

长龄液压(605389)

报告日期: 2025年12月18日

核心系拟入主，液压件龙头将开启新篇章

——长龄液压深度报告

投资要点

- 核心系半导体公司拟获得上市公司控制权，公司有望开启第二增长曲线**
 - 长龄液压是国内中央回转接头和张紧装置龙头，业务覆盖工程机械（营收占比超50%）、精密铸造和光伏（23年收购江阴尚驰70%股权后切入）三大板块。
 - 核心系半导体公司拟通过股份协转+要约收购取得上市公司控制权**
 - 股份协议转让（已完成）：**11月14日，公司公告称股份转让事项完成过户登记，受让方（核芯听涛、澄联双盈）现拥有上市公司29.99%股份，上市公司实控人尚未发生变更。
 - 要约收购（未完成）：**核芯破浪拟向上市公司除核芯听涛、澄联双盈以外的全体股东发出部分要约。权益变动完成后，核芯听涛、核芯破浪、澄联双盈合计持股41.99%（三者为一致行动人），上市公司实控人将变更为胡康桥。
 - 胡康桥：模拟芯片公司核芯互联创始人，剑指国产芯片破局之路**
核芯互联成立于2018年，主攻数模混合信号链芯片的研发应用。2024年获得国家级专精特新“重点”小巨人称号，如今公司产品型号已超1600种。
 - 营收净利持续承压，业绩筑底有望回升。**2020-2024年公司营收CAGR约0.5%，归母净利润CAGR为-20.4%。2025Q1-Q3，公司实现营业收入7.5亿元，同比增长10.5%；实现归母净利润1.1亿元，同比增长20.51%。
- 工程机械行业拐点已现，多重需求共振释放红利**
 - 国内工程机械行业进入上行周期。2025H1我国挖掘机累计销量12.1万台，同比增长16.8%。25年国内大型工程项目密集推进，有望拉动工程机械需求。
 - 更新需求有望释放：预计2025-2027年挖掘机更新需求预计达14.3/19.5/24.9万台，公司回转接头和张紧装置有望充分受益行业上行。
 - 客户绑定深厚+技术壁垒显著，竞争优势稳固。公司前五大客户销售占比约80%，深度绑定三一、徐工、卡特彼勒等国内外头部企业，连续多年获评优秀供应商，拥有百项专利，产品达到3000小时国外装机考核标准。
- 光伏跟踪支架渗透率有望提升，打开公司增量空间**
 - 2024年全球光伏新增装机容量达530GW，同比增长35.9%，其中中国新增光伏装机占全球55%。中国光伏产业成本、投资及产能优势突出，未来全球市占率有望维持。
 - 25年跟踪支架全球市场空间达801亿元，4年CAGR近34%：跟踪支架较固定支架在发电量、投资回收期方面拥有优势，2023年全球跟踪支架渗透率在40%左右，中国渗透率仅3%，提升空间广阔。公司控股子公司江阴尚驰为省级专精特新企业，年产减速机30万台，产品累计全球安装规模超30GW，出口占比70%以上，有望深度受益跟踪支架渗透率提升。
- 盈利预测与估值**
 预计公司2025-2027年收入分别为10.4、12.5、15.3亿元，同比增长17%、20%、23%；归母净利润分别为1.1、1.4、1.8亿元，同比增长21%、25%、27%，24-27年复合增速为24%，对应PE分别为86、69、54倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
 风险提示：宏观经济周期波动；原材料价格波动；跟踪支架市场变动；贸易环境变化

投资评级：买入(首次)

分析师：邱世梁
执业证书号：S1230520050001
qiushiliang@stocke.com.cn

分析师：王华君
执业证书号：S1230520080005
wanghuajun@stocke.com.cn

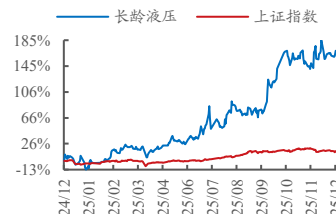
分析师：何家恺
执业证书号：S1230523080007
hejiakai@stocke.com.cn

研究助理：蒋逸
jiangyi01@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 68.09
总市值(百万元)	9,810.89
总股本(百万股)	144.09

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	883	1038	1248	1534
(+/-) (%)	10%	17%	20%	23%
归母净利润	95	114	143	181
(+/-) (%)	-7%	21%	25%	27%
每股收益(元)	0.66	0.79	0.99	1.25
P/E	104	86	69	54
ROE	4%	5%	6%	7%

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 长龄液压：液压元件龙头，光伏跟踪支架打造第二成长曲线	4
1.1 深耕液压领域 20 年，中央回转接头与张紧装置市占率领先	4
1.2 核芯系半导体公司拟获得上市公司控制权，公司有望开启第二增长曲线	6
1.2.1 股份协转已完成，待要约收购完成后上市公司实控人将变更为胡康桥	6
1.2.2 胡康桥：模拟芯片公司核芯互联创始人，剑指国产芯片破局之路	6
1.3 25Q1-Q3 营收净利有所抬升，控费能力保持稳定	7
2 工程机械：周期向上+需求共振，红利持续释放	9
2.1 行业拐点已现，基建+设备更新拉动需求	9
2.2 客户绑定深厚，优质供应链地位构筑竞争壁垒	12
3 光伏：跟踪支架渗透率有望提升，回转减速器打开增量空间	12
3.1 全球光伏装机持续增长，中国新增装机领跑全球	12
3.2 跟踪支架替代空间广阔，核心部件需求有望放量	14
4 盈利预测与估值	16
4.1 盈利预测：预计 25-27 年营收分别同比增长 17.46%、20.23%、22.94%	16
4.2 估值分析	17
5 风险提示	18

图表目录

图 1: 公司成立于 2006 年, 2023 年收购江阴尚驰, 入局光伏跟踪支架赛道.....	4
图 2: 2021-2025H1 各业务营收占比.....	4
图 3: 境外业务占比有所提高.....	5
图 4: 权益变动前后, 相关股东的持股数量变动情况.....	6
图 5: 股份转让完成后公司的股权结构(截至 11.24).....	6
图 6: 25Q1-Q3 实现营收 7.5 亿元, 同比提高 10.5%.....	7
图 7: 25Q1-Q3 实现归母净利润 1.1 亿元, 同比提高 20.5%.....	7
图 8: 25Q1-Q3 毛利率、净利率分别为 28.6%、16.1%.....	8
图 9: 25Q1-Q3 期间费用率为 9.4%.....	8
图 10: 2024 年中国挖掘机销量同比转正.....	9
图 11: 2022-2024 年中国二手挖机出口增速均在 50%左右.....	10
图 12: 2025-2027 年挖掘机更新需求分别有望达到 14.3 万台、19.5 万台、24.9 万台.....	10
图 13: 2025 年 1-9 月中国工程机械出口金额同比增长 13.1%.....	12
图 14: 全球光伏新增装机容量持续增长.....	13
图 15: 中国光伏新增装机容量领跑全球.....	13
图 16: 中国能源领域投资多于其他国家.....	14
图 17: 可比公司估值(截至 2025 年 12 月 18 日).....	17
表 1: 工程机械板块产品包括中央回转接头、张紧装置、工程机械回转减速器等.....	5
表 2: 2025 年多个大型基建工程陆续推进.....	11
表 3: 跟踪支架&固定支架性能对比.....	15
表 4: 预计 2025-2027 年公司营业收入分别同比增长 17.46%、20.23%、22.94%.....	17
表附录: 三大报表预测值.....	19

