

唯万密封：乘工程机械回暖东风，兴于高端市场国产替代

太平洋证券机械行业首席分析师：刘国清
执业资格证书编码：S1190517040001

太平洋证券机械行业联席首席分析师：崔文娟
执业资格证书编码：S1190520020001

- **国内领先液压气动密封厂商。**公司主要产品涵盖液压密封件、液压密封包以及气动密封件、油封、履带密封等，与三一集团、中联重科、徐工集团、恒立液压、中国龙工、郑煤机、神东煤炭集团等工程机械、煤炭和煤机等行业龙头企业建立了长期、稳定的合作关系。2018-2021年期间，受益工程机械等下游行业稳步增长及公司加大产品开拓力度，公司营收、归母净利润CAGR 18.9%/9.8%。我们认为随着下游需求回暖+国产替代加速推进，23年营收、净利润有望高增。
- **高端市场规模占比高，长期被海外龙头占据。**市场规模方面，根据公司招股说明书，国内工程机械、煤矿机械应用领域密封件市场规模超120亿元，2021年公司营收4.11亿元，市占率不足4%，增长空间极大。竞争格局方面，低端市场产品同质化，市场集中度低，高端市场因对密封件的材料、结构、生产工艺具有较高要求，主要被海外龙头长期占据，国内企业总体产品技术尚处于较低水平。
- **绑定下游大客户，国产密封件高端化排头兵。**1) 公司通过“自制+外购”模式，可提供全品类产品体系。根据公司招股说明书，公司已覆盖国内前10工程机械制造商中8家，同时在2021年是三一集团、徐工集团、中联重科等工程机械龙头以及郑煤机等第一大密封件供应商。2) 公司致力于PPDI等高端材料研发，自19年起公司PPDI逐步批量应用，当前仍处于国产替代初期，后续有望随着产品出货及客户端验证的推进，加速国产替代。
- **盈利预测与投资建议：**预计2022年-2024年公司营业收入分别为3.76亿元、5.59亿元、8.60亿元，归母净利润分别为0.61亿元、0.92亿元和1.42亿元，对应EPS分别为0.51元、0.76元和1.18元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**下游市场拓展不及预期；产能提升不及预期；市场竞争加剧等。

■ 财务摘要

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	410.68	375.82	559.37	860.09
增长率	1.39%	-8.49%	48.84%	53.76%
归属母公司净利润(百万元)	59.64	61.26	91.69	141.52
增长率	-22.45%	2.71%	49.67%	54.35%
每股收益 EPS (元)	0.50	0.51	0.76	1.18
PE	54	53	35	23
PB	8.55	7.35	6.09	4.81

资料来源: wind, 太平洋证券整理

第一节：国内领先液压气动密封厂商

第二节：密封件市场空间广阔，海外龙头把持高端市场

第三节：公司提供全品类产品体系，进军高端应用市场

第四节：盈利预测与投资建议

第五节：风险提示

1.1 深耕液压密封行业十余载









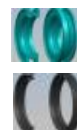
深耕液压密封行业十余载。公司专业从事液压气动密封产品研发、生产和销售，主要产品涵盖液压密封件、液压密封包以及气动密封件、油封、履带密封等，广泛应用于挖掘机、起重机、装载机、破碎锤等工程机械液压油缸密封系统以及煤机的液压支架密封系统，与三一集团、中联重科、徐工集团、恒立液压、中国龙工、郑煤机、神东煤炭集团等工程机械、煤炭和煤机等行业的国内龙头企业建立了长期、稳定的合作关系。同时自主研发了 TecThane® 系列聚氨酯密封材料，已在国内中高端应用市场部分实现国产替代。

