99%，归母净利润 10,872.05 万元+37.02%。2025Q1 则是实现了营收 1.67 亿元+17.57%，归母净利润 3,382.47 万元+60.72%。我们维持 2025-2026、并增加 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年万通液压实现归母净利润 1.27/1.67/1.88 亿元，对应 EPS 为 1.07/1.40/1.58 元，当前股价对应 PE 为 30.3/23.0/20.5X。考虑到万通液压预期与盘古智能开展合作进入风电领域，我们维持“买入”评级。

● 液压油缸“小巨人”，丝杆、油气弹簧等具有较强的发展潜力

继 2021 年度军工承制认证资格升级为 A 类、具备军工自主科研能力之后，万通液压进一步强化军品研发能力，参与多项军品预研项目。2021 年，万通液压配合军工院所完成了电动缸产品的研发、试制及小批量生产、销售。行星滚柱丝杠在优化设计和工艺过程及检测等方面均存在较高技术壁垒，万通液压正在积极做相应研究与开发。此外，在现有核心技术的基础之上，万通液压在挖掘机油缸和油气弹簧等未来拟重点发展产品方面，储备有多项关键技术，为产品拓展、升级奠定坚实技术基础。

● 油气弹簧营收毛利占比快速提升，定增合作盘古智能切入风电领域

2024 全年机械装备用油缸依然是主要的营收及毛利贡献产品，实现营收 39,237.69 万元占总收入 62%，毛利润 9,738.05 万元占总毛利的 55%。油气弹簧产品占比在 2024 年得到了大幅增长，2024 全年营收占比提升至 16%，毛利占比提升至 25%。2025 年 4 月万通液压发布定增说明书发行可转换债券，拟发行总额不超过 15,000.00 万元。计划此次发行募集资金全部用于补充流动资金。其中，盘古智能拟以现金方式认购本次可转债金额不低于 12,000.00 万元。万通液压研究开发的高端液压油缸产品可以适配盘古智能研制的风电领域液压系统。

● 风险提示：技术更新风险、客户集中度较高风险、下游需求不及预期风险。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	669	629	781	968	1,087
YOY(%)	32.5	-6.0	24.2	23.9	12.3
归母净利润(百万元)	79	109	127	167	188
YOY(%)	25.3	37.0	17.0	31.5	12.5
毛利率(%)	21.7	27.9	24.2	24.8	25.2
净利率(%)	11.9	17.3	16.3	17.3	17.3
ROE(%)	15.3	18.6	17.9	19.6	18.5
EPS(摊薄/元)	0.67	0.91	1.07	1.40	1.58
P/E(倍)	48.5	35.4	30.3	23.0	20.5
P/B(倍)	7.4	6.6	5.4	4.5	3.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

相关研究报告

《持续研发推广智能油气悬架系统等新产品，电动缸和丝杠值得期待——北交所信息更新》-2025.3.7

《油气弹簧及境外销售收入等占比增加，Q1-3 归母净利润+30.71%——北交所信息更新》-2024.10.30

《开发全球性大客户并着重发力油气弹簧，2024H1 归母净利润+33%——北交所信息更新》-2024.8.21

目 录

1、 液压油缸“小巨人”， 丝杆、油气弹簧等发展潜力大.....	4
1.1、 专注液压领域，覆盖自卸车、机械装备用缸、油气弹簧三大品类.....	4
1.2、 布局电动缸促军民融合双轮驱动，正储备行星滚柱丝杆生产技术.....	6
1.3、 油缸核心技术比主流工艺具优势，储备挖掘机油缸、油气弹簧技术.....	8
2、 归母净利润 2025Q1+60.72%，合作盘古智能切入风电.....	10
2.1、 2025Q1 归母净利润+60.72%，油气弹簧营收毛利占比快速提升.....	10
2.2、 扩产项目 2022 年已完成建设，定增合作盘古智能切入风电领域.....	13
3、 预计 2025-2027EPS1.07/1.40/1.58 元维持“买入”评级.....	15
4、 风险提示.....	16
附：财务预测摘要.....	17

图表目录

图 1： 自卸车专用油缸图示.....	5
图 2： 自卸车专用油缸终端应用场景.....	5
图 3： 矿用液压支架图示.....	5
图 4： 能源采掘设备用油缸终端应用场景.....	5
图 5： 油气弹簧图示.....	6
图 6： 油气弹簧终端应用场景.....	6
图 7： 军工装备用缸图示.....	7
图 8： 军工装备用缸终端应用场景.....	7
图 9： 2025Q1 营收 1.67 亿元同比+17.57%.....	10
图 10： 2025Q1 归母净利润 3,382.47 万元+60.72%.....	10
图 11： 2024 全年机械装备用油缸营收占总收入 62%.....	10
图 12： 油气弹簧 2024 毛利占比提升至 25%.....	10
图 13： 2024 年主要产品毛利率均上升/%.....	11
图 14： 2024 年境外营业收入占比提升较大.....	11
图 15： 毛利率、净利率 2025Q1 进一步提升至 30.62%、20.31%.....	11
图 16： 2024 期间费用率 8.52%.....	12
图 17： 2024 研发费用率 4.11%.....	12
图 18： 盘古智能液压站产品.....	14
图 19： 盘古智能齿轮箱润滑系统产品.....	14
图 20： 盘古智能液压变桨系统.....	14
图 21： 盘古智能风电液压偏航系统.....	14
表 1： 万通液压产品分为自卸车专用油缸、机械装备用缸和油气弹簧等三大类.....	4
表 2： 万通液压多数自卸车专用油缸、机械装备用油缸和油气弹簧均为高压油缸.....	4
表 3： 电动缸比液压缸和气缸结构简单，受温度波动影响小.....	7
表 4： 万通液压拥有冷拔工艺技术等技术，与主流技术相比各项指标具有优势.....	8
表 5： 万通液压在挖掘机油缸和油气弹簧等领域储备多项关键技术.....	8
表 6： 郑煤机在 2022-2024 年均保持第一大客户地位，2024 年销售占比下降至 24.53%.....	12
表 7： 公开发行募投项目已于 2022 年全部达到预定可使用状态.....	13

