

## 恒立液压 (601100.SH)

强烈推荐 (维持)

### 新周期，新恒立——平台化重塑成长能力

恒立液压是中国制造业里的核心资产，前期全球化布局成效显著，后续依托核心零部件龙头优势，有望凭借品类扩张平台化发展突破成长边界：**①第一成长曲线油缸——全球供应、份额提升；②第二成长曲线泵阀——新领域新客户突破；③第三成长曲线丝杠——适配数控机床、人形机器人，规模化落地驱动成长。**短期展望，公司主业液压件景气回暖，新业电缸丝杠顺利量产，产能利用率提升、客户导入加速，业绩弹性有望充分释放；中期展望，平台化奠基新一轮成长，粗略估计未来5年潜在收入空间有望超过300亿元，并且我们也认为恒立液压的远期潜力绝不仅止于此。

□ **国内液压行业绝对龙头，收入利润再创历史新高。**公司深耕液压行业三十余年，产品覆盖油缸、泵阀、马达全品类，下游横跨挖掘机、起重机、高空作业平台、盾构机、农业机械等十余个行走机械与通用工业领域，客户深度绑定卡特彼勒、三一重工、徐工机械等全球头部主机厂，凭借7个研发中心与12个生产基地已基本实现全球化业务布局。2026年1-4月，挖机内销同比+15.05%，出口同比+32.49%，内外销接力超预期，国内市场复苏向上且具备持续性、海外市场迎来新兴+发达市场需求共振。工程机械板块β迈向全面景气背景下，2025年，公司实现营收109.41亿元，同比+16.52%，归母净利润27.34亿元，同比+8.99%，收入与利润均创历史新高；2026Q1，公司实现营收32.1亿元，同比+32.52%，单季增速创2021Q2以来新高，主业基本面拐点确认，新一轮业绩上行通道开启。

□ **成长性分析：液压件份额提升+场景拓宽，线性驱动器赋予增长弹性。**公司以挖机油缸起家，向上发展铸件自制、向下开拓非挖油缸、横向拓展液压泵阀及马达，近年在液压件基础上再拓丝杠电缸，均具“客户同源—工程机械”、“技术同源—精密加工、本质都是直线传动功能部件”、“高壁垒属性—低国产化率”的共性，公司在擅长的领域做擅长的事，持续拓圈打造平台化发展。按照公司现有布局，我们以五年中期维度对公司三条成长曲线进行梳理预测：

#### 1) 第一成长曲线：液压油缸——中期潜在收入空间100亿元。

① **挖机油缸：**2015-2021年，公司挖机油缸收入由4.07亿元增长至34.93亿元，CAGR达43.08%，2025年同比+16.44%，β内外共振、卡特开启加库背景下重回增长通道。根据我们估算，挖机油缸全球市场规模约135亿元，公司目前全球市占率约19%，凭借发力“海外+中大挖”市场，中期市占率有望达30%以上，潜在空间40亿元（5年CAGR~9.46%）。

② **非标油缸：**2008-2025年，公司非标油缸收入由1.31亿元增长至27.12亿元，CAGR达19.51%，2025年同比+5.31%，已建立包含起重、盾构、海事在内的多元化应用场景，根据我们估算，非标油缸全球市场规模约350亿元，公司凭借“重型产能提升，领域持续拓展”，中期有望稳健增长、潜在空间60亿元（5年CAGR~17.21%）。

#### 2) 第二成长曲线：液压泵阀——中期潜在收入空间120亿元。

2014-2025年，公司液压泵阀及马达收入由0.04亿元增长至43.26亿元，

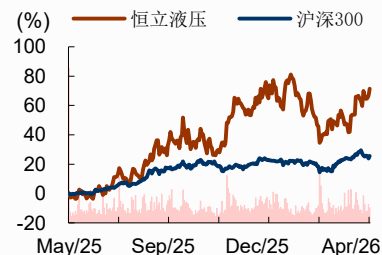
中游制造/机械  
目标估值：NA  
当前股价：117.05元

#### 基础数据

总股本 (百万股)	1341
已上市流通股 (百万股)	1341
总市值 (十亿元)	156.9
流通市值 (十亿元)	156.9
每股净资产 (MRQ)	13.3
ROE (TTM)	15.5
资产负债率	20.4%
主要股东	江苏恒立控股集团有限公司
主要股东持股比例	36.95%

#### 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	17	30	67
相对表现	16	22	43



资料来源：公司数据、招商证券

#### 相关报告

- 《恒立液压 (601100) ——基本面如期改善，看好主业继续向上+丝杠潜在催化》2025-10-28
- 《恒立液压 (601100) ——归母净利润创单季新高，主业复苏+新业拓展下坚定看好公司未来成长性》2025-08-27

郭倩倩 S1090525060003  
guoqianqian@cmschina.com.cn  
高杨洋 S1090525070002  
gaoyangyang@cmschina.com.cn  
朱鹏丞 研究助理  
zhupengcheng1@cmschina.com.cn

CAGR 达 88.72%，2025 年同比+20.71%，其中挖机与非标规模接近。

①挖机方面：根据我们估算，2025 年挖机泵阀及马达全球市场规模约 325 亿元，公司目前国内市占率约 31%，凭借“国内中大挖份额提升+突破外资客户前装市场”，中期国内市占率有望达 50%以上+海外客户份额有望达 25%以上、潜在空间 60 亿元（5 年 CAGR ~ 24.57%）。

②非标方面：根据我们估算，非标泵阀及马达全球市场规模约 700 亿元，公司目前全球市占率仍具充足成长空间，凭借“行走机型领域持续突破”、潜在空间 70 亿元（5 年 CAGR ~ 30.89%）。

3) 第三成长曲线：线性驱动器——中期潜在收入空间 100 亿元。

公司自 2021 年起开始线性驱动器的前瞻布局，现已形成包含精密滚柱丝杠、行星滚柱丝杠、直线导轨、电动缸在内的完备产品谱系。①传统场景主要发力数控机床行业、打造业务基本盘，凭借高端产品国产替代远期空间 ~ 25 亿元；②新兴场景重点突破人形机器人领域、拔高成长天花板，目前已锁定北美客户核心供应商地位，中性假设下远期空间 ~ 75 亿元。

据我们估算：公司凭借液压件稳步增长，丝杠电动缸快速放量，中期潜在收入空间有望达 330 亿元（CAGR ~ 25%），未来 5 年有机会再造两个恒立。

□ 投资建议：我们预计公司 2026-2028 年收入为 133.52、159.11、189.16 亿元，同比增长 22%、19%、19%；归母净利润为 34.59、42.66、52.35 亿元，同比增长 27%、23%、23%；对应 PE 为 45.4X、36.8X、30.0X。工程机械 β 迈向全面景气，公司液压件主业基本面拐点确认，看好公司份额持续提升、应用场景不断拓宽；同时国际化（墨西哥工厂顺利投产、全球化进展更进一步）与平台化（丝杠、直线导轨、电动缸等线性驱动新产品规模放量）双线并进，赋予公司充足的中长期成长空间。维持“强烈推荐”评级。

□ 风险提示：工程机械需求复苏不及预期、公司新品开拓进度不及预期、公司国际化开拓不及预期、全球贸易摩擦加剧、原材料成本上行、潜在市场空间测算不及预期。

### 财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	9390	10941	13352	15911	18916
同比增长	5%	17%	22%	19%	19%
营业利润(百万元)	2786	3044	3850	4763	5851
同比增长	-1%	9%	26%	24%	23%
归母净利润(百万元)	2509	2734	3459	4266	5235
同比增长	0%	9%	27%	23%	23%
每股收益(元)	1.87	2.04	2.58	3.18	3.90
PE	62.6	57.4	45.4	36.8	30.0
PB	9.9	9.1	8.0	6.9	5.9

资料来源：公司数据、招商证券

## 正文目录

一、公司概况：液压龙头，机械皇冠上的明珠.....	5
二、周期判断：工程机械迈向全面景气，公司主业基本面拐点已至.....	10
三、成长性分析：从液压件到电动缸，平台化持续赋能成长.....	13
3.1 第一成长曲线：液压油缸.....	15
3.2 第二成长曲线：液压泵阀.....	17
3.3 第三成长曲线：线性驱动器.....	18
四、盈利预测与投资建议.....	22
五、风险提示.....	24

## 图表目录

图 1：公司发展历程.....	5
图 2：公司产品谱系、下游应用及营收占比.....	6
图 3：公司产品对应核心客户.....	6
图 4：公司股权结构图（截至 2025 年报）.....	7
图 5：2016-2026Q1 公司营业总收入及增速.....	7
图 6：2016-2026Q1 公司归母净利润及增速.....	7
图 7：2016-2026Q1 公司毛利率及净利率.....	8
图 8：2016-2026Q1 公司期间费用率.....	8
图 9：2016-2026Q1 公司经营性现金流及净现比.....	8
图 10：2008-2025 年公司分区域收入结构.....	9
图 11：2008-2025 年公司分区域毛利率.....	9
图 12：公司海外生产性制造基地布局.....	9
图 13：2010-2024 年液压件全球市场规模及增速.....	10
图 14：2024 年液压件全球市场分国家结构.....	10
图 15：2024 年液压件中国市场分下游结构.....	10
图 16：2006-2025 年中国挖机行业内外销销量.....	11
图 17：公司/三一单季收入增速与挖机单季销量增速对比.....	13
图 18：公司成长复盘及发展展望.....	13
图 19：2008-2025 年公司资本开支及重点投资项目.....	14

图 20: 挖机液压件市场规模测算 .....	14
图 21: 非挖液压件市场规模估算 .....	15
图 22: 2008-2025 年公司挖机油缸收入及增速 .....	16
图 23: 2008-2025 年公司挖机油缸销量及市占率 .....	16
图 24: 2008-2025 年公司重型非标油缸收入及增速 .....	16
图 25: 2024 年公司非标油缸分下游收入结构 .....	16
图 26: 2014-2025 年公司液压泵阀及马达收入及增速 .....	17
图 27: 2020-2025 年公司挖机泵阀分吨位市占率 .....	17
图 28: 2021-2025 年公司非标泵阀及马达分下游收入结构 (亿元, %) .....	18
图 29: 公司精密传动线性驱动器项目发展历程及产品布局 .....	19
图 30: 2025 年中国滚动功能部件市场下游应用格局 .....	19
图 31: 国内高端应用市场基本被欧美日系产品垄断 .....	19
图 32: 公司人形机器人涉及产品及 ASP 估计 .....	20
表 1: 2022-2026 年中国挖机行业分吨位内外销表现 .....	11
表 2: 2022-2026 年中国工程机械行业主要品类内销增速 .....	12
表 3: 2022-2026 年工程机械行业主要市场出口额及增速 .....	12
表 4: 特斯拉人形机器人产业进展及展望 .....	20
表 5: 公司人形机器人相关产品远期空间敏感性分析 .....	21
表 6: 2026-2028 年公司分项收入与毛利率预测 .....	22
表 7: 2025-2028 年公司及可比公司盈利预测与估值 .....	23
附: 财务预测表 .....	25

## 一、公司概况：液压龙头，机械皇冠上的明珠

国产液压龙头底蕴深厚，新一轮成长周期蓄势待发。公司前身可追溯至 1990 年成立的液压气动元件厂；1999 年公司完成挖机专用高压油缸开发切入工程机械主赛道，随后十年持续发力挖机油缸的规模化量产以及非标油缸的应用场景丰富；2010 年公司成为卡特彼勒合格供应商，正式进入工程机械行业高端品牌配套供应体系。2011 年公司登陆上交所上市，同年常州武进工厂建成投产、成为全球最大的油缸生产基地，建设高精密铸件工厂、为泵阀元件生产提供基础；2012 年公司收购上海立新开始涉足液压泵阀；2015 年公司收购德国哈威 InLine，汲取高压重载柱塞泵关键技术；2018 年，公司泵阀产品实现规模化生产与下游批量应用，公司对液压系统集成及液压成套设备布局基本完成。2022 年公司发布定增入局线性驱动器业务，现已进入量产阶段。展望未来，公司正处在液压系统下游不断丰富、丝杠新业逐步规模量产的新一轮成长周期起点。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网、招商证券

