

唯万密封（301161.SZ）

优于大市

液压气动密封领先企业，有望充分受益半导体密封进口替代及人形机器人产业发展

核心观点

深耕液压气动密封领域，打破海外高端密封件垄断。公司深耕液压气动密封领域近二十年，已形成包括工程机械、油气设备、煤矿机械、农业机械及工业自动化等主要业务板块，客户包括徐工、三一重工、中联重科、柳工等工程机械客户，斯伦贝谢、威尔集团、贝克休斯等石油天然气客户，并与FESTO、卡特彼勒深度合作。公司通过产品的国产化应用，在下游应用市场与NOK、派克汉尼汾、赫莱特等液压气动密封行业国际知名企业开展竞争，不断推动进口替代，部分技术打破了国外密封件产品在国内中高端应用市场的垄断。2025年上半年公司实现营收3.86亿元，同比增长16.27%；归母净利润0.48亿元，同比增长22.64%，主要受益下游工程机械企稳、油气密封及通用机械业务大幅增长；公司毛利率/净利率为42.25%/16.69%，较高盈利能力主要系中高端密封圈技术壁垒较高（核心体现为密封材料的配方技术）且兼具“耗材”属性（使用过程会正常损耗，需定期更换），公司处于行业领先地位。

全资收购嘉诺密封，半导体进口替代及油气密封海外突破有望加速成长。嘉诺密封业务主要应用于油气设备、工程机械以及通用工业等领域，与公司协同显著；嘉诺密封2024年收入/净利润分别为3.56/0.67亿元，公司2025年7月1日已完成收购嘉诺密封100%股权，短期并表有望显著增厚业绩，中长期看业务协同有望加速公司成长。1）**油气密封：**25H1公司油气密封收入0.75亿，同比增长50%，受益于下游油气需求平稳及公司海外业务突破更快成长；2）**半导体密封：**全氟醚橡胶密封圈能在超高温、强腐蚀、富等离子体、强酸碱等恶劣环境中起到设备结构部件间的紧密连接和真空密封作用，被广泛应用于半导体核心工艺设备的真空密封环节，是半导体设备关键零部件，2024年全球/中国市场规模为314/70亿元，其中半导体领域占比88%/81%，且超70%以上来自于晶圆厂的更换需求，“耗材”属性显著；从竞争格局看，半导体密封圈超90%仍需进口，美国杜邦/GT中国市占率达44%/11%，国内龙头芯密科技市占率约3.4%，唯万密封亦加大半导体业务布局，公司子公司广州加士特研发生产的部分FFKM橡胶材料密封产品在半导体生产设备领域已得到成功的验证，若各项验证表现良好，未来或将带来更高的销售收入。

密封件是人形机器人走向量产的必需零部件，公司具备先发优势有望受益。密封件主要是防止流体或固体微粒从相邻结合面间泄漏以及防止外界杂质如灰尘与水分等侵入机械内部的零部件，是解决机器设备密封性最常见、最广泛的零部件之一。在人形机器人处于快速迭代、持续优化升级的阶段，对密封件需求较小；但当人形机器人从基本功能具备逐步拓展至具备完整功能时，密封件将是保证人形机器人长期使用可靠性、稳定性的必要零部件。公司于今年拓展人形机器人领域的密封应用，正积极拓展机器人供应商，针对其提出的技术要求及更新周期进行定制化研发、供样测试，来辅助机械性能更好地运作，后续有望充分受益人形机器人产业发展。

投资建议：公司是液压气动密封领域领先企业，主业受益工程机械复苏及油气业务加速突破有望加速成长，半导体密封进口替代及人形机器人产业应用将打开更大成长空间。我们预计2025-2027年归母净利润分别为1.03/1.53/1.89亿元，对应PE 41/28/22倍，一年期合理估值为38.10-44.45元（对应2026年PE 30-35x），首次覆盖给予“优于大市”评级。

公司研究·财报点评

机械设备·工程机械

证券分析师：吴双

0755-81981362

wushuang2@guosen.com.cn

S0980519120001

证券分析师：杜松阳

0755-81981934

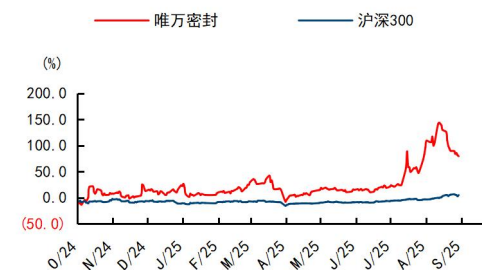
dusongyang@guosen.com.cn

S0980524120002

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	40.67 - 43.21 元
收盘价	33.79 元
总市值/流通市值	4055/1802 百万元
52 周最高价/最低价	47.45/13.54 元
近 3 个月日均成交额	300.31 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

风险提示：行业竞争加剧的风险；客户突破不及预期；新产品拓展不及预期；下游需求波动可能拖累短期业绩。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	363	716	845	1,025	1,250
(+/-%)	6.7%	97.0%	18.1%	21.3%	21.9%
净利润(百万元)	37	53	103	153	189
(+/-%)	-19.7%	43.4%	93.9%	47.9%	24.2%
每股收益(元)	0.31	0.44	0.86	1.27	1.58
EBIT Margin	10.5%	15.1%	17.1%	18.1%	18.5%
净资产收益率(ROE)	4.0%	5.4%	10.4%	15.0%	18.3%
市盈率(PE)	113.0	78.8	40.7	27.5	22.1
EV/EBITDA	86.4	35.5	29.4	23.9	20.1
市净率(PB)	4.49	4.28	4.24	4.12	4.04

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

内容目录

液压气动密封领域领先企业	4
液压气动密封领域领先企业，收购上海嘉诺大幅提升公司实力	4
财务情况：经营整体稳健，迎来加速增长拐点	7
股权结构稳定，实控人及一致行动人共计持股超持股超 50%	9
半导体密封国产替代空间广阔，人形机器人密封件加速布局	9
半导体密封橡胶的性能要求和技术壁垒高	10
半导体密封国产替代需求迫切，空间有望超百亿	11
公司的半导体密封产品处于国内领先地位	12
人形机器人的密封件要求较高，公司已有所布局	13
盈利预测	14
假设前提	14
未来 3 年业绩预测	15
估值与投资建议	17
绝对估值	17
相对估值	18
投资建议	19
风险提示	20
财务预测与估值	22

液压气动密封领域领先企业

液压气动密封领域领先企业，收购上海嘉诺大幅提升公司实力

唯万密封是一家立足于材料研发、为客户提供液压气动密封产品和密封系统解决方案的企业。公司主要产品包括液压密封件、液压密封包等液压密封产品，以及气动密封件、油封、履带密封等其他密封产品，已形成包括工程机械、煤矿机械、农业机械及工业自动化四大业务板块，产品应用涵盖挖掘机、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和工业机器人、自动化生产设备等气动密封系统。