表 8： 我们选择恒立液压、艾迪精密、长龄液压、盘古智能作为可比公司	15
表 9： 预计 2025-2027 年万通液压 EPS 为 1.07/1.40/1.58 元，维持“买入”评级.....	15

1、液压油缸“小巨人”，丝杆、油气弹簧等发展潜力大

1.1、专注液压领域，覆盖自卸车、机械装备用缸、油气弹簧三大品类

万通液压产品分为自卸车专用油缸、机械装备用缸和油气弹簧等三大类，被广泛应用于汽车、能源采掘、工程机械、军工等领域。

表1：万通液压产品分为自卸车专用油缸、机械装备用缸和油气弹簧等三大类

产品分类	产品介绍
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。在土木工程中，常同挖掘机、装载机、带式运输机等设备联合作业，构成建筑工程材料的装、运、卸生产线。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。自卸车专用油缸按卸货方式可分为前置缸、中顶缸、侧翻缸、平推缸四种，公司主要经营前置缸。前置缸为多级缸，用于完成货厢升举支撑动作，主要零部件包括护套、外套、内套、柱塞杆、底盖、卡簧、密封件等。
机械装备用油缸	煤矿综合采掘设备一般包括液压支架、掘进机、采煤机、刮板输送机四类主要设备。公司经营的采掘设备用油缸以综采液压支架使用的立柱与千斤顶为主。液压支架是综采工作面支护设备，主要作用是支护采场顶板，维护安全作业空间，推进工作面采运设备，目前主要应用于煤炭开采企业及矿山开采企业。立柱与千斤顶是液压支架的主要组成部分，分别支撑在底座、顶梁或掩护梁之间调节支架高度并承载重力，具有较高的抗压抗弯强度和密封性能。立柱主要由外缸体、中缸体（活柱体）、活柱、导向套、底阀、密封件等主要部件组成，千斤顶主要由外缸体、活塞杆、导向套、活塞、密封件等主要部件等组成。
工程机械油缸	工程机械行业是液压油缸最重要的下游应用领域之一。公司不断拓展自身液压油缸产品的应用范围，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。
油气弹簧	车辆的乘坐舒适性和车身的固有振动特性有关，而车身的固有振动特性又与其悬架系统的特性密切相关。悬架系统是车架与车桥（或车轮）之间的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，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还可调节车架的高度。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，在多桥重型运输车、非公路自卸车以及半挂车中具有广泛的需求。油气弹簧主要由缸底、活塞、密封件、缸体、活塞杆、导向套、套筒、连接盖、充气阀组件等组成。

资料来源：亿渡数据、开源证券研究所

按照额定工作压力的不同，液压油缸分为低压油缸、中压油缸、中高压油缸、高压油缸与超高压油缸几类，额定工作压力高的油缸产品附加值一般也较高。高压化是液压油缸行业的主要发展趋势之一，除应个别客户要求，生产少量中高压自卸车专用油缸外，万通液压其余自卸车专用油缸均为高压油缸，机械装备用油缸和油气弹簧均为高压油缸。

轻量化是液压油缸行业发展的主流方向，轻量化油缸可以有效降低生产能耗，其产品附加值较高，万通液压顺应行业发展趋势、突破了油缸轻量化相关技术并逐步实现量产。

表2：万通液压多数自卸车专用油缸、机械装备用油缸和油气弹簧均为高压油缸

级别	压力范围（MPa）	万通液压产品类别
低压	0.0-2.5	-
中压	2.5-8.0	-

级别	压力范围（MPa）	万通液压产品类别
中高压	8.0-16.0	自卸车专用油缸
高压	16.0-32.0	自卸车专用油缸
		机械装备用油缸
		油气弹簧
超高压	>32	-

资料来源：万通液压公开发行说明书、开源证券研究所

➤ 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。在土木工程中，常同挖掘机、装载机、带式运输机等设备联合作业，构成建筑工程材料的装、运、卸生产线。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。

图1：自卸车专用油缸图示



资料来源：万通液压招股说明书

图2：自卸车专用油缸终端应用场景



资料来源：万通液压 2022 年度业绩说明会

➤ 机械装备用油缸

机械装备用缸是公司的另一核心产品，应用行业和领域广泛，根据应用领域的不同，主要分为三类：煤炭采掘设备用液压缸、工程机械用液压缸及 JG 装备用缸。

● 综采液压支架用油缸

万通液压采掘设备用油缸以综采液压支架使用的立柱与千斤顶为主。液压支架是综采工作面支护设备，主要作用是支护采场顶板，维护安全作业空间，推进工作面采运设备，目前主要应用于煤炭开采企业及矿山开采企业。立柱与千斤顶是液压支架的主要组成部分，分别支撑在底座、顶梁或掩护梁之间调节支架高度并承载重力，具有较高的抗压抗弯强度和密封性能。2024 年度，万通液压被郑煤机集团评为“核心供应商”、被三一重型评为“最佳协同供应商”。