液压系统产品谱系完整，下游以挖掘机为核、非标应用全面铺开。①**液压油缸**：公司起家板块、亦是当前业绩压舱石，2025 年营收占比 48.40%，下游覆盖挖机专用油缸及高空作业、盾构、矿用、海工等重型装备非标油缸；②**液压泵阀及马达**：第二大业绩支柱，2025 年营收占比 39.84%，从挖机泵阀马达延伸至起重机械、农机等行走液压以及压力机、注塑机等工业液压领域；③**液压系统**：聚焦海工、重工、试验台等场景，2025 年营收占比 3.55%；④**配件及铸件**：协同支撑主业，2025 年营收占比 8.21%，并外销至工程机械、能源装备、工业机器人等下游；⑤**线性传动系统**：布局电动缸、丝杠、导轨等产品，瞄准工业母机、人形机器人新兴下游，作为第二成长曲线即将兑现。目前，公司已形成“液压油缸压舱、泵阀马达放量、系统集成补强、铸件配件协同、丝杠传动接力”的完整产品矩阵，下游应用从挖机基本盘充分延伸至广阔非标场景。

图 2: 公司产品谱系、下游应用及营收占比

产品大类	细分产品	下游应用	营收占比 (2025年)
液压油缸	挖掘机专用油缸	挖掘机	48.40%
	重型装备专用油缸	工程与建筑机械 (高空作业车油缸、盾构机油缸等) 矿业与采掘设备 (矿用自卸车油缸, 汽车起重机油缸等) 能源与通用科技 (油气钻采油缸、风机变桨油缸等)	
液压泵阀及马达	挖机泵阀马达	挖掘机	39.84%
	行走液压泵阀马达	起重机、高空作业车、农业机械等	
	工业液压阀	压力阀、流量阀、方向阀、防爆阀等	
液压系统	液压系统集成	海工类、重工类、测试台	3.55%
	自动化设备	液压行业、气动行业、电控行业等	
配件及铸件	油缸配件、泵阀配件等 高精度铁铸件等	工程机械、高空机械、农用机械、能源设备、工业机器人等	8.21%
线性传动系统	电动缸、滚珠丝杠、导轨	工业母机、人形机器人等	

资料来源: 公司公告、公司官网、Wind、招商证券

**绑定优质客户，产业链地位高。**①**挖机端：**公司油缸产品深度配套三一、柳工、徐工等国内龙头，并打入卡特彼勒、神钢建机等全球龙头供应链，国内市占率长期稳居 60% 以上；泵阀产品也已批量配套国内头部主机厂，小挖泵阀市占率超 50%，中大挖泵阀份额持续提升，同时持续顺利推进外资客户泵阀验证。②**非标端：**公司油缸产品覆盖盾构机（中铁工程、铁建重工）、高机（浙江鼎力、JLG）、海工海事（TTS、麦基嘉）等高壁垒场景；泵阀产品已切入高机、农机等行走机械领域、通用工业领域则深度配套海天国际、伊之密等注塑机龙头，并向铸塑、锻压、冶金等下游持续渗透。公司通过与国内外龙头主机厂多年合作积累，已建立明显的先发优势，充分保障了未来在液压行业市场份额的稳定增长潜力和盈利能力的连续性。

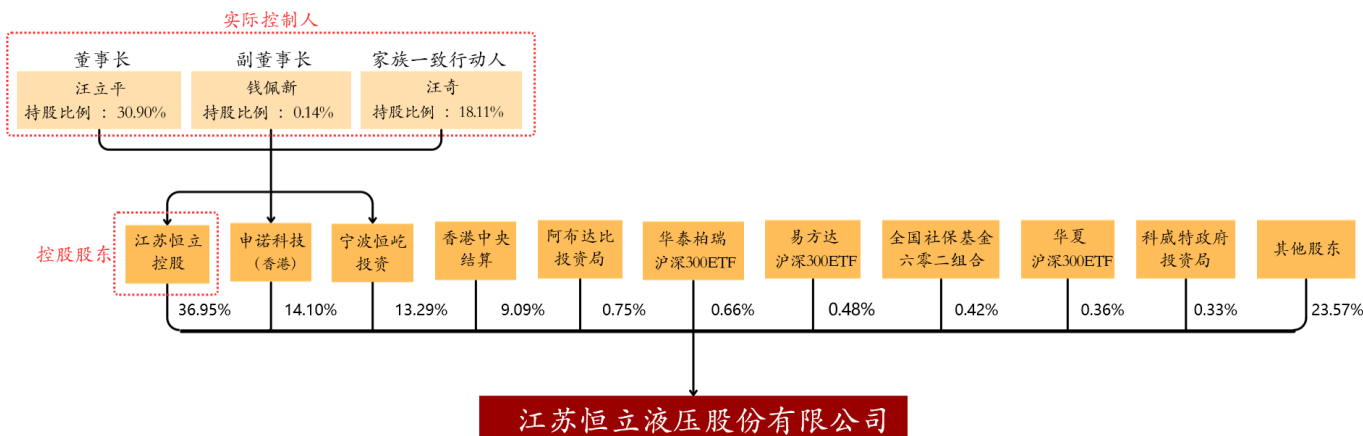
图 3: 公司产品对应核心客户

产品	国内客户	国外客户
挖机油缸	三一、柳工、徐工、斗山	卡特彼勒、神钢
非标油缸	盾构机	中铁工程、铁建重工
	特种车辆	小松、日立造船、罗宾斯
	高空作业平台	卡特彼勒、马尼托瓦克、特雷克斯
	海工海事	马尼托瓦克、斯诺克、吉尼、JLG
挖机泵阀	徐工、三一、柳工、临工	TTS、麦基嘉、国民油井
非标泵阀	海天、伊之密、博创、安德里茨	卡特 (试用)、部分韩系品牌
马达 (挖机、AWP)	徐工、三一、柳工、鼎力、星邦	JLG、吉尼
		斯诺克、吉尼

资料来源: 公司公告、招商证券

**股权结构稳定集中。**公司控股股东为江苏恒立投资控股，直接持有公司 36.95% 股份，系汪氏家族控股平台；实际控制人为以汪立平、钱佩新、汪奇为核心的家族一致行动人，三人合计持股 49.15%，其中汪立平任董事长、合计持股 30.90%，汪寻作为家族一致行动人合计持股 18.11%；其他主要股东以国内外知名投资机构为主。整体看，公司股权结构兼具控制力与多元化，有利于战略决策的连续性与执行力，为公司稳健经营奠定坚实治理基础。

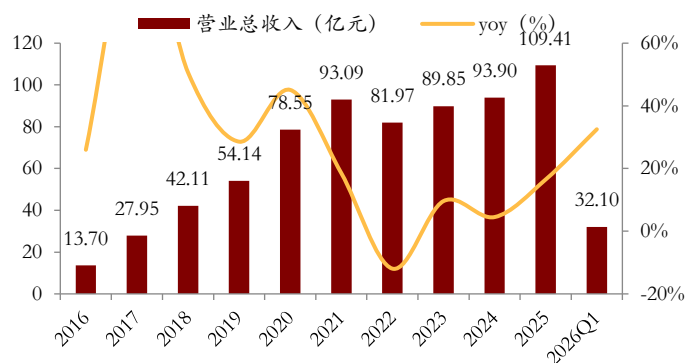
图 4：公司股权结构图（截至 2025 年报）



资料来源：Wind、招商证券

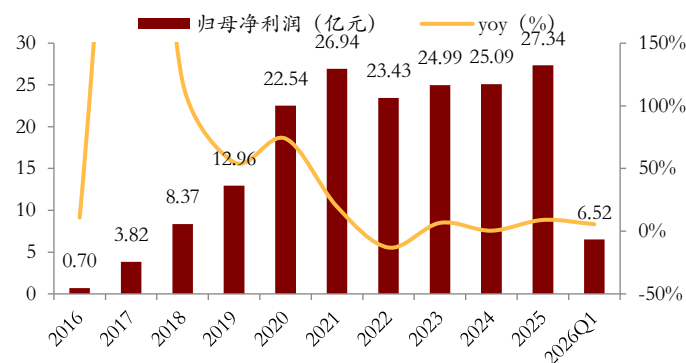
**业绩爆发与抗周期韧性兼具，新一轮  $\beta+\alpha$  共振向上在即。**2025 年，公司实现营业总收入 109.41 亿元，同比+16.52%，归母净利润 27.34 亿元，同比+8.99% 全年营收首破百亿；2026Q1，公司实现营业总收入 32.10 亿元，同比+32.52%，归母净利润 6.52 亿元，同比+5.59%，汇兑压力下延续向好。复盘历史，2016-2020 年公司充分受益于国内工程机械上行周期  $\beta$  叠加油缸国产替代、泵阀品类扩张  $\alpha$ ，营收 CAGR 达 46.70%，归母 CAGR 达 107.52%，实现厚积薄发的成长；2021-2023 年国内周期下行，公司凭借非挖拓展、海外突破和份额提升的  $\alpha$  能力，彰显穿越周期的经营韧性。展望未来，随着工程机械内需复苏深化、海外工业品需求景气向上，公司液压件持续提份额、拓品类，丝杠第二成长曲线兑现，公司即将开启新一轮  $\beta+\alpha$  共振向上的成长周期。

图 5：2016-2026Q1 公司营业总收入及增速



资料来源：Wind、招商证券；注释：为不影响图表可读性，隐去 2017 年增速

图 6：2016-2026Q1 公司归母净利润及增速



资料来源：Wind、招商证券；注释：为不影响图表可读性，隐去 2017 年增速

盈利能力维持高位，期间费用控制良好。2025 年，公司毛利率 41.58%，同比-1.25pct；净利率 25.04%，同比-1.72pct；期间费用率 14.75%，同比-0.21pct，三费持续优化同比-1.66pct、汇兑导致财务同比+1.45pct。2026Q1，公司毛利率 38.57%，同比-0.83pct；净利率 20.35%，同比-5.20pct；期间费用率 18.08%，同比+12.10pct，其中财务费用率同比+13.26pct，主要系汇兑损失增加所致。整体看，公司盈利能力自 2020 年阶段性高点回落后，毛/净利率于近年于 40-43%/25-29% 区间稳定运行，盈利能力在国内工程机械周期下行背景下展现出充足韧性，主要得益于高毛利产品占比提升、铸件自制带来的成本优势以及海外业务的结构性贡献。展望未来，伴随工程机械需求回暖，外资客户高毛利新品落地、丝杠业务规模效应释放，公司盈利能力有望进入新一轮稳步修复通道。

图 7：2016-2026Q1 公司毛利率及净利率

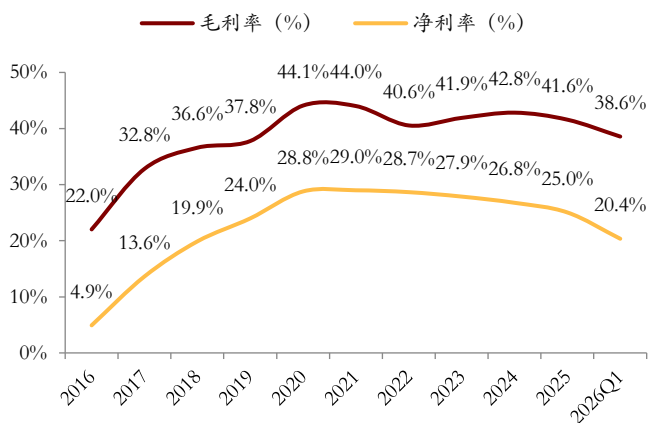
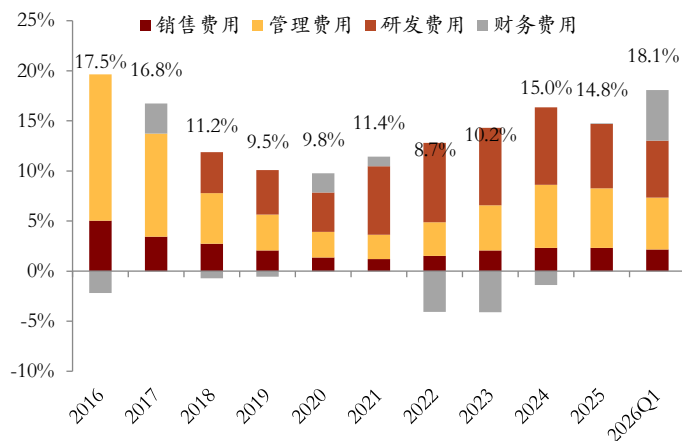


