

长龄液压（605389）深度研究

# 液压零部件有望迎来拐点，光伏跟踪支架回转减速器打造“小而美”第二成长曲线

2024年06月13日

## 【投资要点】

### ◆ 国产液压零部件细分领域小巨人，“工程机械+光伏”双轮驱动助力穿越周期。

公司多年来深耕液压元件及零部件业务，产品主要应用于工程机械领域，系国内中央回转接头和张紧装置细分领域头部企业。

上市之后受地产行业低迷、基建投资不及预期等外部因素影响，传统业务出现下滑趋势，公司通过自主研发、战略收购、变更募集资金投向等方式完善产业链布局并积极寻求第二成长曲线，新增包括精密铸件及回转减速器等业务，其中回转减速器主要应用于光伏跟踪支架领域，精密铸件业务用于内部配套及部分对外销售。

此外，公司把握出海机遇，预计在泰国新建液压零部件及回转减速器相关产能，提升公司海外市场份额。

### ◆ 液压零部件：工程机械周期有望触底，多因素催化有望带来边际改善

我国液压行业市场规模持续扩大，工程机械仍是主要应用领域。受外部因素影响，下游需求减弱导致公司液压零部件业务近年来出现明显下滑，我们认为后续挖掘机销量将摆脱单一因素重大影响转为多因素共同催化形式，随着相关政策出台及落地，工程机械行业有望进入筑底反弹阶段，但是未来行业反弹及修复情况仍具有不确定性，因此持谨慎乐观态度。公司作为国内液压零部件细分领域头部企业，与下游整机厂具备多年合作基础，若下游需求迎来复苏，相关业务营收规模及盈利能力将得到修复。

### ◆ 布局回转减速器业务，打造“小而美”新兴增长点

公司通过自主研发&战略收购方式布局回转减速器业务，目前产品主要应用于光伏跟踪支架、工程机械、AGV等领域，其中光伏领域营收占比超90%。我们认为随着未来光伏新增装机量增加、跟踪支架渗透率提升、公司产品市占率提升，回转减速器业务或将迎来高速增长。此外，回转减速器业务相较公司其他主营业务盈利能力更强，能够增厚公司整体利润，打造“小而美”的第二增长曲线。

东方财富证券  
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

买入（上调）

目标价：26.55元

东方财富证券研究所

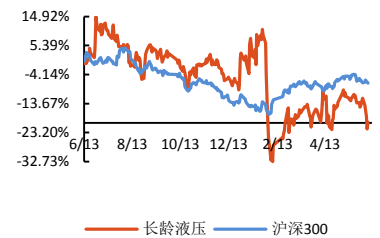
证券分析师：周旭辉

证书编号：S1160521050001

联系人：杨安东

电话：18221224466

相对指数表现



基本数据

总市值（百万元）	3171.36
流通市值（百万元）	2999.23
52周最高/最低（元）	30.82/16.10
52周最高/最低（PE）	37.84/23.01
52周最高/最低（PB）	2.20/1.19
52周涨幅（%）	-13.82
52周换手率（%）	301.64

相关研究

《业绩基本符合预期，“工程机械+光伏”双轮驱动助力穿越周期》

2024.05.09

《“工程机械+光伏”零部件供应商，回转减速器业务打造第二成长曲线》

2024.04.17

## 【投资建议】

- ◆ **液压零部件业务：**长龄液压作为工程机械领域液压零部件核心供应商，产业链地位凸显，随着工程机械行业筑底复苏，公司的盈利与估值有望修复。
- ◆ **回转减速器业务：**长龄液压收购江阴尚驰后，光伏跟踪支架回转减速器出货量位居行业前列，由于目前上市公司中尚无完全可比的公司，因此具备一定的稀缺性，考虑到光伏新增装机量增加、跟踪支架渗透率提升、公司产品市占率提升等因素，该业务具备较为明确的成长性。
- ◆ 我们预计公司 2024-2026 年的营业总收入分别为 10.79/11.95/12.74 亿元，归母净利润分别为 1.53/1.79/2.04 亿元，EPS 分别为 1.06/1.24/1.42 元，对应 PE 分别为 19.29/16.49/14.45 倍。综上，我们结合同行业可比公司情况，给予公司 2024 年 25 倍 PE，未来 6 个月内目标价为 26.55 元，上调为“买入”评级。

## 盈利预测

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	806.31	1078.89	1194.74	1274.42
增长率（%）	-10.05%	33.81%	10.74%	6.67%
EBITDA（百万元）	160.29	259.31	303.10	331.57
归属母公司净利润（百万元）	101.69	153.01	178.98	204.25
增长率（%）	-20.01%	50.47%	16.97%	14.12%
EPS（元/股）	0.73	1.06	1.24	1.42
市盈率（P/E）	36.66	19.29	16.49	14.45
市净率（P/B）	1.83	1.34	1.27	1.20
EV/EBITDA	19.13	8.47	6.86	5.70

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

## 【风险提示】

- ◆ **工程机械行业复苏不及预期。**公司液压零部件业务受下游工程机械行业需求尤其是挖掘机销量影响较大，尽管 2024 年以来挖掘机销量数据同比边际向好，但房地产、基建等终端需求修复情况仍存在不确定性。
- ◆ **跟踪支架出货量增长不及预期。**电站投资回报率是决定跟踪支架用量的核心要素，且受补贴政策、安装及维护成本、电价等多方面因素综合影响，因此未来可能出现跟踪支架出货量增长不及预期风险。
- ◆ **行业竞争环境恶化及原材料价格波动风险。**公司主要产品为不同细分领域零部件，行业内同类型公司具有规模较小、数量较多的特点，主要原材料为钢材及钢材加工件，因此行业竞争加剧、主机厂加大内部配套、钢材价格波动等因素可能带来公司利润水平降低和市占率下滑等风险。

## 1、关键假设

### （一）张紧装置及中央回转接头

工程机械行业有望进入筑底反弹阶段，随着后续政策效应显现，下游需要有望迎来复苏，与此同时，产能利用率提高也将带动毛利率逐步回升。

结合公司两类产品不同的主机配套数量及市占率情况，我们假设 2024-2026 年张紧装置实现收入 2.82/3.04/3.29 亿元，毛利率分别为 28.64%/29.64%/30.64%，中央回转接头实现收入 1.79/1.89/1.99 亿元，毛利率分别为 23.63%/24.63%/25.63%。

### （二）回转减速器

公司回转减速器主要应用于光伏跟踪支架领域，我们认为随着光伏新增装机量增加、跟踪支架渗透率提升、公司产品市占率提升，回转减速器业务有望助力公司迎来第二成长曲线。

我们假设 2024-2026 年回转减速器业务实现收入 3.71/4.44/4.78 亿元，毛利率维持在 40%。

### （三）精密铸件

公司精密铸件业务主要用于内部配套及部分对外销售，我们假设 2024-2026 年实现收入 2.15/2.26/2.37 亿元，毛利率维持在 14%。

### （四）其他

其他业务占比相对较小，2023 年其他业务收入规模大幅增长系并入回转减速器业务所致，因此假设 2024-2026 年营收维持在 0.31 亿元，毛利率维持在 37.91%。

## 2、创新之处

- ◆ 我们认为后续挖掘机销量将摆脱单一因素重大影响转为多因素共同催化形式，随着相关政策出台及落地，工程机械行业有望进入筑底反弹阶段，但是未来行业反弹及修复情况仍具有不确定性，因此持谨慎乐观态度；
- ◆ 我们认为公司是 A 股上市公司中光伏跟踪支架回转减速器业务稀缺标的，未来随着随着光伏新增装机量增加、跟踪支架渗透率提升、公司产品市占率提升，回转减速器业务有望迎来高速增长。

## 3、潜在催化

- ◆ 液压零部件业务：1) 房地产政策催化；2) 海外客户拓展；
- ◆ 回转减速器业务：1) 跟踪支架渗透率提升；2) 美国头部跟踪支架客户开拓超预期；3) AGV 客户开拓超预期。

## 正文目录

1. 国产液压零部件细分领域小巨人，“工程机械+光伏”双轮驱动助力穿越周期.....	6
1.1. 深耕专业 20 余年，铸就国产液压零部件细分领域小巨人.....	6
1.2. 工程机械下游周期性承压，回转减速器打造第二成长曲线.....	9
1.3. 把握出海机遇，积极拓展海外市场.....	12
2. 液压零部件：工程机械周期有望触底，多因素催化有望带来边际改善 ..	13
2.1. 液压行业市场规模持续扩大，工程机械仍是主要应用领域.....	13
2.2. 行业仍处周期底部，多因素催化有望带来边际改善.....	15
3. 布局回转减速器业务，打造“小而美”新兴增长点.....	18
3.1. 自主研发&战略收购，布局回转减速器业务.....	18
3.2. 跟踪支架渗透率持续提升，光伏回转减速器有望成为第二增长点....	19
4. 盈利预测及投资建议.....	22
5. 风险提示.....	24