图表：唯万密封发展历程



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

图表：公司主要产品一览

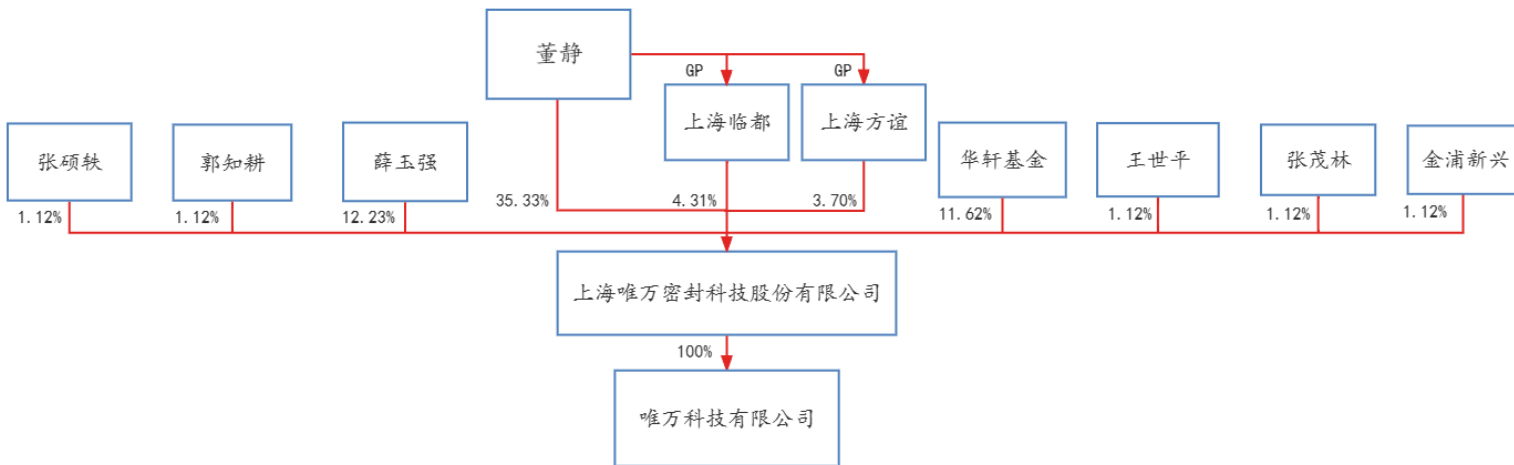
类别	产品名称	收入及总收入占比 (2021年)	定义及主要功能	图示
液压密封件	活塞封	1.75亿元 42.64%	安装在油缸缸体与活塞之间的密封,防止液压介质从活塞与缸体间隙中流出。	
	活塞杆封		安装在油缸盖与活塞杆之间的密封,防止液压介质从活塞杆与缸盖间隙中流出。	
	导向环		在油缸中起支撑和导向作用,防止活塞或活塞杆在运动过程中与缸体发生直接接触和摩擦,起到保护缸体与活塞或活塞杆不被损坏的作用。	
	防尘圈		安装在液压缸端盖,为了防止外部灰尘、雨霜、灰尘进入内部,影响液压油润滑特性和密封唇口的作用。	
	静密封等		主要用于固定件之间的密封,保证固定件之间无介质泄露。	
液压密封包	工程机械密封包	1.49亿元 36.23%	针对工程机械领域特定油缸型号进行组合设计的产品,包含活塞封、活塞杆封、导向环、防尘圈、静密封等功能密封件,覆盖挖掘机、液压破碎锤等液压系统密封件需求,实现密封系统性能配置优化。	
其他密封件	煤机密封包	0.70亿元 17.13%	针对于煤机液压支架进行组合设计的产品,包含活塞封、活塞杆封、导向环、防尘圈、静密封等功能密封件,覆盖煤机液压支架等液压系统密封件产品,实现密封系统性能配置优化。	
	气动密封件		主要包括活塞封、活塞杆封、防尘圈等。其中活塞封是安装在气缸与活塞之间的密封,防止气体从活塞与气缸缸体间隙中溢出;活塞杆封是安装在气缸盖与活塞杆之间的密封,防止空气从活塞杆与缸盖间隙中流出;防尘圈是安装在气缸盖端,为了防止外部灰尘、雨霜、灰尘进入内部。	
	履带密封 油封等		主要用于工程机械行走履带销轴防水、防尘、防泥土等。 主要用于轴承的密封旋转部件和固定部件之间或两个相对运动部件之间的间隙,防止旋转润滑油泄露及污染物的进入	

资料来源：公司招股说明书，同花顺IFIND，太平洋证券整理

1.2 股权结构稳定，员工持股绑定核心利益

- 公司实控人董静为现任董事长兼总经理，直接持有35.33%股权，第二大股东薛玉强为董静一致行动人。上海临都和上海方谊是员工持股平台，通过绑定管理层、技术骨干等人利益，形成员工价值和企业价值相统一的利益共同体。

图表：公司股权结构图（图示）

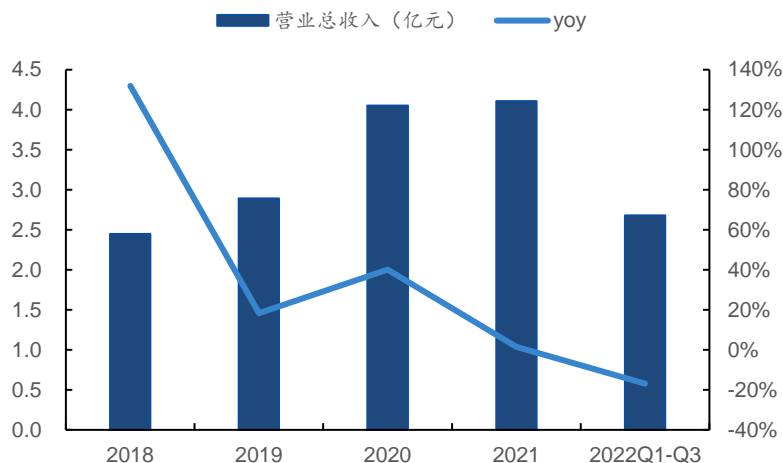


资料来源：同花顺IFIND，太平洋证券整理

1.3 财务分析：下游需求回暖+国产替代加速，23年公司业绩有望高增

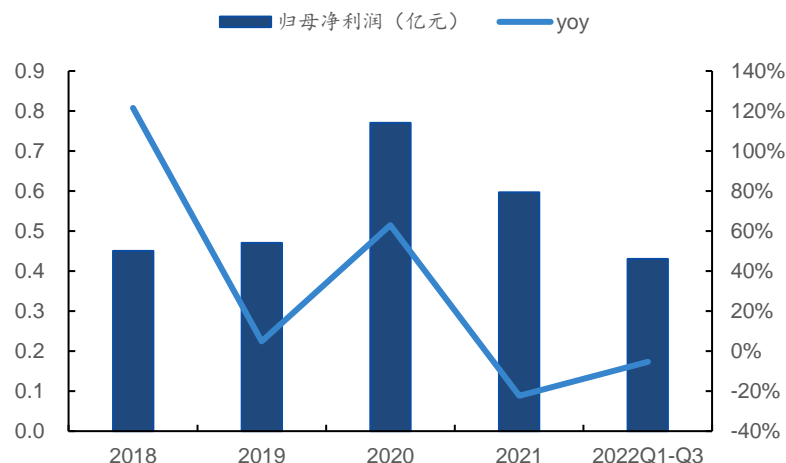
- 下游需求回暖+国产替代加速推进，23年营收、净利润有望高增。**公司收入增长与工程机械等下游景气度关联性高。2018-2021年期间，受益工程机械等下游行业稳步增长及公司加大产品开拓力度，公司营收、归母净利润CAGR 18.9%/9.8%。当前，在下游基建项目不断落地、工程机械需求预期回暖的背景下，同时叠加公司在挖掘机、破碎锤等高端应用市场的国产替代推进，23年有望实现营收、净利高增长。