公司是国内较早进入液压气动密封件制品行业的企业之一，在相关领域有深厚的技术积累。公司在行业内较早立足于对客户需求的精准分析，以密封包的形式向客户提供密封系统解决方案，满足客户对密封系统性能的整体需求。公司拥有包括密封材料研发、材料生产、产品设计、产品制造等全流程的液压气动密封件研发生产体系，在密封材料方面，公司攻克了PPDI原料合成高性能聚氨酯的加工工艺，自研出高性能高回弹PPDI聚氨酯材料，研制的TecThane系列聚氨酯密封材料具备聚氨酯弹性好、耐低温、耐高温、耐磨、对基材界面黏附性好等优点，部分技术打破了国外密封件产品在国内中高端应用市场的垄断，该材料在工程机械行业研发的HRS、HWG、HP1A等系列产品，在煤机行业研发了HWC、HRU等系列产品，在工业自动化行业研发了PPD、PRM、PRL等系列产品，替代了美国派克、瑞典特瑞堡、日本NOK、英国赫莱特等国际企业，积极实现液压气动密封产品在中高端应用领域的国产化。

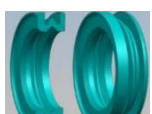
公司依靠严格的产品质量控制，以及与客户开展产品协同研发的方式，积累了大量优质的客户资源。在工程机械领域，2024年全球50强工程机械制造商中，中国共有13家公司，其中公司已覆盖徐工、三一重工、中联重科、柳工、中国龙工、山推机械、山河智能、雷沃等8家客户；在石油与天然气领域客户中，控股子公司业务覆盖了全球主要的油服公司和油气装备制造公司，全球10强油服公司中，斯伦贝谢、威尔集团、贝克休斯、威德福、TechnipFMC等5家客户子公司均有业务覆盖。同时公司及子公司注重品牌的国际化发展，目前与国际知名企业FESTO、卡特彼勒等建立合作关系。

具体来说，公司的主营业务分四类：

- 1) 液压密封件：**包含活塞封、活塞杆封、导向环、防尘圈、静密封。其中活塞封防止油缸缸体与活塞间液压介质泄漏，活塞杆封防止油缸盖与活塞杆间渗漏，导向环起支撑导向作用以避免摩擦，防尘圈阻挡杂质进入油缸，静密封实现固定件间防漏，整体服务液压系统基础密封需求。
- 2) 液压密封包：**分为工程机械密封包与煤机密封包。工程机械密封包是定制化组合密封件，适配挖掘机、破碎锤等液压系统；煤机密封包适配煤机液压支架密封，两类产品共同满足特定行业集成化密封需求。
- 3) 其他密封产品类：**包含气动密封件、履带密封、油封。气动密封件用于气缸系统，防止漏气并阻挡杂质；履带密封用于工程机械履带销轴，实现防水防尘；油封用于轴承旋转部件，防止漏油并阻挡污染物，整体覆盖非液压多场景密封。
- 4) 泵阀密封件：**包含套管头密封、压裂泵柱塞密封、API6A/6D阀门密封、调节阀密封、半导体橡胶密封等。套管头密封用于采油井口，耐受高压腐蚀；压裂泵柱塞密封用于压裂泵，助力形成高压腔；API6A/6D阀门密封分别适配石油钻采、

管线阀门密封；调节阀密封用于高温环境阀门密封；半导体橡胶密封用于半导体设备轴承，防止漏液防尘，整体适配泵、阀及特种设备专业密封。

图1：公司产品具体情况

类别	产品名称	产品介绍	产品图片
液压密封件	活塞封	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	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	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。	
	煤机密封包	针对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。	
其他密封件	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	主要用于工程机械行走履带销轴防水、防尘、防泥土等。	
	油封	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。	
泵阀密封件	套管头密封	用于采油井口头的设备连接密封，保证钻井、压裂、采油的过程中管道内高压、高腐蚀介质不泄露。	
	压裂泵柱塞密封	用于压裂泵增压柱塞密封，安装在柱塞孔内，泵启动时需要密封住流入的介质从而形成压裂用的高压腔。	
	井下工具密封	用于压裂作业或者修井在地层管路中激发封隔不同压力层，需要满足井下高温、高腐蚀、超高压的环境。	

API6A 阀门密封	用于石油钻采、压裂密封超高压力的 6A 闸阀和 6A 球阀，密封含有原油、硫化氢复杂介质工况。	
API6D 阀门密封	用于石油天然管线球阀阀座、阀杆、体盖密封，对工作温度、压强具有较高的要求。	
调节阀密封	主要用于石油化工核电等双座式调节阀、火力发电高温蒸汽调节阀门阀芯密封，需满足高温工作的要求。	
水泵往复 V 型组合密封	用于水泵中密封水介质，在往复运动中实现增压作用。	
喷涂机柱塞泵密封	用于喷涂设备增压泵中，通过密封涂料介质，在往复运动中实现增压作用。	
真空泵转轴 PDR 形式密封	通过一个或多个 PTFE 密封唇的径向轴密封件针对转轴进行密封，其主要作用为保护高速旋转轴轴承，防止外部杂质、污染物进入轴承。	
液压阀芯格莱圈组合密封	用于平衡阀、重力阀、插装阀等阀芯中，通过控制泄流量实现阀的各类功能。	
激光头头腔室密封	用于智能激光头保护镜片和端面调焦密封，密封氮气等保护气体，避免灰尘等杂质进入腔体。	
半导体橡胶密封	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，防止旋转润滑油泄漏及污染物的进入。	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

唯万密封已完成上海嘉诺 100% 的收购。2023 年 7 月 31 日，唯万密封首次公告筹划收购上海嘉诺 51% 股权及广州加士特控股股权；2024 年 1 月 16 日，公告拟以 2.13 亿元收购上海嘉诺 51% 股权，此次收购采用收益法评估，增值率 102.63%，同日常签署相关协议，3 月 15 日完成该部分股权交割，3 月 19 日公告标的资产过户，上海嘉诺自此成为唯万密封控股子公司；2025 年 6 月 9 日，双方签署收购上海嘉诺剩余 49% 股权的协议，交易金额 2.04 亿元，6 月 10 日唯万密封董事会审议通过该收购议案，7 月 1 日完成剩余 49% 股权收购，上海嘉诺正式成为唯万密封全资子公司。

唯万密封收购上海嘉诺兼具战略与业务考量，收购后为公司带来多方面积极成效。收购原因上，一是为补全密封材料技术体系，上海嘉诺在橡胶、工程塑料类密封材料技术上的优势，可与公司聚氨酯密封材料技术形成互补，助力公司加速密封件产业链布局，突破国际品牌在高端市场的垄断地位，推进国产替代进程；二是为实现客户与技术协同，双方可共享工程机械、油气装备等领域客户资源，减少同质化竞争并拓展产品应用场景，同时吸纳上海嘉诺专业团队，优化公司内部管理。收购影响方面，上海嘉诺 2024 年实现扣非净利润 7184.26 万元，业绩承诺完成率达 173%，有效增厚公司业绩；公司下游应用领域拓展至油气装备等领域，分散单一行业依赖风险，同时整合双方销售渠道，提升产品市场份额；此外，通过规模采购、统一内部系统等举措，优化资源配置，降低运营成本，提升整体运营效率。

