

恒立液压 (601100)

2022 年报&2023 年一季报点评: 非挖板块表现亮眼, 蓄力打造新一轮增长曲线

买入 (维持)

2023 年 04 月 25 日

证券分析师 周尔双

执业证书: S0600515110002
021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 罗悦

执业证书: S0600522090004
luoyue@dwzq.com.cn

研究助理 韦译捷

执业证书: S0600122080061
weiyj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	8,197	9,652	12,092	15,586
同比	-12%	18%	25%	29%
归属母公司净利润 (百万元)	2,343	2,738	3,162	4,102
同比	-13%	17%	16%	30%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.75	2.04	2.36	3.06
P/E (现价&最新股本摊薄)	37.87	32.40	28.05	21.62

关键词: #新产品、新技术、新客户

事件 1: 公司发布 2022 年报: 2022 年公司实现营收 82 亿元, 同比下滑 12%, 归母净利润 23 亿元, 同比下降 13%。2022 年单四季度收入 23 亿元, 同比增长 7%, 归母净利润 6 亿元, 同比下滑 16%。根据公司公告, 2023 年收入增长目标 10%。

事件 2: 公司发布 2023 年一季报: 2023 年 Q1 公司实现营收 24 亿元, 同比增长 10%, 归母净利润 6.3 亿元, 同比增长 18%。

投资要点

■ 业绩受工程机械行业周期波动拖累, 非挖板块表现亮眼

2022 年挖机行业销量同比下降 24%, 公司非挖业务快速拓展, 高机、农机、工业等下游增长较快, 整体收入降幅小于行业。**分产品看**, 2022 年 (1) 油缸: 营收 46 亿元, 同比下滑 12%。其中挖机油缸销量 63 万只, 同比下降 26%, 接近挖机行业销量降幅, 非标油缸 21 万只, 同比增长 22%。(2) 泵阀: 营收 28 万元, 同比下滑 15%, 其中挖机泵/阀/马达销量同比下滑 21%、32%、30%, 非挖泵/阀/马达销量同比增长 248%、60%、516%。(3) 液压系统: 实现营收 2.5 亿元, 同比增长 29%。**分区域看**, 2022 年公司国内营收 64 亿元, 同比下降 20%, 海外营收 18 亿元, 同比增长 42%。公司加大挖机油缸海外市场拓展力度, 国际化成效明显。2023 年 Q1 公司收入增速仍显著强于挖机行业 26% 的降幅。其中, 非标油缸需求旺盛, 收入同比增长 33%, 泵阀受益于份额提升, 收入同比增长 29%。受益原材料价格下降、产品结构优化, 利润增速快于营收。

■ 汇兑收益抵消原材料价格上涨, 盈利能力维持高水平

2022 年公司销售毛利率为 40.6%, 同比下降 3.5pct, 主要系钢材等原材料价格上涨、收入规模下降, 规模效应缩减。销售净利率 28.7%, 同比下降 0.3pct, 受益于美元、卢布升值确认汇兑收益, 基本持平。2022 年公司期间费用率为 8.7%, 同比下降 2.7pct, 其中公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.5%/3.4%/7.9%/-4.1%, 同比变动 0.3/0.9/1.1/-5.0pct, 研发费用率维持较高水平。2023 年 Q1 公司销售毛利率、净利率分别为 40.9%、25.8%, 同比提升 3.0pct、1.8pct。我们判断公司利润率提升趋势有望延续:

(1) 2022Q3 以来钢材价格持续下行, 成本端压力减弱, (2) 液压泵阀、非标油缸毛利率好于挖机油缸, 随占比提升, 公司利润率中枢有望上移。

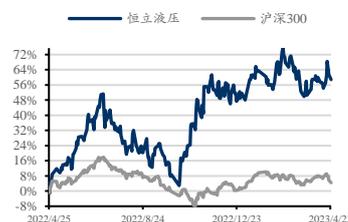
■ 墨西哥工厂、线性驱动项目投产在即, 蓄力打造新一轮增长曲线

公司多元化战略持续推进, 不断拓宽液压元件配套下游, 优化产品结构, 在高机、农机、工业设备等领域均取得突破, 2023 年非挖液压件有望继续兑现业绩。2023-2024 年公司两大在建项目将建成落地, 中期成长动能充足: (1) **墨西哥基地预计于 2023 年四季度投产**, 达产产值约 17 亿元, 海外建厂有助于品牌推广和份额提升, 国际化将成为一大看点。(2) **线性驱动器预计于 2024 年一季度投产**, 达产产值约 21 亿元, 主要产品滚珠丝杆为多个重点行业核心零部件, 技术壁垒高国产化率低。公司蓄力打造新增长极, 随着 2023 年工程机械行业逐步走出谷底, 公司有望迎来新一轮增长曲线。