图3：矿用液压支架图示

图4：能源采掘设备用油缸终端应用场景



资料来源：万通液压招股说明书



资料来源：万通液压招股说明书

● 工程机械油缸

工程机械行业是液压油缸最重要的下游应用领域之一。万通液压不断拓展自身液压油缸产品的应用范围，近几年取得了多项突破，先后成功研制千吨履带式起重机油缸、掘锚护一体机液压油缸、大吨位挖掘机整机液压缸、高防腐长寿命挖掘机属具油缸等产品。该产品主要客户包括徐工集团、中联重科、雷沃重工等工程机械龙头企业。2024 年度，万通液压荣获雷沃重工“新产品贡献奖”。

● 油气弹簧

车辆的乘坐舒适性和车身的固有振动特性有关，而车身的固有振动特性又与其悬架系统的特性密切相关。悬架系统是车架与车桥（或车轮）之间的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，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还可调节车架的高度。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，在多桥重型运输车、非公路自卸车以及半挂车中具有广泛的需求。2024 年万通液压成功研制并推广智能称重整车全油气悬挂系统、AGV 仓储物流车油气弹簧等新型油气悬挂产品。针对国外市场油气弹簧产品的应用车型，成功研制满足大型重载矿用用车用烛式悬架油气弹簧产品。

图5：油气弹簧图示



资料来源：万通液压招股说明书

图6：油气弹簧终端应用场景



资料来源：万通液压招股说明书

1.2、布局电动缸促军民融合双轮驱动，正储备行星滚柱丝杆生产技术

传统的电动缸一般采用电动机驱动丝杠旋转，并通过构件间的螺旋运动转化为螺母的直线运动。近些年新兴的“螺母反转型”电动缸（如整体式行星滚柱丝杠电动缸）采用相反的驱动方式，即驱动螺母旋转，并通过构件间的螺旋运动转化为丝

缸的直线运动，能够实现直线传动的元件主要有液压缸、气缸和电动缸等。通过对比可以看出，电动缸比液压缸和气缸结构简单，受温度波动的影响小。

表3：电动缸比液压缸和气缸结构简单，受温度波动影响小

	液压缸	气缸	电动缸
传动媒介	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-40~120℃,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5~60℃,工作性能易受温度波动的影响。	通常规定电动缸工作温度范围为-30~80℃,工作性能受温度波动的影响小。
结构复杂度	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、阀和气路管道等，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。
位置可控制性	困难	很困难	容易
维护工作量	很大	大	小
环境污染	油液泄漏	噪声大	小

资料来源：智研咨询、开源证券研究所

继 2021 年度军工承制认证资格升级为 A 类、具备军工自主科研能力之后，万通液压进一步强化军品研发能力，参与多项军品预研项目，取得一定进展，为后续批量化军品配套奠定基础。

图7：军工装备用缸图示



资料来源：万通液压 2022 年度业绩说明会

图8：军工装备用缸终端应用场景



资料来源：万通液压 2022 年度业绩说明会

2021 年，万通液压配合军工院所完成了电动缸产品的研发、试制及小批量生产、销售，在电动缸及电控系统方面有一定的技术及工艺积累。目前，公司的电动缸主要应用在军工领域：（1）战术类导弹发射装置、起竖平台（2）军用车辆的调平支腿，起竖及各种电动执行机构，（3）地面战略武器装备。

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，可以应用于汽车、工业机械、医疗器械、航空等领域，工程机械在特定领域会实现电动化替代，未来民用市场将成为其应用的蓝海。为此，公司将积极做好电动化相关产品的跟踪及技术研发，进一步加强技术研发能力及生产规模。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。

同时，作为电动缸的重要组件丝杠，特别是行星滚柱丝杠具有尺寸小、推力大、精度高、抗冲击、寿命长等优点，可以应用在机器人关节驱动、工业自动化和航空

航天等领域。目前，行星滚柱丝杠在优化设计和工艺过程及检测等方面均存在较高技术壁垒，公司正在积极做相应研究与开发。

1.3、油缸核心技术比主流工艺具优势，储备挖掘机油缸、油气弹簧技术

万通液压拥有冷拔工艺技术、密封结构优化技术、活塞杆热处理及表面处理技术、镜面抛光粗糙度控制技术、双气室蓄能器技术等核心液压油缸及油气弹簧设计、生产技术，以及相应的业务资质，是国内中高压油缸的专业供应商。以上核心技术与主流技术相比，在各项技术指标上均具有一定的优势。