财务情况：经营整体稳健，迎来加速增长拐点

公司营收利润整体呈改善态势。2022-2024 年营业收入从 3.40 亿元增长至 7.16 亿元，2024 年同比增速达 97.02%，主要系行业景气度提升和收购子公司所致；2025 年上半年营收 3.86 亿元，同比增长 16.27%，延续增长势头。利润端同步提升，2022-2024 年归母净利润从 0.46 亿元增长至 0.53 亿元，2024 年同比增速 43.35%；2025 年上半年归母净利润 0.48 亿元，同比增长 22.64%，扣非归母净利润 0.45 亿元，同比增长 31.14%，盈利质量进一步优化。

图2：唯万密封 2025 年上半年营业收入同比增长 16.27%



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：唯万密封 2025 年上半年归母净利润同比增长 22.64%



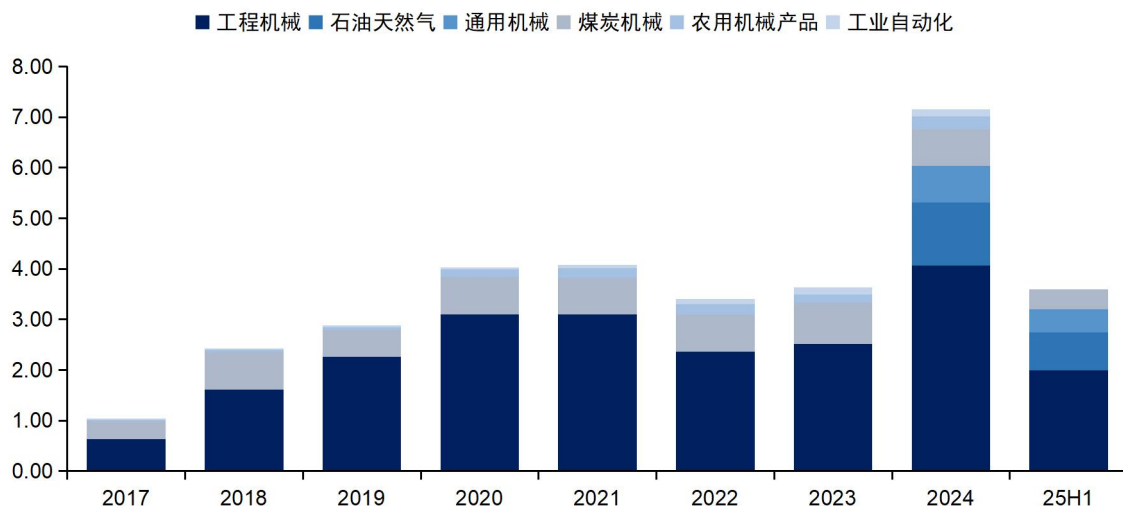
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司下游主要包括工程机械、石油天然气机械、通用工业、气动及自动化、煤矿机械、农业机械等，其中：

- 1) 工程机械行业是公司产品最主要的下游应用领域，公司不断进行材料性能迭代更新，推出更加符合各种作业环境、工况及温度需求的产品，配合客户加快关键零部件国产化进程，同时在市场验证、产品迭代时期为客户提供长期而快速的应用技术支持，稳步推进密封件国内外市场的国产化进程，2025 年上半年实现的销售收入为 19,947.85 万元，较上年增加 3.30%。
- 2) 石油天然气领域作为上海嘉诺及其重要子公司广州加士特的主要应用领域之一，通过自主研发多种高性能塑料及橡胶材料配方，形成了完善的应用材料库，具有橡胶类与工程塑料类密封材料、密封件生产工艺、密封应用技术、产品验证等技术储备。2025 年上半年内油气行业实现销售收入为 7,450.45 万元，较上年增加 50.03%。
- 3) 通用工业密封领域：上海嘉诺是国内盾构厂首批应用的国产化密封供应商之一，产品主要应用于大型盾体密封、刀盘驱动机构密封、推进油缸密封、铰接油缸以及盾尾体的安全气囊密封等主机位置，可用于硬岩掘进盾构机及泥水盾构机型，最大配套 12 米双通道的盾构机型密封，目前稳步发展中。
- 4) 气动及自动化市场密封板块作为公司后进的市场板块，依托质量、成本和地域优势，作为国产品牌逐步在国际市场站稳脚跟，产品主要应用于自动化生产设备等，2025 年上半年，实现销售收入为 1,127.02 万元，较上年增加 56.49%。
- 5) 煤矿机械密封市场：公司与行业内头部企业在液压支架新制和维修项目上均有广泛的合作与应用，其中公司与国内液压支架龙头企业建立了长期稳定的研发、合作关系。2025 年上半年，公司实现的销售收入为 3,897.17 万元，较去年同比增长 10.22%。

6) 农业机械：2025 年上半年，公司在农机行业实现稳定发展，实现销售收入 1,547.41 万元，较去年同期增长 8.41%。公司进入拖拉机行业龙头一拖股份的供应商名录，为一拖新研发动力换挡项目试制送样。

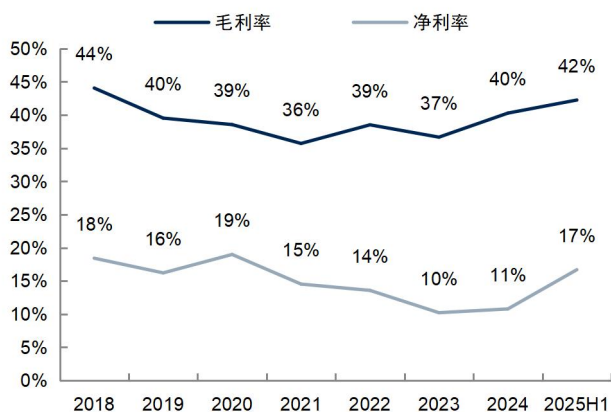
图4：公司收入结构（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

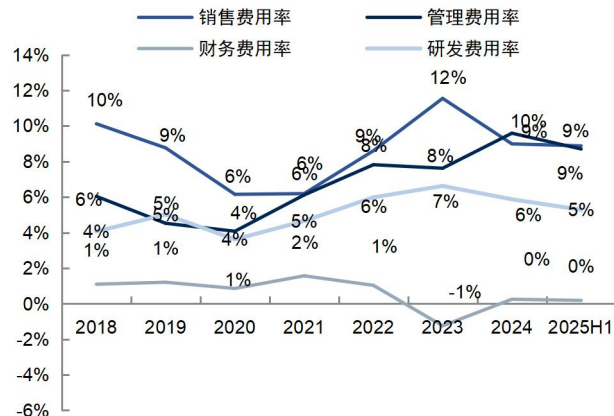
盈利能力和费用率保持稳定。公司毛利率 2018-2024 年从 44.06%调整至 40.28%，整体维持在 40%以上水平，2025 年上半年进一步提升至 42.25%，主要系高毛利的石油天然气领域密封产品收入占比提升及产品结构优化所致。2018-2024 年净利率先降后升，2025 年上半年进一步回升至 16.69%，盈利水平持续改善。期间费用率整体保持稳定，2022-2024 年维持在 23%-25%区间，2025 年上半年为 23.05%，费用率较为稳健。