## 图表目录

图表 1：公司主要发展历程.....	6
图表 2：公司产品介绍.....	7
图表 3：公司股权结构图及主要子公司.....	8
图表 4：IPO 募投项目进展.....	8
图表 5：2019-2023 年流动资金及收现比例.....	9
图表 6：2019-2023 年资产负债率及资产周转率.....	9
图表 7：2019-2024Q1 营收/净利润及挖掘机销量对比.....	10
图表 8：2019-2023 收入结构变化情况.....	10
图表 9：2019-2024Q1 毛利率及净利率.....	11
图表 10：2019-2023 拆分业务毛利率.....	11
图表 11：2019-2024Q1 期间费用率.....	11
图表 12：2019-2024Q1 期间费用率拆分.....	11
图表 13：泰国工厂建设周期及减速器业务产能规划.....	12
图表 14：液压系统的组成部分及工作原理情况.....	13
图表 15：全球液压行业市场规模（亿欧元）.....	13
图表 16：中国液压行业市场规模（亿元）.....	13
图表 17：2020 年全球主要国家/地区液压产品销售额分布情况.....	14
图表 18：液压行业产业链.....	14
图表 19：2022 年中国液压市场下游应用行业及分布.....	14
图表 20：主营产品特点及公司市场地位.....	15
图表 21：液压挖掘机结构及公司产品应用.....	15
图表 22：挖掘机年度销量及增速（万台）.....	16
图表 23：挖掘机月度销量数据（万台）.....	16
图表 24：挖掘机内销数量/基建投资规模/新房开工增速对比.....	16
图表 25：2008-2023 年挖掘机外销情况（万台）.....	16
图表 26：不同应用领域对应减速器类型.....	18
图表 27：PVBL 2023 年全球光伏品牌价值（跟踪系统）10 强榜单及相关客户开拓情况.....	18
图表 28：光伏支架分类.....	19

图表 29：不同类型光伏支架对比.....	19
图表 30：全球主要跟踪支架市场及其预测（单位:GW）.....	20
图表 31：跟踪支架系统示意图.....	20
图表 32：行业主要竞争对手优劣势对比.....	21
图表 33：光伏回转减速器市场空间测算.....	21
图表 34：营收拆分（百万元）.....	22
图表 35：可比公司选取标准.....	23
图表 36：可比公司估值表（截至 2023-6-7）.....	24

## 1. 国产液压零部件细分领域小巨人，“工程机械+光伏” 双轮驱动助力穿越周期

### 1.1. 深耕专业 20 余年，铸就国产液压零部件细分领域小巨人

公司脱胎于上世纪 90 年代的村办集体企业，其前身为长龄机械于 2006 年成立并在 2018 年完成股改，2021 年 3 月，公司在上海证券交易所完成挂牌上市。

公司自成立以来一直深耕于液压元件及零部件业务，致力于成为业内中央回转接头和张紧装置细分领域的领先企业。公司依靠自主研发与技术创新，建立起行业领先的技术优势，目前掌握的油路铸造成型技术、液压件毛坯铸造技术、分体式密封技术、专用精密定位液压控制技术、张紧装置材料热处理技术均已达到国内领先水平，同时也是“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。

上市之后，公司通过自主研发、战略收购、变更募集资金投向等方式完善产业链布局并积极寻求第二成长曲线，新增业务包括精密铸件及回转减速器。

**精密铸件业务：**2021 年，公司变更部分首发募集资金投资项目用于收购江阴联华铸造有限公司、江阴远东重工有限公司、江阴华泰机械制造有限公司相关房产及机器设备，并由子公司长龄精密实施铸件技改项目。随着铸件相关资产购入，公司进一步延伸产业链条，完善了从铸件到液压元件生产的一体化经营体系，丰富了产品类型和客户结构。

**回转减速器业务：**公司自 2021 年启动光伏/工程机械回转减速器研发项目，通过引进研发团队、购置生产线等方式组建相关研发部门。2023 年，公司完成对江阴尚驰机械设备有限公司 70% 的股权收购，进一步实现产业协同和资源互补，有助于提升行业综合竞争力、开拓下游应用市场、打造第二成长曲线。

图表 1：公司主要发展历程



资料来源：长龄液压招股说明书、募集资金使用情况公告、收购报告书、对外投资公告等，东方财富证券研究所

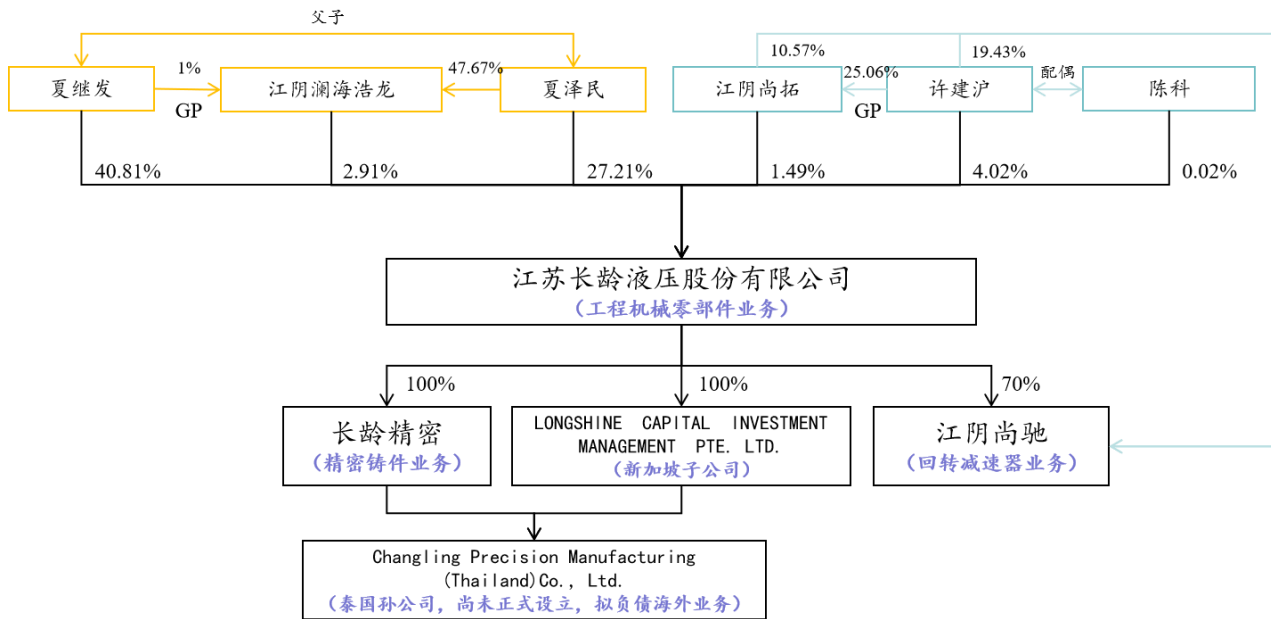
图表 2：公司产品介绍

业务板块	主要产品	图示	产品用途介绍	下游应用	主要客户
液压元件及零部件业务	中央回转接头		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，解决回转部分与固定部分的油路和电路的连接问题，使得机械上下平台可以 360° 相对运动。	挖掘机/高空作业车/起重机/海工装备	三一、徐工、卡特彼勒、中联重科、临工、柳工、浙江鼎力、特雷克斯等
	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重良好的减震作用；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	
	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	/
减速器业务	光伏跟踪支架回转减速机		用于新能源产业中的光伏发电领域，使用 24V 直流安全电压，能使光伏面板跟随太阳照射角度调整，提高发电效率	光伏跟踪支架	天合光能、FTC、中信博、IDEEMATEC、SOLTEC 等
	工程机械回转减速机		采用回转支承作为减速器从动件，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/集装箱起重机/随车吊/农机	徐工消防、三一高机、兰剑智能、翼菲智能、海康机器智能等
精密铸造业务	精密铸件		/	工程机械/压缩机/汽车等零部件	谷轮、大金、采埃孚、松下、萨来力、丹佛斯、康迪泰克、KYB、重庆红宇、安徽海立等

资料来源：长龄液压招股说明书、定期报告及收购报告书、业绩说明会，东方财富证券研究所

**股权集中程度高，控制权较为稳定。**截至 2023 年 3 月末，公司实际控制人夏继发、夏泽民父子通过直接或间接方式合计持有公司 70.93% 的份额，对于公司具有绝对控制权。此外，公司通过发行股份购买资产的方式，引入江阴尚驰原股东，江阴尚驰创始人许建沪及其一致行动人通过定向增发、集中竞价交易等方式累计持有公司 5.53% 的份额，有助于提升子公司管理人员积极性。

图表 3：公司股权结构图及主要子公司



注：黄色边框为夏继发父子及其一致行动人，蓝色边框为许建沪及其一致行动人

资料来源：Choice-长龄液压深度资料、长龄液压定期报告/对外投资公告/股东增持公告、企查查等，东方财富证券研究所

**IPO 募投项目基本建设完成，经济效益仍有待释放。**公司 IPO 募投项目主要为产能扩建及智能化升级类项目，2023 年末募集资金投入进度已达到 89.78%，除 2023 年变更募集资金用途后新增的高端液压部件扩能和智能升级项目外基本建设完成。