图表：公司营业收入及增速



资料来源：同花顺IFIND，太平洋证券整理

图表：公司归母净利润及增速

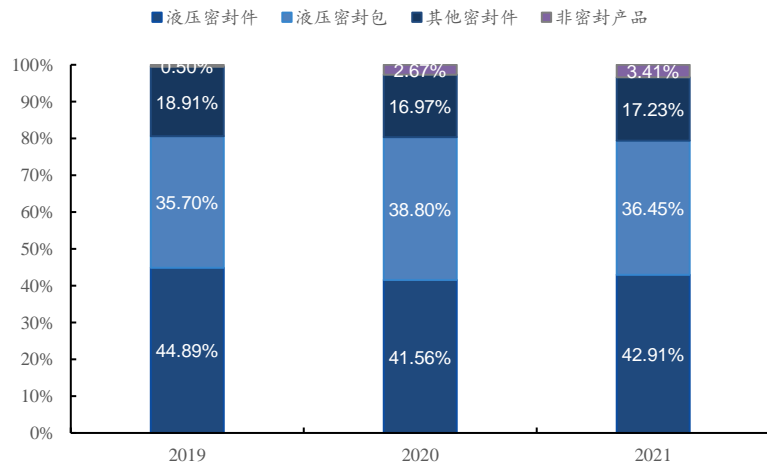


资料来源：同花顺IFIND，太平洋证券整理

1.3 财务分析：下游需求回暖+国产替代加速，23年公司业绩有望高增

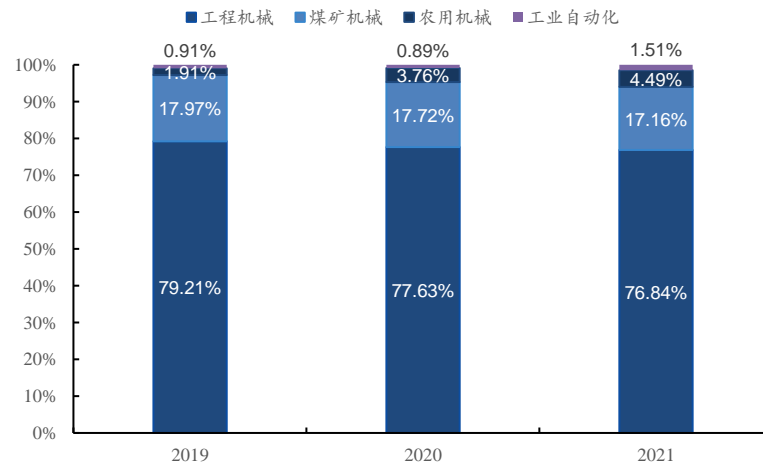
- **液压密封件、液压密封包合计收入占比近80%**。按产品类型拆分，2021年液压密封件、液压密封包、其他密封件分别占主营收入比重为42.91%、36.45%、17.23%。
- **工程机械收入占比近80%**。按终端应用领域拆分，2021年工程机械、煤矿机械、农用机械、工业自动化分别占主营收入比重为76.84%、17.16%、4.49%、1.51%。

图表：公司主营业务收入拆分（按产品）



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

图表：公司主营业务收入拆分（按终端应用领域）

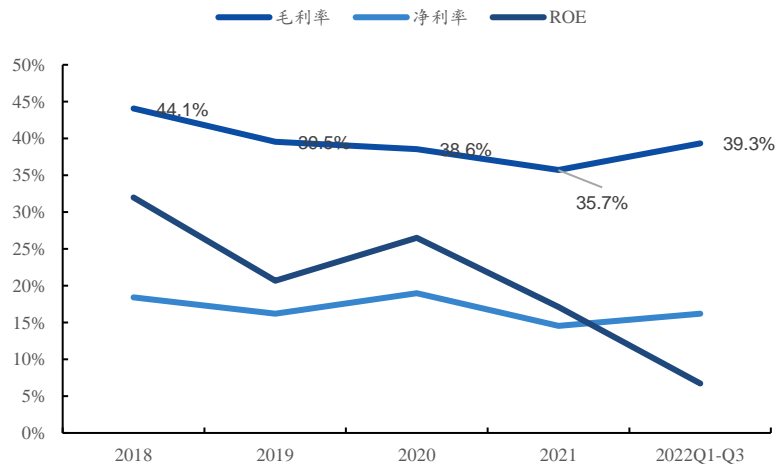


资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

1.3 财务分析：下游需求回暖+国产替代加速，23年公司业绩有望高增

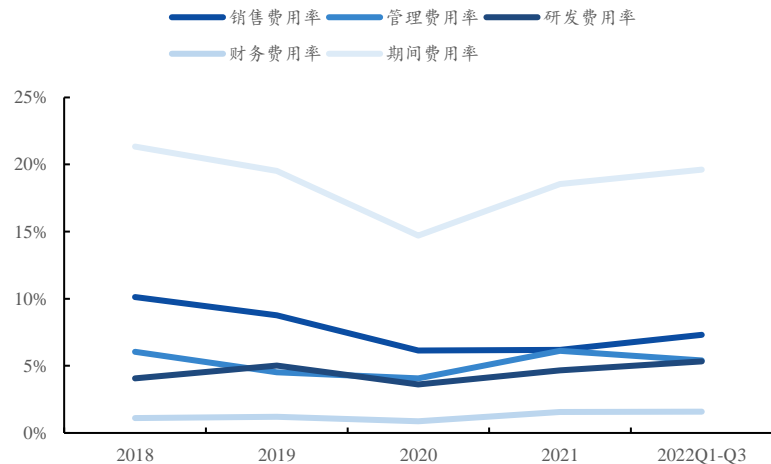
- 盈利能力有望持续提升。2022年前三季度，受益公司密封件自制率提升，毛利率较2021年提升3.6 pct，同期期间费用率小幅提升1.1pct。我们认为随着公司持续推进国产替代，同期收入增长带来规模效应凸显，净利率有望持续上行。