图5：唯万密封盈利能力保持稳定



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：唯万密封近三年费用率稳中有降

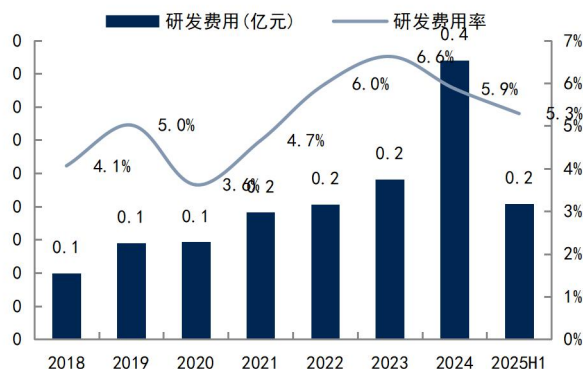


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司研发投入积极，近两年 ROE 持续提升。2018-2024 年研发费用从 0.10 亿元增长至 0.42 亿元，2024 年同比增速 74.62%，研发费用率长期维持在 4%-7%区间，

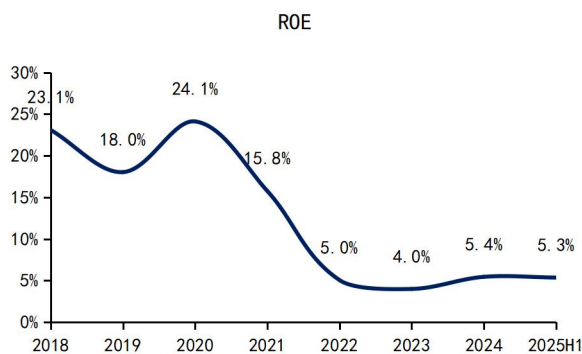
2024 年为 5.87%，累计增长 1.81 个百分点，技术储备持续夯实。ROE 方面，2024 年随着行业景气度提升和收购子公司的盈利能力较强，ROE 增长至 5.43%，同比增长 1.43 个百分点，2025 年上半年 ROE 5.34%，保持上升趋势。

图7：唯万密封保持较高的研发投入



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：唯万密封 ROE 有所反弹

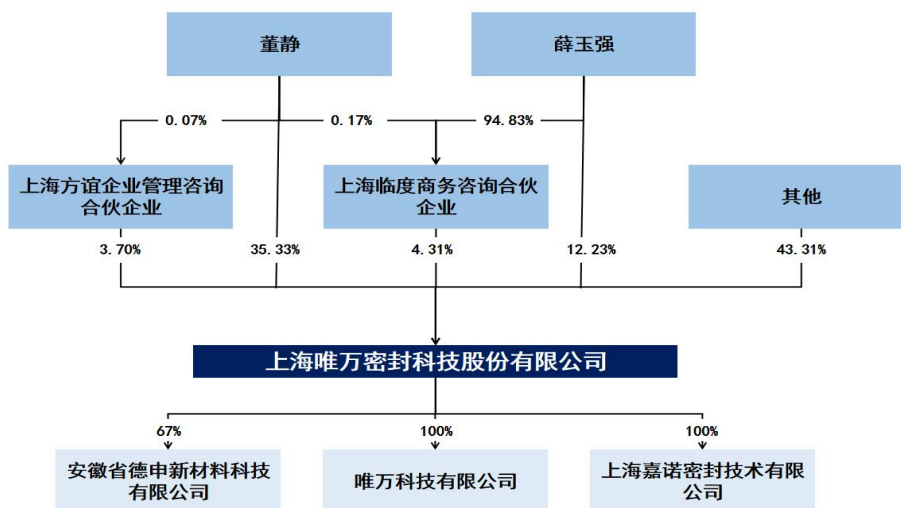


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

股权结构稳定，实控人及一致行动人共计持股超持股超 50%

公司股权结构稳定。截至 2025 年 6 月 30 日，公司实际控制人为董静，其一致行动人为薛玉强。董静直接持有公司 35.33%股份，通过上海方谊企业管理咨询合伙企业间接持有公司约 0.003%股份，通过上海临都商务咨询合伙企业间接持有公司约 0.01%股份；薛玉强直接持有公司 12.23%股份，通过上海临都商务咨询合伙企业间接持有公司约 4.09%股份。实控人及一致行动人合计持有公司股份的 51.66%。

图9：公司控股股东及实际控制人情况（20250630）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

半导体密封国产替代空间广阔，人形机器人密封件加速布局

半导体密封橡胶的性能要求和技术壁垒高

和普通橡胶相比，全氟醚橡胶具有耐化学介质和耐高温性，广泛用在半导体行业。全氟醚橡胶是一种以全氟碳链和醚键为核心的高分子弹性材料，由四氟乙烯 (TFE，构成主链)、全氟烷基乙烯基醚 (PAVE，形成支链) 以及少量含硫化点的第三单体 (CSM) 三元共聚而成，其分子结构中完全不含 C-H 键使得分子链结构更加稳定，从而赋予其卓越的耐化学介质性能和耐高温性能等，同时由于氟原子的电负性高且体积较大，其形成的紧密保护层可进一步增强全氟醚橡胶的耐化学介质和耐高温性等。相比普通氟胶和四丙氟胶，全氟醚橡胶含氟量高，因此具有更优异的物理力学性能、耐热性、耐化学药品性、抗辐射性、电绝缘性、耐氧化性、低渗透性、阻燃性、耐真空性等优点，是所有合成橡胶中综合性能最佳的品种，可有效满足苛刻工况下的密封需求，目前已广泛应用于半导体、液晶面板、光伏、航空航天、石化和油气开采等工况环境极为严苛的密封领域；其他氟橡胶在上述苛刻工况下容易出现腐蚀、溶胀、溶解、老化硬化等不良现象而导致密封失效，因此其他氟橡胶通常应用在汽车工业、电子设备、医疗、机械、家用电器等工况环境相对宽松的领域。

复配配方技术壁垒高并直接决定全氟醚橡胶的综合性能。全氟醚橡胶由全氟醚生胶、硫化剂、功能填料等配合加工而成，技术壁垒高、生产过程复杂。其中，全氟醚生胶是制备全氟醚橡胶的核心原材料，是未经硫化的全氟醚基础聚合物（即未交联的弹性体前驱体）。全氟醚橡胶复配配方技术难度大、制备工艺复杂、材料加工成型难度高，全氟醚橡胶优异综合性能的体现很大程度上取决于对全氟醚生胶的混炼硫化改性，即复配配方的设计。