受到宏观环境及下游需求下降等外部因素影响，募投项目实现效益尚未达到预期，若工程机械下游需求改善，募投项目经济效益有望陆续释放。

图表 4：IPO 募投项目进展

募投项目	拟投入金额 (万元)	已投入金额 (万元)	投入进度	备注
液压回转接头扩建项目	22,003.65	19,425.23	88.28%	/
研发试制中心升级建设项目	6,571.65	6,765.20	100%	/
补充流动资金项目	16,088.46	16,088.46	100%	/
年加工 4 万吨车家用电器类通用铸件及机械零部件项目	28,131.19	28,131.60	100%	变更后新增募投项目
高端液压部件扩能和智能升级项目	9,420.83	2,244.92	23.83%	变更后新增募投项目
张紧装置搬迁扩建项目	7,000.00	7,332.47	/	已终止项目
智能制造改建项目	1,085.18	1,088.83	/	已终止项目
合计	90,300.96	81,076.71	89.78%	

资料来源：长龄液压 2023 年度募集资金存放与使用情况专项报告，东方财富证券研究所

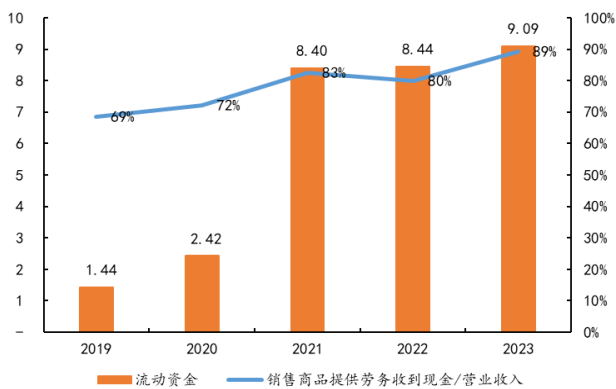


## 1.2. 工程机械下游周期性承压，回转减速器打造第二成长曲线

2019-2023 年，公司账面流动（货币现金+交易性金融资产）分别为 1.44 亿元、2.42 亿元、8.40 亿元、8.44 亿元、9.09 亿元，同比变化+131.06%、+68.91%、+246.36%、+0.55%、+7.62%；销售商品提供劳务收到现金/营业收入比例分别为 69%、72%、83%、80%、89%，主营产品收现能力较强。

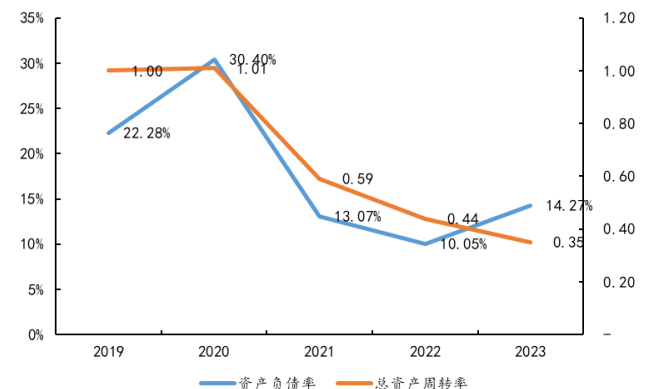
2019-2023 年，公司资产负债率分别为 22.28%、30.40%、13.07%、10.05%、14.27%，整体呈下降趋势；资产周转率分别为 1.00、1.01、0.59、0.44、0.35，自 2021 年开始出现明显下滑，主要是因为公司于 2021 年上市，资产规模扩大的同时营收规模有所下滑。

图表 5：2019-2023 年流动资金及收现比例



资料来源：Choice 数据库-长龄液压深度资料，东方财富证券研究所

图表 6：2019-2023 年资产负债率及资产周转率



资料来源：Choice 数据库-长龄液压深度资料，东方财富证券研究所

### 阶段一（2019-2021 年）：下游工程机械高景气带动经营规模持续扩张

在此期间内，公司实现营业收入 6.10 亿元、8.67 亿元、9.07 亿元，同比+9.20%、42.15%、4.55%，实现净利润 1.70 亿元、2.36 亿元、2.02 亿元，同比+6.58%、+38.72%、-14.56%。

中央回转接头及张紧装置为公司主要收入来源，营收占比基本维持在 95% 以上，该等产品主要配套以挖掘机为代表的履带类工程机械，因此需求端受基建及房地产行业影响较大，2019-2022 年挖掘机销量分别为 22.61 万台、32.76 万台、34.28 万台，同比+22.64%、+44.92%、+4.63%，需求高增带动公司经营规模持续扩张。

### 阶段二（2022-2023 年）：周期下行阶段，公司逆势开启多元化布局之路

在此期间，公司实现营业收入 8.96 亿元、8.06 亿元，同比-1.12%、-10.05%，实现净利润 1.27 亿元、1.06 亿元，同比-36.91%、-16.27%。

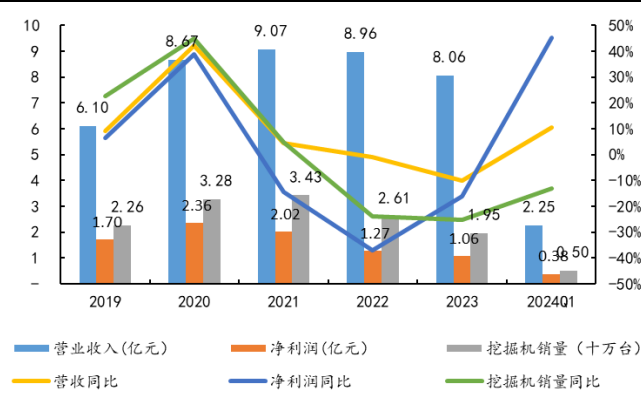
一方面，国内房地产投资低迷，基建投资不及预期，公司回转接头和张紧装置销量下滑，相关业务收入及利润均有所萎缩。另一方面，公司自 2021 年起开启多元化布局之路，其他业务占比从 2021 年的 3.47% 逐年提升至 2023 年的 38.49%，逐步减少了对液压零部件业务的依赖。新增业务当中，铸件业务营收体量有余但盈利能力相对传统业务较弱，回转减速器业务自 2023 年 9 月份

并表，业绩未能完全体现。

**阶段三（2024 年以来）：工程机械市场触底企稳，多元化布局初见成效**

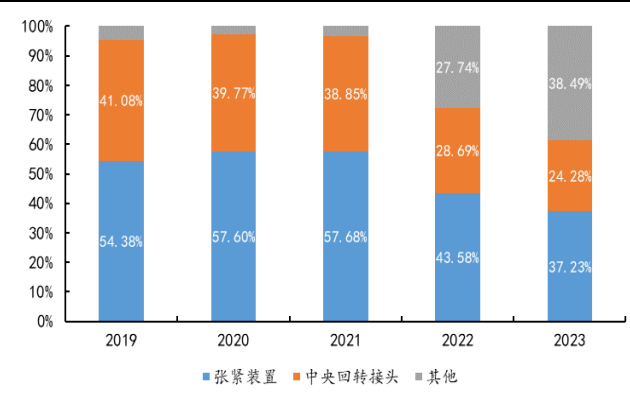
2024 年 Q1，公司实现营业收入 2.25 亿元，同比+10.46%，实现净利润 0.38 亿元，同比+45.15%。一方面，挖掘机销量降幅同比收窄，工程机械市场有望触底企稳；另一方面，随着光伏回转减速器业务并表后逐渐放量，带动整体营收规模扩大且增厚利润，公司多元化业务布局初见成效。

图表 7：2019-2024Q1 营收/净利润及挖掘机销量对比



资料来源：Choice数据库-长龄液压深度资料、中国宏观，东方财富证券研究所

图表 8：2019-2023 收入结构变化情况



资料来源：Choice数据库-长龄液压深度资料，东方财富证券研究所

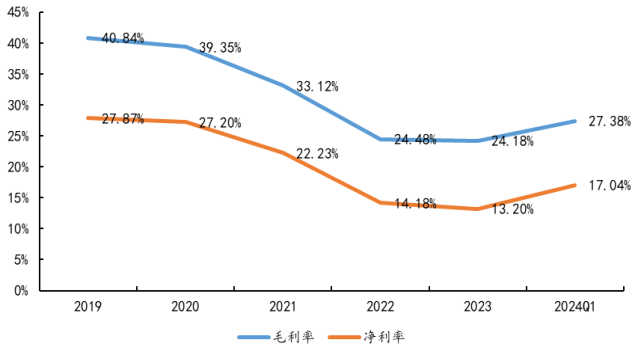
产品盈利能力方面，2019-2024 年 Q1 公司销售毛利率及净利率整体呈现先下滑后增长趋势，自 2022 年起趋于平稳并在 2024 年 Q1 实现转增。

1) 张紧装置及中央回转接头毛利率分别从 2019 年的 38.50%、45.81%下滑至 2023 年的 27.64%、22.63%，主要是受原材料价格上涨、单位售价降低、销量减少带来的固定资产摊销成本增加等因素综合影响，随着下游需求企稳复苏，盈利能力有望回升；

2) 铸件业务 2022-2023 年毛利率分别为 10.53%、13.79%，整体稳中有升但较其他业务盈利水平仍相对较弱；

3) 回转减速器业务盈利能力相对前述业务较强，根据公司收购报告书披露数据，2021-2023H1 江阴尚驰的主营业务毛利率分别为 41.94%、35.21%、43.26%，呈现波动上升趋势，其中 2022 年毛利率有所下滑是因为该年度内销占比大幅提升，而国内业务销售毛利率相对较低所致；2023 年毛利率有所回升系原材料采购价格下降、规模效应提升以及部分工序外协改自制等因素使得单位成本下降较大所致。