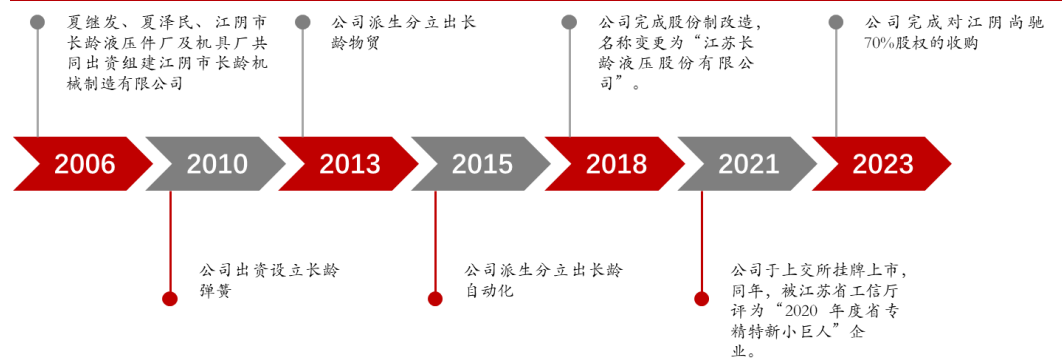
1 长龄液压：液压元件龙头，光伏跟踪支架打造第二成长曲线

1.1 深耕液压领域 20 年，中央回转接头与张紧装置市占率领先

长龄液压成立于 2006 年，为中央回转接头和张紧装置龙头。主营业务覆盖工程机械板块、精密铸造板块和光伏板块，具体包括液压中央回转接头、张紧装置、工程机械回转减速器、精密铸件和光伏回转减速器等产品。工程机械板块为公司主业，产品包括中央回转接头、张紧装置、工程机械回转减速器等，营收占比在 50% 以上，工程机械回转减速器已陆续供应徐工消防、三一高机等，并开始小批供应下游 AGV 运输车客户。

主要客户均为国内外著名的企业，入局光伏跟踪支架赛道。公司下游客户包括三一、徐工、柳工、临工、中联重科、卡特彼勒、浙江鼎力、特雷克斯等国内外知名企业。2023 年，公司收购江阴尚驰机械设备有限公司 70% 的股权，江阴尚驰自设立以来一直从事减速器产品的研发、生产和销售，其生产的减速器主要应用于光伏跟踪支架，光伏减速器可以使跟踪支架上的光伏面板获得动力、追踪太阳照射角度并调整，提高发电效率。随着光伏跟踪支架在全球大型地面电站中的渗透率持续提升，回转减速器作为核心传动部件，已成为光伏产业链中快速增长的细分领域。

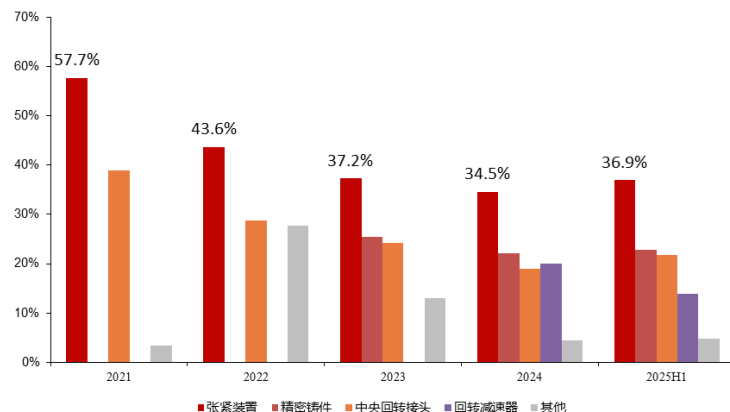
图1：公司成立于 2006 年，2023 年收购江阴尚驰，入局光伏跟踪支架赛道



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

分结构看，公司主业产品为张紧装置、精密铸件、中央回转接头和回转减速器。2025H1，四种产品营收占比分别为 36.9%/22.8%/21.7%/13.9%，毛利率分别为 28.8%/27.7%/25.5%/20.2%。

图2：2021-2025H1 各业务营收占比



资料来源：iFinD，浙商证券研究所

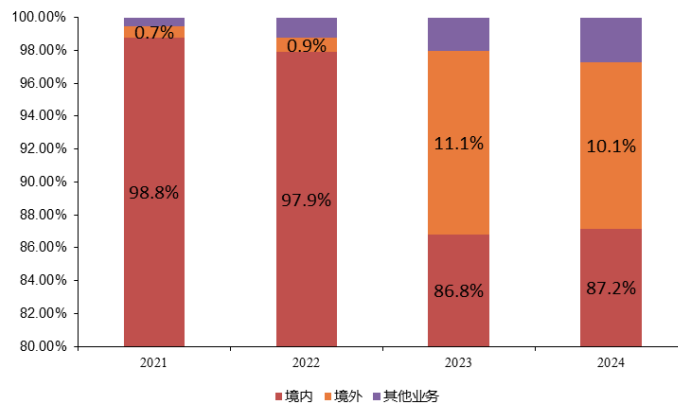
表1: 工程机械板块产品包括中央回转接头、张紧装置、工程机械回转减速器等

产品名称	特性	典型应用	图例
中央回转接头	使得机械上下平台可以 360° 相对运动, 上平台主泵主阀输送的液压动能通过回转接头的交互传递到下平台的机械执行机构(行走马达等机构), 从而解决了回转部分与固定部分的油路和电路的连接问题。	挖掘机、高空作业车、起重机、海工装备等	
张紧装置	使底盘履带达到一定的张紧度, 合理的预张紧力对提高行走性能具有良好的减震作用; 保证履带随地面高低不平的不同受力情况下始终处于张紧状态, 减少履带行走作业过程中受到的冲击。	挖掘机、起重机、旋挖钻机、推土机等	
工程机械回转减速器	一种减速器, 采用回转支承(俗称转盘)作为减速器从动件, 可实现圆周回转和减速, 能够承受较大的轴向力、径向力和倾覆力。	高空作业平台、AGV、重型平板运输车、集装箱起重	
液压阀、销轴、轴套等	工程机械的辅助元器件。	挖掘机、推土机、装载机	

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

境外业务拓展加速。2024 年, 为提升公司回转减速器、液压部件等产品的境外市场份额, 增强公司市场竞争力, 公司投资 1800 万美元, 在泰国设立控股孙公司, 主要从事回转减速器及液压产品的生产、研发、销售。随着公司泰国项目的落地, 公司加速境外布局, 实现公司回转减速器、张紧装置等产品的全球化生产和销售。2021-2024 年, 公司境外业务营收占比分别为 0.72%/0.92%/11.14%/10.10%, 全球化进程稳步推进。

图3: 境外业务占比有所提高



资料来源: iFinD, 浙商证券研究所

1.2 核芯系半导体公司拟获得上市公司控制权，公司有望开启第二增长曲线

1.2.1 股份协转已完成，待要约收购完成后上市公司实控人将变更为胡康桥

上市公司控制权拟发生变更，胡康桥（核芯系半导体公司的实控人）拟入主。权益变动将分为股份协议转让、部分要约收购两步进行。

（一）股份协议转让（已完成），核芯听涛、澄联双盈持有上市公司 29.99% 股权

2025 年 7 月 10 日，公司控股股东及实控人夏继发、夏泽民与核芯听涛签订《股份转让协议》，夏继发、夏泽民将所持有上市公司股份合计约 0.36 亿股（约占总股本的 24.99%）转让给核芯听涛。

同日，夏继发与澄联双盈（江阴市高新区国资办为实控人）签订《股份转让协议》，夏继发将所持有约 720 万股（占总股本的 5.00%）转让给澄联双盈。

11 月 14 日，公司公告称，上述股份转让事项已完成过户登记，受让方（核芯听涛、澄联双盈）合计拥有上市公司 29.99% 的股份，出让方（夏继发、夏泽民）合计拥有上市公司 38.03% 的股份，上市公司实控人尚未发生变更。