图 8：2016-2026Q1 公司期间费用率

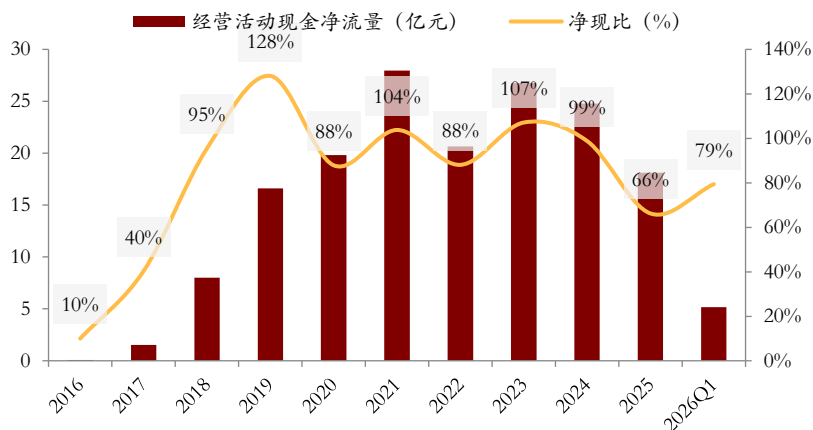


资料来源：Wind、招商证券

资料来源：Wind、招商证券

经营现金流稳健充沛，经营质量优异。2025 年，公司实现经营活动现金流净额 18.11 亿元，净现比 66%；2026Q1 经营现金流净额 5.18 亿元，净现比 79%。拉长周期看，公司 2018-2024 年净现比长期维持在 88%-128% 区间，2025 年略有回落系周期复苏下材料采购与员工薪酬支出增长。整体上，公司归母净利润向经营现金流的转化效率优异，直销配套主机厂、回款周期短且议价能力强的商业模式优势突出，优异的现金流表现为全球化产能建设与新兴业务未来拓展提供了充裕的安全垫。

图 9：2016-2026Q1 公司经营性现金流及净现比



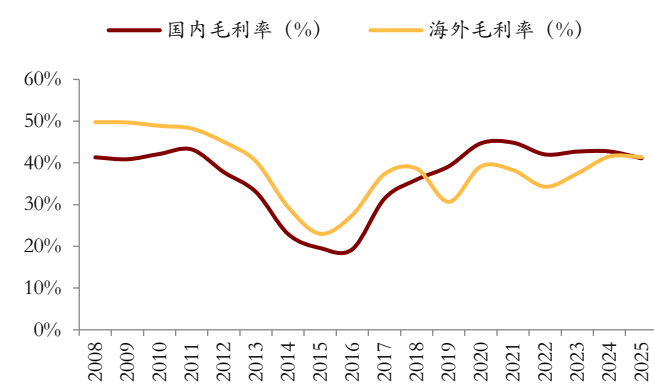
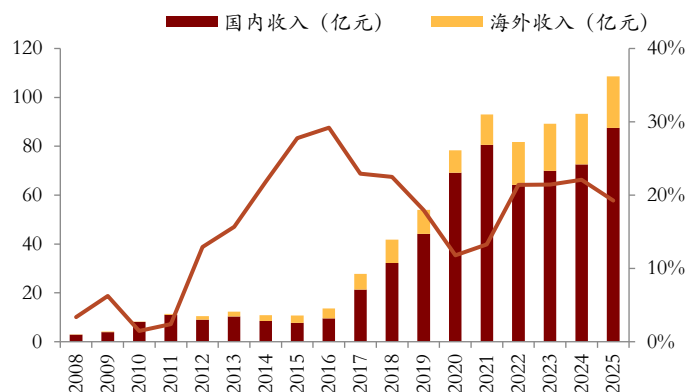
资料来源：Wind、招商证券

公司全球布局持续深化，海外业务已成为穿越周期、长期成长的核心引擎。

①发展历程上，公司以 2010 年切入卡特彼勒供应链为起点跻身全球高端配套体系，2012-2018 年陆续完成美国、日本子公司设立及德国 HAWE InLine(2015)、日本服部精工(2018)等海外并购；2020 年以来加速产能本地化，印度、印尼基地相继落地，2025 年 6 月墨西哥工厂正式开业，完成从"产品出口"到"制造+服务+品牌出海"升级。②全球布局上，公司在中国、德国、美国、日本、墨西哥分别建有 7 个液压研发中心与 12 个生产制造基地，并设立覆盖超 30 个国家服务及营销网点。③财务表现上，公司 2025 年海外收入 21.06 亿元，占比 19.25%；海外毛利率 41.39%，随着全球化布局进入成果兑现期，公司国际化增长曲线未来可期。

图 10: 2008-2025 年公司分区域收入结构

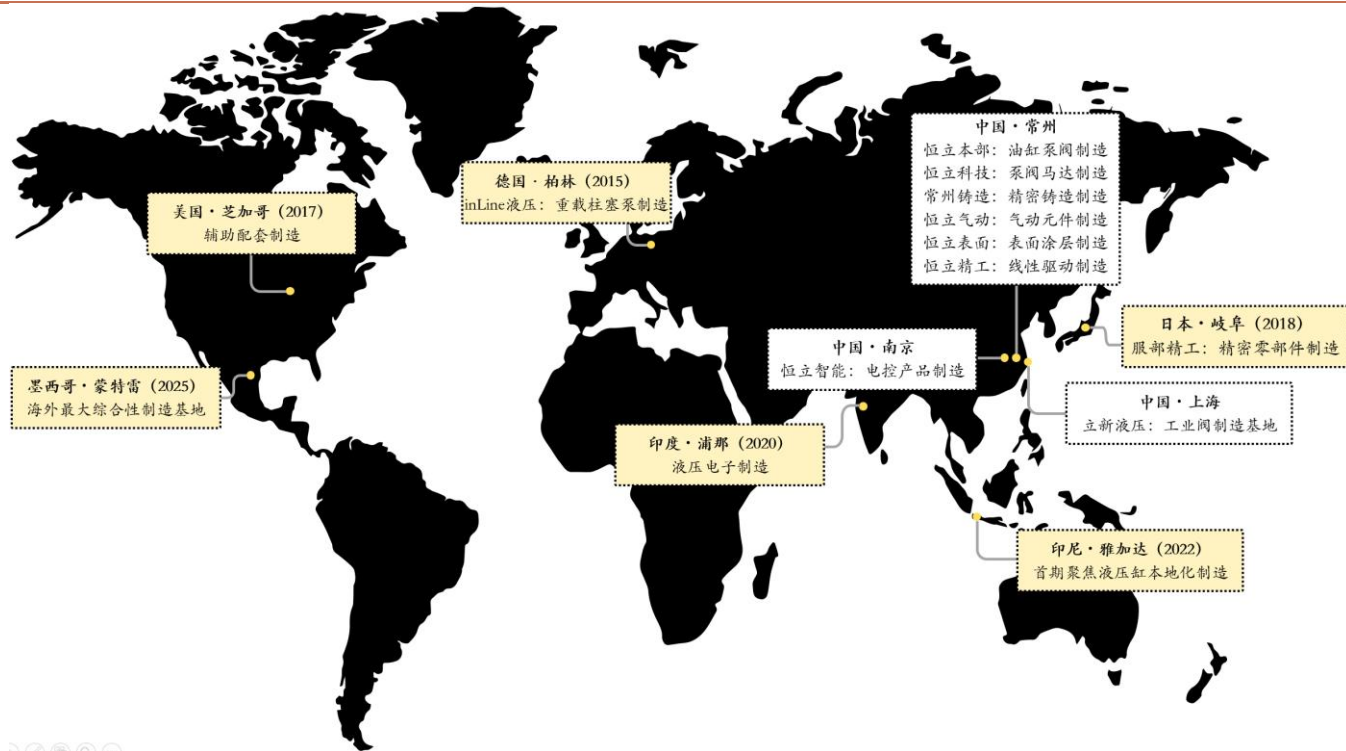
图 11: 2008-2025 年公司分区域毛利率



资料来源: Wind、招商证券

资料来源: Wind、招商证券

图 12: 公司海外生产性制造基地布局

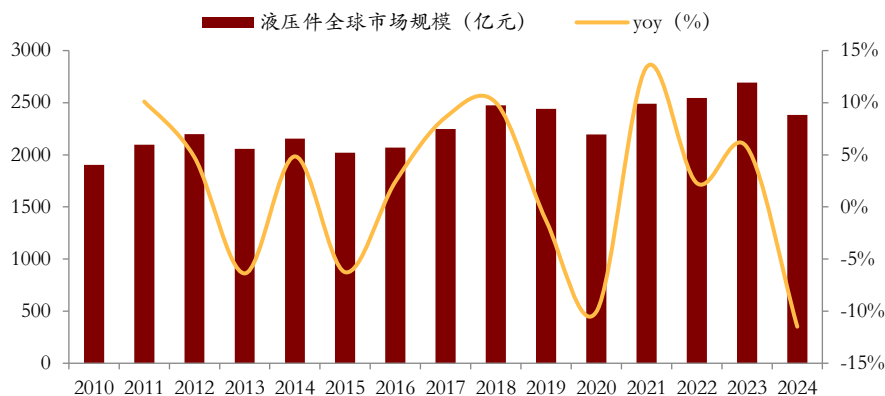


资料来源: 公司官网、招商证券

## 二、周期判断：工程机械迈向全面景气，公司主业基本拐点已至

液压件全球市场空间广阔，中国为第二大市场、工程机械为核心下游。液压件是以液压油为传动介质、通过油缸/泵阀/马达等元件实现动力传递与精确控制的核心传动零部件，是大型机械装备不可或缺的“动力心脏”。市场规模上，2010-2024 年全球液压件市场规模由 1905 亿元增长至 2383 亿元，整体维持波动向上。区域结构上，2024 年全球市场以美国占比 40.4% 居首，中国以 29.9% 紧随其后、为全球第二大液压件市场，德国、日本、意大利分别占比 9.8%、5.3%、5.0%，中美欧日合计份额接近九成。应用场景上，2024 年中国液压件市场工程机械占比高达 61.0%、为绝对核心应用场景，农机、矿机、机床各占 6.0%，其余下游相对分散。公司作为国产液压龙头，深度卡位中国这一全球第二大市场及工程机械核心赛道，并通过非挖业务延伸至多元下游，成长空间广阔。

图 13：2010-2024 年液压件全球市场规模及增速



资料来源：泰丰智能公告、中国液气密工业协会、招商证券

图 14：2024 年液压件全球市场分国家结构

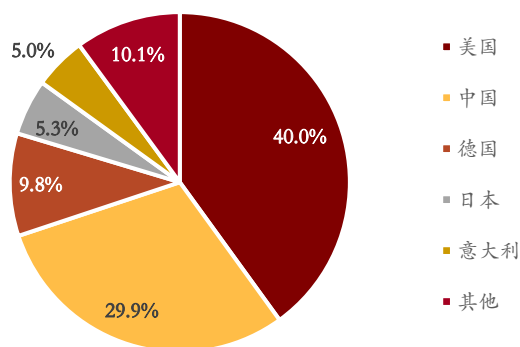
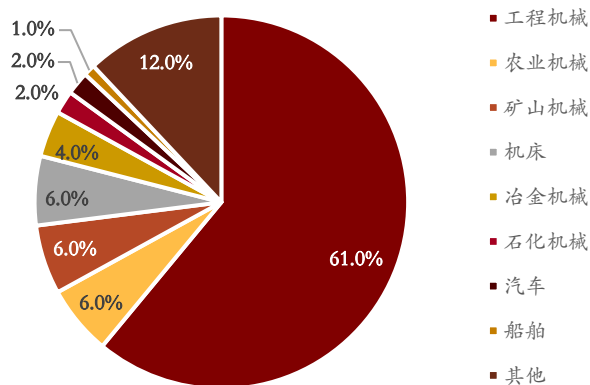


