

恒立液压 (601100.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩符合预期，多元化+国际化战略持续推进

业绩简评

4月24日晚，公司披露22年年报和23年一季报：(1)22年全年实现收入81.97亿元，同比减少11.95%；归母净利润23.43亿元，同比减少13.03%；(2)23年一季度，实现营收约24.27亿元，同比+10.3%；归母净利润6.26亿元，同比+18.44%，符合预期。

经营分析

1、多元化+国际化战略初见成效：(1)22年公司在下游低迷下收入仅小幅下滑。22年工程机械行业销量延续了“外热内冷”的特征，挖掘机全年销量26万台，同比-23.8%，其中国内15万台，同比下降44.6%；出口10.9万台，同比增长59.8%；下游需求总体不景气使得公司收入承压。分业务看，液压油缸/泵阀/液压系统/配件及铸件实现收入45.8/27.5/2.5/5.7亿元，同比-11.6%/-14.9%/+29%/-15%。值得关注的是，公司多元化战略初步显现成效，针对非工程机械行业开发的新产品放量明显，非标油缸销售保持稳定增长，其中一些新兴领域用非标油缸表现亮眼，增速较高；高机、农机等领域泵阀及马达产品在国内外市场份额持续增加；紧凑液压事业部产品在各主机厂均已验证通过，且已逐步放量；液压传动事业部摆线马达和制动器均已实现规模化供给。公司加大挖机油缸海外市场份额拓展力度，外销增长稳定。分国内外看，国内、国外收入为64/17.5亿元，同比-20%/+42%；这得益于公司持续加大在欧洲、北美、东南亚等海外市场的市场开发力度，国际化进程持续推进。(2)23年一季度情况：非挖领域产品继续表现亮眼，非标油缸收入同比+33%，液压泵阀收入同比增长29%。

2、受原材料成本上升、规模效益减弱等因素影响，毛利率小幅下滑。(1)2022年：2022毛利率40.55%，同比-3.46pct；液压油缸/液压泵阀毛利率分别为40.1%/48.34%，同比-4.11/-3.79pct，净利率28.66%，同比-0.3pct，主因汇兑收益2.78亿元。(2)1Q23情况：公司毛利率40.86%、同比+3.01pct，净利率为25.81%，同比+1.77pct；主因收入的大幅增长带来的规模效益使得其毛利率有所提升，进而带动公司整体盈利能力提升。

盈利预测、估值与评级

考虑到公司中大挖泵阀市占率快速提升以及公司农机、高机领域泵阀马达呈爆发式增长；我们预计公司2023-25年归母净利润28/32.5/35.77亿元，公司股票现价对应PE估值为31/27/25倍，维持“买入”评级。

风险提示

下游景气度不及预期；海外市场风险；汇率风险。

机械组

分析师：秦亚男 (执业S1130522030005)

qinyanan@gjzq.com.cn

分析师：满在朋 (执业S1130522030002)

manzaipeng@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：66.16元

相关报告：

- 《恒立液压深度报告：穿越周期，新下游、新产品助力新征程》，2023.1.17
- 《公司Q3业绩反转，多元化布局助力平滑周期-恒立液压三季度业绩...》，2022.10.25
- 《业绩短期承压，多元化布局有望构建增长极-恒立液压中报点评》，2022.8.29



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9,309	8,197	9,473	10,765	12,469
营业收入增长率	18.51%	-11.95%	15.58%	13.64%	15.83%
归母净利润(百万元)	2,694	2,343	2,823	3,251	3,577
归母净利润增长率	19.51%	-13.03%	20.51%	15.15%	10.04%
摊薄每股收益(元)	2.063	1.795	2.106	2.424	2.668
每股经营性现金流净额	2.14	1.58	2.19	2.60	2.72
ROE(归属母公司)(摊薄)	29.29%	18.55%	19.64%	19.96%	19.60%
P/E	39.64	35.19	31.42	27.29	24.80
P/B	11.61	6.53	6.17	5.45	4.86