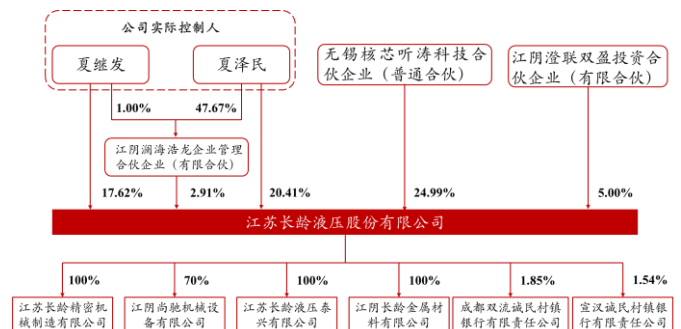
图4：权益变动前后，相关股东的持股数量变动情况

单位：股

股东名称	本次权益变动前		变动数量		本次权益变动后	
	持股数量	持股比例	变动数	变动比例	持股数量	持股比例
夏继发	58,800,000	40.81%	-33,413,793	-23.19%	25,386,207	17.62%
夏泽民	39,200,000	27.21%	-9,797,921	-6.80%	29,402,079	20.41%
小计	98,000,000	68.02%	-43,211,714	-29.99%	54,788,286	38.03%
核芯听涛	0	0	36,007,360	24.99%	36,007,360	24.99%
澄联双盈	0	0	7,204,354	5.00%	7,204,354	5.00%
小计	0	0	43,211,714	29.99%	43,211,714	29.99%
合计	98,000,000	68.02%	0	0	98,000,000	68.02%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图5：股份转让完成后公司的股权结构（截至 11.24）



资料来源：iFinD，浙商证券研究所

（二）要约收购

根据 7 月 10 日签订的《股份转让协议》约定，核芯破浪拟向上市公司除核芯听涛、澄联双盈以外的全体股东发出部分要约，收购上市公司约 1729 万股股份（占总股本的 12.00%）。

核芯听涛、核芯破浪、澄联双盈为一致行动人，本次权益变动完成后，核芯听涛、核芯破浪、澄联双盈合计持股 41.99%，上市公司实控人将变更为胡康桥。

1.2.2 胡康桥：模拟芯片公司核芯互联创始人，剑指国产芯片破局之路

胡康桥本科毕业于清华大学电子工程系，后获得莱斯大学电气工程专业芯片设计方向硕士学位，毕业后在 AMD 担任芯片设计工程师，2018 年创立核芯互联。

核芯互联成立于2018年，主攻数模混合信号链芯片的研发应用。公司产品涵盖高精度数据转换器（AD/DA）、电压基准源、时钟生成器、时钟驱动、运算放大器、高速SerDes等在内的上百个型号的芯片产品，业务面向电力、轨交、智能制造等众多领域。

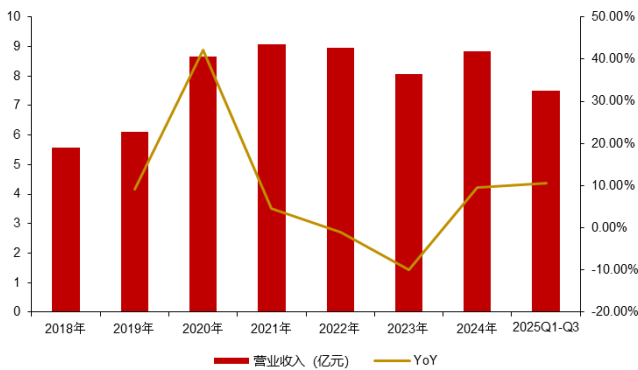
立足长远发展，坚定正向设计之路。以公司在2019年立项研发的ADC芯片CL1606为例，当时研发人员几乎没有用250nm工艺去打造高精度的SARADC的经验，一切都从研读论文开始；2020年3月，公司即向大客户送出了第一版产品；经两轮改进后，2020年6月产品基本实现对国外同类型号的替代；2021年将该产品移植到中芯国际的工艺上，实现全产业链国产化。

自2022年起，公司便荣获国家级专精特新小巨人企业称号，并于2024年成功获得国家级专精特新“重点”小巨人称号。如今公司产品型号已超1600种，以“创未来世界，造当今所无”为使命，在TI、ADI等国际巨头的技术壁垒中，立志开辟出一条兼具国产兼容性与自主创新的发展路径。

1.3 25Q1-Q3 营收净利有所抬升，控费能力保持稳定

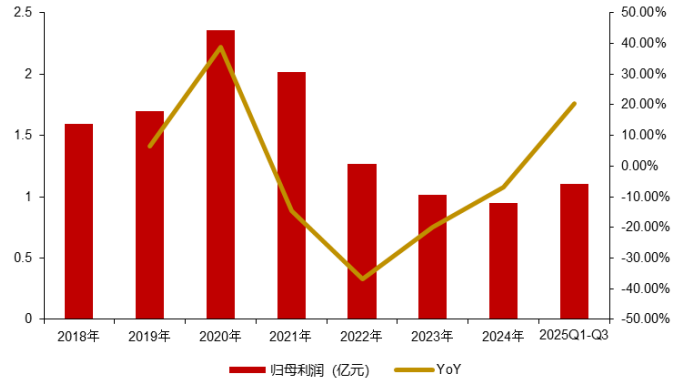
2025Q1-Q3公司营收净利有所抬升。2020-2024年公司营收由8.7亿元增长至8.8亿元，CAGR达0.5%，归母净利润由2.4亿元下滑至0.9亿元，CAGR达-20.4%。2025Q1-Q3，公司实现营业收入7.5亿元，同比提高10.5%，实现归母净利润1.1亿元，同比提高20.5%。2024年，公司实现营收8.8亿元，同比提升9.6%，实现归母净利润0.9亿元，同比下滑6.84%。24年公司经营情况变动较大，营业收入提升主要系公司2023年收购江阴尚驰，纳入合并报表范围，业务量增加，从而增加了公司营业收入总额所致；24年归母净利润下滑，主要系控股子公司江阴尚驰受光伏行业影响，销售下降进而导致利润下降，同时由于江阴尚驰下游客户苏州爱康金属科技有限公司被申请破产重整，公司对爱康金属应收款按70%计提坏账，确认信用减值损失1134.81万元，导致利润进一步下降。

图6：25Q1-Q3 实现营收 7.5 亿元，同比提高 10.5%



资料来源：iFinD，浙商证券研究所

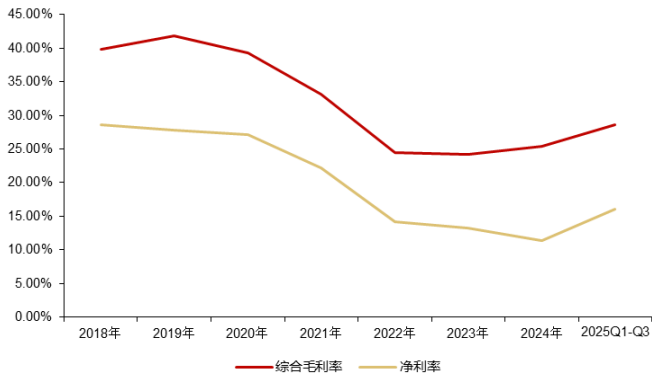
图7：25Q1-Q3 实现归母净利润 1.1 亿元，同比提高 20.5%



资料来源：iFinD，浙商证券研究所

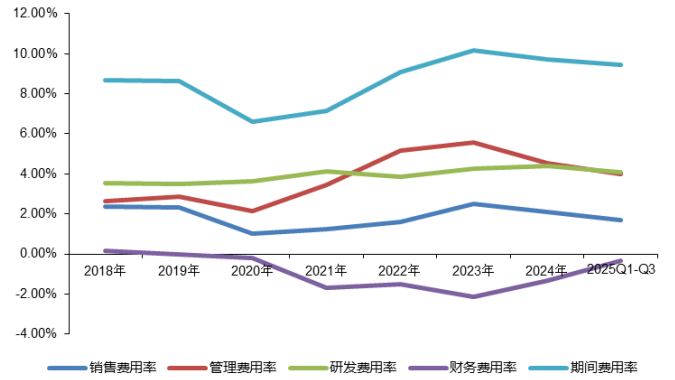
盈利能力略有提升，控费能力保持稳定。2025Q1-Q3公司综合毛利率28.6%，净利率16.1%，同比分别+1.51PCT、+1.12PCT。同期期间费用率为9.4%，同比-0.07PCT。公司持续推进降本增效，利用全资子公司长龄精密铸造产能对母公司、江阴尚驰实现原材料供应，完善从铸件到公司产品生产的一体化经营体系，未来随公司控费能力提高，盈利水平有望回升。