表4：万通液压拥有冷拔工艺技术等核心技术，与主流技术相比各项指标具有优势

技术指标	主流技术指标	万通液压技术指标
冷拔工艺技术		
原材料利用率	热轧无缝管 60%-80%	冷拔管 70%-85%
生产效率	需要粗加工、热处理等工序，生产效率高	冷拔后加工余量小，不需粗加工、热处理等工序，可直接进行精加工，有效提高生产效率
密封结构优化技术		
漏油度/密封性	密封件装配易损伤，漏油风险大	增加密封件装配保护措施，漏油风险
冷拔管校直技术		
校直效率	以点校为主，校直直线度 0.5mm/m	拔后整管校直，校直直线度 0.15mm/m
长行程多级缸制造技术		
伸缩级数	大多在 6 级以内	可达 10 级
行程	大多在 10 米以内	可达 22 米
运行平稳的自卸车倒装前顶缸技术		
量产能力	以油缸正装为主，倒装为新设计方向	已设计加工完成倒装前顶缸，成功装车
环形焊缝多焊枪技术		
焊接能力	单道环形焊接技术	双道焊缝及三道焊缝同时焊接技术
前顶缸轻量化技术		
产品壁厚	7mm 以上	可实现 6.35mm 厚
活塞杆热处理及表面处理技术		
表面硬化度	一般要求≥HV800	≥HV1000
耐腐蚀性能	一般满足中性盐雾试验 72h 要求	可达到中性盐雾试验 360h 要求
双气室蓄能器技术		
车辆高满载高度差	不适用空满载差异较大工况	适用于空满载差异较大工况
镜面抛光粗糙度控制技术		
活塞杆表面粗糙度	一般 Ra0.1-0.4	Ra0.1-0.2

资料来源：万通液压问询回复、开源证券研究所

此外，在现有核心技术的基础之上，万通液压在挖掘机油缸和油气弹簧等未来拟重点发展产品方面，储备有多项关键技术，为产品拓展、升级奠定坚实技术基础。

表5：万通液压在挖掘机油缸和油气弹簧等领域储备多项关键技术

储备技术名称	技术来源	主要应用产品	技术特点
2P2F 测试技术	自主开发	油气弹簧等高	可进行高压(不低于 2 倍工作压力，可达 70MPa)、

储备技术名称	技术来源	主要应用产品	技术特点
		压、高频油缸	高频脉冲试验，可高效的确认油缸是否满足耐久性要求。
摩擦焊技术	自主开发	工程机械用油缸	大幅提升油缸活塞杆的生产效率，可在活塞杆电镀抛光后实现快速、高效、稳定的活塞杆与耳环焊接。
一种表面喷涂技术	自主开发	油气弹簧	适用于高侧载高频摩擦运动工况，涂层硬度 $\geq 1000\text{HV}$ ，结合强度高且致密，耐磨损性能优越，其耐磨损性能大幅度超过电镀硬铬层。
一种表面电镀技术	自主开发	挖掘机专用油缸、油气弹簧	适用于近海区域(港口、码头等)环境工况，硬度 $\geq 800\text{HV}$ ，中性盐雾试验 360h9.8 级，有效提高抗腐蚀能力。
刚性闭锁技术	自主开发	油气弹簧	用于隔离油气弹簧的油室与气室，可满足特种设备有刚性闭锁要求的工况
车姿可调技术	自主开发	油气悬挂系统	采用油气分离式油气弹簧，搭配液压系统、控制系统、信息采集系统，可以实现车姿调节功能，能够适应不同路面工况要求。
浮动活塞密封技术	自主开发	油气弹簧	解决浮动活塞密封在高频往复运动工况下的困压问题，提高密封可靠性，有效分离油室与气室。

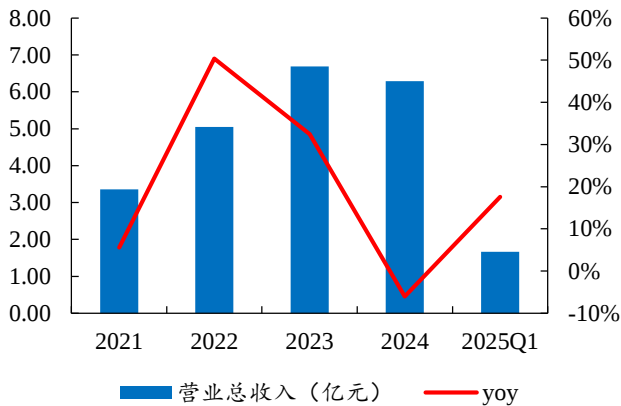
资料来源：万通液压问询回复、开源证券研究所

2、归母净利润 2025Q1+60.72%，合作盘古智能切入风电

2.1、2025Q1 归母净利润+60.72%，油气弹簧营收毛利占比快速提升

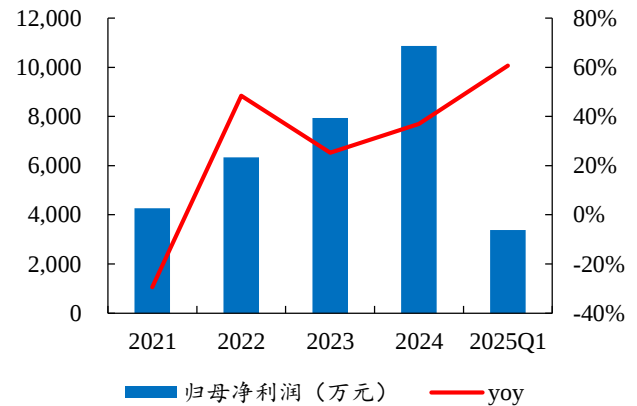
万通液压于 2025 年 3 月披露 2024 年报，并于 4 月披露一季报。参考年报可见，2024 全年实现营收 6.29 亿元同比-5.99%，归母净利润 10,872.05 万元同比+37.02%。2025Q1 则是实现了营收 1.67 亿元同比+17.57%，归母净利润 3,382.47 万元+60.72%。