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
主营业务收入	7,855	9,309	8,197	9,473	10,765	12,469	货币资金	2,777	3,643	6,886	8,240	9,702	11,166	
增长率	18.5%	-12.0%	15.6%	13.6%	15.8%		应收款项	2,715	2,570	3,010	3,365	3,824	4,429	
主营业务成本	-4,391	-5,212	-4,873	-5,349	-6,053	-7,204	存货	1,217	1,607	1,766	2,052	2,322	2,763	
%销售收入	55.9%	56.0%	59.4%	56.5%	56.2%	57.8%	其他流动资产	886	1,327	665	392	314	351	
毛利	3,464	4,097	3,324	4,124	4,712	5,265	流动资产	7,595	9,146	12,327	14,049	16,162	18,710	
%销售收入	44.1%	44.0%	40.6%	43.5%	43.8%	42.2%	%总资产	71.5%	74.2%	76.1%	77.4%	79.0%	81.1%	
营业税金及附加	-72	-78	-71	-85	-97	-112	长期投资	0	0	0	0	0	0	
%销售收入	0.9%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	2,614	2,716	3,227	3,401	3,520	3,490	
销售费用	-107	-112	-124	-142	-161	-187	%总资产	24.6%	22.0%	19.9%	18.7%	17.2%	15.1%	
%销售收入	1.4%	1.2%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	无形资产	292	285	455	541	625	707	
管理费用	-200	-227	-275	-284	-301	-349	非流动资产	3,025	3,186	3,874	4,099	4,302	4,353	
%销售收入	2.5%	2.4%	3.4%	3.0%	2.8%	2.8%	%总资产	28.5%	25.8%	23.9%	22.6%	21.0%	18.9%	
研发费用	-309	-636	-650	-711	-807	-935	资产总计	10,620	12,332	16,201	18,148	20,464	23,062	
%销售收入	3.9%	6.8%	7.9%	7.5%	7.5%	7.5%	短期借款	554	597	329	80	80	80	
息税前利润 (EBIT)	2,776	3,045	2,204	2,902	3,345	3,681	应付款项	1,338	1,629	1,990	2,300	2,600	3,090	
%销售收入	35.3%	32.7%	26.9%	30.6%	31.1%	29.5%	其他流动负债	697	465	825	940	1,046	1,187	
财务费用	-151	-89	332	145	182	213	流动负债	2,590	2,691	3,144	3,320	3,726	4,357	
%销售收入	1.9%	1.0%	-4.1%	-1.5%	-1.7%	-1.7%	长期贷款	370	44	0	0	0	0	
资产减值损失	-90	-47	-45	0	0	0	其他长期负债	309	358	379	403	402	402	
公允价值变动收益	0	10	7	0	0	0	负债	3,269	3,093	3,523	3,723	4,128	4,759	
投资收益	11	7	14	15	15	15	普通股股东权益	7,314	9,196	12,630	14,377	16,287	18,255	
%税前利润	0.4%	0.2%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	其中：股本	1,305	1,305	1,341	1,341	1,341	1,341	
营业利润	2,606	3,056	2,618	3,162	3,643	4,009	未分配利润	4,113	5,900	7,213	8,963	10,873	12,841	
营业利润率	33.2%	32.8%	31.9%	33.4%	33.8%	32.2%	少数股东权益	38	44	48	48	48	48	
营业外收支	3	12	11	10	10	10	负债股东权益合计	10,620	12,332	16,201	18,148	20,464	23,062	
税前利润	2,609	3,068	2,629	3,172	3,653	4,019	比率分析		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	33.2%	33.0%	32.1%	33.5%	33.9%	32.2%	每股指标							
所得税	-348	-369	-280	-349	-402	-442	每股收益	1.727	2.063	1.795	2.106	2.424	2.668	
所得税率	13.3%	12.0%	10.6%	11.0%	11.0%	11.0%	每股净资产	5.603	7.045	9.675	10.723	12.147	13.615	
净利润	2,261	2,699	2,349	2,823	3,251	3,577	每股经营现金净流	1.517	2.142	1.581	2.188	2.599	2.725	
少数股东损益	7	5	6	0	0	0	每股股利	0.600	0.730	0.620	0.800	1.000	1.200	
归属于母公司的净利润	2,254	2,694	2,343	2,823	3,251	3,577	回报率							
净利率	28.7%	28.9%	28.6%	29.8%	30.2%	28.7%	净资产收益率	30.82%	29.29%	18.55%	19.64%	19.96%	19.60%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	21.22%	21.84%	14.46%	15.56%	15.89%	15.51%	
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	投入资本收益率	28.70%	26.71%	14.94%	17.56%	17.92%	17.63%	
净利润	2,261	2,699	2,349	2,823	3,251	3,577	增长率							
少数股东损益	7	5	6	0	0	0	主营业务收入增长率	45.09%	18.51%	-11.95%	15.58%	13.64%	15.83%	
非现金支出	400	454	442	444	502	554	EBIT增长率	91.98%	9.66%	-27.60%	31.66%	15.26%	10.06%	
非经营收益	162	111	-258	11	-25	-25	净利润增长率	73.88%	19.51%	-13.03%	20.51%	15.15%	10.04%	
营运资金变动	-843	-468	-469	-344	-244	-453	总资产增长率	26.03%	16.12%	31.37%	12.02%	12.76%	12.70%	
经营活动现金净流	1,981	2,796	2,064	2,934	3,485	3,654	资产管理能力							
资本开支	-399	-562	-795	-663	-695	-595	应收账款周转天数	38.1	40.7	49.5	52.0	52.0	52.0	
投资	-338	-420	625	400	0	0	存货周转天数	92.0	98.9	126.3	140.0	140.0	140.0	
其他	75	50	90	15	15	15	应付账款周转天数	48.7	45.7	52.2	60.0	60.0	60.0	
投资活动现金净流	-663	-932	-80	-248	-680	-580	固定资产周转天数	113.0	101.2	126.3	108.3	92.6	73.2	
股权募资	0	0	2,000	0	0	0	偿债能力							
债权募资	-361	-286	-313	-247	0	0	净负债/股东权益	-34.90%	-44.87%	-55.43%	-57.05%	-59.34%	-60.95%	
其他	-457	-428	-737	-1,085	-1,341	-1,609	EBIT利息保障倍数	18.3	34.1	-6.6	-20.0	-18.3	-17.3	
筹资活动现金净流	-818	-714	949	-1,332	-1,341	-1,609	资产负债率	30.78%	25.08%	21.75%	20.51%	20.17%	20.64%	
现金净流量	335	1,025	3,260	1,355	1,464	1,464								

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-05-27	增持	50.43	56.24~58.00
2	2022-08-29	增持	50.95	N/A
3	2022-10-25	增持	51.78	N/A
4	2023-01-17	买入	66.49	85.00~90.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402