图8: 25Q1-Q3 毛利率、净利率分别为 28.6%、16.1%



资料来源: iFinD, 浙商证券研究所

图9: 25Q1-Q3 期间费用率为 9.4%



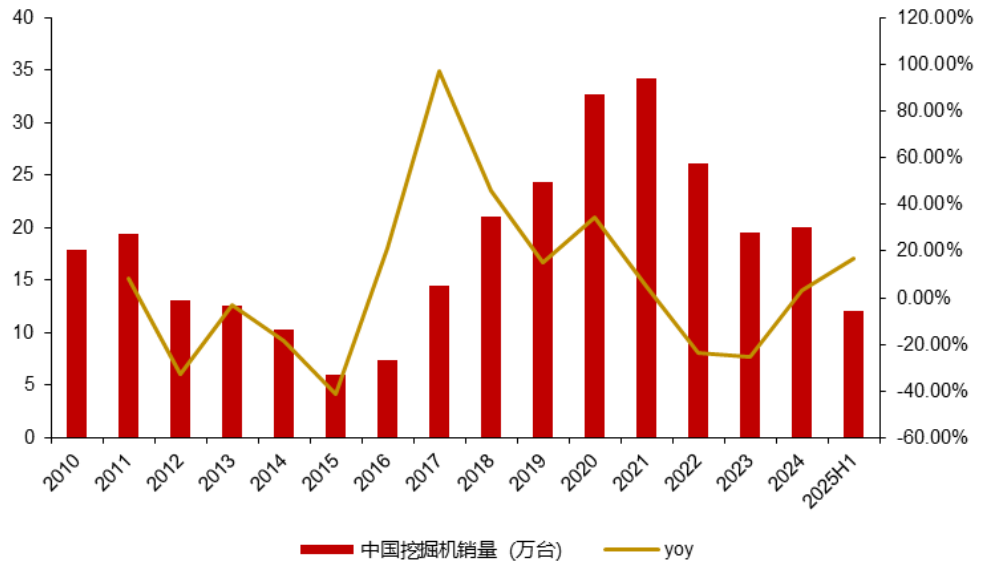
资料来源: iFinD, 浙商证券研究所

2 工程机械：周期向上+需求共振，红利持续释放

2.1 行业拐点已现，基建+设备更新拉动需求

工程机械行业周期拐点已至。2021-2024年，受房地产投资、基础建设投资增速放缓影响，叠加地方政府专项债投放不及时等因素，工程机械行业下游需求不足，行业进入下行周期。2024年房地产开发投资仍显疲软，但受固定资产投资（不含农户）同比增长、对外承包工程扩张的有效带动，工程机械需求得到支撑。2024年中国挖掘机销量达20.11万辆，同比转正，yoy达3.1%。同期成本端钢材价格整体震荡走低，中国工程机械行业逐步筑底企稳。2025年上半年，全国基建项目推进平稳，工程机械行业平均开工率达44.81%。挖机销量进一步回暖，据中国工程机械工业协会统计，2025H1我国挖掘机累计销量达12.1万台，同比增长16.8%。尽管当前外部环境不利影响有所增加，但随宏观调控力度加大、各项政策效应叠加释放，支撑行业稳定运行与高质量发展的有利因素将持续集聚。加之雅下水电工程开工建设，国内工程机械行业未来发展态势将稳步向好，上行周期特征显著。

图10：2024年中国挖掘机销量同比转正



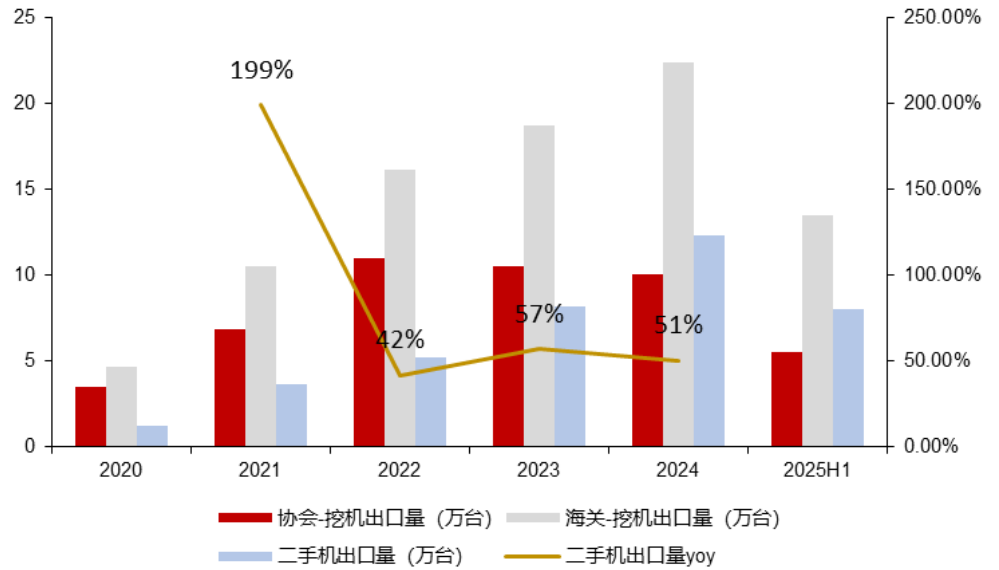
资料来源：iFinD，公司公告，浙商证券研究所

设备更新政策频出，挖机更新需求有望释放。2024年中央和地方均出台政策鼓励设备更新，2024年发布的《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》中明确实施设备更新行动，加快工程机械更新。地方政策方面，据潜江新闻网，潜江市出台《潜江市国四及以下排放标准非营运柴油货车和国一及以下排放标准非道路移动机械报废更新补贴实施细则（2025-2027年）》，通过资金补贴方式鼓励车主淘汰老旧高排放设备。对提前报废的国四及以下非营运中重型柴油货车分档给予1-4.5万元报废补贴。同时，国一及以下标准的叉车、挖掘机等非道路移动机械报废更新也可享受0.6-23万元不等补贴。

二手机出口规模持续扩大，为新机更新需求释放提供支撑。我国工程机械设备存量逐年增加，据工程机械协会数据，到2023年底，中国工程机械主要产品保有量为862-934万台，二手市场供应来源充足。据海关总署数据，2020年之前我国二手机出口多在1万台以下，对总保有量影响有限，21年以后二手挖掘机出口量开始快速提升。若按二手挖机出口量=海关口径挖机出口量-协会口径挖机出口量计算，2024年我国出口二手挖机12.3万台，

2022-2024 年二手挖机出口增速均在 50%左右。我国二手工程机械海外流通日益提速，一定程度上降低了国内设备保有量，为新机置换腾出空间，进而推动国内新机市场需求释放。