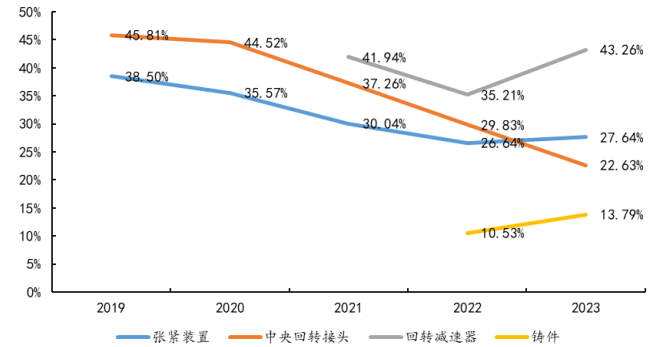
图表 9：2019-2024Q1 毛利率及净利率



资料来源：Choice数据库-长龄液压深度资料，东方财富证券研究所

注：根据新旧收入准则差异对2019年毛利率进行调整，回转减速度器拆分毛利率为江阴尚驰主营业务毛利率，公司未披露2023年全年回转减速度器毛利率，因此使用江阴尚驰2023年H1数据替代。

图表 10：2019-2023 拆分业务毛利率

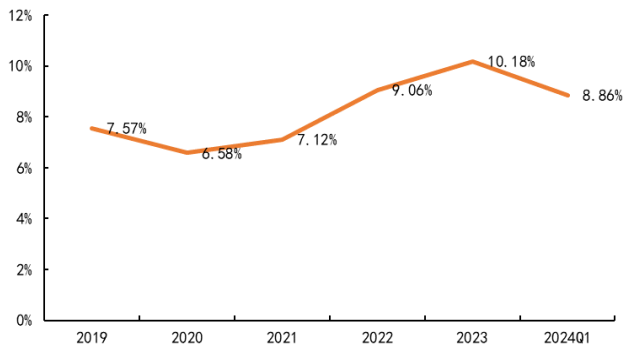


资料来源：Choice数据库-长龄液压深度资料及收购报告书，东方财富证券研究所

2019-2024 年 Q1，公司期间费用率分别为 7.57%、6.58%、7.12%、9.06%、10.18%、8.86%，整体呈波动上升趋势。其中，销售费用率及研发费用率相对稳定，财务费用率均为负值，主要是受管理费用率上升影响。

2021-2022 年，公司管理费用率明显上升，主要是支付上市顾问费、新合并子公司长龄精密等因素所致；2023 年随着营收规模进一步缩小，各项费用率均有小幅提升，其中销售费用率明显提升系新合并子公司江阴尚驰所致；2024 年 Q1，随着业绩企稳回升，公司各项费用率均有所下滑。

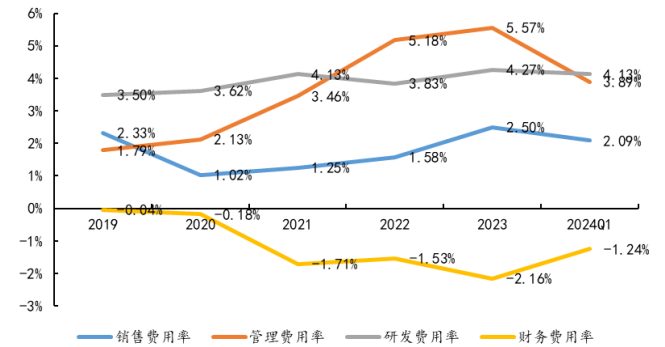
图表 11：2019-2024Q1 期间费用率



资料来源：Choice数据库-长龄液压深度资料，东方财富证券研究所

注：根据新旧收入准则差异对2019年管理费用率及期间费用率进行调整。

图表 12：2019-2024Q1 期间费用率拆分



资料来源：Choice数据库-长龄液压深度资料，东方财富证券研究所

### 1.3. 把握出海机遇，积极拓展海外市场

2024年3月，公司公告拟对外投资设立境外子公司及孙公司，拟投资规模约1,800万美元，主要从事回转减速器及液压产品相关业务，有助于提升公司海外市场份额。

股权结构方面，公司在新加坡设立全资子公司 LONGSHINE CAPITAL INVESTMENT MANAGEMENT PTE. LTD.，并由新加坡子公司与控股子公司江阴尚驰机械设备有限公司在泰国共同设立控股孙公司 Changling Precision Manufacturing (Thailand) Co., Ltd.（暂定名，公司尚未设立，具体以当地机关核准为准）。

图表 13：泰国工厂建设周期及减速器业务产能规划

规划项目	规划产能	预计投产时间
光伏回转减速器	8万套	2025年Q2
中央回转接头	2万套	
张紧装置	3万套	

资料来源：江阴尚驰官网、长龄液压调研反馈，东方财富证券研究所

## 2. 液压零部件：工程机械周期有望触底，多因素催化有望带来边际改善

### 2.1. 液压行业市场规模持续扩大，工程机械仍是主要应用领域

液压传动是机械必须的中间环节，液压系统可以通过液压传动的方式对机械进行调节。液压系统是以液体为工作介质，通过**动力元件**将原动机的机械能转换为液体的压力能，经过**控制元件**液压阀控制液压系统中油液流动的方向、压力及流量，借助**执行元件**把液体压力能转换为机械能，实现直线往复运动和回转运动。

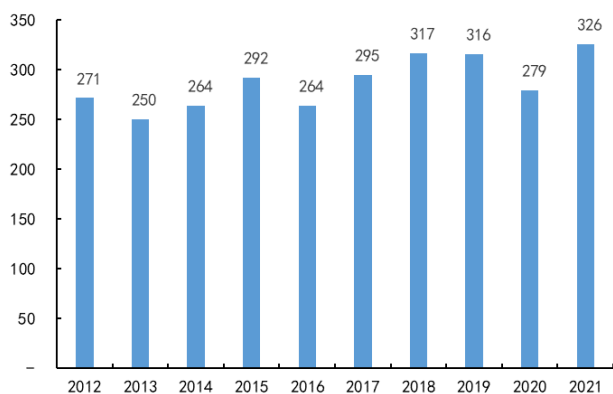
图表 14：液压系统的组成部分及工作原理情况

组成部分	工作原理
动力元件	将原动机提供的机械能转化为工作介质的压力能，是整个液压系统的动力来源。
控制元件	控制和调节液压系统油液流动方向、压力及流量的控制元件，视同液压系统的“中枢”。
执行元件	将工作介质的压力能转化为工作部件的机械能，输出速度和力（直线运动），或力矩和转速（回转运动）。
辅助元件	负责液压系统除动力功能以外的其他功能，保证液压系统的稳定性和持久性。
工作介质	能量传递的介质。

资料来源：海宏液压招股说明书，东方财富证券研究所

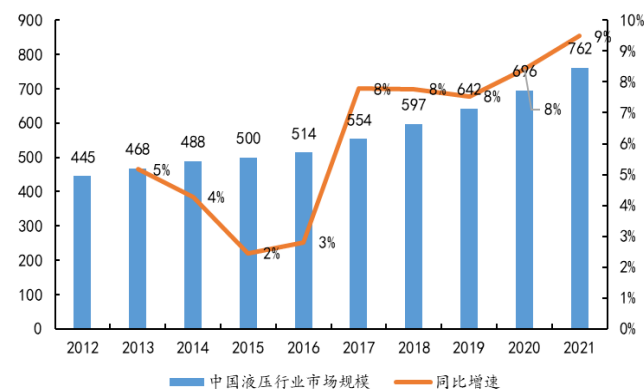
全球液压市场波动上升，中国液压市场稳步扩大。根据中国液压气动密封件工业协会数据，全球液压行业市场规模从 2012 年的 271.45 亿欧元波动上升至 2021 年的 325.62 亿欧元，复合增长率为 2.04%。我国液压行业市场规模由 2012 年的 445 亿元增长至 2022 年的 782 亿元，复合增长率达 5.80%。

图表 15：全球液压行业市场规模（亿欧元）



资料来源：海宏液压招股说明书、中国液压气动密封件工业协会，东方财富证券研究所

图表 16：中国液压行业市场规模（亿元）

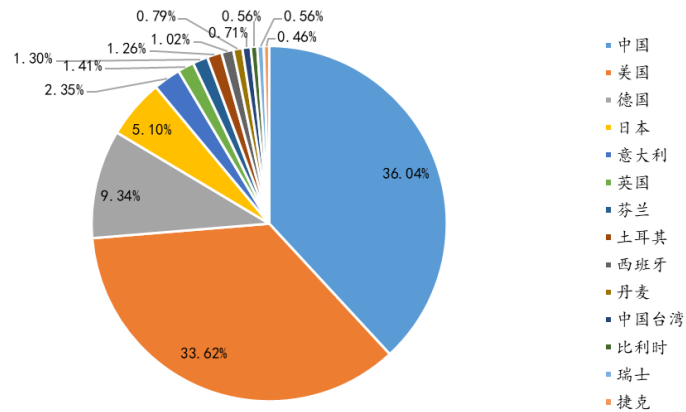


资料来源：耀坤液压招股说明书，东方财富证券研究所

中国液压市场在全球液压市场份额中已位居首位。从全球主要国家或地区液压元件的市场规模来看，中国、美国、德国、日本、意大利是全球液压元件销售规模的前五位国家。我国作为全球第二大经济体和第一大制造业国家，液压元件市场销售份额保持显著增长态势，市场份额从 2015 年的 27.7% 迅速提升