盈利预测与投资评级: 我们维持 2023-2024 年归母净利润预测 27/32 亿元, 预计 2025 年归母净利润 41 亿元, 当前市值对应 PE 为 32/28/22 倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 行业周期波动风险、原材料价格波动、地缘政治冲突等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	66.16
一年最低/最高价	41.08/73.36
市净率(倍)	6.68
流通 A 股市值(百万元)	86,362.62
总市值(百万元)	88,708.72

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.91
资产负债率(% ,LF)	21.35
总股本(百万股)	1,340.82
流通 A 股(百万股)	1,305.36

相关研究

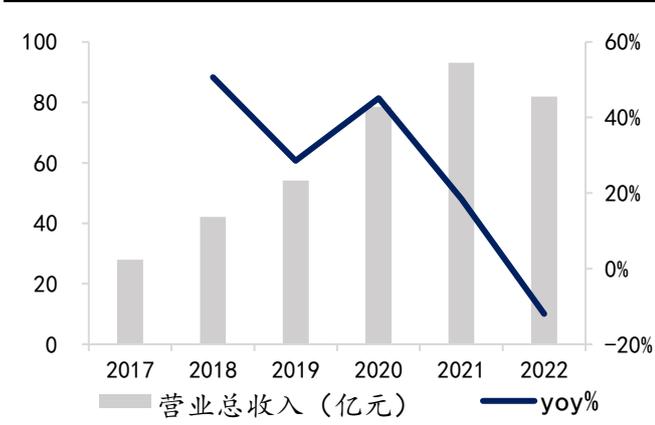
《恒立液压(601100): 2022 年三季报点评: Q3 净利润同比+20%超预期, 强阿尔法属性彰显》

2022-10-24

《恒立液压(601100): 2022 年中报点评: 业绩表现优于行业, 下半年增速有望触底回升》

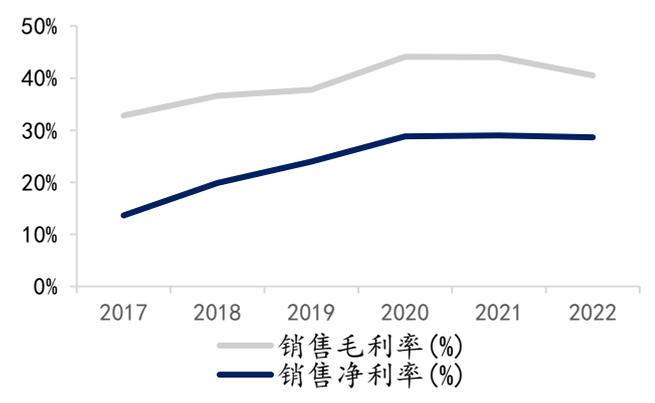
2022-08-30

图1: 2022 年公司实现营业收入 82 亿元, 同比下滑 12%



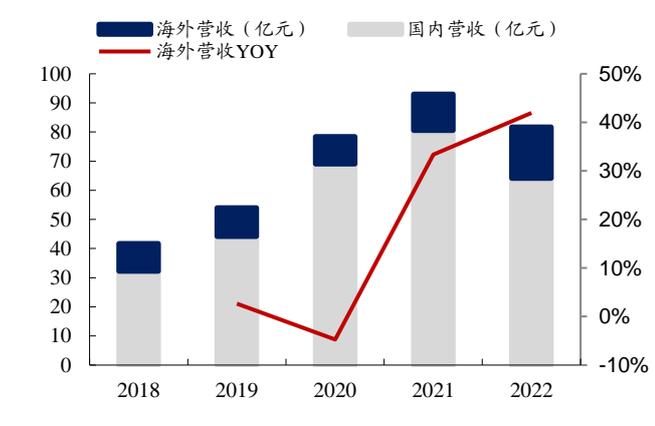
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2022 年公司毛利率/销售净利率分别为 40.6%、28.7%，同比分别下降 3.5pct、0.3pct



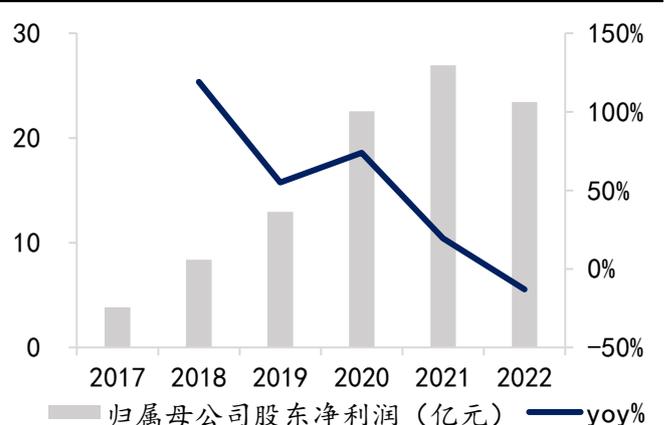
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2022 年公司实现海外营收 18 亿元, 同比增长 42%