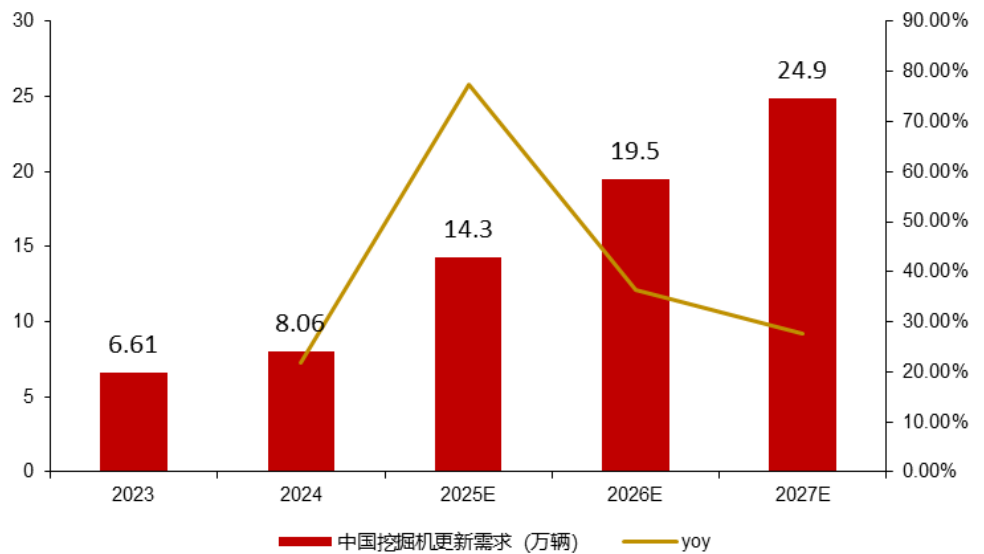
图11： 2022-2024 年中国二手挖机出口增速均在 50%左右



资料来源：iFinD，中国工程机械工业协会，浙商证券研究所

上轮销售高峰的工程机械设备已进入集中更新周期。挖掘机等主要设备的理论更新周期约为 8 至 10 年，叠加国四切换等因素，更新需求刚性较强。以挖掘机约 8 年的使用寿命为周期测算，国内挖掘机更新需求触底，2023 年为 6.61 万台，叠加“一带一路”深入推进创造的出口需求，拉动挖掘机行业销量逐渐筑底向上。2024 年挖机更新需求回升至 8.06 万台，行业有望在 2025 年迎来新一轮集中替换周期。预计 2025-2027 年挖掘机更新需求分别有望达到 14.3 万台、19.5 万台、24.9 万台。

图12： 2025-2027 年挖掘机更新需求分别有望达到 14.3 万台、19.5 万台、24.9 万台



资料来源：机床商务网，格隆汇，浙商证券研究所

25 年国内大型工程项目密集推进，拉动工程机械需求释放。据国家统计局数据，2025 年 1-7 月全国固定资产投资（不含农户）28.82 万亿元，同比增长 1.6%。其中，基础设施投资同比增长 3.2%，增速比全部投资高 1.6 个百分点，对全部投资增长的贡献率为 43.0%，比上半年提高 6.0 个百分点。25 年国家持续发力大型建设工程，2025 年 7 月，雅鲁藏布江下游水电工程开工，项目总投资预计超 1.2 万亿元，规划装机容量达 7000 万-8100 万千瓦，相当于 3 座三峡水电站、5 座白鹤滩水电站的规模。该工程建成后，年发电量有望达到 3000 亿千瓦时。项目所需核心设备涵盖土方与运输设备、隧洞特种机械、以及混凝土与起重设备。设备采购高峰预计集中在项目前 5-10 年，参考三峡工程建设周期，土方施工阶段占整体周期的前三分之一，预计将启动大批量设备招标，推动行业步入高景气阶段，有望拉动工程机械相关投资市场规模超 1800 亿元。

除雅江项目外，25 年国内已陆续推进多个建设工程。截至 25 年 7 月，今年 8000 亿元“两重”建设项目清单已全部下达完毕。共安排 8000 亿元支持 1459 个项目，涉及长江流域生态修复、长江沿线重大交通基础设施、西部陆海新通道、高标准农田、重大水利工程、城市地下管网、“三北”工程、医院病房改造等重点领域。2025 年 4 月，中吉乌铁路吉尔吉斯斯坦境内段重点控制性工程费尔干纳山、纳伦 1 号、科什特伯 3 座隧道开工建设，项目正线工程进入实质性施工阶段。该铁路全长约 523 公里，涵盖大量的隧道、桥梁工程等。建成后将成为从中国运输货物到欧洲和中东的最短路线，货运路程将缩短 900 公里，时间节省 7 至 8 天。建设总成本估计为 46.65 亿美元。

表2：2025 年多个大型建设工程陆续推进

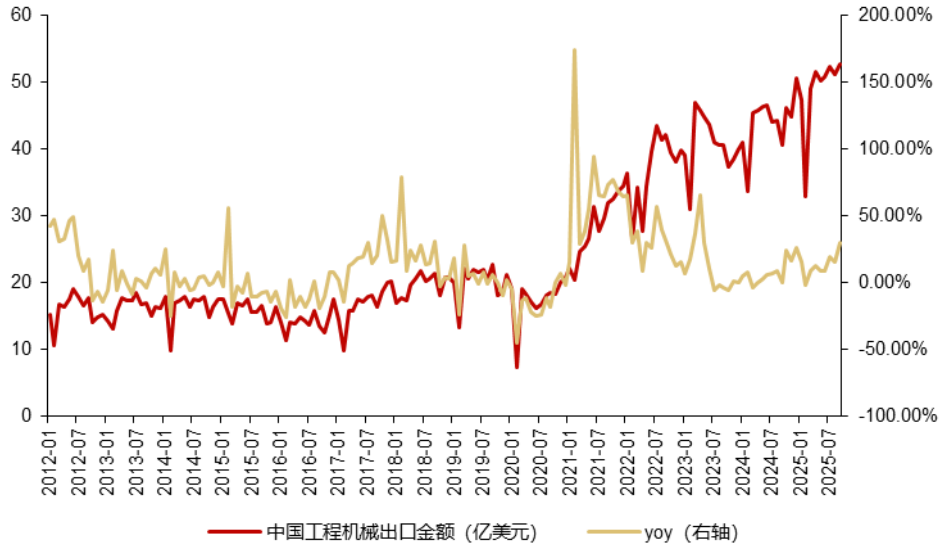
基建项目	时间	建设总成本	建设内容
雅鲁藏布江下游水电站工程	2025 年 7 月	1.2 万亿元	建设 5 座梯级电站，总装机容量达 6000 万千瓦，年发电量近 3000 亿度，相当于 3 个三峡电站的规模。项目建设周期为 10 年，是目前全球规划中最大的水电站项目
中吉乌铁路	2025 年 4 月	46.65 亿美元	吉尔吉斯斯坦境内段重点控制性工程费尔干纳山、纳伦 1 号、科什特伯 3 座隧道开工。该铁路全长约 523 公里，建成后将成为从中国运输货物到欧洲和中东的最短路线，货运路程将缩短 900 公里，时间节省 7 至 8 天
新藏铁路	2025 年 8 月	4000 亿元	北起新疆和田，向南途经西藏日喀则，最终抵达西藏拉萨，全线总长约 2000 公里
长赣高铁	2025 年 8 月	846 亿元	厦渝通道的重要组成部分，正线全长 429.459 公里（湖南 131.886 公里、江西 297.573 公里），为双线电气化客运专线，设计速度 350 公里/小时
浙赣粤运河	2025 年 6 月	3200 亿元	全长 1237 公里，连接杭州与广州，贯穿浙江、江西、广东三省，预计 2035 年全线通航
引大济岷工程	2025 年	/	四川省“一号工程”，从大渡河向成都平原引水，输水线路总长 304.4 公里，静态总投资 574 亿元，施工总工期为 96 个月。供水范围为都江堰供水区和玉溪市供水区，涉及成都、德阳等 8 市 43 县