图 15：2024 年液压件中国市场分下游结构



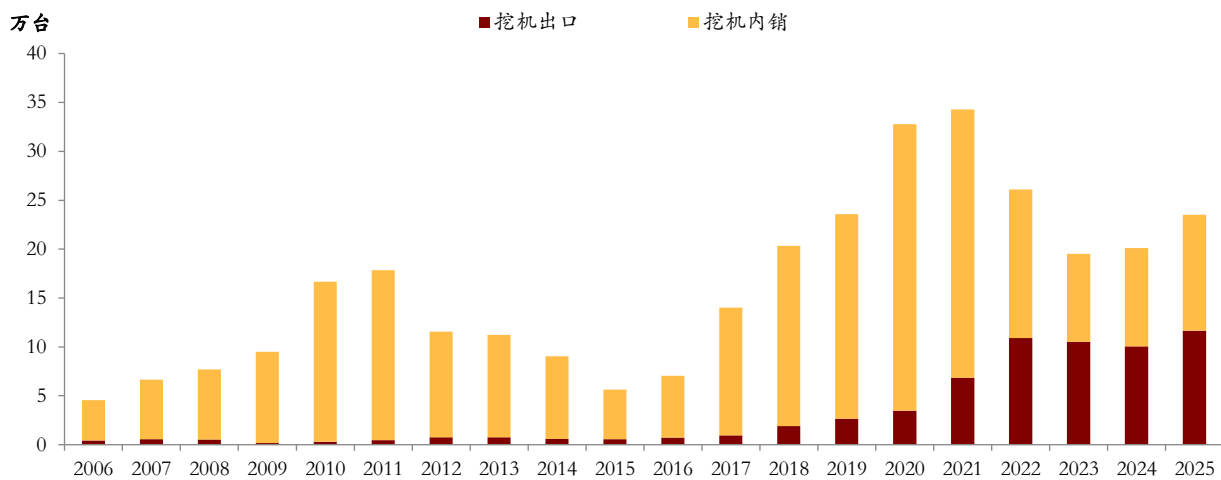
资料来源：泰丰智能公告、中国液气密工业协会、招商证券

资料来源：耀坤液压公告、中国液气密工业协会、招商证券

经三年深度调整，挖机行业再度迈向内外共振。经历 2021-2023 年降幅超 43% 的深度调整后，挖机行业内需周期于 2024 年实现触底回升，2025 年复苏进一步升温。2025 年，国内挖机销量 23.53 万台，同比+16.97%，其中内销 11.85 万台，同比+17.88%，出口 11.67 万台，同比+16.06%；内需复苏进一步升温、出口也重归增长通道。分吨位来看，此轮内需周期复苏系小挖主导，中大挖在更新需求驱动下也已开始回升。

展望未来，我们认为出口动力取决于长期竞争力提升，内销复苏依靠积压的更新需求释放，需求侧的影响程度弱化，而供给侧的微观品牌竞争力、总量更新驱动力是更为重要的发展抓手。我们认为：2026 年是工程机械行业  $\beta$  迈向全面景气的重要节点，公司作为液压件龙头企业基本面拐点在即。

图 16: 2006-2025 年中国挖机行业内外销销量



资料来源：工程机械工业协会、招商证券

表 1: 2022-2026 年中国挖机行业分吨位内外销表现

内销	挖机分吨位销量 (台)			占比 (%)			yoy (%)		
	小	中	大	小	中	大	小	中	大
2022	81033	51537	19307	53.35%	33.93%	12.71%	-38.83%	-52.46%	-42.19%
2023	50564	27290	12126	56.19%	30.33%	13.48%	-37.60%	-47.05%	-37.19%
2024	59998	29358	11187	59.67%	29.20%	11.13%	18.66%	7.58%	-7.74%
2025	91643	15631	11216	77.34%	13.19%	9.47%	22.40%	7.93%	0.26%
2026Q1	31214	5151	3214	78.87%	13.01%	8.12%	8.82%	4.48%	10.11%

出口	挖机分吨位销量 (台)			占比 (%)			yoy (%)		
	小	中	大	小	中	大	小	中	大
2022	48950	44513	16006	44.72%	40.66%	14.62%	58.51%	59.46%	64.99%
2023	41025	45362	18651	39.06%	43.19%	17.76%	-16.19%	1.91%	16.53%
2024	35772	46215	18601	35.56%	45.94%	18.49%	-12.80%	1.88%	-0.27%
2025	49363	40757	26619	42.28%	34.91%	22.80%	8.39%	11.83%	43.11%
2026Q1	15374	11375	7008	45.54%	33.70%	20.76%	41.85%	24.56%	44.79%

资料来源：工程机械工业协会、招商证券

**国内市场：品类分化收敛，2026 年有望基本实现全品类增长。**2025 年，挖机、工起内销增速分别为 17.88%、6.68%，主要品类内销增速“9 增 2 降”。对比来看，2024 年挖机率先筑底复苏，其他品类整体仍在承压；2025 年挖机复苏继续升温，且趋势逐步转移至起重机等后周期品类，内需景气度由分化走向统一；我们预计 2026 年此趋势有望延续，或成为全品类增长首年（不含塔机、高机等特定品种）。

表 2: 2022-2026 年中国工程机械行业主要品类内销增速

产品	分品类-内销增速 (%)					
	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	26M4 单月	26M1-4 累计
挖机	-44.6%	-40.8%	11.7%	17.9%	↑34.9%	↑15.0%
装载机	-24.0%	-30.1%	-3.9%	22.1%	↑17.0%	↑14.9%
起重机合计	-50.1%	2.3%	-19.6%	6.7%	↑12.1%	↑2.7%
汽车起重机	-56.1%	-17.7%	-37.5%	1.4%	↑11.8%	↑15.7%
随车起重机	-39.4%	33.1%	-2.4%	8.5%	↑12.5%	↓-5.1%
履带起重机	-42.2%	-20.0%	-41.9%	32.9%	↑11.1%	↑7.8%
塔机	—	-19.0%	-67.0%	-49.5%	↓-27.8%	↓-26.3%
压路机	-40.8%	-23.5%	-15.4%	18.9%	↑12.0%	↓-2.8%
摊铺机	-27.5%	-20.4%	-20.2%	33.0%	↓-28.0%	↓-13.2%
平地机	12.7%	-6.2%	17.6%	32.4%	↓-22.9%	↓-18.8%
高空作业平台	7.4%	4.2%	-33.4%	-42.4%	↑21.0%	↓-18.4%
叉车	-12.4%	11.9%	4.8%	12.6%	↑19.0%	↑12.8%

资料来源: 工程机械工业协会、招商证券

**海外市场: 区域分化收敛, 2026 年新兴、发达市场有望共振。**总量层面, 2025 年、2026 年 Q1, 工程机械行业出口额 601.69、160.66 亿元, 同比+13.8%、+24.3%; 增长趋势有所加速。结构层面, 2025 年, 新兴市场、发达市场出口额分别同比+21%、-2%; 2026Q1, 新兴市场、发达市场出口额分别同比+18%、+39%, 发达市场已实现对新兴市场增速反超。边际上看, 2026 年新兴市场与发达市场景气共振已然降临, 西欧、大洋洲市场出口额同比趋势大幅加速至+61%、+38%, 北美市场也已从贸易摩擦影响中走出、整体回正+7%。

表 3: 2022-2026 年工程机械行业主要市场出口额及增速

年份	分区域-出口额 (亿美元)												
	新兴市场								发达市场				
	非洲	东南亚	俄语区	中东	拉美	南亚	其他	合计	西欧	美加墨	大洋洲	其他	合计
2022	18.05	43.46	30.12	15.56	16.98	6.35	5.67	136.20	37.09	20.90	10.33	4.77	73.10
2023	22.21	36.02	47.89	26.23	16.87	8.52	6.28	164.01	37.46	25.50	9.64	5.14	77.74
2024	32.10	40.45	49.51	30.29	22.12	9.48	7.49	191.44	35.81	25.16	8.14	4.19	73.30
2025	50.14	47.44	46.80	38.56	28.36	11.24	9.74	232.27	38.05	19.96	9.11	4.35	71.47
2026Q1	15.36	14.07	8.57	8.35	7.66	2.62	2.06	58.69	12.54	5.67	2.71	1.20	22.12

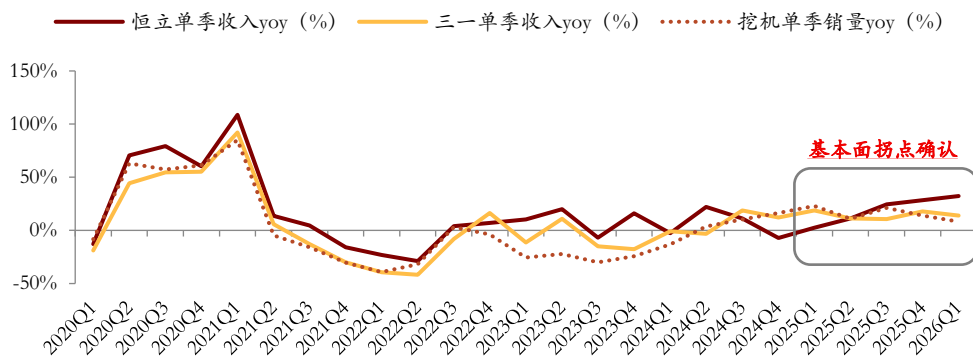
  

年份	分区域-出口额增速 (%)												
	新兴市场								发达市场				
	非洲	东南亚	俄语区	中东	拉美	南亚	其他	合计	西欧	美加墨	大洋洲	其他	合计
2022	18%	31%	68%	83%	61%	28%	53%	45%	51%	62%	56%	51%	54%
2023	23%	-17%	59%	69%	-1%	34%	11%	20%	1%	22%	-7%	8%	6%
2024	45%	12%	3%	15%	31%	11%	19%	17%	-4%	-1%	-16%	-19%	-6%
2025	56%	17%	-5%	27%	28%	19%	30%	21%	6%	-21%	12%	4%	-2%
2026Q1	53%	45%	-6%	-15%	32%	-8%	-19%	18%	61%	7%	38%	39%	39%

资料来源: 中国海关总署、招商证券

**工程机械 β 迈向全面景气, 公司液压件基本面迎来拐点。**对比恒立液压/三一重工单季收入 yoy 与挖机单季销量 yoy 三条曲线, 2020Q2-2021Q1 三者共振向上, 恒立单季收入增速峰值突破 100%, 上行周期弹性突出; 2021Q2 起挖机销量增速转负、三一收入增速随之下行, 恒立虽受行业 β 拖累但凭借份额提升跌幅始终小于另外二者, 抗周期韧性凸显。2024Q2 起, 挖机单季销量增速筑底转正, 三一收入增速随后回暖, 恒立受主机厂小挖油缸自制影响、复苏受益程度相对一般, 但 2025Q2 起单季收入自制持续加速, 2026Q1 已达约 33%、显著跑赢三一及挖机销量增速。本轮恒立增速领先主机厂的幅度较上一轮更大, 系增长驱动力从单一挖机油缸放量升级为"中大挖泵阀份额加速提升+非挖业务多点开花+海外客户需求复苏"的多重 α 叠加, 叠加工程机械行业内外需共振向上的 β, 公司液压件基本面拐点明确确认, 正处在新一轮业绩加速上行的起点。