图9：2025Q1 营收 1.67 亿元同比+17.57%



数据来源：Wind、开源证券研究所

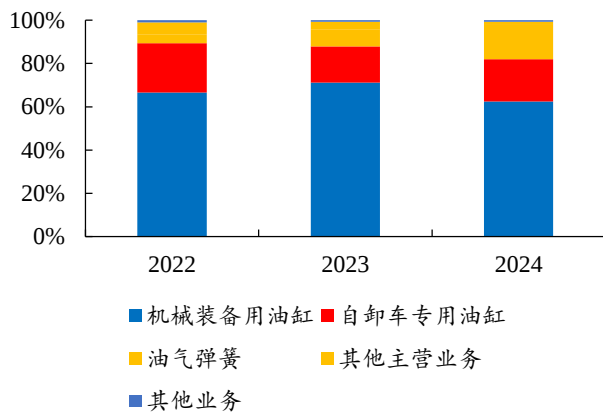
图10：2025Q1 归母净利润 3,382.47 万元+60.72%



数据来源：Wind、开源证券研究所

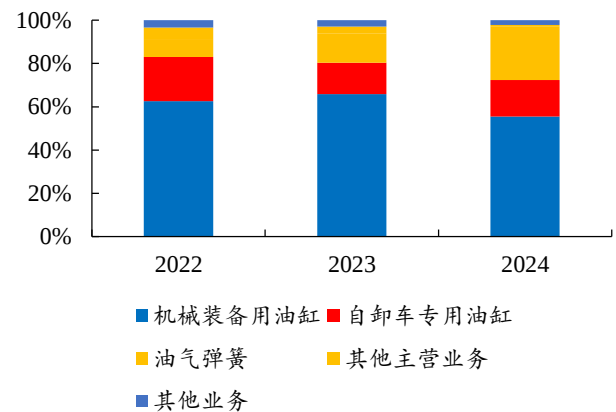
分产品项来看，2024 全年机械装备用油缸依然是主要的营收及毛利贡献产品，实现营收 39,237.69 万元占总收入 62%，毛利润 9,738.05 万元占总毛利的 55%。油气弹簧产品占比在 2024 年得到了大幅增长，2024 全年营收占比提升至 16%，毛利占比提升至 25%。

图11：2024 全年机械装备用油缸营收占总收入 62%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：油气弹簧 2024 毛利占比提升至 25%



数据来源：Wind、开源证券研究所

从 2024 实际营收规模来看，自卸车专用油缸业务同比增长 10.02%，部分大客户下单量同比增加，同时新能源自卸车的需求进一步释放；同时境外自卸车专用油缸市场不断开拓，客户下单量上升。产品毛利率同比增加 5.26pct 主要原因为原材料价格下降叠加标准化推行，成本得到有效控制，以及国内市场回暖后公司严控价格体系，内销产品售价止跌回升。

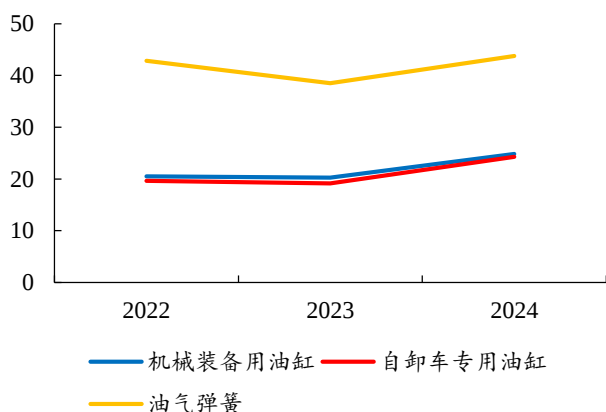
机械装备用缸营业收入同比下降 17.53%，煤矿高增长需求逐步趋于平缓，采掘

设备用缸订单减少，收入下降。万通液压开发的密封性好、耐腐蚀性极高的纯水液压缸产品 2024 年批量列装，另外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，并实现批量供货，产品境外销售大幅增长。毛利率同比增加 4.69pct 主要原因为境外机械装备用缸等高毛利率产品收入占比增加，且原材料价格下降。

油气弹簧全年营业收入同比增长 93.34%，全油气悬挂系统整车配套销售及无人驾驶新能源矿卡配套销售数量增加，通过在智能油气悬架系统等新产品的持续研发，油气弹簧系列产品在新领域、新车型应用范围不断扩大，市场渗透率稳步提升，产品收入实现连续大幅增长。产品毛利率同比增加 5.76pct。

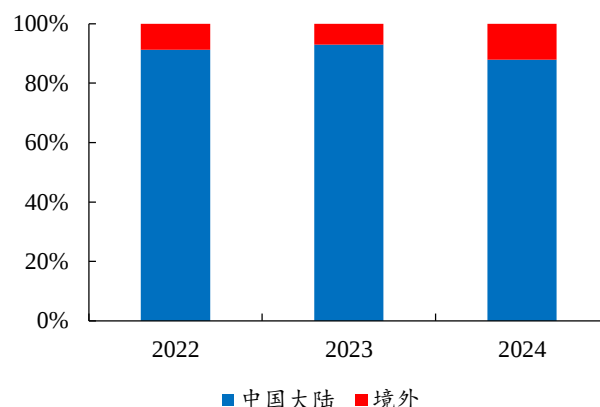
同时从收入来源地看，2024 年境外营业收入同比增长 62.71%。针对国外市场油气弹簧的应用车型，万通液压成功研制满足大型重载矿用车用烛式悬架油气弹簧产品并实现批量供货，带动境外收入整体进一步增长。2024 全年境外收入分部毛利率同比增加 5.63pct。