资料来源：基础工程，中华网，湖南轨道，四川省水利厅，浙商证券研究所

欧美市场需求有望改善，“一带一路”沿线需求持续旺盛。近年来中国工程机械出口额整体维持上升态势。2025 年 9 月我国工程机械出口金额为 52.71 亿美元，同比+29.8%；2025 年 1-9 月出口金额累计达 437.95 亿美元，同比+13.1%。2025H1 挖掘机累计出口额达 49

亿美元，同比增长22.8%。从海外市场的情况来看，东南亚、中东、非洲等新兴市场基建需求持续释放，成为工程机械出口的增长主力；欧洲、北美市场则凭借产品升级实现结构性增长。随着市场需求持续回暖，全系产品出口额均大幅增长。路面机械对“一带一路”共建国家市场的出口也呈现增长态势，尤其对哈萨克斯坦、阿联酋等市场出口大幅增长。

图13：2025年1-9月中国工程机械出口金额同比增长13.1%



资料来源：iFinD，浙商证券研究所

2.2 客户绑定深厚，优质供应链地位构筑竞争壁垒

公司主要客户均为国内外著名的企业，在工程机械领域占有重要地位。公司与三一、徐工、柳工、临工、天合光能、中信博、FTC等多家国内外知名企业建立了长期稳定的合作关系。在全球采购背景下，下游客户往往会与上游行业中具有较强研发实力、较高生产技术、较好的质量控制体系等的企业保持密切合作，并为之保持长期稳定合作关系。公司凭借优势客户群可对后来潜在竞争者构成较强进入壁垒。

公司客户集中度高，产品质量优势显著。公司前五大客户包括三一重机、徐工集团、卡特彼勒、柳工机械、龙工机械、现代重工等国内外知名主机厂商，2024年对主要客户的销售占比为49%。中央回转接头和张紧装置作为下游重型装备关键零部件，客户对于产品的稳定性和可靠度要求极高，品牌信誉度是下游厂商选择公司产品的重要依据。公司连续多年被三一、徐工、临工、柳工、现代重工等多家国内外知名企业评为优秀供应商，多次获得卡特彼勒SQEP认证铂金奖。在装机考核时长方面，公司产品已达到国外装机考核3000小时的标准要求，且与国外先进产品相比具有多方面的优势。同时，公司是“GB/T25629-2021 液压挖掘机中央回转接头”国家标准的主持起草单位，截至2024年，公司共拥有一百多项专利，直接参与下游客户的产品研发与技术改进工作，可根据客户需求进行模具设计并制定相应的生产工艺。

3 光伏：跟踪支架渗透率有望提升，回转减速器打开增量空间

3.1 全球光伏装机持续增长，中国新增装机领跑全球

全球光伏装机持续增长。据中国光伏协会，2024年全球光伏新增装机容量达530GW，同比增长35.9%，累计装机容量首次突破2TW，达2076GW。在全球光伏市场中，中国、

欧盟、美国作为主要的光伏市场，其新增装机容量合计占比超过 70%，而印度、土耳其、沙特、巴基斯坦等新兴市场同样增幅明显，增速超 100%。

图14：全球光伏新增装机容量持续增长

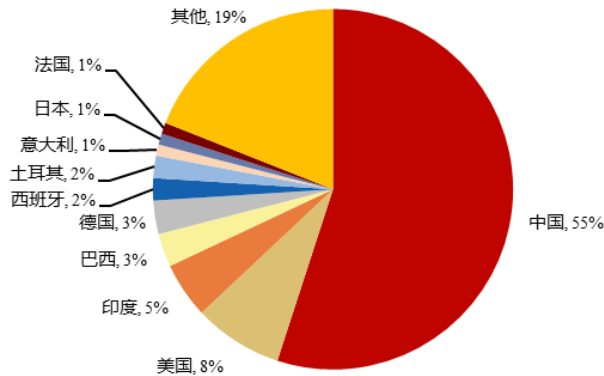


资料来源：CPIA，浙商证券研究所

中国新增装机和光伏渗透率持续领跑全球。据中国光伏协会，2024 年中国光伏新增装机容量达 277.57GW，增速为 28%，新增装机容量占全球新增的 55%，自 2013 年起连续 12 年在全球光伏新增装机规模中位居首位。据中国光伏行业协会统计，2025H1 国内光伏新增装机 212.21GW，同比增长 107%，创下历史新高，其中 5 月月度新增装机也刷新记录，达到 92.92GW，最高装机同比增长 388%。同期中国光伏累计装机量也突破 1,000GW，进入太瓦时代。光伏渗透率方面中国同样提升较快，2024 年世界平均光伏发电渗透率约为 6.57%，中国光伏渗透率则超过 9%。预计 2025 年全球光伏装机有望达到 570-630GW，中国光伏新增装机有望达 270~300GW。

图15：中国光伏新增装机容量领跑全球

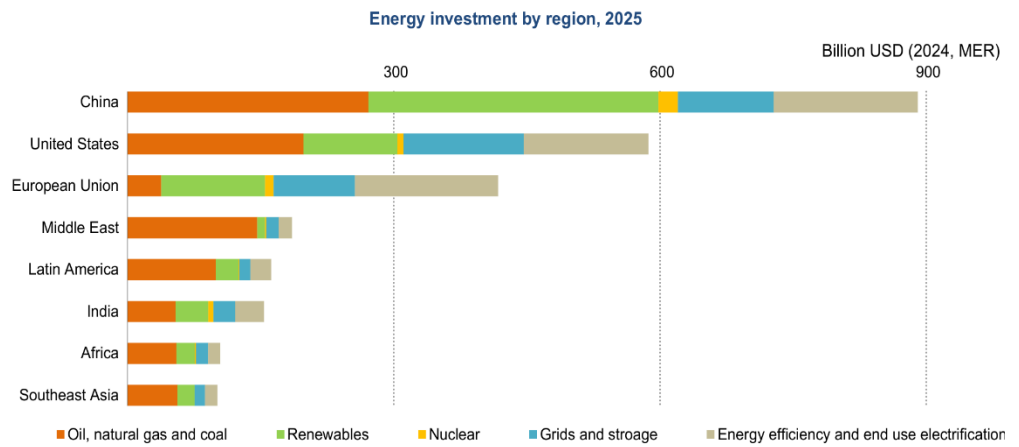
2024 年全球光伏新增装机容量分布 (GW)



资料来源：上海市企业走出去综合服务中心，浙商证券研究所

中国光伏产业成本、投资及产能优势突出，未来高全球市占率有望维持。据澎湃新闻，截至 2023 年，中国光伏组件占据全球 80% 的产能，且成本优势显著。据统计，中国太阳能组件的生产成本在每瓦 0.15 美元左右，而欧洲的生产成本约为每瓦 0.3 美元，美国的生产成本为每瓦 0.4 美元。光伏投资方面，IEA 报告显示 2023 年中国在光伏领域投资近 2200 亿美元，接近全球光伏投资额的一半。2024 年，中国清洁能源投资超 6250 亿美元，相较 2015 年几乎翻番。产量方面，据中国产业经济信息网，光伏产业链中中国企业在电池片、组件等环节产量均达到全球 50% 以上，在多晶硅和硅片等领域，我国产量在全球占比可达 90% 以上。未来随着我国光伏产业凭借晶硅技术及成本控制方面的优势，低成本先进产能持续释放，在全球的市占率有望维持。

图16：中国能源领域投资多于其他国家



资料来源：IEA 官网，浙商证券研究所

3.2 跟踪支架替代空间广阔，核心部件需求有望放量

跟踪式光伏支架是一种配备智能控制系统的可调节支架。通过实时追踪太阳运动轨迹，动态调整光伏板的水平或垂直角度（或两者兼顾）。与传统固定支架相比，其核心价值在于最大化光能利用率——通过减少光线入射角度偏差带来的反射损失，可使日均有效发电时长延长 3-5 小时。