至 2020 年的 36.04%，已超过美国位居世界首位。

图表 17：2020 年全球主要国家/地区液压产品销售额分布情况



资料来源：耀坤液压招股说明书、国际流体动力统计委员会，东方财富证券研究所

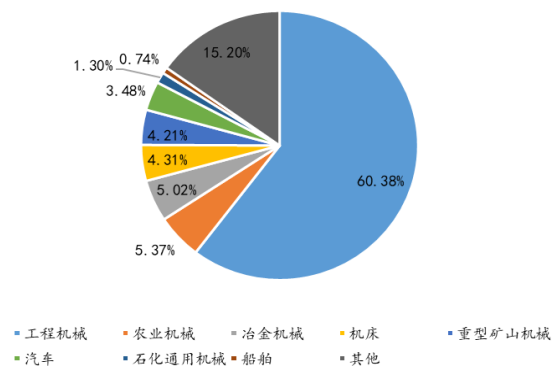
液压件广泛应用于装备制造业，其中工程机械是我国液压行业最主要的应用领域。根据中国液压气动密封件工业协会统计，液压元件的主要下游应用行业和领域包括工程机械、石化通用机械、冶金机械、农业机械、矿山机械等，2022 年工程机械行业在中国液压市场中的应用比重达 60.38%，是中国液压市场最主要的下游应用行业。

图表 18：液压行业产业链



资料来源：前瞻经济学人百家号，东方财富证券研究所

图表 19：2022 年中国液压市场下游应用行业及分布



资料来源：耀坤液压招股说明书、中国液压气动密封件工业协会，东方财富证券研究所

## 2.2. 行业仍处周期底部，多因素催化有望带来边际改善

公司主营产品中央回转接头和张紧装置，属于液压系统执行元件，主要配套以挖掘机为代表的履带类工程机械。其中，中央回转接头为主机设备关键零部件，技术含量及性能指标要求较高，而张紧装置相较回转接头具有技术难度及壁垒较低、市场竞争程度更高等特点。下游客户针对两种产品通常指定相应配套机型并进行单独采购，因此两种产品不存在组合销售情形。

图表 20：主营产品特点及公司市场地位

产品	主机配套比例	产品技术特点	公司市场地位
中央回转接头	1 配 1	主机设备关键液压零部件，技术含量和性能指标要求较高	国标主持起草单位，关键性能指标和装机考核时长达到国际水平，市场占有率行业第一，接近 50%
张紧装置	1 配 2	履带式挖掘机等设备外部行走机构，产品技术水平及进入壁垒相对较低，市场竞争程度相对较高	市场占有率接近 40%，低于中央回转接头

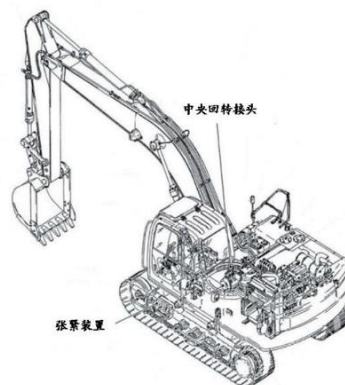
资料来源：长龄液压招股说明书，东方财富证券研究所

图表 21：液压挖掘机结构及公司产品应用

工作装置——1. 动臂；2. 斗杆；3. 铲斗；  
4. 液压油缸；5. 连杆；6. 销轴；7. 管路等



上部转台——1. 发动机；2. 液压泵；3. 液压阀；4. 驾驶室；5. 回转机构；6. 回转支承；7. 中央回转接头；8. 转台；9. 液压油箱；10. 燃油箱；11. 控制油路；12. 电器部件；13. 配重等  
行走机构——1. 底盘架；2. 履带架；3. 履带；4. 行走马达；5. 传动轮；6. 引导轮；7. 支重轮；8. 张紧装置等



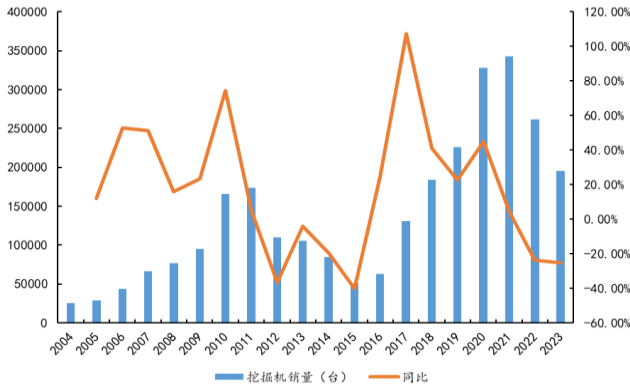
资料来源：长龄液压招股说明书，东方财富证券研究所

**历史回顾：**挖掘机被誉为工程机械皇冠上的明珠，占全球工程机械整机销售比例约 1/3，需求端主要受基建、地产、出口等因素影响，因此具备一定的周期性，过去 20 年主要经历两轮大周期：

- ① **第一轮上行周期（本世纪初—2011 年）：**挖掘机销量从 2.57 万台/年增长至 17.37 万台/年，复合增速为 31.40%，主要系世纪初经济高速增长及 2008 年后“四万亿”政策刺激；
- ② **第一轮下行周期（2011—2015 年）：**挖掘机销量从 17.37 万台/年下降至 5.06 万台/年，复合增速为-26.53%，主要系政府加大房地产市场政策调控；
- ③ **第二轮上行周期（2015—2021 年）：**挖掘机销量从 5.06 万台/年增长至 34.28 万台/年，复合增速为 37.55%，主要系城镇化进程加速、棚户改造及货币化政策等因素带动房地产市场需求火爆；
- ④ **第二轮下行周期（2021—至今）：**挖掘机销量从 34.28 万台/年下降至 19.50 万台/年，复合增速为-24.57%，主要是房地产需求下滑及基建投

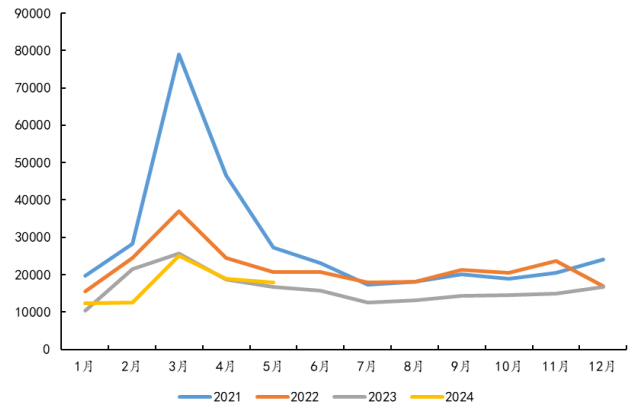
资不及预期。

图表 22：挖掘机年度销量及增速（万台）



资料来源：中国工程机械工业协会、Choice数据库-中国宏观，东方财富证券研究所

图表 23：挖掘机月度销量数据（万台）

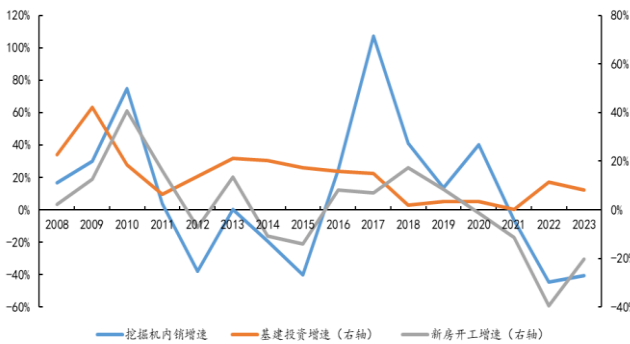


资料来源：中国工程机械工业协会、Choice数据库-中国宏观，东方财富证券研究所

对比基建端需求，挖掘机内销数量受地产端需求影响更大。挖掘机内销量主要受国内地产及基建投资规模影响，通过对比 2008-2023 年挖掘机内销量/基建投资规模/地产投资规模增速情况，我们发现挖掘机内销增速与新房开工增速变动趋势更具相似性。

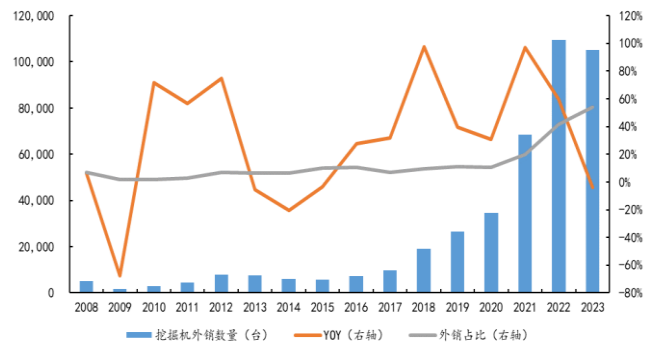
海外市场已成为我国挖掘机需求端重要补充，为行业周期底部提供重要支撑。2016 年以来国内企业加速拓展国际市场，叠加 2021 年海外复苏及基建投资刺激海外挖机市场扩容，2016-2023 年我国挖掘机出口销量复合增长率为 46.3%，出口占总销量的比重持续提升，2023 年已达到 53.86%，但近 2 年增速有所放缓。