表1: 各类橡胶制品性能对比

项目	普通氟橡胶 (FKM)	四丙氟橡胶 (FEPM)	全氟醚橡胶 (FFKM)
单体成分	偏氟乙烯、六氟丙烯等单体共聚物	四氟乙烯与丙烯的共聚物	四氟乙烯、全氟烷基乙烯基醚与第三硫化点单体聚合而成
化学键结构	引入氟原子 (F)，氟原子 (F) 取代部分氢原子 (H)；碳-氟键 (C-F) 取代部分碳-氢键 (C-H)；碳-氟键键能高，具有良好的化学稳定性	与普通氟橡胶类似，其结构中含有碳-氟键 (C-F) 具有较高键能，同样具备良好的化学稳定性	全氟化改性，氟原子 (F) 取代全部氢原子 (H)；碳-氟键 (C-F) 取代全部碳-氢键 (C-H)，进一步提高其化学稳定性
配方难度	中等	较高	高
加工难度	加工技术成熟	加工难度较高	加工难度极高
应用领域	汽车工业、电子设备、医疗、机械、家用电器等	汽车工业、石油工业等	半导体、液晶面板、光伏、航空航天、石油化工等
工况环境	油性介质腐蚀、中等化学腐蚀、高温环境	油性介质腐蚀、强碱性	超高温、极端气液化学腐蚀、富等离子体
功能用途	汽油密封、液压密封、通用工业密封等	化学反应釜密封、耐碱管道、热水系统等	半导体设备、航空燃料密封、核反应堆密封等
物理机械性能 (硬度、拉伸强度、断裂伸长率等)	1、硬度 (邵氏 A)：70~95； 2、拉伸强度 (MPa)：10~25； 3、断裂伸长率 (%)：150~600	1、硬度 (邵氏 A)：65~85； 2、拉伸强度 (MPa)：15~25； 3、断裂伸长率 (%)：200~600	1、硬度 (邵氏 A)：60~90； 2、拉伸强度 (MPa)：15~25； 3、断裂伸长率 (%)：150~300
耐高低温性能	工作温度 -20℃~230℃	工作温度 -20℃~230℃	工作温度 -30℃~300℃
耐介质性能	耐油/酸，不耐碱	耐碱/蒸汽、耐燃油	优异的耐介质性能，几乎能承受一切化学介质和等离子体的腐蚀，对 1,600 多种化学介质都具有耐受性
耐等离子体性能	耐等离子体性能有限	耐等离子体性能有限	优异的耐等离子体性能
超洁净性能	低	中	高 (满足半导体制造中的超洁净要求)

资料来源：弗若斯特沙利文、国信证券经济研究所整理

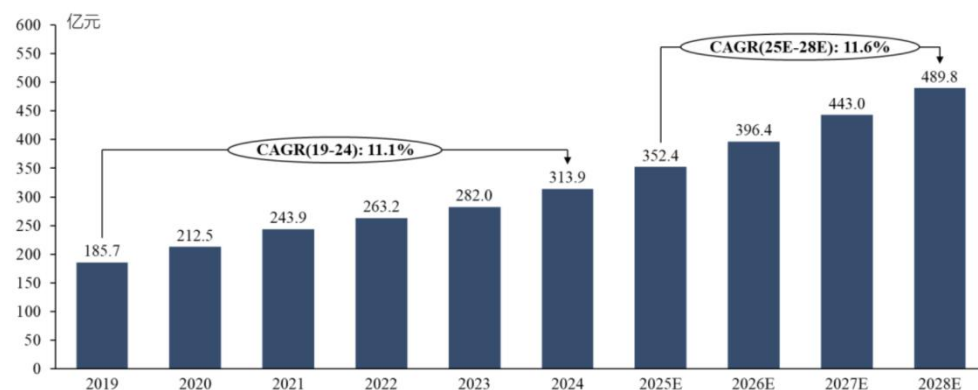
半导体密封国产替代需求迫切，空间有望超百亿

半导体级全氟醚橡胶密封圈国产替代需求迫切。半导体级全氟醚橡胶密封圈技术门槛高、国产化率低，长期以来其国内市场始终被美国杜邦、美国 GT、英国 PPE 等外资企业所垄断，行业集中度较高。根据弗若斯特沙利文统计，半导体级全氟醚橡胶密封圈 2024 年的国产化率不足 10%，在自给缺口大与国际形势复杂的背景下，其自主可控和安全稳定供应愈发迫切。国家政策、资本和人才推动下，国内半导体设备企业技术进步，也为密封企业提供了产品测试开发机会，半导体制程设备密封产品市场增长空间可观。

全氟醚橡胶密封圈市场规模全球超 300 亿，国内百亿，行业空间较大。根据弗若斯特沙利文数据，2024 年度全球全氟醚橡胶密封圈市场规模达到 313.90 亿元；预计 2028 年度将增至 489.80 亿元。其中，中国全氟醚橡胶密封圈市场在下游需求增长、技术进步和利好政策支持等多重因素驱动下，呈现快速增长态势，2024 年度中国全氟醚橡胶密封圈市场规模达到 70.10 亿元，预计 2029 年度将增至 175.60 亿元。

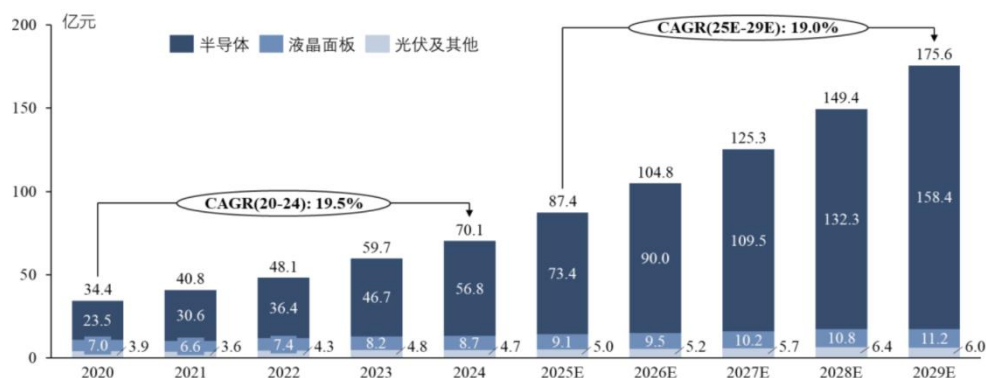
全氟醚橡胶密封圈因其性能优异，被广泛应用于半导体、液晶面板、光伏、航空航天、油气开采等领域，2024 年度全球半导体领域全氟醚橡胶密封圈市场规模为 274.80 亿元、占比为 87.54%，预计到 2028 年市场规模将进一步扩大至 446.20 亿元、占比为 91.10%；同时，2024 年度中国全氟醚橡胶密封圈市场规模为 70.10 亿元，其中应用于半导体领域的市场规模为 56.80 亿元、占比 81.00%。排名第一，应用于液晶面板领域的市场规模为 8.70 亿元、占比 12.30%、排名第二，应用于光伏及其他领域的市场规模为 4.70 亿元，半导体是全氟醚橡胶密封圈的最大应用领域。

图10: 全球半导体领域全氟醚橡胶密封圈市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文、国信证券经济研究所整理

图11: 中国半导体领域全氟醚橡胶密封圈市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文、国信证券经济研究所整理

公司的半导体密封产品处于国内领先地位

欧美日等外资企业发展起步较早，凭借技术领先优势和雄厚资本实力长期占据全球和中国半导体级全氟醚橡胶密封圈市场主导地位，代表性企业为美国杜邦、美国 GT、英国 PPE 等。我国半导体级全氟醚橡胶密封圈行业整体起步较晚，国内企业总体技术水平与国际优势企业相比尚存在一定差距，目前仍处于技术追赶阶段。近年来，随着以公司为代表的国内企业不断实现技术突破，整体技术实力和竞争力持续提升，产品性能与外资领先水平的差距逐步缩小，有效打破了外资企业的垄断地位，国产化率稳步提升。