图13：2024 年主要产品毛利率均上升/%



数据来源：Wind、开源证券研究所

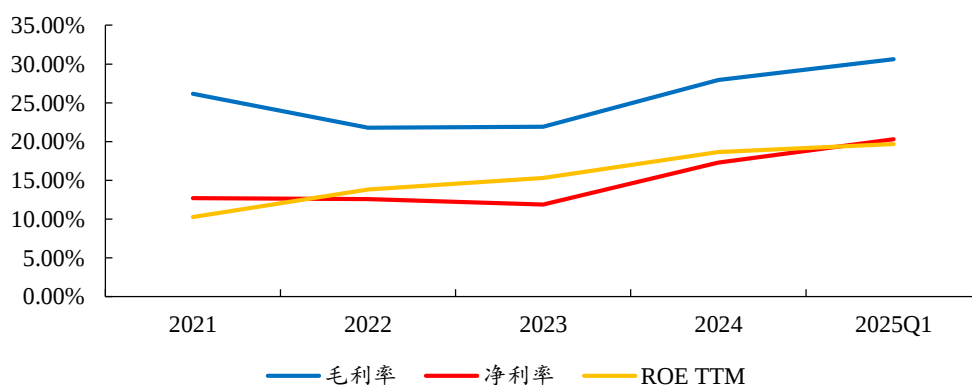
图14：2024 年境外营业收入占比提升较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

万通液压盈利能力保持增长，2024 全年毛利率、净利率分别提升至 27.93%、17.30%，2025Q1 进一步提升至 30.62%、20.31%。

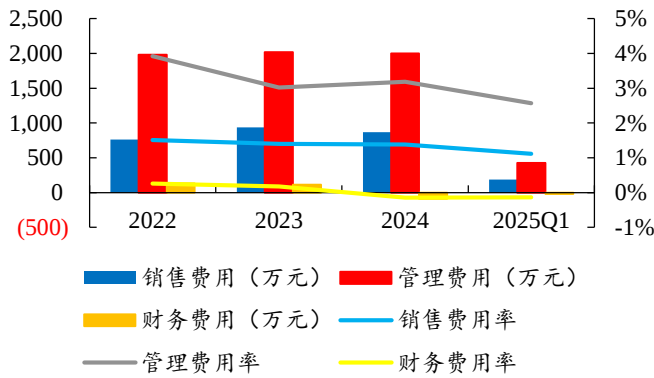
图15：毛利率、净利率 2025Q1 进一步提升至 30.62%、20.31%



数据来源：Wind、开源证券研究所

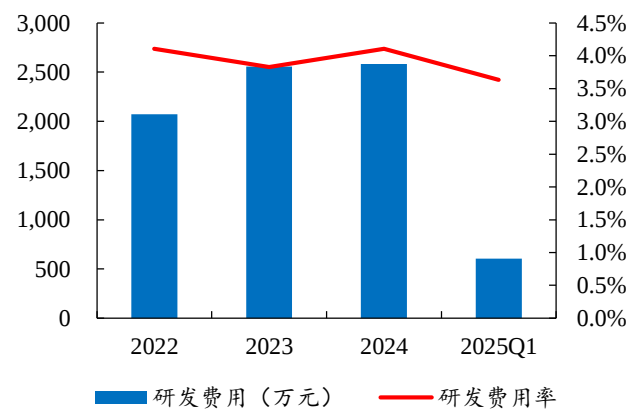
期间费用率 2022-2025Q1 分别为 9.80%、8.42%、8.52%、7.18%。研发费用率保持稳定，分别为 4.11%、3.83%、4.11%、3.63%。

图16：2024 期间费用率 8.52%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：2024 研发费用率 4.11%



数据来源：Wind、开源证券研究所

郑煤机在 2022-2024 年均保持第一大客户地位,2024 年销售占比下降至 24.53%，三一集团则上升至 22.53%。

表6：郑煤机在 2022-2024 年均保持第一大客户地位,2024 年销售占比下降至 24.53%

报告期	单位名称(客户)	销售金额 (万元)	占营业收入比(%)
2024 年报	郑煤机集团	15,418.23	24.53
	三一集团	14,162.36	22.53
	同力重工	4,662.59	7.42
	山东能源集团	2,812.79	4.48
	MASHKHIPROMLTD	2,618.24	4.17
	合计	39,674.20	63.13
2023 年报	郑煤机集团	24,817.93	37.12
	三一集团	9,649.14	14.43
	山东能源集团	4,210.96	6.3
	宏昌专用车	3,554.71	5.32
	平顶山平煤机	2,766.12	4.14
	合计	44,998.87	67.31
2022 年报	郑煤机	15,934.01	31.57
	宏昌专用车	4,913.74	9.74
	三一集团	4,863.67	9.64
	山东能源集团	3,964.15	7.85
	ANNICA	1,570.86	3.11
	合计	31,246.44	61.91

数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、扩产项目 2022 年已完成建设，定增合作盘古智能切入风电领域

万通液压公开发行的募投项目主要为“年产 20000 支重载车辆油气弹簧项目”以及“年产 7000 套挖掘机专用高压油缸项目”两大产能扩张项目以及“液压技术研发中心项目”。

➤ 年产 20000 支重载车辆油气弹簧项目

本项目在万通液压现有技术和产品基础上，掌握高压组合密封技术、双气室蓄能器技术、活塞杆表面处理技术、镜面抛光粗糙度控制技术，推动油气悬架系统国产化。项目建成后，预计实现年产重载车辆油气悬架 20,000 支。