图表 24：挖掘机内销数量/基建投资规模/新房开工增速对比



资料来源：中国工程机械工业协会、Choice数据库-中国宏观，东方财富证券研究所

图表 25：2008-2023 年挖掘机外销情况（万台）



资料来源：中国工程机械工业协会、Choice数据库-中国宏观，东方财富证券研究所

挖掘机行业正处在加速筑底过程，未来有望迎来缓慢复苏。根据中国工程机械工业协会预测，2024-2026 年挖掘机国内销量分别为 9.9 万台、10.40 万台、11.43 万台，出口分别为 11.55 万台、10.97 万台、11 万台，合计销量同比增速分别为+10%、-0.4%、+5%，2024 年有望迎来触底回升。

2024 年以来，挖掘机月度销量变化情况逐步改善。中国工程机械工业协会统计数据（参见图表 23），2021-2023 年挖掘机月度销量整体呈现较为明显的下滑态势，2024 年则出现一定改善。1) 1-2 月，由于农历春节日期差异带来



了一定数据偏差，因此参考性较弱；2）2024年3-4月，挖掘机销量出现止跌迹象，基本去年同期持平；3）5月挖掘机销量同比增长6.04%。

**国内市场多因素催化，利好政策频出有望提振需求。**我们认为不同于过去一年20年由房地产主导的行业态势，目前国内市场需求将会收到多重因素联合催化，近年来相关利好政策频繁出台有望提振需求。**1）地产需求端：**为刺激地产市场需求，政府已陆续出台包括优化限购、下调首付比例及住房贷款利率、设立3,000亿元保障性住房再贷款等一系列政策；**2）基建需求端：**超长期特别国债陆续发行，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设；**3）设备更新端需求：**自《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》印发以来，多地出台具体领域设备更新的文件。以《上海市鼓励国二非道路移动机械更新补贴资金管理办法》（征求意见稿）为例，明确阐述上海地区国二非道路移动机械更新补贴的具体管理办法，为新一轮替换周期拉开序幕。

**全球市场高位震荡，出口份额仍有上升空间。**根据中国工程机械工业协会预测，2023年海外挖掘机市场容量约25.4万台，同比-7.7%，全球市场维持高位震荡，但中国出口份额仅占全球市场的14%，仍有较大上升空间。

综上，我们认为后续挖掘机销量将摆脱单一因素重大影响转为多因素共同催化形式，随着相关政策出台及落地，工程机械行业有望进入筑底反弹阶段，但是未来行业反弹及修复情况仍具有不确定性，因此持谨慎乐观态度。长龄液压与三一重工、徐工机械、柳工等国内头部整机厂具备多年合作基础，客户粘性较强且相关产品市占率较高，挖掘机销量回升有望带动公司液压零部件业务直接受益。

### 3. 布局回转减速器业务，打造“小而美”新兴增长点

#### 3.1. 自主研发&战略收购，布局回转减速器业务

公司自 2021 年启动光回转减速器研发项目，持续引入研发团队、购置并建设生产线、积极开拓下游客户，并于 2023 年收购江阴尚驰 70% 股权，目前回转减速器产品应用于光伏跟踪支架、工程机械、工业移动机器人（AGV）等领域，其中光伏系列减速器占减速器业务营收比重超过 90%。

江阴尚驰成立于 2014 年，是国内知名的光伏回转减速器供应商，现有产能 30 万套/年，全球累计安装量超过 30GW，2019-2022 年光伏回转减速出货量位居全球第 3 名，具备较为突出的市场地位。

图表 26：不同应用领域对应减速器类型

应用领域	主要产品	应用阶段
光伏跟踪支架	立式回转减速器	批量出货
工程机械	卧式回转减速器	批量出货
工业移动机器人	回转支承	小批次出货

资料来源：长龄液压定期报告、收购报告书及产品宣传图、江阴尚驰官网，东方财富证券研究所

全球跟踪支架市场仍以国外厂商占据主导地位，出货量排名靠前的国内企业仅中信博及天合光能。公司目前已和多家国内外知名跟踪支架客户开展合作，在 PVBL 公布的 2023 年全球光伏品牌价值（跟踪系统）10 强榜单中，公司已覆盖其中 5 家，包括中信博、天合光能、FTC、Soltec、IDEEMATEC 等全球领先跟踪支架企业。此外，公司已完成美国跟踪支架厂商 Array Technologies 产品送样验证。

图表 27：PVBL 2023 年全球光伏品牌价值（跟踪系统）10 强榜单及相关客户开拓情况

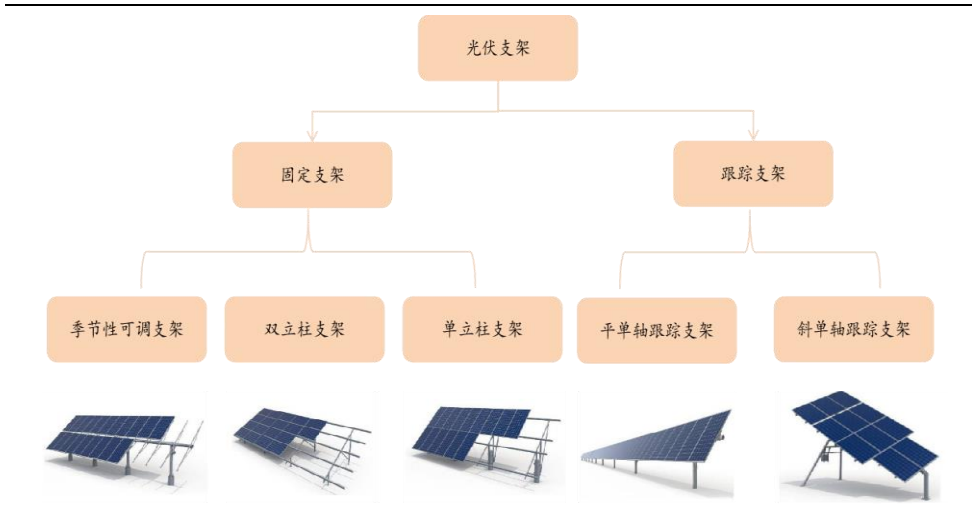
排名	公司名称	所属国家	2021 年市占率	客户开拓情况	供应商地位
1	NexTracker	美国	30%	客户开拓中	/
2	Array Technologies	美国	18%	客户开拓中	/
3	PV Hardware	西班牙	9%	客户开拓中	/
4	中信博 (Arctech Solar)	中国	5%	合作客户	重要供应商
5	天合光能 (Solar Flextrack)	中国	2%	合作客户	重要供应商
6	Game Change	美国	6%	/	/
7	FTC Solar	美国	3%	合作客户	重要供应商
8	Soltec	西班牙	6%	合作客户	重要供应商
9	IDEEMATEC	德国	3%	合作客户	未披露
10	Mounting Systems GmbH	德国	/	/	/

资料来源：世纪新能源网、索比光伏网、Wood Mackenzie、PV-Tech、长龄液压收购报告书、反馈回复及调研反馈，东方财富证券研究所

### 3.2. 跟踪支架渗透率持续提升，光伏回转减速器有望成为第二增长点

光伏支架作为支撑光伏组件的骨骼，其技术水平和性能优劣直接影响光伏电站的发电效率和投资收益，因此在电站投资中始终占据重要地位。目前，光伏支架主要分为固定支架及跟踪支架，跟踪支架相较于固定支架能够提升10%-35%的发电增益，但在初始投资、占地面积、后期维护等方面成本较高。

图表 28：光伏支架分类



资料来源：中信博招股说明书，东方财富证券研究所

图表 29：不同类型光伏支架对比

项目	固定斜角	水平单轴	斜单轴	双轴
发电量比例 (%)	100	110-120	125-130	130-135
1Wmp 光伏电站占地面积 (m2)	24,000	32,000	48,000	50,000
安装要求	简单	较复杂	较复杂	复杂
成熟度	很成熟	成熟	成熟	不成熟
运行维护	免维护	电机维护	电机维护	电机维护

资料来源：太阳能杂志微信公众号-《第三批光伏发电“领跑者”项目的技术分析》，东方财富证券研究所

**全球跟踪支架渗透率持续提升，新兴市场增长潜力十足。**根据 HIS Markit 统计，全球跟踪支架渗透率（跟踪支架装机量/地面电站装机量）从 2016 年的不足 30% 增长至 2022 年的 47%，整体呈稳定上升趋势。其中美国市场渗透率超过 80%，根据 CPIA 数据，中国市场 2023 年渗透率仅 5.3%，远低于全球平均值。

根据天合跟踪相关报告，2023 年全球跟踪支架出货量约 70GW，2027 年有望提升至 150GW，复合增长率达 21%。分地区来看，美国和欧洲依然目前的主要市场，占据全球约 50% 的市场规模，印度、澳大利亚、中国作为新兴市场，未来五年复合增速将在 20% 以上，中国有望在 2026 年左右成长为全球第二大市场。