图 17: 公司/三一单季收入增速与挖机单季销量增速对比

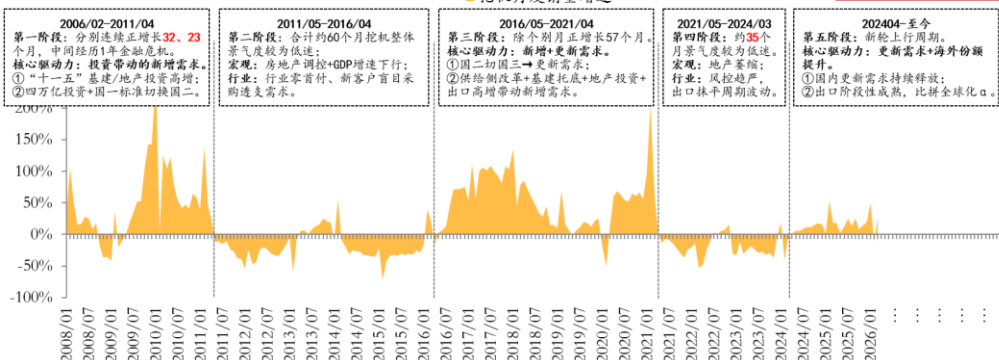
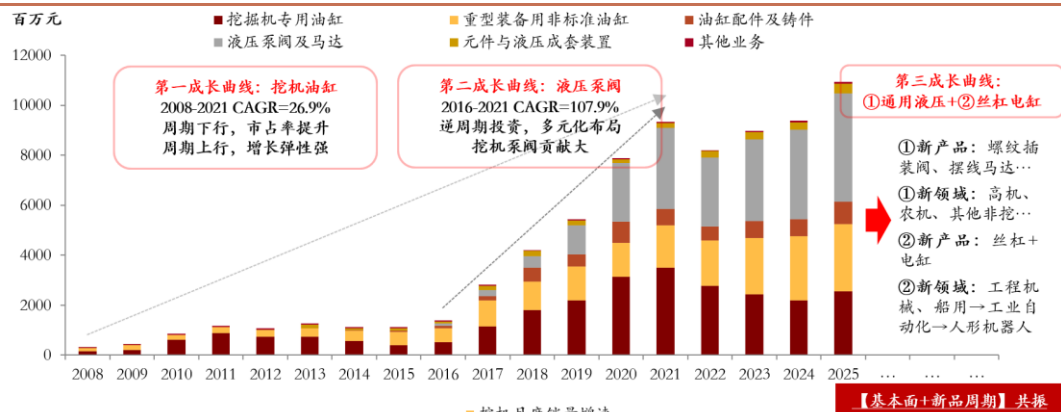


资料来源: Wind、工程机械工业协会、招商证券

### 三、成长性分析: 从液压件到电动缸, 平台化持续赋能成长

恒立是伴随挖机行业成长起来的液压龙头, 通过不断拓品类逐步摆脱周期掣肘, 即将迎来“基本面向上+新品周期到来”的共振, 成长性逐步凸显。复盘公司发展, 是持续不断“内扩产能+外延并购”、拓展业务条线的过程, 即“油缸→泵阀, 挖机→通用, 液压→电缸”: 公司以挖机油缸起家, 向上游发展铸件制造、围绕主业开拓非挖油缸业务、横向拓展液压泵阀及马达产品, 近年在液压主业基础上再拓丝杠导轨及电动缸产品, 均具“客户同源—工程机械”、“技术同源—精密加工、本质都是直线传动功能部件”、“高壁垒属性—低国产化率”的共性, 公司在擅长的领域做擅长的事, 持续拓圈打造平台化发展。

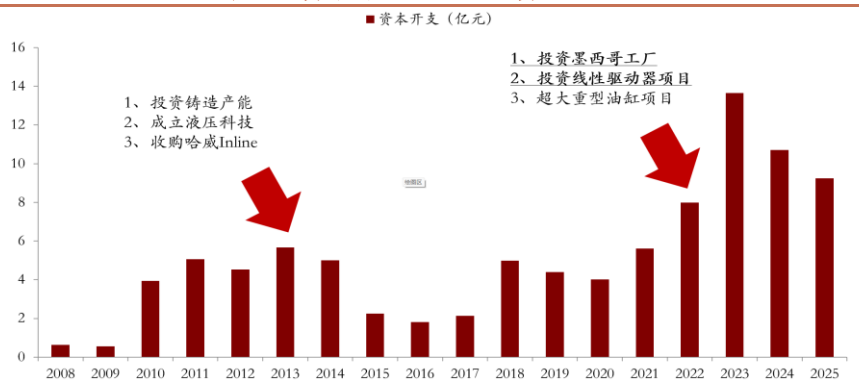
图 18: 公司成长复盘及发展展望



资料来源: Wind、工程机械工业协会、招商证券; 注释: 液压泵阀及马达包含挖机与非标产品

公司拥有较强的危机意识，周期下行阶段坚持逆向投资，布局未来。公司2011年上市后，恰逢行业周期下行，公司进行了新产品扩产、技术引进、坚持研发等一系列逆向投资活动，苦练内功，积蓄力量：**①对内：投资着眼新产品及核心部件扩产，深耕液压件行业。**2012年，精密铸造生产基地投入使用，生产高精密液压铸件、冷拔无缝钢管、表面热喷涂，为开展泵阀业务做好准备；2013年，成立液压科技，生产泵阀、马达及各类集成系统，针对泵阀新品开始技术、谱型积累；**②对外：收购拓宽应用领域，实现技术升级。**2012-2015年，公司陆续收购上海立新（工业阀）、德国WACO（油缸）、德国哈威InLine（高压重载柱塞泵）、日本服部精工（轴承），实现跨领域布局，提高国际化程度，通过技术引打破国外对高端液压件的垄断，快速实现新产品研发突破。**2022年，行业迎来近轮下行周期，公司通过定增合计募集20亿元资金：2.5亿元投向墨西哥工厂项目，14亿元投向线性驱动器项目，1亿元投向超大重型油缸项目；截至目前均已实现/接近结项，新增转固折旧逐步回落，前期布局即将迎来新一轮收获期。**

图 19：2008-2025 年公司资本开支及重点投资项目



资料来源：Wind、公司公告、招商证券

**挖掘机板块市场空间有多大？**全球挖掘机市场约 50-60 万台、对应市场规模约 4000 亿元，国内市场约 10-15 万台、对应规模约 800 亿元。挖掘机成本拆分中，液压系统(油缸/泵阀/马达)占整机成本 28%-33%、为价值量最高的零部件总成，其中液压油缸占比约 19.2%、液压泵阀马达占比约 18.2%、管道连接件占比约 15.2%、液压阀占比约 9.1%。**据此估算，全球挖掘机液压件市场规模约 460 亿元（其中油缸约 325 亿元、泵阀马达约 65 亿元），中国市场合计约 95 亿元。**公司作为国内挖机油缸市占率超 60%、挖机泵阀市占率超 40%的绝对龙头，在这一核心赛道仍具备可观的成长空间，核心动能源自国内中大挖泵阀的份额提升以及海外龙头客户的品类突破。

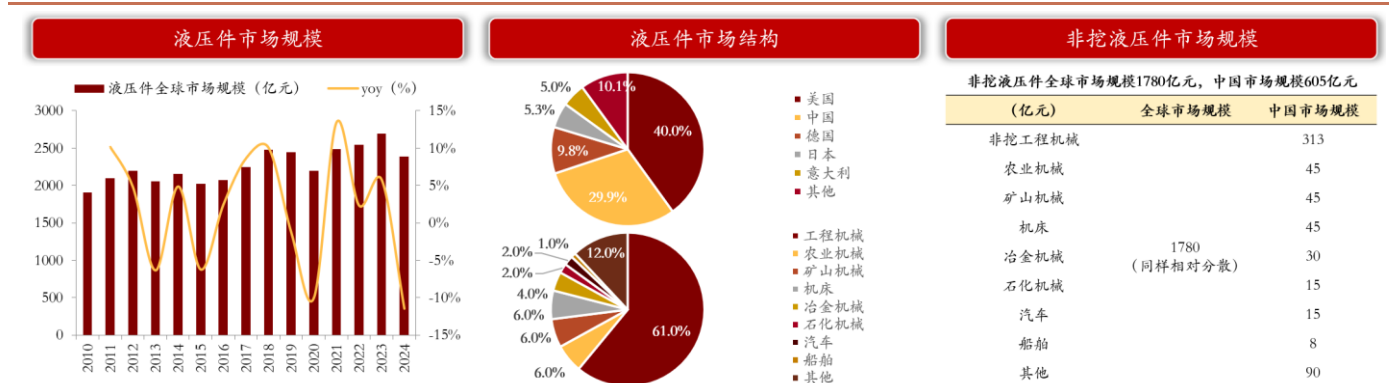
图 20：挖机液压件市场规模测算



资料来源：三一重工H股招股说明书、液压与气动公众号、福事特招股说明书、工程机械工业协会、招商证券；注释：市场规模按照近两年水平估计

非标板块市场空间有多大？全球液压件市场规模约 2500 亿元(近五年均值)，其中区域上以美国、中国为主，应用上以工程机械为主、非挖相对分散(包含农机、矿机、机床、冶金、石化、汽车、船舶等，可分为行走机械、通用工业两大类)。剔除挖机市场后，我们估算，非标液压件全球市场规模约 1780 亿元，中国市场规模约 605 亿元。整体看，非挖液压件市场空间是挖机液压件的数倍，且下游分散、单一行业波动影响有限，是公司平滑周期、打开成长天花板的核心方向。公司目前非挖业务收入占比已超 40%，在高机、农机、注塑机、盾构机、海工海事等多元场景均已实现客户突破与批量供货，随着产品谱系持续扩充和海外基地投产，我们认为非挖液压件将成为公司未来增量弹性突出的业务板块。

图 21：非挖液压件市场规模估算



资料来源：泰丰智能公告、耀坤液压公告、中国液气密工业协会、招商证券；注释：非标液压件包含泵阀、马达、管道接头以及其他

### 3.1 第一成长曲线：液压油缸

挖机油缸：成长性来源于“海外+中大挖市场”。

1) 市场份额：2008-2021 年公司挖机油缸收入由 1.58 亿元增长至 34.93 亿元，CAGR 达 26.9%，为公司第一成长曲线的主要驱动力。2024 年以前下滑系受内需周期、卡特去库影响；2025 年随着 β 内外共振、卡特逐步进入加库通道，公司挖机油缸收入 25.46 亿元，同比+16.44%，向上拐点确认。市占率上，国内方面，公司挖机油缸市占率预估已从 2011 年 33.79% 提升至目前 60% 以上水平；全球方面，公司挖机油缸已实现全球化供应(包括内资前装出口+直接出口外资)，2025 年销量口径市占率估计约 30%，金额口径市占率估计约 19%。(后者偏低系价值量更高的海外中大挖市占率相对较低)

2) 未来主要聚焦两条成长路径：①国内中大挖——小挖油缸自制已成为主机厂发展趋势，随着中大挖更新需求逐步释放，公司聚焦大挖和超大挖高价值量市场，份额有望继续提升；②海外市场——墨西哥工厂投产后，公司在海外主机厂的挖机油缸份额有望加速提升，外资品牌供应也有望从小挖延伸至中大挖。中大挖+海外双轮驱动下，我们认为公司金额口径下的挖机油缸全球市占率五年中期维度也有望突破至 30% 以上，对应潜在收入空间约 40 亿元。

图 22: 2008-2025 年公司挖机油缸收入及增速

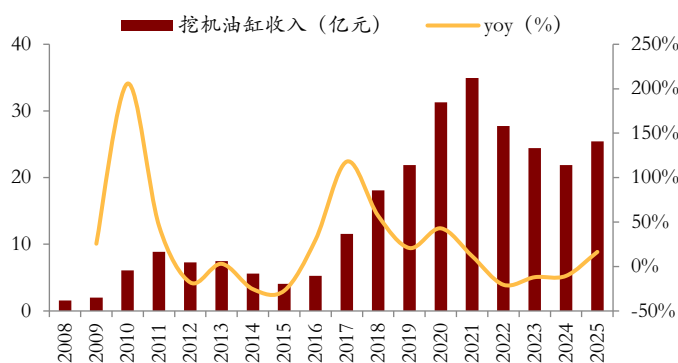
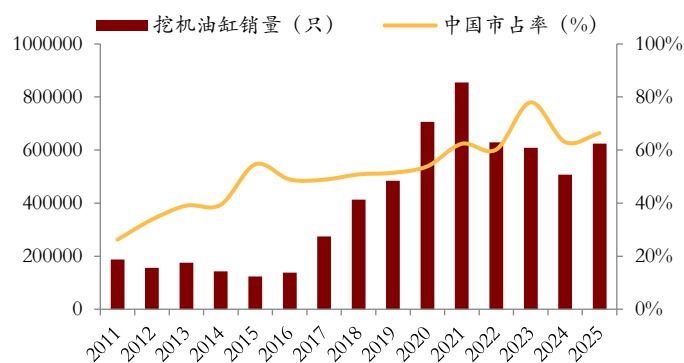