图表：公司盈利能力



资料来源：同花顺IFIND，太平洋证券整理

图表：公司期间费用率



资料来源：同花顺IFIND，太平洋证券整理

第一节：国内领先液压气动密封厂商

第二节：密封件市场空间广阔，海外龙头把持高端市场

第三节：公司提供全品类产品体系，进军高端应用市场

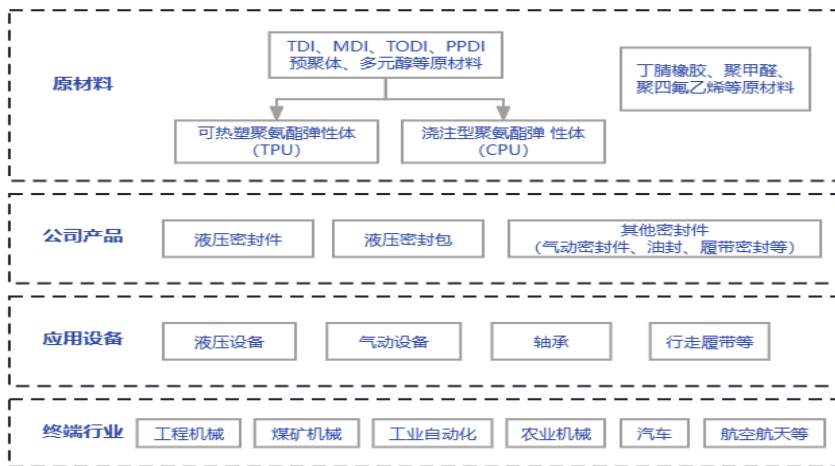
第四节：盈利预测与投资建议

第五节：风险提示

2.1 位于产业链中游，工程机械、煤矿机械应用市场规模超百亿元

- ▶ 液压气动密封件位于产业链中游，关系设备运行、生产安全。1) 液压气动密封件是应用于液压气动设备的密封件统称，是液压气动系统中的重要零部件，核心功能为确保在对介质的压缩过程中空间的密闭性，避免在运作过程中出现介质泄漏；2) 液压密封件主要包括活塞杆封、活塞封、导向环、防尘圈、静密封等；气动密封件主要包括缓冲柱塞、密封圈、导向环、防尘圈等；3) 密封件的性能及稳定性关系到液压气动设备运行效率，密封件故障将会导致设备性能大幅降低甚至整个系统瘫痪。
- ▶ 根据公司招股说明书数据，工程机械、煤矿机械应用领域密封件市场规模超120亿元。2021年公司营收4.11亿元，市占率不足4%，增长空间极大。