图表 30：全球主要跟踪支架市场及其预测（单位:GW）

国家/地区	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	CAGR
美国	32.0	46.8	58.2	66.2	75.4	24%
巴西	10.4	11.3	11.9	12.6	13.3	6%
西班牙	8.5	8.6	8.7	8.4	8.3	-1%
<b>中国</b>	<b>6.9</b>	<b>8.7</b>	<b>10.5</b>	<b>13.8</b>	<b>15.4</b>	<b>22%</b>
<b>澳大利亚</b>	<b>2.4</b>	<b>3.4</b>	<b>3.7</b>	<b>5.0</b>	<b>5.4</b>	<b>22%</b>
智利	2.2	2.8	3.2	3.5	3.8	15%
沙特	1.8	2.2	2.5	2.9	3.3	16%
希腊	1.4	1.5	1.7	1.7	1.9	8%
法国	1.4	1.5	1.6	1.6	1.7	5%
土耳其	1.4	1.4	1.6	1.8	1.9	8%
<b>印度</b>	<b>0.8</b>	<b>1.6</b>	<b>3.5</b>	<b>4.5</b>	<b>6.0</b>	<b>65%</b>
<b>小计</b>	<b>69.2</b>	<b>89.8</b>	<b>107.1</b>	<b>122</b>	<b>136.4</b>	<b>18%</b>
<b>全球市场规模</b>	<b>约 70GW</b>	<b>约 95GW</b>	<b>约 116GW</b>	<b>约 135GW</b>	<b>约 150GW</b>	<b>21%</b>

资料来源：中国光伏行业协会 CPIA、天合跟踪，东方财富证券研究所

跟踪支架主要由三部分构成：结构系统（可旋转支架）、驱动系统、控制系统（通讯控制箱、传感器、云平台、电控箱等），驱动系统是跟踪支架重要模块，回转减速器则是驱动系统核心部件。

图表 31：跟踪支架系统示意图



资料来源：中信博招股说明书，东方财富证券研究所

1) 驱动系统是光伏跟踪支架的动力来源，主要通过接受运动控制模块指令，驱动电机旋转，带动组件达到最佳角度，从而达到跟踪太阳的目的，是光伏跟踪支架的重要功能模块；

2) 回转减速器则是驱动系统的核心部件，生产工艺涉及机械加工、热处理及表面处理等，由于光伏跟踪支架需要在复杂地形和恶劣自然环境下保证 25 年以上的使用寿命，因此回转减速器在加工精度、产品质量和一致性方面具有较高要求，占跟踪支架成本比重约 10%。

全球范围内，光伏回转减速器生产厂家数量较少且主要集中在我国，公司的主要竞争对手为美国华方 H-FANG 和美国凯迈 KMI，且均为非上市公司，双方的优劣势对比情况如下：

图表 32：行业主要竞争对手优劣势对比

公司名称	基本情况	竞争优势	竞争劣势
美国华方 H-FANG	隶属于 CONE DRIVE 集团控股子公司, 成立于 1925 年, 是一家生产的双包络减速器的百年企业, 中国境内子公司为江阴市华方新能源高科设备有限公司	1、母公司成立时间较早, 历史悠久; 2、品牌知名度高, 市场推广更加便利; 3、公司规模较大, 具备一定的规模效应。	外资企业的本地化方面和内资企业存在较大差异; 企业内部决策过程受到境内外沟通效率因素影响。
美国凯迈 KMI	1996 年起从事相关业务, KMI 总部设立在美国亚利桑那州凤凰城, 在全球范围内, 凯迈有四个基地。中国境内子公司为江阴凯迈机械有限公司	1、全球化布局, 在全球有 4 处基地, 有利于本地化服务全球各地的客户; 2、公司从事本行业的时间较长, 品牌知名度高; 3、公司规模较大, 具备一定的规模效应。	规模较小, 融资能力较弱
江阴尚驰	成立于 2014 年, 属于国内较早从事光伏减速机相关业务的企业, 公司光伏平单轴减速机市场的全球占有率保持多年的行业第三名	1、生产全流程独立自主, 具备成本优势, 且可结合客户需求高效完成定制化的试制及后期量化生产; 2、持续的研发投入, 使得公司在产品端具备良好的市场口碑。持续取得下游国际主流客户的大批量采购; 3、随着国内市场的逐步崛起, 作为内资企业, 在国内市场的开拓方面将较外资具备一定的竞争优势。	

资料来源：公司反馈回复，东方财富证券研究所

根据我们的测算，2023 年光伏回转减速器市场空间约为 43.73 亿元，预计到 2026 年有望增长至 82.22 亿元，复合增长率达到 23.42%。

关键假设：

1) 2023-2026 年跟踪支架出货量分别为 70GW/95GW/115GW/135GW；

2) 跟踪支架分为单点/多点控制结构，其中国外主流厂商一般使用单点控制结构，国内中信博主推多点控制结构，多点结构单 GW 使用的减速器更多但是结构相对简单，假设 2023-2026 年多点渗透率分别为 15%、20%、25%、30%。

图表 33：光伏回转减速器市场空间测算

项目	单位	2023E	2024E	2025E	2026E
跟踪支架出货量	GW	70	95	116	135
单点渗透率	%	85%	80%	75%	70%
单点单位用量	万个/GW	3	3	3	3
单点用量	万个	178.50	228.00	261.00	283.50
多点渗透率	%	15%	20%	25%	30%
多点单位用量	万个/GW	7.5	7.5	7.5	7.5
多点用量	万个	78.75	142.50	217.50	303.75
合计	万个	257.25	370.50	478.50	587.25
平均售价	元/套	1,700	1,600	1,500	1,400
市场空间	亿元	43.73	59.28	71.78	82.22
YOY	%	-	35.55%	21.08%	14.55%

资料来源：中国光伏行业协会 CPIA、天合跟踪、长龄液压调研反馈，东方财富证券研究所预测

风险提示：跟踪支架出货量及不同类型减速器渗透率仅为预测数据，可能与未来行业实际情况存在一定偏差。

根据历史财务数据，公司光伏回转减速器业务毛利率约为 40%，盈利能力远超液压零部件及精密铸件业务。我们认为随着全球光伏装机量持续增长、跟踪支架渗透率提升以及公司市场份额提升，光伏回转减速器业务将逐渐放量并增厚公司利润，助力打造“小而美”的第二业绩增长点。

## 4. 盈利预测及投资建议

关键假设：

### （一）张紧装置及中央回转接头

工程机械行业有望进入筑底反弹阶段，随着后续政策效应显现，下游需要有望迎来复苏，与此同时，产能利用率提高也将带动毛利率逐步回升。

结合公司两类产品不同的主机配套数量及市占率情况，我们假设 2024-2026 年张紧装置实现收入 2.82/3.04/3.29 亿元，毛利率分别为 28.64%/29.64%/30.64%，中央回转接头实现收入 1.79/1.89/1.99 亿元，毛利率分别为 23.63%/24.63%/25.63%。

### （二）回转减速器

公司回转减速器主要应用于光伏跟踪支架领域，我们认为随着光伏新增装机量增加、跟踪支架渗透率提升、公司产品市占率提升，回转减速器业务有望助力公司迎来第二成长曲线。

我们假设 2024-2026 年回转减速器业务实现收入 3.71/4.44/4.78 亿元，毛利率维持在 40%。

### （三）精密铸件

公司精密铸件业务主要用于内部配套及部分对外销售，我们假设 2024-2026 年实现收入 2.15/2.26/2.37 亿元，毛利率维持在 14%。

### （四）其他

其他业务占比相对较小，2023 年收入规模大幅增长系并入回转减速器业务所致，因此假设 2024-2026 年营收维持在 0.31 亿元，毛利率维持在 37.91%。

综上，我们预计公司 2024-2026 年的营业总收入分别为 10.79/11.95/12.74 亿元，归母净利润分别为 1.53/1.79/2.04 亿元，EPS 分别为 1.06/1.24/1.42 元，对应 PE 分别为 19.29/16.49/14.45 倍。

图表 34：营收拆分（百万元）

项目	2023A	2024E	2025E	2026E	
合计	营业收入	806.31	1,078.89	1,194.74	1,274.42
	yoy	-10.05%	33.81%	10.74%	6.67%
	营业成本	611.35	765.25	836.79	886.35
	毛利率	24.18%	29.07%	29.96%	30.45%
张紧装置	营业收入	300.19	281.72	304.26	328.60
	yoy	-23.15%	-6.15%	8.00%	8.00%
	营业成本	217.21	201.03	214.07	227.91
	毛利率	27.64%	28.64%	29.64%	30.64%

中央回转接头	营业收入	195.78	179.25	189.08	199.35
	yoy	-23.86%	-8.45%	5.49%	5.43%
	营业成本	151.49	136.90	142.52	148.26
	毛利率	22.63%	23.63%	24.63%	25.63%
回转减速器	营业收入	-	371.37	444.10	477.88
	yoy	-	-	19.58%	7.61%
	营业成本	-	222.82	266.46	286.73
	毛利率	-	40%	40%	40%
精密铸件	营业收入	204.84	215.08	225.84	237.13
	yoy	40.96%	5.00%	5.00%	5.00%
	营业成本	176.58	184.97	194.22	203.93
	毛利率	13.79%	14.00%	14.00%	14.00%
其他业务	营业收入	105.51	31.46	31.46	31.46
	yoy	2.13%	-70.18%	0.00%	0.00%
	营业成本	66.07	19.52	19.52	19.52
	毛利率	37.38%	37.97%	37.97%	37.97%