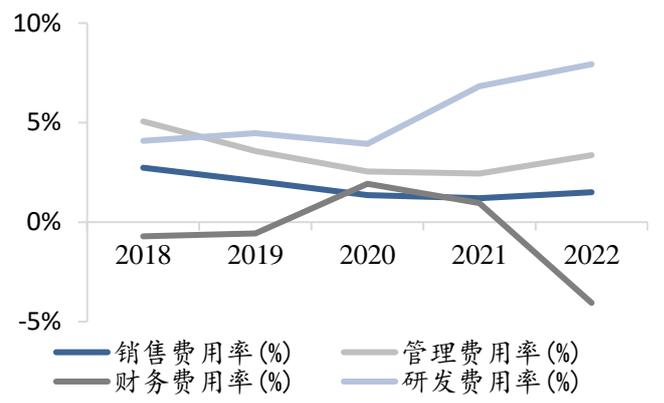
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2022 年公司实现归母净利润 23 亿元, 同比下降 13%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2022 年公司期间费用率 8.7%，同比下降 2.7pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 公司营收相对挖机行业具备明显阿尔法



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

恒立液压三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	12,327	17,061	20,706	25,459	营业总收入	8,197	9,652	12,092	15,586
货币资金及交易性金融资产	7,357	11,943	14,399	17,788	营业成本(含金融类)	4,873	5,495	7,189	9,289
经营性应收款项	3,123	3,141	4,126	4,919	税金及附加	71	84	106	136
存货	1,766	1,898	2,096	2,652	销售费用	124	145	181	234
合同资产	9	10	12	16	管理费用	275	241	302	390
其他流动资产	72	70	72	86	研发费用	650	608	750	935
非流动资产	3,874	3,694	3,484	3,247	财务费用	-332	97	121	156
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	105	112	140	180
固定资产及使用权资产	2,843	2,858	2,745	2,557	投资净收益	14	12	15	20
在建工程	390	195	98	49	公允价值变动	7	0	0	0
无形资产	436	436	436	436	减值损失	-45	0	0	0
商誉	1	1	1	1	资产处置收益	0	0	-1	-1
长期待摊费用	18	18	18	18	营业利润	2,618	3,105	3,598	4,645
其他非流动资产	186	186	186	186	营业外净收支	11	14	21	29
资产总计	16,201	20,756	24,190	28,706	利润总额	2,629	3,119	3,620	4,674
流动负债	3,144	2,964	3,228	3,630	减:所得税	280	374	449	561
短期借款及一年内到期的非流动负债	329	329	329	329	净利润	2,349	2,745	3,171	4,113
经营性应付款项	1,339	1,444	1,395	1,499	减:少数股东损益	6	7	8	11
合同负债	366	275	359	372	归属母公司净利润	2,343	2,738	3,162	4,102
其他流动负债	1,109	916	1,144	1,431	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.75	2.04	2.36	3.06
非流动负债	379	379	379	379	EBIT	2,300	3,190	3,705	4,782
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	2,696	3,670	4,215	5,319
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	40.55	43.07	40.55	40.40
租赁负债	5	5	5	5	归母净利率(%)	28.58	28.36	26.15	26.32
其他非流动负债	375	375	375	375	收入增长率(%)	-11.95	17.75	25.28	28.89
负债合计	3,523	3,343	3,607	4,009	归母净利润增长率(%)	-13.03	16.86	15.52	29.72
归属母公司股东权益	12,630	17,357	20,520	24,622					
少数股东权益	48	55	64	74					
所有者权益合计	12,678	17,412	20,583	24,697					
负债和股东权益	16,201	20,756	24,190	28,706					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2,064	2,897	2,745	3,666	每股净资产(元)	9.68	12.95	15.30	18.36
投资活动现金流	-80	-274	-264	-252	最新发行在外股份(百万股)	1,341	1,341	1,341	1,341
筹资活动现金流	949	1,964	-25	-25	ROIC(%)	17.95	18.25	16.79	18.32
现金净增加额	3,260	4,587	2,456	3,389	ROE-摊薄(%)	18.55	15.77	15.41	16.66
折旧和摊销	397	480	510	538	资产负债率(%)	21.75	16.11	14.91	13.97
资本开支	-795	-287	-279	-271	P/E(现价&最新股本摊薄)	37.87	32.40	28.05	21.62
营运资本变动	-469	-328	-925	-962	P/B(现价)	6.84	5.11	4.32	3.60

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