图 23: 2008-2025 年公司挖机油缸销量及市占率



资料来源: Wind、招商证券

资料来源: Wind、招商证券; 注释: 市占率基于中国销量计算

**非标油缸: 成长性来源于“重型产能提升, 领域持续拓展”。**

1) 收入规模上: 2008-2025 年公司重型非标油缸收入由 1.31 亿元增长至 27.12 亿元, CAGR 达 19.51%, 2025 年同比+5.31%, 已成为与挖机油缸体量相当的核心业务板块。下游结构上, 2024 年非标油缸下游中起重油缸占比 27.2%、盾构机油缸占比 20.1%、海工海事油缸占比 18.6%、其他非标合计占比 34.2%, 相对分散下游分布决定了其较高的成长性与较弱的周期性。竞争格局上, 下游细分领域众多、竞争相对充分, 主要竞对为外资品牌, 除力士乐、丹佛斯外, 其他品牌多为单一行业聚焦型, 我们认为未来公司凭借平台化能力有望实现比肩外资龙头的多领域、平台化覆盖。

2) 未来发展主要聚焦两条路径: ①重型产能补强——2022 年公司发布定增投资 1.48 亿元布局超大重型油缸项目, 主要面向海工海事、大型水利、锻压机床、冶金等行业的大直径长长度重型油缸, 2025 年正式投产, 解决以往自主设计+外协加工模式的产能瓶颈, 自制率显著提升; ②领域持续拓展——公司长期以“同类产品+不同应用场景”的方式持续拓圈, 已覆盖高机、盾构、海工、油气、新能源等多个非标场景, 新能源、海工海事景气向上叠加出口通道打通。我们认为五年中期维度, 公司非标油缸收入 CAGR 有望维持 15~20%左右, 潜在收入空间 60 亿元以上。

图 24: 2008-2025 年公司重型非标油缸收入及增速

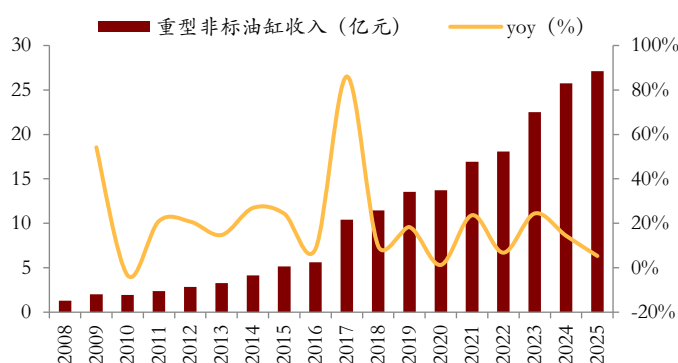
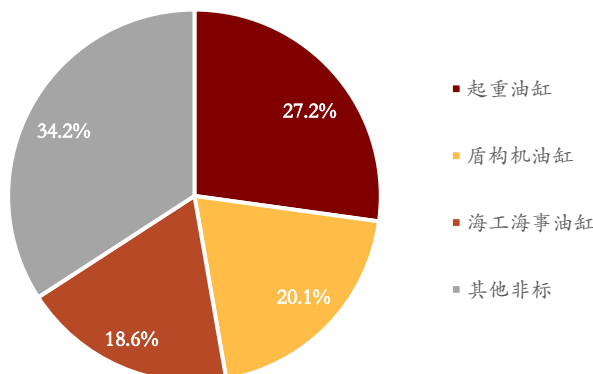


图 25: 2024 年公司非标油缸分下游收入结构



资料来源: Wind、招商证券

资料来源: Wind、招商证券

### 3.2 第二成长曲线：液压泵阀

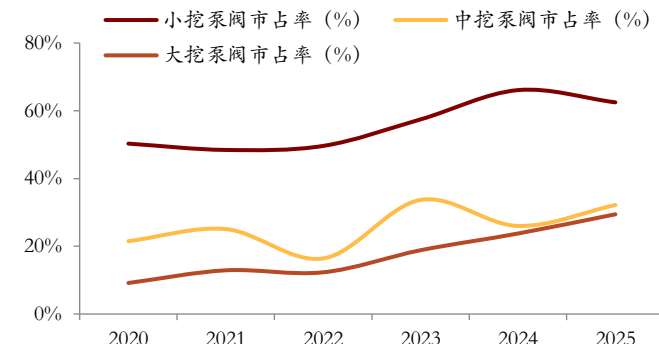
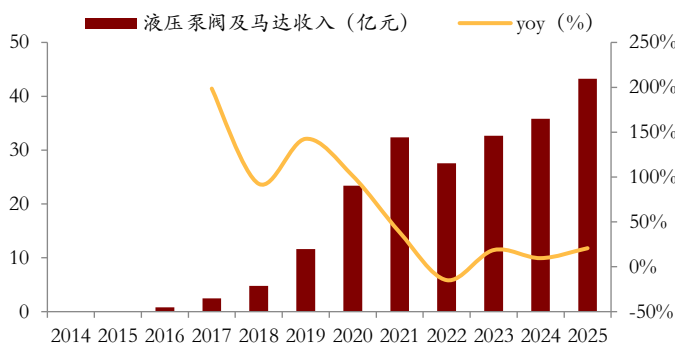
**挖机泵阀：成长性来源于“市占率提升+外资前装”。**

**1) 市场份额：**2014-2025 年公司液压泵阀及马达收入由 0.04 亿元增长至 43.26 亿元，CAGR 达 88.72%，2025 年同比+20.72%，是公司第二成长曲线的核心驱动力（其中挖机相关收入约 20 亿元）。市占率上，2020-2025 年公司小挖泵阀市占率由 50%提升至 62%，中挖泵阀由约 22%提升至 32%，大挖泵阀由 9%提升至约 29%；2025 年销量口径泵阀国内市占率估计约 54%、46%，金额口径市占率估计约 31%（后者偏低也系价值量更高的中大挖市占率相对较低），公司凭借性价比与交付周期优势，国产替代持续加速。

**2) 未来主要聚焦两条成长路径：**①国内中大挖份额提升——目前国内挖机泵阀市场规模约 65 亿元，公司挖机泵阀主要配套国产品牌主机厂内销部分，小挖泵阀份额已趋近天花板，中大挖泵阀仍有较大提升空间。2025 年公司中大挖泵阀同比增长近 40%，填补了国内高端超大挖用液压泵领域的市场空白，进一步打破国际品牌垄断。长期看，类比液压油缸，我们认为公司挖机泵阀于内销市场有潜力做到 50%以上市占率、同时出口供给占比提升至 20%以上，对应约 45 亿元收入；②突破外资前装——2022 年公司挖机泵阀突破韩系主机厂，2023 年小批量供应北美主机厂，外资龙头挖机泵阀批量供应在即，卡特挖机年销额约 1000 亿元、对应泵阀年采购量约 60 亿元，按供应比例 25%保守推算将带来约 15 亿元增量，迪尔等其他外资客户亦在同步推进。基于上述分析，我们认为公司挖机泵阀板块五年中期维度潜在收入空间有望达到 60 亿元，成长空间广阔。

图 26：2014-2025 年公司液压泵阀及马达收入及增速

图 27：2020-2025 年公司挖机泵阀分吨位市占率



资料来源：Wind、招商证券

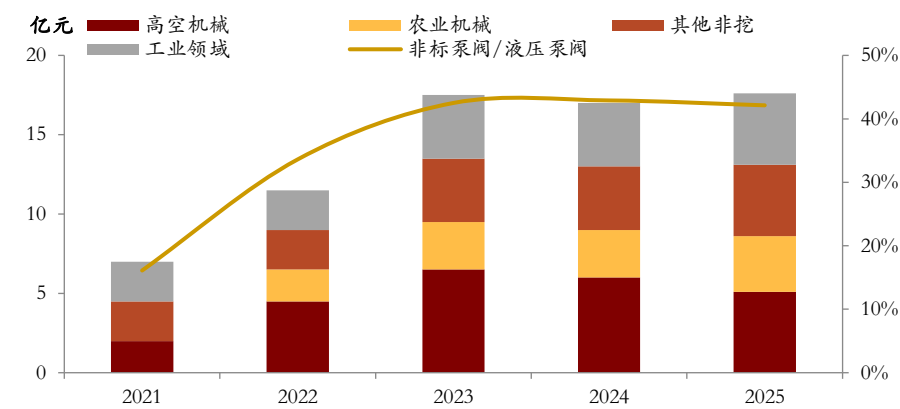
资料来源：Wind、招商证券

**非标泵阀：成长性来源于“行走机型领域持续突破”。**

**1) 收入规模：**2021-2025 年公司非标泵阀及马达占液压泵阀总收入比重由 20%不到提升至 40%以上；下游结构上，以高空机械、农业机械、其他非挖、工业领域四大板块为核心；发展节奏上，2021 年以前，公司通用泵阀主要小批量供给起重机等非挖工程机械，2021 年在突破部分工业场景应用的同时，公司研发摆线马达、螺纹插装阀等新品并于高机领域率先放量；2022 年开始批量供应农机；2023 年在叉车、桩工实现批量应用；目前初步形成非挖泵阀产品矩阵。

**2) 未来发展主要聚焦行走机型：**考虑到公司发展历程，通用泵阀及马达产品在行走机型领域的突破和成长确定性较大。从五年中期维度看，高机方面，公司臂式产品配套油缸+泵阀马达+螺纹插装阀，单车价值量占比约 20%，剪叉式产品仅配套摆线马达，单车价值量占比较低，已实现北美龙头客户供应，凭借性价比+交付优势实现份额提升，按照 20%市占率测算增长目标约 15 亿元；农机方面，俄语区需求稳健、中国客户放量、北美客户处于验证阶段，按照 20%市占率测算增长目标约 20 亿元；叉车及其他行走机械按照 10%市占率测算增长目标约 15 亿元。工业领域的突破相对任重而道远，增长目标约 20 亿元。我们认为公司非标泵阀及马达板块中期潜在收入空间有望达 70 亿元量级。

图 28：2021-2025 年公司非标泵阀及马达分下游收入结构（亿元，%）

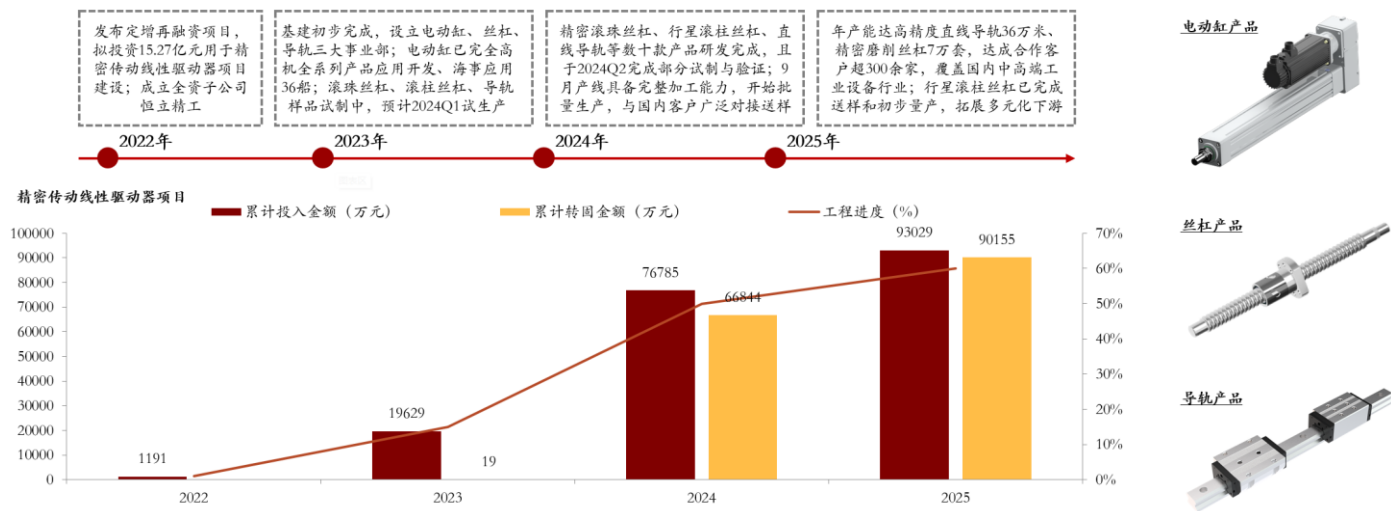


资料来源：Wind、招商证券

### 3.3 第三成长曲线：线性驱动器

**前瞻布局线性驱动器，五年磨剑打造新增长极。**公司自 2021 年起前瞻布局丝杠业务；2022 年，公司发布定增方案拟投资 15.27 亿元建设精密传动线性驱动器项目，同年成立全资子公司恒立精工，电动化提升至公司级战略高度（初步规划产值 20 亿元）；2023 年，项目恒温恒湿精密加工车间及防震精密磨削车间等基建工作完成，丝杠、导轨、电动缸产品开始试制，高机、海事电动缸进展显著；2024 年，项目建设全面提速，累计投入跃升至 7.68 亿元、工程进度推进至 50%，数十款线性驱动产品由试制验证迈向批量生产，开始与国内客户进行广泛对接送样；2025 年，项目已形成年产高精度直线导轨 36 万米、精密磨削滚珠丝杠 7 万套的规模化产能，行星滚柱丝杠同步完成送样及初步量产，达成合作客户超 300 家，“电液互补”业务格局初步成型。