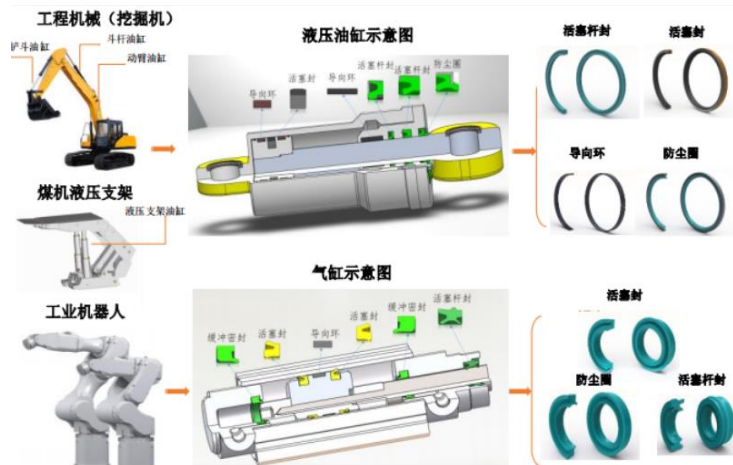
图表：液压气动密封件位于产业链中游（图示）



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

请务必阅读正文之后的免责条款部分

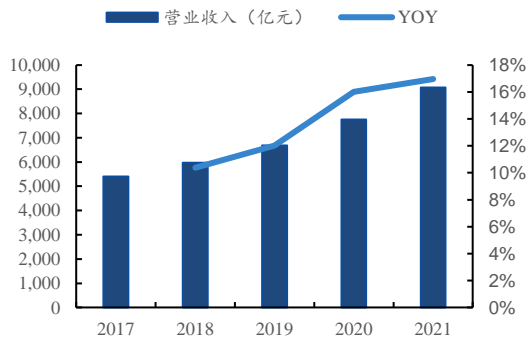
图表：液压气动密封件关系设备运行、生产安全（图示）



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

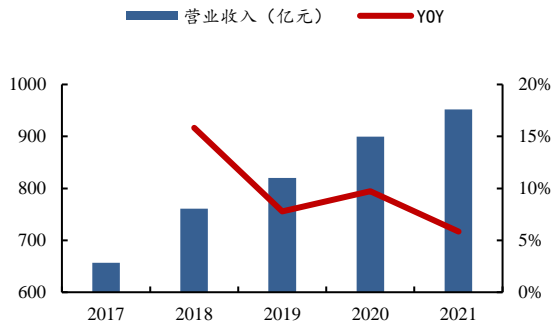
守正 出奇 宁静 致远

图表：2017-2021年国内工程机械行业营业收入



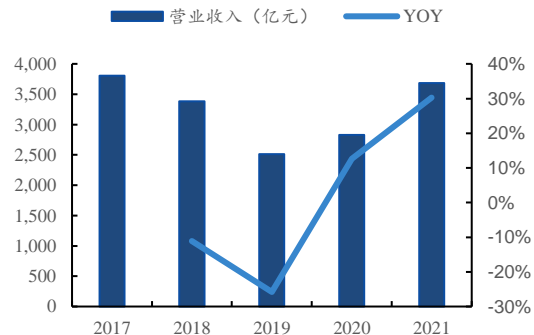
资料来源：中国工程机械工业协会，公司招股说明书，太平洋证券整理

图表：2017-2021年中国煤矿机械50强企业营业收入



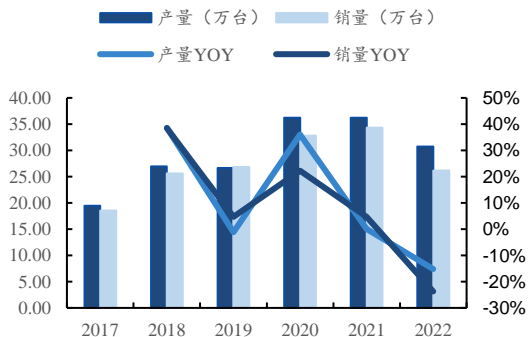
资料来源：中国煤炭机械工业协会，公司招股说明书，太平洋证券整理

图表：2017-2021年国内工业自动控制系统装置行业营收规模



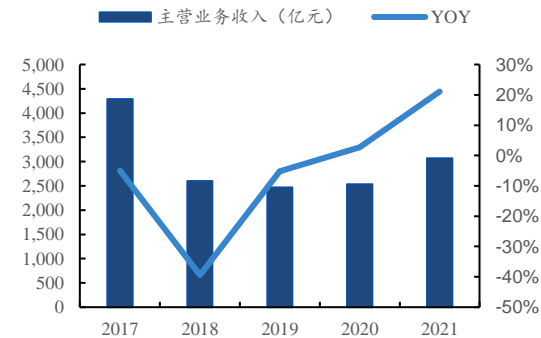
资料来源：上海仪器仪表行业协会，华经产业研究院，太平洋证券整理

图表：2017-2022年国内挖掘机产量销量



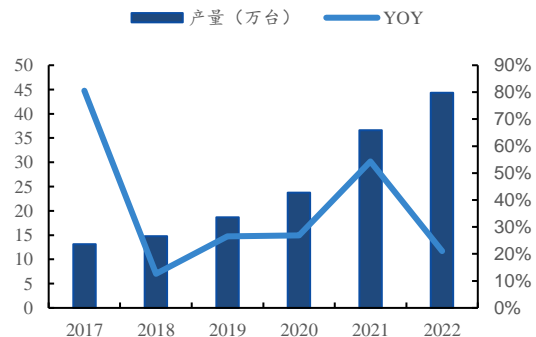
资料来源：国家统计局，公司招股说明书，太平洋证券整理

图表：2017-2022年国内规模以上农机企业主营业务收入



资料来源：中国农业机械工业协会，华经产业研究院，太平洋证券整理

图表：2017-2022年国内工业机器人产量



资料来源：国家统计局，同花顺IFIND，太平洋证券整理

2.2 低端市场格局分散，高端市场被海外龙头把持

- **低端、高端应用市场不同。** 液压气动密封件可以按照工作过程中承受的压力、温度、速度不同，划分为高端、低端应用市场。低端应用市场主要集中在加工机床、农业机械、小型工程机械及辅助设备等行业领域；高端应用市场主要集中在挖掘机、起重机、液压支架等中大型工程机械、煤矿机械、液压机具等。
- **低端市场市场分散，高端市场被海外龙头占据。** 1) 在低端应用市场，设备压力、温度较低，对密封件性能要求较低，以大量的普通材料、结构产品为主，产品在材料及工艺等方面技术含量、附加值较低，产品同质化较为严重，行业集中度较低。2) 在高端应用市场，对密封件的材料、结构、生产工艺具有较高要求，市场主要被国际优势品牌长期占据，国内企业总体产品技术尚处于较低水平，缺乏在国际具有影响力的品牌，仅有包括公司在内的少数生产企业在细分领域市场拥有与国外公司竞争的实力，市场占有率较低。
- **公司主要与海外龙头竞争。** 国内具备自主研发聚氨酯密封件产品能力的公司较少，公司竞争对手主要为在NOK、派克汉尼汾、特瑞堡等海外龙头。