国内跟踪支架渗透率仍处低位。据天合光能，2023 年全球跟踪支架渗透率在 40% 左右，中东、拉美地区约为 80%，北美地区达 90% 以上，而中国的跟踪支架渗透率仅为 3%，与国际水平相差甚远。一方面，光伏装机补贴时期，电站业主更看重初始投资成本，而非高发电量的长期收益。因合理利用小时数限制、限电政策等因素，高发电量并不等同于绝对高收益，导致业主在“高发电潜力”与“低成本投入”间倾向后者。另一方面，早期跟踪支架技术成熟度不足，因设备问题引发的电站事故持续发生，导致行业对其可靠性存疑，阻碍跟踪支架规模化应用。

跟踪支架发展制约因素有望边际改善。技术与成本层面，随跟踪支架生产技术升级，产品可靠性提升的同时造价成本有望降低，市场认可度将逐步提升；行业考评方面，光伏进入平价时代后，下游电站更注重发电效率，以项目内部收益率为主要考评方式，会更倾向于选择发电效率高的跟踪支架；应用场景层面，跟踪支架适配高直射比、双面组件、大型地面集中式等电站项目，未来大基地等大型光伏项目建设可为其应用提供广阔市场；电

力市场层面，电力市场向智能化、信息化升级，催生光伏电站精细化管理需求，推动跟踪支架需求快速增长。

跟踪支架相较固定支架具备技术与经济优势，渗透率有望加速提升。相较于固定支架，跟踪支架可通过 AI 算法控制支架角度，实时跟随太阳轨迹，确保组件始终以最佳角度接收阳光，发电量可提升 15%-25%。同时由于发电量提升显著，在光照条件好的地区，投资回收期可缩短 1-3 年，尽管前期投入大，其平准化度电成本可能比固定支架更低另外，跟踪支架可优化光伏组件的工作温度，降低热损耗，进而提高系统的整体效率。凭借经济性和技术上的优势，跟踪支架在大型地面电站中的渗透率有望加速提升。2025 年全球跟踪系统新增装机有望达到 187GW，4 年 CAGR 达 41%。2025 年全球跟踪系统市场空间达 801 亿元，4 年 CAGR 近 34%。预计未来国内跟踪支架渗透率有望提升，对固定支架形成部分替代，带动光伏回转减速器的需求平稳增长。

表3：跟踪支架&固定支架性能对比

性能对比	固定支架	跟踪支架
发电效率	结构简单且安装便捷，但部分时段的光照无法垂直入射，最佳倾角下年均利用率约 75%-85%	通过 AI 算法控制支架角度，较固定支架可提升 15%-25%发电量
成本对比	初始成本和运维成本较低	造价通常比固定支架高 30%-50%
适用场景	东南亚等低纬度地区；风沙、盐雾腐蚀严重区域	大型地面电站；欧洲、北美等高纬度地区；双面组件电站
运维难度	无活动部件，故障率低，几乎免维护	可能存在电机故障、结构磨损、校准偏差，可通过智能化降低运维压力

资料来源：国瑞能官网，浙商证券研究所

江阴尚驰为光伏回转减速器知名企业，有望充分受益跟踪支架渗透率提升。公司控股子公司江阴尚驰为省级专精特新中小企业，产品已获得国际、国内众多光伏企业的产品质量认证，该类认证流程较为复杂，认证周期也较长。公司长期为国际、国内众多知名光伏企业供应光伏回转减速器，在业内具有较高的市场知名度，已初步建立了全球性的销售网络。产能方面，公司拥有多种高精度加工制造设备 80 余台，4 条装配生产线，年产减速机 30 万台，产品累计全球安装规模超过 30GW。公司客户遍布美洲、欧洲、亚洲、澳洲等全球各地，出口比例 70%以上，已在美国设立办事处。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测：预计 25-27 年营收分别同比增长 17.46%、20.23%、22.94%

公司是国内中央回转接头和张紧装置龙头，主要客户均为国内外头部企业，凭借较好的质量控制体系和品牌信誉度，下游客户粘性较强，有望充分受益工程机械行业周期向上。公司收购为光伏回转减速器知名企业，产品资质壁垒显著，预计将受益光伏跟踪支架渗透率提升。

张紧装置：张紧装置用于挖掘机、起重机、旋挖钻机、推土机等工程机械产品。据 PMR 预测，2025 年全球工程机械市场规模预计将达 1427 亿美元，2025-2032 年预期将以 7.2% 的复合年增长率稳步扩张，2032 年全球工程机械市场有望突破 2322 亿美元。据中国工程机械工业协会数据，2024 年国内挖掘机主要制造企业共销售挖掘机 20.1 万台，2025 年有望保持 10% 的增长。公司张紧装置广泛应用于各类于挖掘机、高空作业平台等各类工程机械，凭借深厚的技术积累和稳定的产品质量形成的核心竞争优势，已长期获得下游知名客户的认可。预计后续张紧装置有望随工程机械周期上行而销售增长，预计 2025-2027 年收入增速分别为 11.5%、15.0%、20.0%；预计毛利率有望受益于上行周期中需求增加、产能利用率提升而小幅提升，预计 2025-2027 年毛利率分别为 28%、28.2%、28.3%。

精密铸件：公司全资子公司长龄精密主要从事精密铸件相关业务，目前已形成包括产品设计、模具开发、铸造工艺、机加工工艺等综合服务体系，具备了跨行业多品种产品的批量化生产能力，产品以工程机械、压缩机以及汽车零部件等的铸件与机加工件为主，下游客户包括谷轮（原艾默生）、大金、采埃孚、宁波合力、萨来力、丹佛斯、康迪泰克、KYB、重庆红宇、勤川精工等国内外企业。随下游工程机械周期复苏，预计精密铸件营收有望维持稳定，毛利率保持小幅增长。预计 2025-2027 年精密铸件收入增速分别为 2.48%、-1.21%、0.61%，毛利率分别为 23.9%、27.8%、31.2%。

中央回转接头：中央回转接头用于挖掘机、高空作业车、起重机、海工装备等工程机械产品。相较于国外先进产品，公司中央回转接头产品在产品质量、价格、使用成本、售后服务构等均具有多方面的优势，可打破中央回转接头领域国外品牌长期垄断的局。2025 年上半年，公司研发焊接式回转接头，可拓展高空作业平台及随车吊设备的应用市场。预计后续中央回转接头有望随工程机械周期上行而销售增长，预计 2025-2027 年收入增速分别为 8.21%、15.0%、20.0%；预计毛利率有望受益于上行周期中需求增加、产能利用率提升而小幅提升，预计 2025-2027 年毛利率分别为 26%、26.1%、26.2%。

回转减速器：回转减速器主要用于高空作业平台、AGV、重型平板运输车、集装箱起重机、随车吊、农用机械等产品。公司积极拓展海外市场，泰国回转减速器及液压产品生产基地建设项目持续推进，针对不同区域客户的需求推出适应性解决方案；开发高机以外的回转减速机海外市场，并拓展海外 OEM 市场，以满足海外订单需求。2025H1，公司着手对光热回转减速器进行研发试制，布局光热储能等技术领域，形成新的利润增长点，预计未来营收保持较快增速，毛利率有望逐渐提升。预计 2025-2027 年回转减速器收入增速分别为 55.9%、48.0%、40.0%，毛利率分别为 20%、22%、24%。

综上，我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 10.4、12.5、15.3 亿元，同比增长 17%、20%、23%。