图 29: 公司精密传动线性驱动器项目发展历程及产品布局



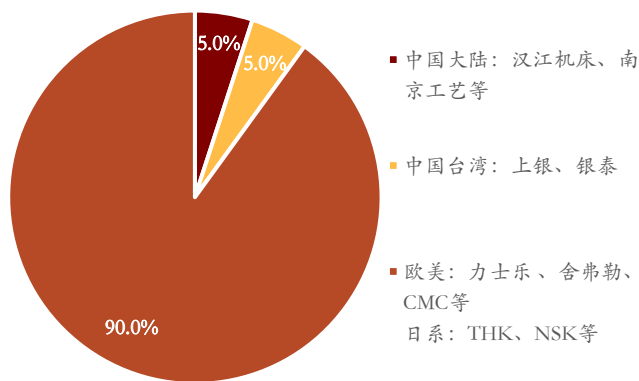
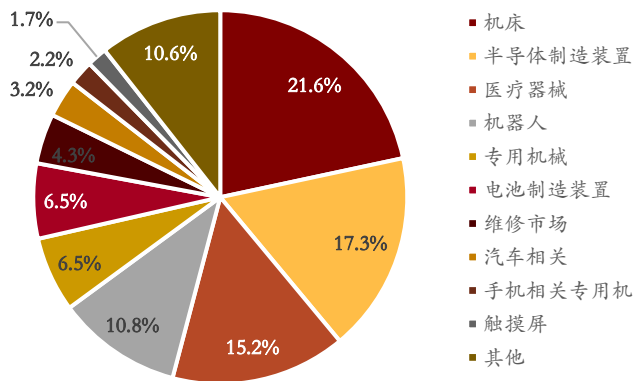
资料来源: 公司公告、公司官网、招商证券

传统应用方面, 公司主要发力数控机床行业、打造业务基本盘。2025 年中国滚动功能部件 (丝杠+导轨) 下游应用中, 机床以 21.6% 的占比居首。市场规模上, 2025 年, 国内金属切削机床消费额达 1868 亿元, 按照 70% 成本率、20% 传动系统成本占比估算, 中国机床用滚动功能部件市场规模约 250~300 亿元。竞争格局上, 国内高端应用市场长期由欧美日系品牌垄断, 力士乐、舍弗勒、THK、NSK 等合计占据约 90% 份额, 中国台湾上银、银泰占比约 5%, 大陆厂商汉江机床、南京工艺等仅占约 5%。

**公司机床用线性驱动器增长潜力:** 随着"04 专项"持续推进及中日关系变化下日系数控系统交期延长, 终端主机厂对国产核心部件的试用意愿显著增强, 国产替代窗口加速打开, 公司凭借精密磨削工艺积累与规模化产能优势, 正切入这一高壁垒蓝海市场。2025 年, 中国金属切削机床进口品牌市场规模占比约 26%~31%, 以此估计恒立在高端机床领域滚动功能部件的潜在国产替代空间为 70~80 亿元, 按照 30% 市占率估计, 公司潜在收入空间有望达到 25 亿元 (仅考虑对进口品牌的国产替代)。

图 30: 2025 年中国滚动功能部件市场下游应用格局

图 31: 国内高端应用市场基本被欧美日系产品垄断



资料来源: 金属加工杂志社、招商证券

资料来源: 金属加工杂志社、招商证券

新兴应用方向，公司已具备完整的人形机器人线性关节产品储备。根据特斯拉公开信息，Optimus V3 量产后目标售价 2-3 万美元，丝杠系 BOM 成本占比约 20% 的核心传动部件。直线关节方面，Optimus 采用 14 根反向式行星滚柱丝杠驱动大臂、小臂、大腿及小腿的直线执行器，公司相关产品已完成送样验证及初步量产，我们假设量产后稳态 ASP 约 1000 元/根，对应单机价值量约 1.4 万元。灵巧手方面，V3 双手合计 17-22 个主动自由度、对应 34-44 根微型滚珠丝杠，我们假设量产后稳态 ASP 约 300 元/根，对应单机价值量约 1.2 万元。此外，公司通过南京恒立电机布局定子转子、电控等电机产品，若后续电机方案获客户验证通过、电机公司完成资产注入，公司单机价值量有望从 2.6 万元进一步向 3.5-4 万元拓展，有望在人形机器人精密零部件领域兑现平台化拓展能力。

图 32: 公司人形机器人涉及产品及 ASP 估计



资料来源：Tesla AI Day、招商证券

人形机器人产业从“预期驱动”向“量产兑现”的切换已进入倒计时。2021-2024 年，Tesla 历经人形 Bot 概念发布、Gen1/Gen2 迭代与应用验证，产品逐步迈向成熟；国内供应链完成从能力储备、图纸对接到样品送样的同步推进。2025 年以来节奏提速，Tesla 完成 Gen2.5 演示与试生产，国内供应商进入审厂高规格验证。2026 年是量产兑现关键年——Tesla 弗里蒙特工厂于 5 月 21 日下线最后一台 Model S/X，开启产线拆除与改造，年化设计产能 100 万台，Gen3 预计 Q3 启动量产爬坡，国内供应商随之锁定、量产备货同步开启。2027 年德州超级工厂规划投产、远期产能 1000 万台，供应商也有望迈入规模化供应阶段。

表 4: 特斯拉人形机器人产业进展及展望

时间节点	Tesla 关键事件	中国供应链进展
2021 年	8 月 Tesla Bot 概念发布，复用 FSD/Dojo/端到端	零部件能力储备
2022 年	9 月 Bumblebee/ Gen1 雏形发布，展示行走/搬运	
2023 年	12 月 Gen2 发布，灵巧手 11DoF+触觉、减重与平衡	图纸方案设计对接
2024 年	5 月工厂端应用验证推进；Q4 灵巧手 22DoF 并展示“盲走”复杂地形	样品生产与送样验证
2025 年	9 月 Gen2.5 演示与试生产，弗里蒙特试点线建设	审厂等系统化、高规格验证
2026 年	Gen3 预期年中亮相；弗里蒙特（一代产线）：2026 年 5 月 21 日最后一批 Model S/X 下线，预计 4 个月内完成拆除与改造，年化设计 100 万台	锁定核心供应商、同步开启量产准备
2027 年	德州超级工厂（二代产线）：规模生产的核心承载，长期年化设计 1000 万台，预计 2027 年启动投产	逐步进入规模化供应阶段

资料来源：Tesla 公开信息、招商证券

我们看好公司锁定人形机器人核心供应商地位，本质在于四重壁垒的叠加：

**1) 制造能力：**液压件与电动缸，本质均为直线传动方案，行业内博世力士乐、派克汉尼汾均同时覆盖液压与丝杠两类产品线，公司从液压件向丝杠的技术迁移路径在国内所有竞争者中最为顺畅，精密加工 know-how 一脉相承，产品性能、质量、一致性优势突出；

**2) 扩产能力：**投资规模与扩产节奏决定了公司在丝杠赛道的领先身位。公司精密线性驱动器项目一期设计产能对应产值 20 亿元，已于 2024 年上半年投产；项目二期已动工，设计产能 30 亿元，一二期合计产值规模达 50 亿元，预期 2030 年打满，有足够能力应对人形机器人赛道井喷式增长。

**3) 海外布局：**公司墨西哥工厂目前已启动机器人专线建设，2026 年 Q1 十条产线全部到位，初步产能规划 20 万根丝杠。墨西哥产能直接贴近特斯拉北美超级工厂，满足其供应链本地化与交付时效的刚性要求。

**4) 降本能力：**公司液压件业务已证明公司具备通过规模效应与工艺迭代持续压降成本的能力，契合特斯拉将 Optimus 终端售价压至 2-3 万美元的战略目标。但公司具备 SKU 拓展潜力，我们保守预计稳态下公司单机 ASP 在 1-2 万元/台。

**远期空间：“机床+人形 bot”线性驱动器有望再造一个恒立：**

**1) 公司凭借平台化能力有潜力获得更多的 SKU：**当前公司已完成行星滚柱丝杠送样与初步量产，墨西哥工厂十条机器人专线 2026Q3 起量；体外南京恒立电机已布局电机定子转子、电控与控制器，电机样品于 2026 年 1 月底送至特斯拉，若获正向反馈，公司将切入直线执行器。我们认为，公司的未来将朝向具备机电一体化能力的工业传动整体解决方案提供商发展，平台化底色有望在人形机器人产品上持续体现，进而承担更多的潜在零部件制造、获得更高的成长天花板。

**2) 按人形机器人长期空间 100 万台估算，对公司相关收入进行敏感性分析：**中性假设（50%份额、1.5 万元 ASP）对应人形机器人业务远期潜在收入空间 75 亿元，乐观假设（70%份额、2 万元 ASP）对应 140 亿元。叠加工业机床 20-25 亿元潜在收入空间，公司线性驱动器板块远期空间达 100-165 亿元，公司预计将根据下游客户需求持续推进扩产，我们看好公司未来十年有机会再造一个恒立。

表 5：公司人形机器人相关产品远期空间敏感性分析

按照人形机器人长期空间 100 万台估算			
公司份额 (%) / 公司 ASP (万元/台)	1	1.5	2
30%	30	45	60
50%	50	75	100
70%	70	105	140

资料来源：Tesla AI Day、招商证券

## 四、盈利预测与投资建议

基于公司主业稳健修复、非挖泵阀加速放量、丝杠导轨业务批量出货以及海外产能爬坡，我们对公司各业务板块进行如下分项假设：

1) **重型装备用非标准油缸**：受益高机、农机、海工等多元下游持续放量及海外大客户突破，预计 2026-2028 年收入分别为 31.28 亿元、36.69 亿元、44.47 亿元、同比增速分别为 15.36%、17.30%、21.20%，对应毛利率 40.00%、40.00%、40.00%。

2) **挖掘机专用油缸**：国内挖掘机周期触底回升、海外卡特彼勒等大客户配套份额持续提升，预计 2026-2028 年收入分别为 31.69 亿元、37.03 亿元、41.20 亿元、同比增速分别为 24.49%、16.84%、11.27%，对应毛利率 42.00%、43.00%、44.00%。

3) **液压泵阀（含工业泵阀）**：作为公司核心成长动能，泵阀产品中大挖份额持续提升、非挖工业领域加速渗透，预计 2026-2028 年收入分别为 53.32 亿元、64.51 亿元、78.78 亿元、同比增速分别为 23.26%、21.00%、22.10%，对应毛利率 50.00%、51.00%、52.00%。

4) **液压系统**：受益隧道掘进、海工装备、新能源等多元化系统集成放量，预计 2026-2028 年收入分别为 4.43 亿元、5.10 亿元、5.86 亿元、同比增速均为 15.00%，对应毛利率 40.00%、40.00%、40.00%。

5) **油缸配件**：与主业同步增长，预计 2026-2028 年收入分别为 9.80 亿元、10.78 亿元、11.86 亿元、同比增速分别为 10.00%、10.00%、10.00%，对应毛利率 15.00%、15.00%、15.00%。