2.2 低端市场格局分散，高端市场被海外龙头把持

图表：唯万密封主要竞争对手

公司	简介	国家	营收FY21
优泰科	系中密控股的全资子公司，优泰科在煤机行业与唯万密封之间存在竞争关系。	中国	1.24亿元
河北隆立密封技术有限公司	成立于1986年，公司可自行研发设计油缸密封件，并根据油缸不同使用工况为客户提供密封的最佳设计方案，公司产品涵括工程机械、农用机械、煤矿机械等行业。	中国	/
派克汉尼汾	成立于1918年，现已成为世界上最大的专业生产和销售各种制冷空调件、液压气动和流体控制产品及元器件的全球性的公司。主要产品包括液压及气动产品的动密封、静密封和密封胶、润滑脂、测量锥、测量带等附件。	美国	39.59亿美元
恩福（中国）	恩福（中国）由 NOK 株式会社（日本）和科德宝密封技术集团（德国）均等出资组建。公司主要产品包括为汽车工业生产和销售的密封件有油封，气门密封，波纹管，防尘套，O 型圈，密封垫，隔膜，组合式活塞密封，管接头密封及液态硅胶密封等。	/	/
NOK 株式会社	成立于1939年，是世界最大的密封产品生产厂家之一，NOK 产品在日本占有70%以上的市场，在其他国家占有50%以上的市场。主要产品包括液压密封系统密封件、油封、O 型圈、机械密封等。	日本	3362亿日元
特瑞堡	特瑞堡是一家专注于聚合物技术的全球性工业集团，特瑞堡密封系统主要应用于通用工业、轻型车辆和航空航天领域。主要产品包括 O 型圈、液压密封件、旋转轴封、油封、静密封、气动密封、机械端面密封以及其他各种密封件。	瑞典	124.80亿瑞典克朗
赫莱特	赫莱特是一家全球领先的流体动力液压和气动密封件制造商以及密封解决方案的提供商，产品涵盖防尘圈，O 型圈，活塞杆和活塞密封件，导向环和其它定制高性能橡塑密封件，适用于油气开采、液压系统、采矿、航空航天、农业、机械装卸等市场。	英国	/

资料来源：公司招股说明书，派克汉尼汾官网，NOK株式会社官网，特瑞堡官网，太平洋证券整理
 注：NOK、特瑞堡营收为密封部门收入，其他均为公司总收入

2.2 低端市场格局分散，高端市场被海外龙头把持

- **产品、市场份额领先国内同行。**唯万密封的产品稳定性、一致性更强，工业化自动化程度以及生产效率更高，在市场份额方面领先于河北隆立及优泰科。

图表：唯万科技与国内竞争对手产品对比

公司	生产工艺	材料
唯万密封	采用注塑+模具的生产工艺，产品稳定性、一致性更强,工业化自动化程度以及生产效率更高	热塑性聚氨酯弹性体管料（TPU）
优泰科	在大型密封件无模具加工技术方面具有一定的技术优势，目前重点推广盾构设备用大型密封件	浇注成型聚氨酯弹性体管料（CPU）
河北隆立密封技术有限公司	要通过自产CPU聚氨酯管料车削的工艺生产密封件	浇注成型聚氨酯弹性体管料（CPU）

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

第一节：国内领先液压气动密封厂商

第二节：密封件市场空间广阔，海外龙头把持高端市场

第三节：公司提供全品类产品体系，进军高端应用市场

第四节：盈利预测与投资建议

第五节：风险提示

3.1 提供全品类产品体系，绑定工程机械等核心大客户

- **自制+外购，提供全品类产品体系。**密封件种类繁多，不同应用工况对密封件材料、结构、尺寸规格要求各异，根据公司招股说明书，公司通过“自制件+外购定制件+外购标准件”模式，已形成近2.3万种不同功能、材料、型号规格的密封件产品体系，能更好响应客户需求。
- **绑定工程机械、煤矿机械核心大客户。**1) 工程机械领域，客户涵盖三一重工、徐工集团、中联重科、柳工集团、中国龙工、山推机械、山河智能、雷沃工程机械等；2) 煤矿机械领域，郑煤机、神东煤炭集团、速达股份等煤炭和煤机领域客户；3) 工业自动化领域，已通过气动元器件国际龙头企业费斯托的供应商体系认证，进入其全球采购供应商名单。4) 市场份额方面，根据公司招股说明书，2021年公司是在三一集团、徐工集团、中联重科、郑煤机等密封件第一大供应商。

3.2 掌握聚氨酯密封材料改性技术，奠定进军高端市场基础

- 公司已具备进军PPDI等高端材料市场的能力。在众多聚氨酯制品中，CPU 与 TPU 适用于作为液压气动密封件的原材料，其可进一步分为TDI、MDI、PPDI、TODI 等材料体系。国内聚氨酯密封材料起步较晚，材料配方、改性技术能力、生产工艺等方面均与海外有一定差距，产品主要集中于 TDI、MDI 等中低端材料体系，对 PPDI、TODI 等高端材料体系技术研发能力较弱。公司掌握聚氨酯密封材料改性技术，具备进军PPDI等高端材料市场的能力。

图表：PPDI、TODI、MDI、TDI材料及应用特点

材料体系	材料及应用特点
PPDI 材料体系	较为前沿的聚氨酯密封材料，具有优异的机械性能和热动态性能，产品注塑工艺性能差，生产工艺技术门槛较高。行业内采用该材料体系的密封件制造厂商为派克汉尼汾公司。
TODI 材料体系	较为前沿的聚氨酯密封材料，TODI 体系热塑性聚氨酯在高温、高频、高压的工况下，具备优异的性能，TODI 型预聚体比 PPDI 型预聚体有更好的工艺操作性能，主要应用于挖掘机等高端工程机械，行业内采用该材料体系的密封件制造厂商为 NOK 公司。
MDI 材料体系	目前主流的 MDI 聚氨酯密封材料，机械性能较好，工艺难度不高，在中低端工程机械、煤矿机械行业应用广泛，我国聚氨酯密封件生产企业主要的体系原材料。
TDI 材料体系	性能一般，但制作成本较低，其被广泛运用于中低端市场。