➤ 年产 7000 套挖掘机专用高压油缸项目

本项目在万通液压现有技术和产品基础上，顺应液压油缸高压化、小型化、轻量化发展趋势，加快突破新型材料密封导向技术、缓冲结构优化设计技术等核心关键技术，实现挖掘机高压油缸的研发及产业化。项目建成后，预计实现年产挖掘机专用高压油缸 7,000 套。

参考万通液压公告，在 2022 年 11 月 25 日两大募投项目均已达到预定可使用状态。同时研发中心建设项目也完成建设投入。

表7：公开发行募投项目已于 2022 年全部达到预定可使用状态

募集资金用途	调整后投资总额 (元)	2022 投入金额 (元)	截至 2022 年末累 计投入金额(元)	截至 2022 年 末投入进度	项目达到预定可 使用状态日期
年产 20000 支重载车辆油气弹簧项目	46,809,847.50	5,165,496.20	42,284,379.45	90.33%	2022 年 11 月 25 日
年产 7000 套挖掘机专用高压油缸项目	39,250,785.40	3,092,981.70	38,935,891.82	99.20%	2022 年 11 月 25 日
液压技术研发中心项目	10,856,600.22	0.00	10,919,038.29	100.58%	2022 年 11 月 25 日
补充流动资金	20,000,000.00	0.00	20,000,000.00	100.00%	2022 年 11 月 25 日
合计	116,917,233.12	8,258,477.90	112,139,309.56	-	-

数据来源：万通液压公告、开源证券研究所

2025 年 4 月万通液压发布定增说明书（申报稿），发行证券的种类为可转换为公司股票的公司债券，拟发行数量不超过 150.00 万张、拟发行总额不超过 15,000.00 万元。计划此次发行募集资金全部用于补充流动资金。其中，盘古智能拟以现金方式认购本次可转债金额不低于 12,000.00 万元。

盘古智能（301456.SZ）是国内知名的集中润滑系统和液压系统制造企业，其集中润滑系统主要应用于风力发电领域，在该领域集中润滑系统的国内市场占有率已超过 60%，并连续多年蝉联第一。盘古智能自身的风机液压系统产品主要有液压站、齿轮箱润滑系统、液压变桨系统、液压偏航系统四大类。

液压站主要为风电系统的偏航刹车、锁销、转子制动、变桨油缸等提供清洁、可靠、稳定的动力源。

齿轮箱润滑系统是针对风机齿轮箱的润滑需求推出，该系统高度集成了润滑、冷却、过滤等多重功能，不仅通过高效润滑有效减轻了齿轮间的摩擦和磨损，降低备件的消耗，而且能够及时带走齿轮箱运行过程中产生的热量，确保齿轮箱在适宜

的温度范围内稳定运行。

图18：盘古智能液压站产品



资料来源：盘古智能 2024 年报

图19：盘古智能齿轮箱润滑系统产品



资料来源：盘古智能 2024 年报

液压变桨系统采用液压泵作为动力源，以液压油为传递介质，并通过电磁阀（比例电磁阀）作为控制元件，通过将油缸活塞杆的直线运动转换为桨叶的圆周运动，从而实现桨叶变桨距的精确控制。

2024 年公司的风电液压偏航系统首发亮相，液压偏航系统以其高同步性、高功率密度、强过载保护能力及耐冲击特性，为风电机组提供了稳定可靠的强劲动力保障。同时，系统配备的先进电控系统，能结合智能算法和应用经验，精准控制机组的对风，实现对机舱位置精准控制。

图20：盘古智能液压变桨系统



资料来源：盘古智能 2024 年报

图21：盘古智能风电液压偏航系统



资料来源：盘古智能 2024 年报

万通液压研究开发的高端液压油缸产品可以适配盘古智能研制的风电领域液压系统，助推公司进入全新市场领域。万通液压预计本次发行将会促进与盘古智能在液压产品、下游市场及技术工艺等方面相互协同、支持，进一步增强万通液压综合竞争力。

3、 预计 2025-2027EPS1.07/1.40/1.58 元维持“买入”评级

考虑到万通液压主要从事液压油缸的研发、生产和销售，我们选择恒立液压、艾迪精密、盘古智能作为可比公司。

表8：我们选择恒立液压、艾迪精密、长龄液压、盘古智能作为可比公司

公司名称	股票代码	公司简介
恒立液压	601100.SH	产品从液压油缸制造发展成为涵盖高压油缸、高压柱塞泵、液压多路阀、工业阀、液压系统、液压测试台及高精密液压铸件等产品研发和制造的大型综合性企业。液压元件及系统作为大型机械核心传动装置，公司液压产品下游应用机械包括：以挖掘机为代表的行走机械、以盾构机为代表的地下掘进设备、以船舶、港口机械为代表的海工海事机械、以高空作业平台为代表的特种车辆、以及风电太阳能等行业与领域。
艾迪精密	603638.SH	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。
盘古智能	301456.SZ	主要从事集中润滑系统及其核心部件研发、生产与销售的国家级高新技术企业。公司生产的集中润滑系统具有稳定性高、可靠性强、密封性好、输出压力高等特点，可对机械摩擦点位进行定点、定时、定量的油脂润滑，可广泛应用于风力发电、工程机械、轨道交通等领域。通过多年的研发及生产实践，公司凭借其精湛的技术工艺、优质的产品质量、高效的产品交付能力、专业的客户服务等竞争优势先后成为金风科技、远景能源、上海电气、东方电气等国内主流风机制造商的稳定供应商，占国内风机集中润滑系统市场份额 40%以上，基本覆盖了国内销量排名前十的风机制造厂商。目前，公司所生产风机集中润滑系统凭借其高质量的产品制造标准，已成为维斯塔斯、西门子歌美飒、通用电气等国际知名风电公司的合作供应商。