表4: 预计 2025-2027 年公司营业收入分别同比增长 17.46%、20.23%、22.94%

业务类型	财务指标	2024	2025E	2026E	2027E
张紧装置	营业收入(百万元)	305.14	340.23	391.26	469.52
	增长率	1.65%	11.50%	15.00%	20.00%
	毛利率	24.92%	28.00%	28.20%	28.30%
精密铸件	营业收入(百万元)	195.18	200.01	197.59	198.80
	增长率	-4.72%	2.48%	-1.21%	0.61%
	毛利率	22.01%	23.90%	27.82%	31.20%
中央回转接头	营业收入(百万元)	168.18	181.98	209.28	251.14
	增长率	-14.10%	8.21%	15.00%	20.00%
	毛利率	22.01%	26.00%	26.10%	26.20%
回转减速器	营业收入(百万元)	176.38	274.98	406.97	569.76
	增长率	-	55.90%	48.00%	40.00%
	毛利率	31.71%	20.00%	22.00%	24.00%
其他	营业收入(百万元)	38.62	40.55	42.58	44.71
	增长率	-63.39%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	45.03%	33.98%	32.98%	37.34%
整体主营业务	营业收入(百万元)	883.50	1037.75	1247.69	1533.92
	增长率	9.57%	17.46%	20.23%	22.94%
	毛利率	25.40%	29.29%	31.13%	33.04%

资料来源: iFinD, 浙商证券研究所

4.2 估值分析

公司是国内工程机械液压元件细分龙头, 液压中央回转接头、履带张紧装置核心供应商, 液压产品深度配套三一重工、卡特彼勒等工程机械主机厂。同时在液压元件既有优势基础上, 通过控股子公司尚驰机械推进光伏跟踪系统核心部件布局, 形成从液压产品到光伏跟踪系统减速器环节的产业链延伸。公司在液压中央回转接头、履带张紧装置细分领域市占率领先, 且光伏回转减速器业务技术壁垒突出, 具备细分领域全环节竞争优势。我们选取液压元件领域恒立液压、艾迪精密、合锻智能作为可比公司。

预计公司 2025-2027 年收入分别为 10.4、12.5、15.3 亿元, 同比增长 17%、20%、23%; 归母净利润分别为 1.1、1.4、1.8 亿元, 同比增长 21%、25%、27%, 24-27 年复合增速为 24%, 对应 PE 分别为 86、69、54 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图17: 可比公司估值(截至 2025 年 12 月 18 日)

工程机械可比公司估值表(数据更新至2025年12月18日)											
代码	公司	市值(亿元)	股价(元)	2024 归母净利润(亿元)	2025E 归母净利润(亿元)	2026E 归母净利润(亿元)	2024 PE	2025 PE	2026 PE	PB (LF/MRQ)	ROE(平均) (2024)
601100.SH	恒立液压	1408	105.00	25.1	28.5	33.4	56	49	42	8.5	17%
603638.SH	艾迪精密	155	18.68	3.4	4.2	5.1	45	37	31	4.5	10%
605389.SH	*长龄液压	98	68.09	0.9	1.1	1.4	104	86	69	4.7	4%

半导体可比公司估值表(数据更新至2025年12月18日)											
代码	公司	市值(亿元)	股价(元)	2024 归母净利润(亿元)	2025E 归母净利润(亿元)	2026E 归母净利润(亿元)	2024 PE	2025 PE	2026 PE	PB (LF/MRQ)	ROE(平均) (2024)
300661.SZ	圣邦股份	411	66.47	5.0	6.0	8.2	82	68	50	8.4	12%
688052.SH	纳芯微	241	149.38	-4.0	-1.0	1.2			198	3.1	-7%
688141.SH	杰华特	163	36.12	-6.0	-2.4	0.4			374	9.4	-25%
605389.SH	*长龄液压	98	68.09	0.9	1.1	1.4	104	86	69	4.7	4%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

注: 除长龄液压外, 盈利预测为 Wind 一致预期

5 风险提示

1) 宏观经济周期波动风险

公司产品主要应用于挖掘机等工程机械、船舶机械等行业。上述下游行业的发展受国家宏观经济形势变化及产业结构调整的影响较大。宏观经济处于下行周期时，若固定资产投资需求出现萎缩，工程机械、液压行业发展也会随之减缓。

2) 原材料价格波动风险

公司原材料占营业成本比例较高，原材料以钢材及钢材加工件为主，钢材的价格波动对公司成本有一定影响。当原材料价格出现未预期的快速上涨趋势时，如公司未能及时调整产品价格，将对公司经营业绩带来一定的不利影响。

3) 跟踪支架市场的不确定性及境外贸易政策风险

国内跟踪支架普及率以及海外贸易政策是影响江阴尚驰收入增长的重要因素。目前国内跟踪支架应用的普及率较低，若国内不能有效提高跟踪支架的普及率，江阴尚驰收入的增长仍然需依靠国外市场，而国外市场可能受到境外贸易摩擦、美国反倾销和反补贴关税的调查等因素的影响，可能导致公司相关业务增长不及预期。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	1419	1703	1867	2105
现金	355	763	757	796
交易性金融资产	420	233	254	303
应收账款	424	420	512	627
其它应收款	5	5	5	7
预付账款	4	5	6	7
存货	177	216	265	311
其他	34	60	67	54
非流动资产	983	882	940	922
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	463	436	435	428
无形资产	105	97	104	98
在建工程	12	18	22	26
其他	403	331	379	370
资产总计	2402	2585	2807	3027
流动负债	205	262	331	361
短期借款	0	3	4	2
应付款项	162	196	248	286
预收账款	3	2	3	4
其他	40	62	76	69
非流动负债	43	47	49	46
长期借款	0	0	0	0
其他	43	47	49	46
负债合计	248	309	380	407
少数股东权益	57	64	73	85
归属母公司股东权	2097	2212	2354	2535
负债和股东权益	2402	2585	2807	3027

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	883	1038	1248	1534
营业成本	659	779	924	1120
营业税金及附加	10	12	15	18
营业费用	19	21	28	33
管理费用	40	53	63	75
研发费用	39	46	55	68
财务费用	(12)	(9)	(12)	(12)
资产减值损失	26	11	14	26
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	6	6	6	6
其他经营收益	10	8	8	8
营业利润	117	140	174	221
营业外收支	(1)	(1)	(1)	(1)
利润总额	117	139	174	221
所得税	16	17	22	28
净利润	101	122	152	192
少数股东损益	6	7	9	12
归属母公司净利润	95	114	143	181
EBITDA	184	166	200	249
EPS (最新摊薄)	0.66	0.79	0.99	1.25

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	10%	17%	20%	23%
营业利润	-2%	19%	25%	27%
归属母公司净利润	-7%	21%	25%	27%
获利能力				
毛利率	25%	25%	26%	27%
净利率	11%	12%	12%	13%
ROE	4%	5%	6%	7%
ROIC	5%	5%	6%	7%

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	77	143	93	92
净利润	101	122	152	192
折旧摊销	72	36	38	40
财务费用	(12)	(9)	(12)	(12)
投资损失	(6)	(6)	(6)	(6)
营运资金变动	(133)	22	(45)	(101)
其它	55	(21)	(35)	(21)
投资活动现金流	(405)	252	(111)	(64)
资本支出	(6)	(7)	(33)	(29)
长期投资	11	(8)	2	2
其他	(411)	268	(79)	(37)
筹资活动现金流	(120)	12	13	11
短期借款	(9)	3	1	(2)
长期借款	0	0	0	0
其他	(111)	9	12	12
现金净增加额	(448)	408	(6)	39

偿债能力

资产负债率	10.33%	11.97%	13.53%	13.46%
净负债比率	0.00%	0.97%	1.05%	0.57%
流动比率	6.93	6.49	5.64	5.83
速动比率	6.06	5.67	4.84	4.97

营运能力

总资产周转率	0.36	0.42	0.46	0.53
应收账款周转率	2.40	2.44	2.60	2.54
应付账款周转率	4.31	4.91	4.79	4.79

每股指标(元)

每股收益	0.66	0.79	0.99	1.25
每股经营现金	0.54	1.00	0.64	0.64
每股净资产	14.56	15.35	16.34	17.59

估值比率

P/E	104	86	69	54
P/B	4.68	4.44	4.17	3.87
EV/EBITDA	16.98	53.43	44.33	35.33

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>