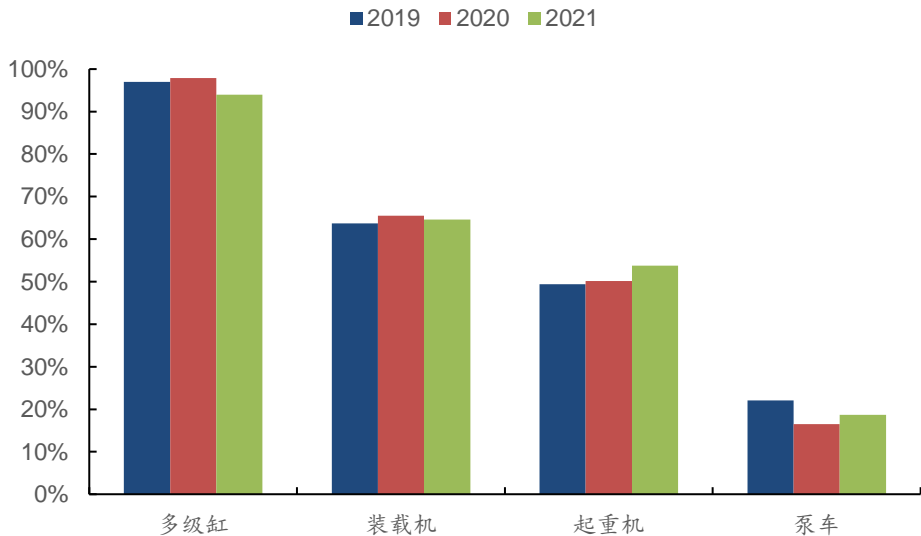
资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

3.3 低端应用领域密封件自制率较高

根据公司招股说明书，2020年液压主密封件市场规模约为24.25亿元，公司自制件收入1.43亿元，市场份额约5.9%。我们认为随着零部件国产化需求、公司在大客户的产品认证不断推进，国产化率有较大提升空间。

- **低端市场自制率高**，公司MDI标准材料已覆盖包括煤机液压支架、农用机械、工程机械以及工业自动化气缸在内主流机型，多级缸主密封件已基本接近全自制化，装载机等有望随着后续自制件产能提升，加快替代步伐。

图表：多级缸、装载机等主密封件自制率



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

3.4 挖掘机、破碎锤等高端应用领域处于国产替代初期，有望加速向上

根据公司招股说明书，2020年液压主密封件市场规模约为24.25亿元，公司自制件收入1.43亿元，市场份额约5.9%。我们认为随着零部件国产化需求、公司在大客户的产品认证不断推进，国产化率有较大提升空间。

- **高端应用市场仍处于替代初期：**挖掘机、破碎锤是工程机械领域市场容量最大的设备，装机量达到工程机械设备的50%以上，主要应用PPDI、TODI。自公司19年PPDI起逐步批量应用，当前仍处于国产替代初期，后续有望随着产品出货及客户端验证的推进，加速国产替代。

图表：公司自制件在挖掘机、破碎锤的试验认证情况

应用机型	自制主密封件	自制件试验认证进展情况
挖掘机	活塞杆封（PPDI材料）	前装市场：①三一集团：2020年10月测试通过，2021年9月起开展小批量验证，HRX系列活塞杆封已于2022年3月验证通过并计划加大市场验证批量，其他型号系列预计2022年12月批量供货；②徐工集团：推土铲油缸密封已小批量投入市场验证，预计2022年中旬可实现小批量供货； 售后市场：2018年4月小批量试装，2018年8月批量推向市场
	防尘圈（MDI材料）	三一集团：2015年2月测试验证，2016年5月形成批量采购 徐工集团：2016年8月测试验证，2017年6月形成批量采购 卡特彼勒：2021年9月提供样品测试，预计2022年8月完成测试
破碎锤	活塞杆封、防尘圈（PPDI材料）	前装市场：2019年4月客户测试通过，2019年9月起小批量市场验证，2020年3月起形成批量采购 售后市场：2018年2月小批量试装，2019年8月批量推向市场
	活塞杆封、防尘圈（MDI材料）	售后市场：2018年2月小批量试装，2019年8月批量推向市场

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

3.5 募投扩产能，保障后续交付能力

公司募投项目包含8000万件/套高性能密封件项目、智能化升级改造建设项目、技术研发中心等，

- **8000万件/套高性能密封件项目：**新增应用于煤机行业密封件产品 80 万件/年，新增气动密封件产品 87 万件/年，新增应用于工程机械密封件产品 7,703 万件/年，新增应用于农业机械行业密封件产品 130 万件/年；
- **智能化升级改造建设项目：**项目建成后可形成年生产高性能密封件产品 2,000万件的生产能力，其中活塞杆封、导向环、活塞封、防尘圈、中央回转各 400 万/件套。

图表：公司募投项目简介

项目名称	总投资额	募集资金投资额	建设期	实施主体
唯万科技有限公司新建年产8,000万件/套高性能密封件项目	2.44	2.44	2年	嘉善唯万
唯万科技有限公司密封技术研发中心建设项目	0.85	0.85	2年	嘉善唯万
唯万科技有限公司智能化升级改造建设项目	0.92	0.92	2年	嘉善唯万
补充流动资金项目	1.80	1.80	-	-
合计	6.02	6.02	-	-

