

万通液压 (920839)

2025 年报点评: 扣非归母净利润同比+21%, 自卸车油缸与境外业务增速亮眼

买入 (维持)

2026 年 04 月 21 日

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 武阿兰

执业证书: S0600124070018

wual@dwzq.com.cn

研究助理 陈哲晓

执业证书: S0600124080015

sh_chenzhx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	628.51	696.47	760.80	880.40	1,089.40
同比	(5.99)	10.81	9.24	15.72	23.74
归母净利润 (百万元)	108.72	125.53	144.71	169.64	240.36
同比	37.02	15.46	15.27	17.23	41.69
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.92	1.06	1.22	1.44	2.03
P/E (现价&最新摊薄)	38.01	32.92	28.56	24.36	17.19

投资要点

■ **2025 年营收与净利同比双增, 利润率同步优化。**公司发布 2025 年度报告, 全年实现营收 6.96 亿元, 同比+10.81%; 归母净利润 1.26 亿元, 同比+15.46%; 扣非归母净利润 1.23 亿元, 同比+21.37%, 利润增速高于收入增速, 公司规模效应与产品结构优化成效明显。2025 年销售毛利率 29.94%, 同比+2.01pct; 销售净利率 18.02%, 同比+0.72 pct, 盈利效率持续改善。费用率方面, 2025 年公司销售/管理/财务/研发费用率分别为 1.40%/2.80%/0.01%/4.33%, 同比+0.02/-0.38/+0.15/+0.22pct。其中, 2025 年财务费用同比增长 103.85%, 主要系报告期内海外收入持续增长, 未结汇美元余额相应增加, 受汇率波动影响导致汇兑损失增加所致。

■ **境外业务成为重要增量, 自卸车油缸与油气弹簧表现亮眼。**1) **机械装备用缸**仍为第一大收入来源 (占比 51%), 2025 年营收 3.57 亿元, 虽同比-9.05%, 但高毛利军工及境外产品占比提升, 叠加原材料价格下降, 毛利率同比+1.34 pct。2) **自卸车专用油缸** 2025 年营收 1.92 亿元, 同比+57.11%, 占比 27.65%, 受益于商用车以旧换新、新能源重卡快速增长, 规模化效应驱动单位成本下降, 毛利率同比+1.01 pct; 3) **油气弹簧**延续高增长, 营收 1.20 亿元, 同比+20.70%, 毛利率 48.28%, 同比提升 4.50 pct, 核心驱动为矿用车渗透率提升、境外批量交付及全油气悬挂系统单车价值量增加。分区域看, 2025 年公司境外收入 1.00 亿元, 同比大增 31.30%, 三大产品全线出海, 国际化战略成效显著。

■ **液压油缸基本盘稳固, 打造油气弹簧底盘应用新增长曲线:** 1) **聚焦液压系统价值量最高部件, 细分赛道差异化竞争:** 液压油缸在 2021 年液压系统价值占比为 35.6%, 公司在自卸车与采掘装备细分领域构筑差异化优势, 为卡特彼勒、徐工、三一、中联等行业领军企业合作供应商。2) **油气弹簧为油气悬架核心执行元件, 打开新增长曲线:** 油气悬架具备非线性刚度、优异的阻尼性能和高度可调性等突出优点, 公司自研多款油气弹簧产品, 广泛应用于重型矿用车、宽体自卸车、多桥运输车、特殊运输设备等, 油气弹簧有望驱动乘用车底盘新变革, 为公司带来广阔增量空间。3) **定向可转债切入风电液压赛道:** 公司通过定向可转债引入盘古智能(国内知名集中润滑系统和液压系统制造企业, 在风电领域集中润滑系统的国内市占率已超 60%)战略合作, 双方在液压产品、下游市场及技术工艺等方面具备良好协同性, 公司产品可用作风电液压变桨系统和液压偏航系统的执行元件, 价值占比较高。

■ **盈利预测与投资评级:** 考虑公司乘用车应用与风电新品仍在验证进程中, 下调 2026-2027 年归母净利润预测为 1.45/1.70 亿元 (前值 1.85/2.42 亿元), 新增 2028 年预测 2.40 亿元, 对应 PE 为 29/24/17 倍, 考虑公司油缸主业稳健, 油气弹簧与风电等新业务成长可期, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 宏观经济波动; 市场竞争加剧; 市场推广不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	34.96
一年最低/最高价	29.02/60.86
市净率(倍)	6.33
流通 A 股市值(百万元)	2,506.71
总市值(百万元)	4,132.62

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.52
资产负债率(%,LF)	35.73
总股本(百万股)	118.21
流通 A 股(百万股)	71.70

相关研究

《万通液压(920839): 万通液压系列报告之二——极客精神传动全球, 油气弹簧驱动底盘新变革》

2025-12-15

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)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	812	893	1,003	1,152	营业总收入	696	761	880	1,089
货币资金及交易性金融资产	335	401	492	573	营业成本(含金融类)	488	528	608	719
经营性应收款项	320	330	335	378	税金及附加	4	5	6	7
存货	103	102	110	120	销售费用	10	11	12	15
合同资产	54	59	66	81	管理费用	20	21	24	28
其他流动资产	0	0	0	1	研发费用	30	33	39	48
非流动资产	218	210	199	185	财务费用	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	5	5	5	6
固定资产及使用权资产	190	185	176	163	投资净收益	(1)	0	0	0
在建工程	5	3	2	1	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	21	20	19	19	减值损失	(7)	(4)	(5)	(5)
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	142	164	193	273
其他非流动资产	2	2	2	2	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	1,031	1,103	1,202	1,337	利润总额	143	165	193	273
流动负债	209	214	231	250	减:所得税	17	20	23	33
短期借款及一年内到期的非流动负债	28	20	25	29	净利润	126	145	170	240
经营性应付款项	141	147	152	160	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	3	3	4	4	归属母公司净利润	126	145	170	240
其他流动负债	38	44	51	57	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.06	1.22	1.44	2.03
非流动负债	159	159	159	159	EBIT	144	165	193	273
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	166	191	221	302
应付债券	138	138	138	138	毛利率(%)	29.94	30.67	30.94	34.00
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	18.02	19.02	19.27	22.06
其他非流动负债	21	21	21	21	收入增长率(%)	10.81	9.24	15.72	23.74
负债合计	368	373	390	409	归母净利润增长率(%)	15.46	15.27	17.23	41.69
归属母公司股东权益	662	730	812	928					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	662	730	812	928					
负债和股东权益	1,031	1,103	1,202	1,337					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	159	169	192	217	每股净资产(元)	5.52	6.10	6.79	7.77
投资活动现金流	(182)	(20)	24	15	最新发行在外股份(百万股)	118	118	118	118
筹资活动现金流	106	(84)	(84)	(122)	ROIC(%)	17.79	16.87	18.22	23.23
现金净增加额	81	64	132	111	ROE-摊薄(%)	18.95	19.81	20.89	25.90
折旧和摊销	23	26	28	29	资产负债率(%)	35.73	33.77	32.44	30.56
资本开支	(12)	(18)	(17)	(15)	P/E(现价&最新股本摊薄)	32.92	28.56	24.36	17.19
营运资本变动	0	(7)	(11)	(59)	P/B(现价)	6.33	5.73	5.15	4.50

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>