公司是全氟醚橡胶密封圈细分领域的优势企业。根据中国集成电路零部件创新联盟 2024 年出具的证明，公司的系列产品技术水平国内领先，填补了国内空白，实现了国产替代：公司自主研发的全氟醚橡胶密封圈已在集成电路领域实现批量应用，市场占有率位居全国前列。根据弗若斯特沙利文统计，2023 年、2024 年公司半导体级全氟醚橡胶密封圈销售规模连续两年在中国市场排名第三，在中国企业中排名第一，是中国半导体级全氟醚橡胶密封圈市场的领先企业。公司自 2021 年起已先后成功通过国内主流知名半导体厂商的严苛产品认证并实现批量稳定供应，包括中国大陆前十大晶圆制造厂商中的九家公司，中国大陆前五大半导体设备厂商中的四家公司。

具体来说，公司子公司广州加士特研发生产的部分 FFKM 橡胶材料密封产品，已在半导体生产设备领域得到成功验证，若后续各项验证持续表现良好，未来有望带来更高销售收入。此外，公司还加大半导体业务布局，目前已有半导体橡胶密封产品，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，防止旋转润滑油泄漏及污染物的进入。借助行业发展机遇与自身技术积累，公司有望在半导体密封市场占据更有利位置，进一步推动国产密封件在半导体领域的应用与发展。

表2：全氟醚橡胶密封圈行业市场份额情况

2024 年度中国市场排名情况				2023 年度中国市场排名情况			
排名	公司名称	国家/地区	市占率	排名	公司名称	国家/地区	市占率
1	美国杜邦	美国	44.0%	1	美国杜邦	美国	47.3%
2	美国 GT	美国	10.6%	2	美国 GT	美国	11.1%
3	芯密科技	中国	3.4%	3	芯密科技	中国	2.6%
4	英国 PPE	英国	2.3%	4	英国 PPE	英国	2.4%
5	茂诠公司	中国台湾	1.8%	5	茂诠公司	中国台湾	1.3%

资料来源：弗若斯特沙利文、国信证券经济研究所整理

人形机器人的密封件要求较高，公司已有所布局

公司积极布局人形机器人密封领域。密封件作为防止流体或固体微粒泄漏、阻挡外界灰尘与水分侵入机械内部的关键零部件，是人形机器人走向量产的必需组件——当前人形机器人处于快速迭代优化阶段对密封件需求较小，但随着其从基本功能向完整功能拓展，密封件将成为保障长期使用可靠性与稳定性的核心支撑。公司今年正式拓展人形机器人领域的密封应用，依托自身在材料技术、应用技术上的积累及对密封性能的深入研究，正积极对接机器人供应商，针对对方提出的技术要求及更新周期开展定制化研发与供样测试，助力机器人机械性能更好运作，后续有望充分受益于人形机器人产业的发展进程。

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

工程机械：2022-2024 年公司工程机械领域销售收入分别为 2.36/2.51/4.07 亿元，增速分别为-23.94%/6.46%/62.20%；2025 年上半年收入 1.99 亿元，增速 3.30%，同期毛利率 32.64%。公司是工程机械密封件国产化进程的重要推进者，通过材料性能迭代与快速技术支持配合客户国产化，同时布局东南亚市场，与卡特彼勒、KYB 等国际巨头合作深化。2025 年上半年增速较 2024 年放缓，主要系国内中挖领域仍处批次切换阶段，新场景增量尚未完全释放所致。考虑到公司小挖批量供应稳定、国际合作订单逐步落地，以及行业对履带密封需求提升，我们假设 2025-2027 年工程机械销售收入分别为 4.28/5.05/6.11 亿元，毛利率分别为 33.00%/34.00%/34.00%。

石油天然气：2024 年公司石油天然气领域销售收入 1.24 亿元；2025 年上半年收入 0.75 亿元，增速 50.05%，同期毛利率 63.17%。公司是国内少数具备 API6A 井口密封件生产能力的企业，子公司上海嘉诺及广州加士特拥有完善的高功能材料库，产品可替代进口品牌，已进入斯伦贝谢等全球油服巨头供应链。考虑到公司下半年加大水下及 LNG 产品研发，海外市场拓展基础夯实，我们假设 2025-2027 年石油天然气销售收入分别为 1.86/2.42/3.03 亿元，毛利率分别为 59.81%/59.81%/59.81%。

煤炭机械：2022-2024 年公司煤炭机械领域销售收入分别为 0.74/0.82/0.73 亿元，增速分别为 2.85%/10.87%/-11.56%；2025 年上半年收入 0.39 亿元，增速 10.22%，同期毛利率 58.78%。公司是行业头部液压支架企业的长期合作伙伴，在晋陕蒙核心区域深耕业务，高端推移密封、纯水密封等新产品研发领先，电液控 PU 产品正推进客户测试。2024 年收入下滑主要系行业短期波动及新产品验证周期影响。考虑到核心区域需求复苏、新产品逐步放量，以及能源装备更新节奏，我们假设 2025-2027 年煤炭机械销售收入分别为 0.80/0.96/1.15 亿元，毛利率分别为 57.31%/57.31%/57.31%。

通用机械：2024 年公司通用机械领域销售收入 0.72 亿元；2025 年上半年收入 0.46 亿元，增速 52.46%，同期毛利率 37.52%。公司是国内盾构厂首批国产化密封供应商，KALFLUO®系列 FFKM 材料在半导体领域验证成功，超高分子聚乙烯产品已配套德国 WAGNER 喷涂机。公司持续加大通用机械领域多场景产品研发，拓展医疗、化工等新应用。考虑到盾构业务稳步推进、高端材料市场空间广阔，我们假设 2025-2027 年通用机械销售收入分别为 1.08/1.35/1.69 亿元，毛利率分别为 38.00%/38.00%/38.00%。

表3：公司历史经营数据及关键假设

	2022	2023	2024	2025H1	2025E	2026E	2027E
工程机械							
收入	2.36	2.51	4.07	1.99	4.28	5.05	6.11
增速	-23.94%	6.46%	62.20%	3.30%	5.00%	18.00%	21.00%
成本	1.62	1.83	2.79	1.34	2.93	3.46	4.18
毛利	0.74	0.68	1.28	0.65	1.35	1.59	1.92
毛利率(%)	31.22%	27.15%	31.47%	32.64%	31.47%	31.47%	31.47%
石油天然气							

收入			1.24	0.75	1.86	2.42	3.03
增速				50.05%	50.00%	30.00%	25.00%
成本			0.50	0.27	0.75	0.97	1.22
毛利			0.74	0.47	1.11	1.45	1.81
毛利率(%)			59.81%	63.17%	59.81%	59.81%	59.81%
煤炭机械							
收入	0.74	0.82	0.73	0.39	0.80	0.96	1.15
增速	2.85%	10.87%	-11.56%	10.22%	10.00%	20.00%	20.00%
成本	0.29	0.31	0.31	0.16	0.34	0.41	0.49
毛利	0.45	0.51	0.42	0.23	0.46	0.55	0.66
毛利率(%)	61.32%	61.65%	57.31%	58.78%	57.31%	57.31%	57.31%
通用机械							
收入			0.72	0.46	1.08	1.35	1.69
增速				52.46%	50.00%	25.00%	25.00%
成本			0.47	0.29	0.67	0.84	1.05
毛利			0.25	0.17	0.41	0.51	0.64
毛利率(%)			34.63%	37.52%	38.00%	38.00%	38.00%
其他							
收入	0.30	0.30	0.40	0.27	0.44	0.48	0.53
增速		-0.93%	33.15%		10.00%	10.00%	10.00%
成本	0.18	0.16	0.20	0.17	0.26	0.29	0.32
毛利	0.12	0.14	0.20	0.11	0.17	0.19	0.21
毛利率(%)	39.75%	47.70%	50.17%	39.40%	40.00%	40.00%	40.00%
营业总收入	3.40	3.63	7.16	3.86	8.45	10.25	12.50
增速	-17.27%	6.76%	97.25%	16.27%	18.13%	21.32%	21.86%
营业成本	2.09	2.30	4.27	2.23	4.95	5.97	7.26
增速	-20.83%	10.05%	85.65%		16.02%	20.48%	21.62%
毛利率	38.53%	36.64%	40.36%	42.23%	41.43%	41.84%	41.95%
毛利	1.31	1.33	2.89	1.63	3.50	4.29	5.25