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

综合考虑长龄液压主营业务、主要产品及下游应用领域等因素，我们选取以下上市公司作为可比公司：

图表 35：可比公司选取标准

业务类型	简称	可比业务	下游应用领域
工程机械及铸件	恒立液压	液压油缸、液压泵阀、液压系统、配件及铸件	工程机械
	艾迪精密	液压破碎锤、液压泵、液压马达、多路控制阀	工程、冶金、农业、矿山
光伏回转减速器	中信博	光伏跟踪支架、自建配套平行驱动器产能	光伏

资料来源：长龄液压招股说明书、中信博定期报告，东方财富证券研究所

工程机械及铸件业务方面，恒立液压及艾迪精密均为工程机械核心零部件供应商，与长龄液压在细分产品上虽然有所差异，但是仍具备一定的可比性。长龄液压作为工程机械领域液压零部件核心供应商，产业链地位凸显，随着工程机械行业筑底复苏，公司的盈利与估值有望修复。

光伏回转减速器业务方面，目前上市公司中尚无完全可比的公司，因此选取已自建部分配套产能的下游跟踪支架龙头公司中信博。公司通过合并江阴尚驰，光伏跟踪支架回转减速器出货量位居行业前列且在 A 股市场上具备一定的稀缺性，跟踪支架渗透率未来仍有上升空间，该等业务具备较为明确的成长性。

综上，我们结合同行业可比公司情况，给予公司 2024 年 25 倍 PE，未来 6 个月内目标价为 26.55 元，上调为“买入”评级。

图表 36：可比公司估值表（截至 2023-6-7）

简称	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE (倍)				评级
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
恒立液压	690.93	1.86	2.05	2.43	2.87	29.34	24.88	21.04	17.76	未评级
艾迪精密	127.18	0.33	0.43	0.59	0.77	48.89	35.27	25.82	19.88	未评级
中信博	132.45	2.54	5.08	6.53	8.39	28.24	19.71	15.32	11.93	未评级
行业平均		1.58	2.52	3.18	4.01	35.49	26.62	20.72	16.53	
长龄液压	29.51	0.73	1.06	1.24	1.42	36.66	19.29	16.49	14.45	买入

资料来源：未评级数据来自 choice 一致预期，东方财富证券研究所

## 5. 风险提示

- ◆ **工程机械行业复苏不及预期。**公司液压零部件业务受下游工程机械行业需求尤其是挖掘机销量影响较大，尽管 2024 年以来挖掘机销量数据同比边际向好，但房地产、基建等终端需求修复情况仍存在不确定性。
- ◆ **跟踪支架出货量增长不及预期。**电站投资回报率是决定跟踪支架用量的核心要素，且受补贴政策、安装及维护成本、电价等多方面因素综合影响，因此未来可能出现跟踪支架出货量增长不及预期风险。
- ◆ **行业竞争环境恶化及原材料价格波动风险。**公司主要产品为不同细分领域零部件，行业内同类型公司具有规模较小、数量较多的特点，主要原材料为钢材及钢材加工件，因此行业竞争加剧、主机厂加大内部配套、钢材价格波动等因素可能带来公司利润水平降低和市占率下滑等风险。



## 资产负债表（百万元）

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>1532.55</b>	<b>1614.00</b>	<b>1740.89</b>	<b>2002.25</b>
货币资金	798.76	763.67	881.05	1070.63
应收及预付	322.49	405.39	393.93	424.07
存货	191.88	254.51	256.86	284.80
其他流动资产	219.42	190.43	209.06	222.74
<b>非流动资产</b>	<b>991.53</b>	<b>1011.25</b>	<b>1055.36</b>	<b>986.99</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	428.03	440.90	456.52	402.75
在建工程	41.43	50.00	77.00	60.90
无形资产	112.76	111.50	110.50	109.50
其他长期资产	409.31	408.84	411.34	413.84
<b>资产总计</b>	<b>2524.08</b>	<b>2625.25</b>	<b>2796.25</b>	<b>2989.24</b>
<b>流动负债</b>	<b>304.68</b>	<b>276.39</b>	<b>290.74</b>	<b>311.08</b>
短期借款	9.01	9.01	9.01	9.01
应付及预收	190.26	219.58	229.25	246.35
其他流动负债	105.41	47.81	52.48	55.72
<b>非流动负债</b>	<b>55.48</b>	<b>55.48</b>	<b>55.48</b>	<b>55.48</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	55.48	55.48	55.48	55.48
<b>负债合计</b>	<b>360.16</b>	<b>331.87</b>	<b>346.22</b>	<b>366.56</b>
实收资本	144.09	144.09	144.09	144.09
资本公积	1235.30	1235.30	1235.30	1235.30
留存收益	731.76	831.14	952.92	1089.58
归属母公司股东权益	2110.16	2209.53	2331.31	2467.97
少数股东权益	53.77	83.85	118.72	154.72
<b>负债和股东权益</b>	<b>2524.08</b>	<b>2625.25</b>	<b>2796.25</b>	<b>2989.24</b>

## 利润表（百万元）

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>806.31</b>	<b>1078.89</b>	<b>1194.74</b>	<b>1274.42</b>
营业成本	611.35	765.25	836.79	886.35
税金及附加	10.25	13.71	15.18	16.20
销售费用	20.19	30.21	33.45	35.68
管理费用	44.87	48.55	51.37	50.98
研发费用	34.43	43.16	45.40	47.15
财务费用	-17.40	-23.69	-22.64	-26.16
资产减值损失	-3.98	-4.00	-4.00	-4.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	5.52	6.47	7.17	7.65
资产处置收益	0.11	-0.11	0.00	0.00
其他收益	6.76	6.47	7.17	7.65
<b>营业利润</b>	<b>119.76</b>	<b>205.55</b>	<b>240.52</b>	<b>270.51</b>
营业外收入	1.82	3.00	3.00	3.00
营业外支出	1.19	0.50	0.50	0.50
<b>利润总额</b>	<b>120.39</b>	<b>208.05</b>	<b>243.02</b>	<b>273.01</b>
所得税	13.94	24.97	29.16	32.76
<b>净利润</b>	<b>106.45</b>	<b>183.08</b>	<b>213.86</b>	<b>240.25</b>
少数股东损益	4.76	30.07	34.87	36.00
<b>归属母公司净利润</b>	<b>101.69</b>	<b>153.01</b>	<b>178.98</b>	<b>204.25</b>
EBITDA	160.29	259.31	303.10	331.57

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

## 现金流量表（百万元）

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>185.45</b>	<b>43.49</b>	<b>291.68</b>	<b>263.80</b>
净利润	106.45	183.08	213.86	240.25
折旧摊销	61.61	69.82	78.39	80.87
营运资金变动	27.18	-209.82	-0.16	-56.44
其它	-9.78	0.40	-0.40	-0.88
<b>投资活动现金流</b>	<b>-9.01</b>	<b>-20.67</b>	<b>-112.83</b>	<b>-2.35</b>
资本支出	-35.93	-87.61	-117.50	-7.50
投资变动	-38.93	60.00	0.00	0.00
其他	65.85	6.93	4.67	5.15
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-51.85</b>	<b>-57.91</b>	<b>-61.48</b>	<b>-71.86</b>
银行借款	0.00	0.00	0.00	0.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-51.85	-57.91	-61.48	-71.86
<b>现金净增加额</b>	<b>125.10</b>	<b>-35.09</b>	<b>117.38</b>	<b>189.58</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>673.64</b>	<b>798.74</b>	<b>763.65</b>	<b>881.03</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>798.74</b>	<b>763.65</b>	<b>881.03</b>	<b>1070.61</b>

## 主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长	-10.05%	33.81%	10.74%	6.67%
营业利润增长	-11.49%	71.64%	17.01%	12.47%
归属母公司净利润增长	-20.01%	50.47%	16.97%	14.12%
<b>获利能力 (%)</b>				
毛利率	24.18%	29.07%	29.96%	30.45%
净利率	13.20%	16.97%	17.90%	18.85%
ROE	4.82%	6.93%	7.68%	8.28%
ROIC	4.02%	7.24%	8.04%	8.38%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	14.27%	12.64%	12.38%	12.26%
净负债比率	-	-	-	-
流动比率	5.03	5.84	5.99	6.44
速动比率	4.38	4.90	5.08	5.50
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.32	0.41	0.43	0.43
应收账款周转率	2.56	2.70	3.09	3.06
存货周转率	4.20	4.24	4.65	4.47
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.73	1.06	1.24	1.42
每股经营现金流	1.29	0.30	2.02	1.83
每股净资产	14.64	15.33	16.18	17.13
<b>估值比率</b>				
P/E	36.66	20.27	17.33	15.19
P/B	1.83	1.40	1.33	1.26
EV/EBITDA	19.13	9.05	7.36	6.15

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

#### 分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

#### 投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）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。

#### 股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；  
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；  
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；  
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

#### 行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；  
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

#### 免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。