6) **其他业务（含丝杠导轨等线性驱动器新品）**：丝杠导轨已具备年产滚珠丝杠 7 万套、直线导轨 36 万米产能、合作客户超 300 家，叠加行星滚柱丝杠完成送样并初步量产，新业务进入快速放量期，预计 2026-2028 年收入分别为 3.00 亿元、5.00 亿元、7.00 亿元、同比增速分别为 265.14%、66.67%、40.00%，对应毛利率 20.00%、25.00%、30.00%。

综上，我们预计公司 2026-2028 年实现营业总收入 133.53 亿元、159.11 亿元、189.18 亿元、同比增长 22.04%、19.17%、18.89%，对应综合毛利率 42.18%、42.99%、43.93%。

表 6：2026-2028 年公司分项收入与毛利率预测

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	8984.74	9389.69	10941.70	13352.80	15911.48	18917.56
同比增长(%)	9.61%	4.51%	16.53%	22.04%	19.17%	18.89%
毛利率(%)	41.90%	42.94%	41.60%	42.18%	42.99%	43.93%
主营业务分项目						
重型装备用非标准油缸	25.05%	27.42%	24.78%	23.43%	23.06%	23.51%
收入(百万元)	2250.57	2574.86	2711.76	3128.29	3669.48	4447.41
同比增长(%)	24.41%	14.41%	5.32%	15.36%	17.30%	21.20%
毛利率(%)	42.26%	43.93%	38.28%	40.00%	40.00%	40.00%
挖掘机专用油缸	27.19%	23.28%	23.26%	23.73%	23.27%	21.78%
收入(百万元)	2442.73	2186.17	2545.52	3169.02	3702.70	4120.10
同比增长(%)	-11.99%	-10.50%	16.44%	24.49%	16.84%	11.27%

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率(%)	40.28%	41.12%	41.41%	42.00%	43.00%	44.00%
液压泵阀 (含工业泵阀)	36.38%	38.16%	39.53%	39.93%	40.54%	41.64%
收入(百万元)	3268.46	3583.06	4325.50	5331.79	6451.47	7877.50
同比增长(%)	18.65%	9.63%	20.72%	23.26%	21.00%	22.10%
毛利率(%)	47.59%	48.24%	48.83%	50.00%	51.00%	52.00%
液压系统	3.25%	3.16%	3.52%	3.32%	3.20%	3.10%
收入(百万元)	291.72	296.50	385.44	443.25	509.74	586.20
同比增长(%)	15.09%	1.64%	30.00%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率(%)	38.73%	38.07%	34.39%	40.00%	40.00%	40.00%
油缸配件	7.48%	7.28%	8.15%	7.34%	6.78%	6.27%
收入(百万元)	672.17	683.99	891.32	980.45	1078.49	1186.34
同比增长(%)	17.13%	1.76%	30.31%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率(%)	15.95%	14.55%	15.25%	15.00%	15.00%	15.00%
其他业务	0.66%	0.69%	0.75%	2.25%	3.14%	3.70%
收入(百万元)	59.09	65.11	82.16	300.00	500.00	700.00
同比增长(%)	95.99%	10.19%	26.19%	265.14%	66.67%	40.00%
毛利率(%)	91.10%	93.89%	96.76%	20.00%	25.00%	30.00%

资料来源：公司公告、招商证券

公司为以挖掘机专用油缸、非标油缸、液压泵阀、液压系统等为主营产品的国内液压件行业绝对龙头，积极拓展丝杠、直线导轨、电动缸等线性驱动新业务。我们选取同样布局液压件业务的艾迪精密、长龄液压，布局精密传动与机器人核心零部件的拓普集团、三花智控、浙江荣泰作为可比公司。根据 Wind 一致预期，2026-2028 年可比公司的平均 PE 分别为 73.6X、59.9X、48.5X；根据我们对公司的盈利预测，2026-2028 年公司归母净利润预计为 34.59、42.66、52.35 亿元，对应 PE 为 45.4X、36.8X、30.0X，公司估值水平低于可比公司。投资逻辑方面，工程机械β迈向全面景气，公司液压件主业基本面拐点确认，看好公司份额持续提升、应用场景不断拓宽；同时国际化（墨西哥工厂顺利投产、全球化进展更进一步）与平台化（丝杠、直线导轨、电动缸等新产品规模放量）双线并进，赋予公司充足的中长期成长空间。维持“强烈推荐”评级。

表 7：2025-2028 年公司及其可比公司盈利预测与估值

证券代码	公司名称	总市值 (亿元)	净利润 (亿元)				PE (X)			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
603638.SH	艾迪精密	211.51	3.94	4.19	5.06	6.08	53.73	50.48	41.80	34.79
605389.SH	长龄液压	169.85	1.26	1.14	1.43	1.81	134.56	148.99	118.78	93.84
601689.SH	拓普集团	1,252.11	27.79	29.14	36.12	44.96	45.06	42.97	34.67	27.85
002050.SZ	三花智控	2,167.31	40.63	41.72	48.82	58.00	53.34	51.95	44.39	37.36
603119.SH	浙江荣泰	377.82	2.78	3.02	4.44	6.21	135.72	125.02	85.11	60.81
	平均值	/	/	/	/	/	71.67	73.60	59.91	48.46
601100.SH	恒立液压	1,569.43	27.34	34.59	42.66	52.35	57.40	45.38	36.79	29.98

资料来源：Wind、招商证券；注释：可比公司市值与盈利预测来自 Wind 2026/5/22 一致预期

## 五、风险提示

**1) 工程机械需求复苏不及预期:** 公司主业仍以挖掘机及非挖工程机械液压件配套为核心, 下游高度依赖国内外工程机械行业周期。若国内地产投资持续低迷、基建实物工作量落地节奏放缓, 或海外欧美工程机械补库进度不及预期, 主机厂排产与液压件需求或承压, 公司油缸、泵阀业务收入与毛利率存在低于预期风险。

**2) 公司新品开拓进度不及预期:** 公司线性驱动器项目及人形机器人用行星滚柱丝杠正处于客户送样、认证及小批量量产关键阶段, 磨削工艺、专机专用设备调试、产能爬坡及关键大客户定点均存在不确定性。若丝杠/电动缸下游客户拓展、特斯拉 Optimus 等核心客户量产节奏或国产机床、高端工业设备国产替代进度低于预期, 新业务收入与利润贡献或低于预期。

**3) 公司国际化开拓不及预期:** 公司以墨西哥为代表的海外制造基地仍处产能爬坡阶段, 海外大客户认证周期长、本地化运营及供应链协同难度较大。若海外工厂投产爬坡进度、卡特彼勒、约翰迪尔等龙头主机厂的液压件新产品突破节奏不及预期, 公司海外收入增长或承压。

**4) 全球贸易摩擦加剧风险:** 公司海外收入占比接近二成, 业务覆盖海外 30 余国, 关税政策、出口管制及地缘政治冲突均可能扰动海外订单履约与产能调度。若中美贸易摩擦升级、欧美对华机械产品反倾销或加征关税, 公司出口业务与海外利润或受冲击。

**5) 原材料成本上行风险:** 公司液压件与丝杠产品核心原材料涵盖特种钢、铸铁、铜及电子元器件等, 若上游钢价、铜价或特种合金价格持续上行, 叠加能源、人工成本上涨, 公司原材料采购成本或抬升, 毛利率存在阶段性承压风险。

**6) 潜在市场空间测算不及预期:** 液压件及人形机器人业务的市占率与收入空间测算基于当前行业趋势推演, 若下游周期波动、量产节奏、技术路线或竞争格局变化超出假设, 实际结果可能与测算存在偏差。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	13830	15224	16628	19095	22398
现金	7883	8871	8982	10098	11834
交易性投资	1028	345	345	345	345
应收票据	602	530	646	770	916
应收款项	1371	1910	2331	2778	3303
其它应收款	29	32	39	46	55
存货	1765	2154	2602	3057	3575
其他	1154	1382	1683	2000	2371
<b>非流动资产</b>	5808	6447	7360	8151	8837
长期股权投资	8	10	10	10	10
固定资产	3889	4998	5960	6796	7521
无形资产商誉	439	451	406	366	329
其他	1471	988	983	979	976
<b>资产总计</b>	<b>19639</b>	<b>21671</b>	<b>23987</b>	<b>27246</b>	<b>31235</b>
<b>流动负债</b>	3379	3821	3824	3845	3869
短期借款	15	14	0	0	0
应付账款	1136	1023	1236	1452	1698
预收账款	293	324	391	460	537
其他	1936	2460	2197	1933	1634
<b>长期负债</b>	431	512	512	512	512
长期借款	0	20	20	20	20
其他	431	492	492	492	492
<b>负债合计</b>	<b>3810</b>	<b>4333</b>	<b>4337</b>	<b>4358</b>	<b>4381</b>
股本	1341	1341	1341	1341	1341
资本公积金	3365	3365	3365	3365	3365
留存收益	11069	12574	14880	18108	22063
少数股东权益	54	58	65	74	85
归属于母公司所有者权益	15775	17280	19585	22814	26769
<b>负债及权益合计</b>	<b>19639</b>	<b>21671</b>	<b>23987</b>	<b>27246</b>	<b>31235</b>

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	2479	1811	2615	3481	4357
净利润	2512	2740	3466	4275	5245
折旧摊销	430	536	709	830	935
财务费用	(105)	36	95	(13)	(58)
投资收益	1	(176)	(381)	(281)	(221)
营运资金变动	(320)	(1197)	(1273)	(1330)	(1544)
其它	(39)	(128)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(3100)	(857)	(1240)	(1340)	(1400)
资本支出	(1071)	(924)	(1621)	(1621)	(1621)
其他投资	(2029)	67	381	281	221
<b>筹资活动现金流</b>	(788)	(864)	(1265)	(1024)	(1221)
借款变动	(17)	431	(17)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	(939)	(1341)	(1153)	(1038)	(1280)
其他	167	46	(95)	13	58
<b>现金净增加额</b>	<b>(1409)</b>	<b>89</b>	<b>110</b>	<b>1116</b>	<b>1736</b>

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>营业总收入</b>	9390	10941	13352	15911	18916
营业成本	5368	6392	7720	9070	10606
营业税金及附加	90	109	133	158	188
营业费用	217	254	311	370	440
管理费用	592	649	748	859	984
研发费用	728	705	828	955	1097
财务费用	(131)	6	95	(13)	(58)
资产减值损失	(66)	(139)	(50)	(30)	(30)
公允价值变动收益	203	92	92	92	92
其他收益	124	89	89	89	89
投资收益	(1)	176	200	100	40
<b>营业利润</b>	2786	3044	3850	4763	5851
营业外收入	17	16	16	16	16
营业外支出	3	28	28	28	28
<b>利润总额</b>	2800	3032	3838	4751	5839
所得税	288	292	372	476	594
少数股东损益	4	6	7	9	11
<b>归属于母公司净利润</b>	2509	2734	3459	4266	5235

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	5%	17%	22%	19%	19%
营业利润	-1%	9%	26%	24%	23%
归母净利润	0%	9%	27%	23%	23%
<b>获利能力</b>					
毛利率	42.8%	41.6%	42.2%	43.0%	43.9%
净利率	26.7%	25.0%	25.9%	26.8%	27.7%
ROE	16.6%	16.5%	18.8%	20.1%	21.1%
ROIC	15.6%	16.5%	19.1%	20.0%	20.9%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	19.4%	20.0%	18.1%	16.0%	14.0%
净负债比率	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
流动比率	4.1	4.0	4.3	5.0	5.8
速动比率	3.6	3.4	3.7	4.2	4.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
存货周转率	3.1	3.3	3.2	3.2	3.2
应收账款周转率	5.2	5.0	4.9	4.9	4.9
应付账款周转率	4.4	5.9	6.8	6.7	6.7
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	1.87	2.04	2.58	3.18	3.90
每股经营净现金	1.85	1.35	1.95	2.60	3.25
每股净资产	11.76	12.89	14.61	17.02	19.96
每股股利	0.70	0.86	0.77	0.95	1.17
<b>估值比率</b>					
PE	62.6	57.4	45.4	36.8	30.0
PB	9.9	9.1	8.0	6.9	5.9
EV/EBITDA	48.2	41.4	31.7	26.4	21.9

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。