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

第一节：国内领先液压气动密封厂商

第二节：密封件市场空间广阔，海外龙头把持高端市场

第三节：公司提供全品类产品体系，进军高端应用市场

第四节：盈利预测与投资建议

第五节：风险提示

4 盈利预测与投资建议

公司作为国内领先液压气动密封厂商，2021年收入4.11亿元，国产替代空间极其广阔。预计2022年-2024年公司营业收入分别为3.76亿元、5.59亿元、8.60亿元，归母净利润分别为0.61亿元、0.92亿元和1.42亿元，对应EPS分别为0.51元、0.76元和1.18元，首次覆盖给予“买入”评级。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	410.68	375.82	559.37	860.09
增长率	1.39%	-8.49%	48.84%	53.76%
归属母公司净利润（百万元）	59.64	61.26	91.69	141.52
增长率	-22.45%	2.71%	49.67%	54.35%
每股收益 EPS（元）	0.50	0.51	0.76	1.18
PE	54	53	35	23
PB	8.55	7.35	6.09	4.81

资料来源：wind，太平洋证券整理

4 盈利预测与投资建议

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	410.68	375.82	559.37	860.09
营业成本	264.02	240.52	357.21	548.03
营业税金及附加	1.14	1.58	2.24	3.01
销售费用	25.43	28.19	36.36	51.61
管理费用	25.12	24.43	35.24	51.61
财务费用	6.44	4.28	4.61	8.77
资产减值损失	-8.54	-5.00	-5.00	-5.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	84.08	70.04	104.94	161.77
其他非经营损益	-16.49	0.22	0.07	0.11
利润总额	67.60	70.26	105.01	161.88
所得税	7.95	9.00	13.33	20.36
净利润	59.64	61.26	91.69	141.52
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	59.64	61.26	91.69	141.52

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	10.22	75.16	111.87	172.02
应收和预付款项	283.55	277.01	407.79	623.80
存货	128.84	117.37	174.32	267.43
其他流动资产	50.59	13.87	20.65	31.74
长期股权投资	287.16	287.16	287.16	287.16
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	126.84	126.66	125.81	124.29
无形资产和开发支出	11.15	9.90	8.65	7.41
其他非流动资产	-276.53	-277.01	-277.01	-277.01
资产总计	621.82	630.12	859.23	1236.85
短期借款	76.33	64.02	160.21	329.16
应付和预收款项	84.05	84.98	124.67	189.29
长期借款	36.63	36.63	36.63	36.63
其他负债	46.43	4.52	6.06	8.58
负债合计	243.45	190.15	327.58	563.67
股本	90.00	120.00	120.00	120.00
资本公积	178.51	148.51	148.51	148.51
留存收益	110.19	171.45	263.14	404.67
归属母公司股东权益	378.36	439.97	531.66	673.18
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	378.36	439.97	531.66	673.18
负债和股东权益合计	621.82	630.12	859.23	1236.85

业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
EBITDA	97.45	86.23	121.65	183.30
PE	54.24	52.81	35.29	22.86
PB	8.55	7.35	6.09	4.81
PS	7.88	8.61	5.78	3.76
EV/EBITDA	25.96	37.70	27.21	18.65

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	59.64	61.26	91.69	141.52
折旧与摊销	6.93	11.91	12.09	12.76
财务费用	6.44	4.28	4.61	8.77
资产减值损失	-8.54	-5.00	-5.00	-5.00
经营营运资本变动	-16.68	24.65	-153.27	-253.09
其他	-27.80	5.00	5.00	5.00
经营活动现金流净额	19.98	102.09	-44.87	-90.04
资本支出	-62.22	-10.00	-10.00	-10.00
其他	11.06	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流净额	-51.16	-10.00	-10.00	-10.00
短期借款	7.75	-12.31	96.19	168.95
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	21.68	-14.83	-4.61	-8.77
筹资活动现金流净额	29.44	-27.14	91.58	160.19
现金流量净额	-1.80	64.95	36.71	60.14

财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
销售收入增长率	1.39%	-8.49%	48.84%	53.76%
营业利润增长率	-18.56%	-16.70%	49.82%	54.15%
净利润增长率	-22.45%	2.71%	49.67%	54.35%
EBITDA 增长率	-12.44%	-11.51%	41.08%	50.67%
获利能力				
毛利率	35.71%	36.00%	36.14%	36.28%
期间费率	18.53%	20.14%	19.12%	18.52%
净利率	14.52%	16.30%	16.39%	16.45%
ROE	15.76%	13.92%	17.25%	21.02%
ROA	9.59%	9.72%	10.67%	11.44%
ROIC	15.22%	11.84%	15.31%	17.06%
EBITDA/销售收入	23.73%	22.94%	21.75%	21.31%
营运能力				
总资产周转率	0.71	0.60	0.75	0.82
固定资产周转率	5.81	3.11	4.65	7.23
应收账款周转率	2.41	2.42	2.88	2.96
存货周转率	2.53	1.95	2.45	2.48
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	84.63%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	39.15%	30.18%	38.12%	45.57%
带息债务/总负债	46.40%	52.93%	60.09%	64.90%
流动比率	2.30	3.18	2.47	2.08
速动比率	1.68	2.41	1.87	1.57
每股指标				
每股收益	0.50	0.51	0.76	1.18
每股净资产	3.15	3.67	4.43	5.61
每股经营现金	0.17	0.00	0.00	0.00

资料来源: Wind, 太平洋证券整理

第一节：国内领先液压气动密封厂商

第二节：密封件市场空间广阔，海外龙头把持高端市场

第三节：公司提供全品类产品体系，进军高端应用市场

第四节：盈利预测与投资建议

第五节：风险提示

5 风险提示

- 风险一：下游市场拓展不及预期；
- 风险二：产能提升不及预期；
- 风险三：市场竞争加剧等。

资料来源：Wind，太平洋证券整理

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5% 以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平 -5% 与 5% 之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5% 以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15% 以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5% 与 15% 之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 5% 之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 -15% 之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	巩贇阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com
华南销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。