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

综上所述，预计 2025-2027 年公司营收为 8.45/10.25/12.50 亿元，同比 18.13%/21.32%/21.86%，毛利率 41.43%/41.84%/41.95%，毛利 3.50/4.29/5.25 亿元。

未来 3 年业绩预测

根据上述假设条件，我们测算得到公司 2025-2027 年的营收分别为 8.45/10.25/12.50 亿元，同比 18.13%/21.32%/21.86%；归母净利润分别为 1.03/1.53/1.89 亿元，同比增速 93.9%/47.9%/24.2%。净利润增速高于营收增速主要系公司收购盈利能力更强的上海嘉诺子公司、工程机械等板块景气度回暖，带动整体利润较快增长。

表4：未来三年盈利预测

利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	363	716	845	1025	1250
营业成本	230	427	495	596	725
营业税金及附加	1	6	5	6	8
销售费用	42	64	74	88	106
管理费用	28	69	79	93	112
研发费用	24	42	48	56	67
财务费用	(5)	2	(5)	(2)	(1)
投资收益	2	1	1	1	1
资产减值及公允价值变动	(7)	(29)	(14)	(17)	(20)
其他收入	(20)	(35)	(48)	(56)	(67)

营业利润	42	85	136	172	213
营业外净收支	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
利润总额	42	85	136	172	213
所得税费用	5	8	14	17	21
少数股东损益	0	24	19	2	3
归属于母公司净利润	37	53	103	153	189

资料来源：Wind，国信证券经济研究所测算

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值

首先对资本成本进行假设。

Beta 值：通过 Wind 选取 2019–2024 年可比公司中密控股、龙溪股份、汇成真空的无杠杆 Beta 数据，并参考公司历史无杠杆 Beta，假设无杠杆 Beta 为 1.00；

无风险利率：选取最近发行的 10 年期国债利率 2.50%；

股票风险溢价：以道琼斯指数近 20 年的年复合增长率 4.36% 为基准，考虑到我国作为新兴资本市场，给与一定溢价，得出股票风险溢价 6.50%；

K_d：为税前债务成本，一般采用债券的到期收益率来反映，此处我们选取 AA 级中债企业债收益率作为参考，考虑到公司是民企，融资成本较高，给予 2.0% 左右的风险溢价，由此假设债务成本 4.50%；

永续增长率：公司的产品主要是液压气动密封产品及其他密封产品，假设公司永续增长率为 2.00%。

根据以上主要假设条件，测算得出加权平均资本成本 WACC 为 7.78%，考虑到公司因为收购子公司导致 2024–2025 年经营现金流为负，且未来五年半导体密封件、人形机器人密封件业务快速成长，故采用 FCFE 估值法对公司进行绝对估值，得出公司合理估值为 39.98 元。

未来 10 年估值假设条件见下表：

表5：绝对估值法资本成本假设（20250903）

	合理值
无杠杆 Beta	1.0
无风险利率	2.50%
股票风险溢价	6.50%
公司股价（元）	34.93
发行在外股数（百万股）	120
股票市值（百万元）	4192
债务总额（百万元）	334
K _d	4.50%
T	10.00%
K _a	7.70%
有杠杆 Beta	0.86
K _e	8.07%
E/(D+E)	92.61%
D/(D+E)	7.39%
WACC	7.78%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表6: FCFE 估值过程

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	TV
FCFF	-137.5	79.2	119.9	-51.1	160.8	146.2	171.9	346.4	366.5	475.9	
(利息费用-利息收入)*(1-t)	4.2	1.8	0.9	-1.8	-5.1	-7.6	-11.2	-13.9	-15.9	-18.0	
长期贷款的增加/(减少)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
循环贷款的增加(减少)	295.7	27.2	36.8	274.4	94.4	180.6	216.7	89.3	128.6	102.1	
FCFE	162.4	108.2	157.7	221.5	250.1	319.1	377.5	421.8	479.1	560.0	7,650.1
PV(FCFE)	148.4	90.3	120.2	154.2	159.1	185.5	200.4	204.6	212.3	226.7	3,096.4
股票价值	4,798.0										
每股价值	39.98										

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感, 对折现率与永续增长率设置两档分别为 0.2% 的变动幅度, 对应计算出绝对估值法下股价的合理变动区间为 35.68-45.59 元。

表7: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

	39.98	8.7%	8.9%	9.07%	9.3%	9.5%
2.6%		45.59	43.95	42.40	40.95	39.58
2.4%		44.60	43.03	41.55	40.16	38.84
2.2%		43.66	42.16	40.75	39.41	38.14
2.0%		42.78	41.34	39.98	38.70	37.48
1.8%		41.95	40.57	39.26	38.02	36.85
1.6%		41.16	39.83	38.57	37.38	36.25
1.4%		40.42	39.14	37.92	36.77	35.68

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所分析

相对估值

公司是液压气动密封领域领先企业, 主业受益工程机械复苏及油气业务加速突破有望加速成长, 半导体密封进口替代及人形机器人产业应用将打开更大成长空间。考虑到: 1) 公司主业为**液压气动密封件**, **中密控股为金属机械密封件及橡塑密封件**, 和中密控股同属于密封件; 2) 公司在液压气动密封件行业领先, 卡位好; 3) 公司密封件在半导体领域应用市场空间广阔, 国产替代空间大, 因此我们选择机械密封件龙头中密控股、关节轴承龙头龙溪股份、真空镀膜设备龙头汇成真空作为可比公司。

综合考虑可比公司的估值水平及公司在密封件领域的技术优势和多下游领域的拓展潜力, 我们预计 2025-2027 年归属母公司净利润分别为 1.03/1.53/1.89 亿元, 对应 PE 41/28/22 倍。考虑到公司于 2025 年 7 月完成对上海嘉诺剩余 49% 股权的收购, 2025 年仅能确认该部分股权对应半年的利润, 无法充分体现上海嘉诺作为全资子公司的全年业绩贡献。2026 年将是上海嘉诺实现完整会计年度利润的周期, 业绩释放更具完整性与可参考性。考虑到公司主业受益工程机械复苏及油气业务加速突破有望加速成长, 半导体密封进口替代及人形机器人产业应用将打开更大成长空间, 我们给予公司 2026 年 30-35 倍 PE, 对应一年期合理估值为 38.10-44.45 元。

表8: 可比公司估值表值 (20250904)

序号	分类	证券代码	证券简称	投资评级	收盘价	总市值 (亿元)	EPS				PE			
							2024A	25E	26E	27E	2024A	25E	26E	27E
1	A 股	300470.SZ	中密控股	暂无	38.14	79	1.92	2.08	2.38	2.72	20	18	16	14
2	A 股	600592.SH	龙溪股份	优于大市	27.97	112	0.31	0.41	0.52	0.63	90	69	54	44
3	A 股	301392.SZ	汇成真空	优于大市	144.50	145	0.76	1.13	1.55	1.86	190	128	93	78
										平均值	100	72	54	45
1	A 股	301161.SZ	唯万密封	优于大市	34.13	42	0.44	0.86	1.27	1.58	79	41	28	22

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 无评级公司盈利预测系 wind 一致预期

投资建议

综上所述,我们预计 2025-2027 年归属母公司净利润分别为 1.03/1.53/1.89 亿元,对应 PE 41/28/22 倍,一年期合理估值为 38.10-44.45 元(对应 2026 年 PE 30-35x),考虑到公司主业受益工程机械复苏及油气业务加速突破有望加速成长,半导体密封进口替代及人形机器人产业应用将打开更大成长空间,首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 38.10-44.45 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.50%、风险溢价 6.50%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2.0%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的可比公司的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2026 年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司的业务结构，最终给予公司 2026 年 30-35 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

基于工程机械、石油天然气、煤炭机械、通用机械行业的发展趋势和公司自身业务拓展情况，我们假设公司 2025-2027 年收入增长 18.13%/21.32%/21.86%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。如果工业自动化行业下游需求不达预期，公司未来营收增速可能不达预期。

行业竞争加剧的风险

密封件领域外资品牌凭借技术积累与品牌优势持续占据高端市场，同时内资企业加速在中低端市场布局，部分企业通过低价策略抢占份额。若公司在高性能密封材料研发、产品性能迭代方面进展滞后，或市场响应速度不及竞争对手，可能导致客户拓展受阻，面临市场份额被挤压的风险，进而对公司收入规模与盈利空间产生不利影响。

客户突破与订单落地不及预期的风险

公司在工程机械领域积极拓展国际客户与国内头部主机厂，在石油天然气领域深化与全球油服巨头及中海油的合作。若国际客户验证周期延长、PCN 提交与批量供货进度滞后，或国内主机厂测试未达预期，可能导致新客户突破不及预期；同时，若深水采油装备、LNG 产业相关订单落地节奏慢于预期，将直接影响公司收入增长。

新产品与新领域拓展不及预期的风险

公司在高端密封产品及新应用场景的拓展作为重要增长极，上述领域技术门槛高、客户验证周期长。若高端产品内部测试与客户试用进度滞后，或半导体、LNG 等新领域市场开拓受阻，无法形成有效收入贡献，可能拖累公司整体业绩增长节奏。

下游行业需求波动的风险

公司短期业绩高度依赖工程机械、石油天然气、煤炭机械等下游行业需求，2025 年需持续关注工程机械挖机、高空作业车等细分领域需求变化。若未来工程机械行业更新需求收缩、石油天然气开采投资下降或煤炭行业设备采购放缓，公司核心业务收入可能面临短期承压，进而影响利润修复进程。

存货或者应收账款过高导致的坏账或跌价风险

2025 年上半年末，公司应收账款余额达 4.65 亿元，占资产总额的 37.63%，较上年末增长 3.59%。应收账款周转率为 0.85，同比下降 8.23%，回款效率较低，可能存在逾期风险和流动性压力；存货账面价值 1.66 亿元，占净资产 18.49%，较上年末略降 1.13%，但存货跌价准备计提比例达 12.46%，部分存货存在减值压力，若宏观经济或客户经营恶化可能引发坏账或存货跌价的风险。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	389	307	369	355	343	营业收入	363	716	845	1025	1250
应收款项	295	497	653	779	928	营业成本	230	427	495	596	725
存货净额	144	168	275	316	360	营业税金及附加	1	6	5	6	8
其他流动资产	33	46	79	85	100	销售费用	42	64	74	88	106
流动资产合计	871	1042	1400	1559	1756	管理费用	28	69	79	93	112
固定资产	133	161	153	141	124	研发费用	24	42	48	56	67
无形资产及其他	10	25	25	25	25	财务费用	(5)	2	(5)	(2)	(1)
投资性房地产	18	205	205	205	205	投资收益	2	1	1	1	1
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(7)	(29)	(14)	(17)	(20)
资产总计	1032	1433	1783	1931	2111	其他收入	(20)	(35)	(48)	(56)	(67)
短期借款及交易性金融负债	2	20	315	342	379	营业利润	42	85	136	172	213
应付款项	73	118	149	195	239	营业外净收支	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
其他流动负债	23	106	89	105	146	利润总额	42	85	136	172	213
流动负债合计	98	243	553	643	765	所得税费用	5	8	14	17	21
长期借款及应付债券	0	19	19	19	19	少数股东损益	0	24	19	2	3
其他长期负债	2	63	84	112	149	归属于母公司净利润	37	53	103	153	189
长期负债合计	2	82	103	131	168	现金流量表（百万元）					
负债合计	100	326	656	774	933	净利润	37	53	103	153	189
少数股东权益	0	129	138	139	140	资产减值准备	(6)	24	(2)	(3)	(3)
股东权益	933	979	989	1018	1038	折旧摊销	12	19	21	22	24
负债和股东权益总计	1032	1433	1783	1931	2111	公允价值变动损失	7	29	14	17	20
关键财务与估值指标						财务费用	(5)	2	(5)	(2)	(1)
每股收益	0.31	0.44	0.86	1.27	1.58	营运资本变动	(33)	(212)	(262)	(86)	(89)
每股红利	0.17	0.43	0.77	1.03	1.41	其它	6	(24)	11	4	4
每股净资产	7.77	8.15	8.24	8.48	8.65	经营活动现金流	22	(110)	(115)	106	145
ROIC	4.15%	9.56%	10%	12%	14%	资本开支	0	(42)	(26)	(24)	(23)
ROE	3.98%	5.43%	10%	15%	18%	其它投资现金流	(10)	(14)	0	0	0
毛利率	37%	40%	41%	42%	42%	投资活动现金流	(10)	(56)	(26)	(24)	(23)
EBIT Margin	10%	15%	17%	18%	18%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	14%	18%	20%	20%	20%	负债净变化	0	19	0	0	0
收入增长	7%	97%	18%	21%	22%	支付股利、利息	(20)	(52)	(93)	(123)	(170)
净利润增长率	-20%	43%	94%	48%	24%	其它融资现金流	6	150	296	27	37
资产负债率	10%	32%	45%	47%	51%	融资活动现金流	(35)	84	203	(96)	(133)
股息率	0.5%	1.2%	2.2%	2.9%	4.0%	现金净变动	(22)	(82)	62	(14)	(11)
P/E	113.0	78.8	40.7	27.5	22.1	货币资金的期初余额	411	389	307	369	355
P/B	4.5	4.3	4.2	4.1	4.0	货币资金的期末余额	389	307	369	355	343
EV/EBITDA	86.4	35.5	29.4	23.9	20.1	企业自由现金流	0	(137)	(137)	79	120
						权益自由现金流	0	33	162	108	158

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032