资料来源：Wind、开源证券研究所

参考万通液压 2024 年报及 2025 年一季报，我们维持 2025-2026、并增加 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年万通液压实现归母净利润 1.27/1.67/1.88 亿元，对应 EPS 为 1.07/1.40/1.58 元，当前股价对应 PE 为 30.0/22.8/20.3X。考虑到万通液压预期与盘古智能开展合作进入风电领域，我们维持“买入”评级。

表9：预计 2025-2027 年万通液压 EPS 为 1.07/1.40/1.58 元，维持“买入”评级

公司名称	股票代码	最新收盘价 (元/股)	最新总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
恒立液压	601100.SH	72.52	972.36	1.94	2.27	-	37.4	31.9	-
艾迪精密	603638.SH	18.78	156.08	0.50	0.60	-	37.6	31.3	-
盘古智能	301456.SZ	22.01	32.70	-	-	-	-	-	-
均值				1.22	1.44	-	37.5	31.6	-
万通液压	830839.BJ	31.98	38.12	1.07	1.40	1.58	30.0	22.8	20.3

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：数据截至 2025 年 4 月 24 日，恒立液压数据来自开源证券研究所、其余均来自 Wind 一致预期）

4、风险提示

技术更新风险、客户集中度较高风险、下游需求不及预期风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	470	546	633	809	950
现金	44	84	132	207	363
应收票据及应收账款	143	154	181	217	221
其他应收款	0	1	0	0	0
预付账款	3	1	3	3	4
存货	86	99	137	154	153
其他流动资产	193	207	180	228	208
非流动资产	213	217	246	278	288
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	183	182	217	252	264
无形资产	22	21	20	19	18
其他非流动资产	9	14	9	7	6
资产总计	683	763	880	1087	1238
流动负债	133	160	156	216	202
短期借款	14	10	12	12	10
应付票据及应付账款	86	112	95	168	140
其他流动负债	34	38	49	36	52
非流动负债	31	19	13	17	17
长期借款	20	0	2	3	2
其他非流动负债	11	19	11	14	15
负债合计	164	180	169	233	219
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	119	119	119	119	119
资本公积	195	196	196	196	196
留存收益	217	278	364	480	628
归属母公司股东权益	519	584	711	854	1019
负债和股东权益	683	763	880	1087	1238

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	66	122	88	150	213
净利润	79	109	127	167	188
折旧摊销	22	20	17	22	25
财务费用	1	-1	-3	-2	-5
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-51	-19	-43	-36	7
其他经营现金流	14	12	-10	-1	-4
投资活动现金流	-11	-13	-46	-54	-36
资本支出	12	13	54	52	34
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	1	0	8	-3	-1
筹资活动现金流	-33	-69	5	-20	-21
短期借款	5	-4	2	0	-2
长期借款	-5	-20	2	1	-0
普通股增加	-1	-0	0	0	0
资本公积增加	-2	0	0	0	0
其他筹资现金流	-30	-46	2	-21	-19
现金净增加额	22	40	48	76	156

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	669	629	781	968	1087
营业成本	523	453	591	728	812
营业税金及附加	4	5	5	6	7
营业费用	8	9	11	13	15
管理费用	20	20	20	21	23
研发费用	26	26	27	30	33
财务费用	1	-1	-3	-2	-5
资产减值损失	-2	-1	-2	-2	-3
其他收益	7	11	6	8	8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-0	-0	-0	-0	-0
资产处置收益	-0	-0	0	-0	-0
营业利润	89	124	140	186	216
营业外收入	1	0	0	1	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	89	124	141	186	216
所得税	10	15	13	19	28
净利润	79	109	127	167	188
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	79	109	127	167	188
EBITDA	112	143	157	205	237
EPS(元)	0.67	0.91	1.07	1.40	1.58

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	32.5	-6.0	24.2	23.9	12.3
营业利润(%)	54.5	39.2	13.5	32.2	16.4
归属于母公司净利润(%)	25.3	37.0	17.0	31.5	12.5
获利能力					
毛利率(%)	21.7	27.9	24.2	24.8	25.2
净利率(%)	11.9	17.3	16.3	17.3	17.3
ROE(%)	15.3	18.6	17.9	19.6	18.5
ROIC(%)	14.3	18.0	17.3	18.9	17.8
偿债能力					
资产负债率(%)	24.1	23.6	19.2	21.4	17.7
净负债比率(%)	-1.1	-11.6	-15.9	-21.9	-33.9
流动比率	3.5	3.4	4.1	3.7	4.7
速动比率	2.9	2.8	3.2	3.0	3.9
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.9	1.0	1.0	0.9
应收账款周转率	4.9	4.2	4.7	4.9	5.0
应付账款周转率	6.3	4.6	5.7	5.5	5.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.67	0.91	1.07	1.40	1.58
每股经营现金流(最新摊薄)	0.55	1.02	0.74	1.26	1.79
每股净资产(最新摊薄)	4.35	4.90	5.96	7.17	8.55
估值比率					
P/E	48.5	35.4	30.3	23.0	20.5
P/B	7.4	6.6	5.4	4.5	3.8
EV/EBITDA	34.4	26.4	23.9	17.9	14.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn