



2023年04月27日

买入（首次覆盖）

报告原因：业绩点评

证券分析师

王敏君 S0630522040002

wmj@longone.com.cn

总股本(万股)	130,536
流通A股(万股)	134,082.10
季报资产负债率	21.35%
市净率(倍)	6.55
季报加权平均净资产收益率	4.83%
一年内最高/最低价(元)	73.36/42.28



相关研究

恒立液压（601100.SH）：品类拓展初见成效，一季度盈利同比提升

——公司简评报告

投资要点

- **事件：**2022年，公司实现营收81.97亿元，同比下降11.95%；实现归母净利润23.43亿元，同比下降13.03%。2023年一季度，公司实现营收24.27亿元，同比增长10.30%；实现归母净利润6.26亿元，同比增长18.44%。业绩基本符合市场预期。公司拟向全体股东每10股派发现金红利6.20元（含税）。
- **非挖业务成长显著，多元化战略持续推进。**2022年，公司共销售挖掘机专用油缸62.94万只，同比下滑26%；但重型装备用非标准油缸销量同比增长22%，达到20.48万只。非挖领域液压泵、液压阀、马达销量分别为4.40、14.03、12.25万只，分别同比增长248%、60%、516%。2022年公司共开发新品538种，其中非工程机械行业323项。2023年一季度，公司主要产品中，重型装备用非标准油缸、液压泵阀收入分别同比增长33%、29%，带动营收整体增长。由于新产品盈利能力高于传统工程机械产品，公司毛利亦同比提升。
- **海外收入实现高增，坚定布局国际市场。**2022年公司海外销售收入为17.53亿元，同比增长42%。公司墨西哥工厂正在基建之中，预计厂房于2023年5月交付使用，2023年第四季度投产。公司前期已成立欧洲、美国、日本、印度海外销售服务公司，2022年新建印尼子公司，以辐射东南亚市场的基本维修服务格局，扩大新兴市场覆盖范围。
- **2022年业绩承压，2023年一季度盈利明显改善。**2022年公司毛利率为40.55%，同比下降3.46pct，主要受原材料成本上升、订单下滑导致规模效益减弱等因素影响；净利率为28.66%，同比下降0.33pct。2022年销售、管理、研发费用率分别为1.51%、3.36%、7.93%，同比提升0.31pct、0.92pct、1.10pct；由于汇率变动，财务费用率明显下降。2023年一季度，公司毛利率同比提升3.01pct至40.86%，净利率同比提升1.77pct至25.81%。
- **公司经营稳健，增发后在手现金充足。**2023年一季度公司资产负债率同比下降至21.35%，流动比率、速动比率分别为4.00和3.77，均同比提升。期末货币资金为73.98亿元，在总资产中的占比为43.64%。一季度公司经营、投资活动现金流分别同比增长22.95%、34.14%，偿还债务支付的现金减少导致筹资活动现金流亦同比改善。
- **投资建议：**公司在国内工程机械市场优势稳固，积极推进产品及区域扩张，全球化背景下成长可期。预计公司2023-2025年归母净利润为27.05/31.61/37.80亿元，预计EPS分别为2.02/2.36/2.82元，对应PE分别为30X/26X/22X。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济变化风险；海外市场及汇率风险；原材料价格波动风险。

盈利预测与估值简表

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	8196.71	9257.33	10800.39	12530.96
同比增长率（%）	-11.95%	12.94%	16.67%	16.02%
归母净利润（百万元）	2342.72	2705.24	3161.18	3779.50
同比增长率（%）	-13.03%	15.47%	16.85%	19.56%
EPS 摊薄（元）	1.75	2.02	2.36	2.82
P/E	35.30	30.41	26.02	21.76

资料来源：携宁，东海证券研究所（数据截取时间：2023年4月27日盘后）

正文目录

1. 2022 年业绩承压，2023 年一季度经营改善	4
2. 积极拓展产品品类，优化业务结构	4
3. 海外收入实现高增，坚定布局国际市场	5
4. 盈利承压后有所修复，资金状况较为稳健.....	6
5. 经营情况展望	7
5.1. 行业：挖机出海趋势明确，国内高机等市场具备潜力	7
5.2. 公司：前瞻性布局产品创新，力争 2023 年营收增长 10%	7
6. 投资建议	8
7. 风险提示	8

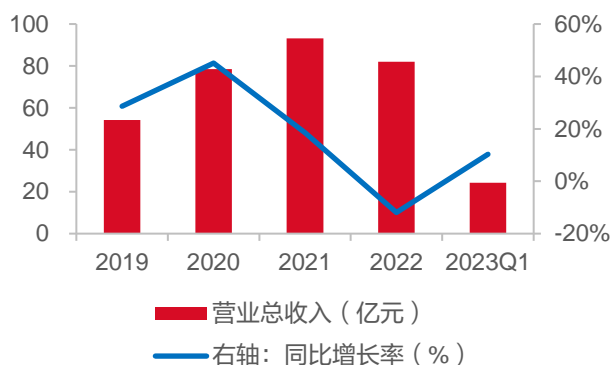
图表目录

图 1 公司 2022 年营收增速放缓.....	4
图 2 公司 2022 年归母净利润承压.....	4
图 3 2023 年一季度营收增速提升.....	4
图 4 2023 年一季度归母净利润改善.....	4
图 5 挖掘机专用油缸销量下降（万只，%）.....	5
图 6 重型装备用非标油缸销量显著增长（万只，%）.....	5
图 7 液压泵阀收入逐年增长（亿元，%）.....	5
图 8 2022 年液压泵阀收入占比达到 33.61%.....	5
图 9 2022 年海外收入快速增长（亿元，%）.....	6
图 10 2022 年海外收入占比为 21.38%.....	6
图 11 公司销售毛利率和销售净利率（%）.....	6
图 12 2023Q1 销售毛利率及净利率同比提升.....	6
图 13 2022 年液压油缸及泵阀毛利率有所下降.....	6
图 14 公司研发费用率（%）.....	6
图 15 公司资产负债率呈下降趋势.....	7
图 16 公司增发后货币资金明显增加.....	7
图 17 挖掘机出口形势向好.....	7
图 18 协会统计企业高空作业平台销量情况.....	7
附录：三大报表预测值.....	9

1.2022 年业绩承压，2023 年一季度经营改善

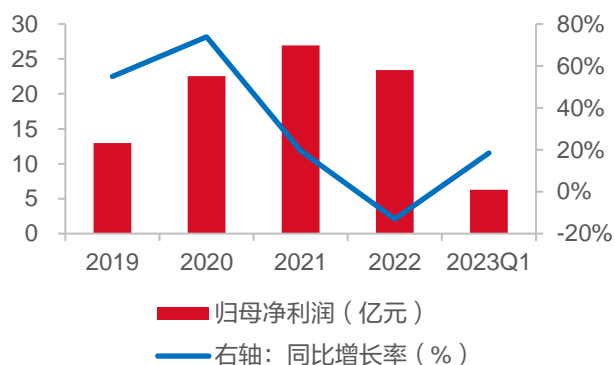
2022 年，公司实现营收 81.97 亿元，同比下降 11.95%；实现归母净利润 23.43 亿元，同比下降 13.03%。2022 年四季度，公司实现营收 22.77 亿元，同比增长 7.08%；实现归母净利润 5.93 亿元，同比下降 16.15%。2023 年一季度，公司实现营收 24.27 亿元，同比增长 10.30%；实现归母净利润 6.26 亿元，同比增长 18.44%。业绩基本符合市场预期。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 6.20 元（含税）。

图1 公司 2022 年营收增速放缓



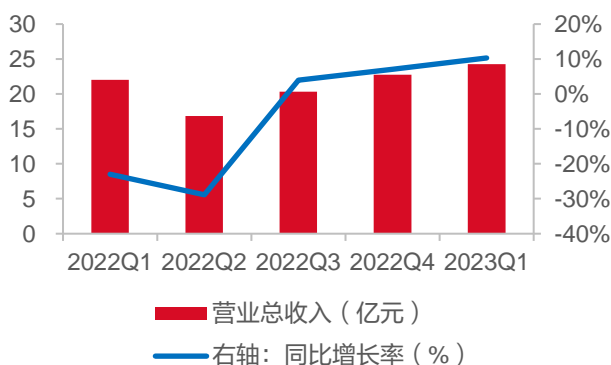
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图2 公司 2022 年归母净利润承压



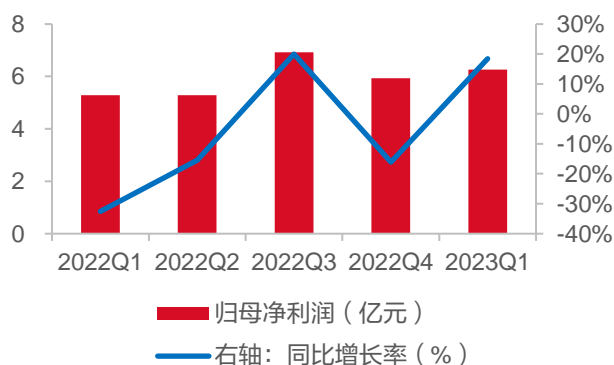
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图3 2023 年一季度营收增速提升



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图4 2023 年一季度归母净利润改善

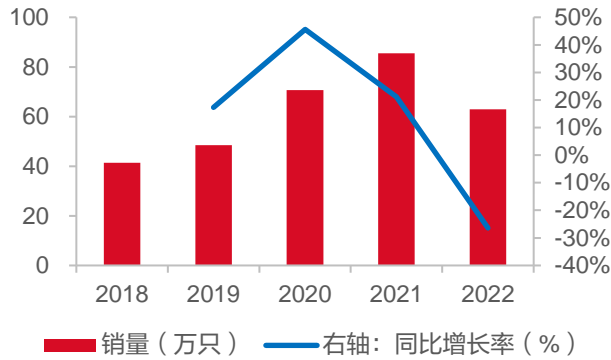


资料来源：同花顺，东海证券研究所

2.积极拓展产品品类，优化业务结构

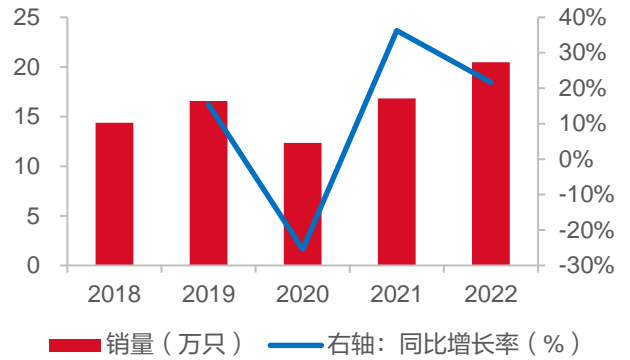
非挖业务成长显著，多元化战略持续推进。2022 年，公司共销售挖掘机专用油缸 62.94 万只，同比下滑 26%；但重型装备用非标准油缸销量同比增长 22%，达到 20.48 万只。非挖领域液压泵、液压阀、马达销量分别为 4.40、14.03、12.25 万只，分别同比增长 248%、60%、516%。2022 年公司共开发新品 538 种，其中非工程机械行业 323 项。2023 年一季度，公司主要产品中，重型装备用非标准油缸、液压泵阀收入分别同比增长 33%、29%，带动营收整体增长。由于新产品盈利能力高于传统工程机械产品，公司毛利亦同比提升。

图5 挖掘机专用油缸销量下降（万只，%）



资料来源：公司公告，东海证券研究所

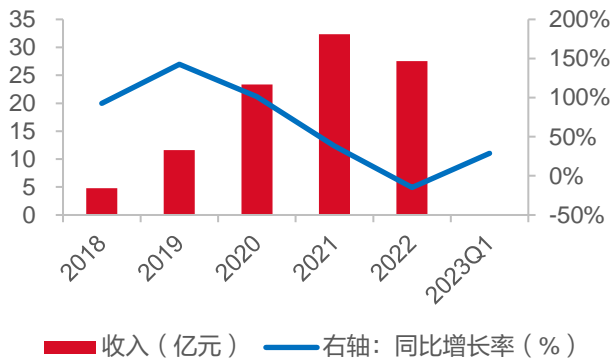
图6 重型装备用非标油缸销量显著增长（万只，%）



资料来源：公司公告，东海证券研究所

液压油缸仍为主导，液压泵阀成长向好。根据年报口径拆分，液压油缸为公司第一大收入来源，包含挖掘机专用油缸和重型装备用非标准油缸；其次是液压泵阀，包含挖掘机用主控泵阀、工业泵阀、液压马达等液压元件。自2013年子公司液压科技成立以来，高性能液压柱塞泵、多路控制阀等业务保持快速发展态势，液压泵阀收入占比也达到2022年的33.61%，目前已是公司重要收入来源。

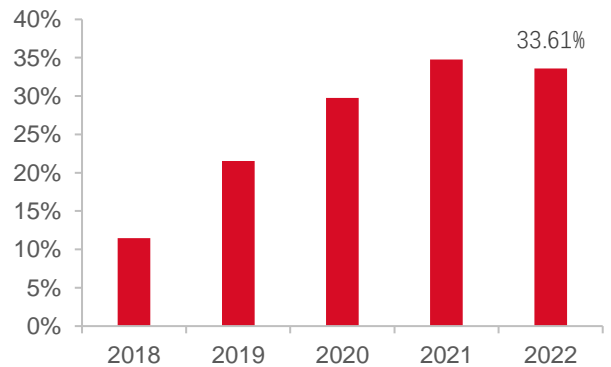
图7 液压泵阀收入逐年增长（亿元，%）



资料来源：公司公告，东海证券研究所

注：2023年一季报未拆分具体收入。

图8 2022年液压泵阀收入占比达到33.61%

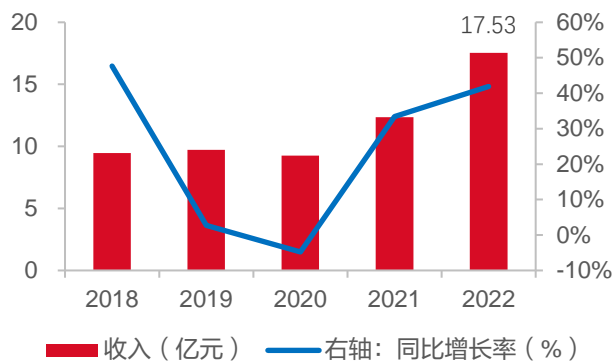


资料来源：公司公告，东海证券研究所

3.海外收入实现高增，坚定布局国际市场

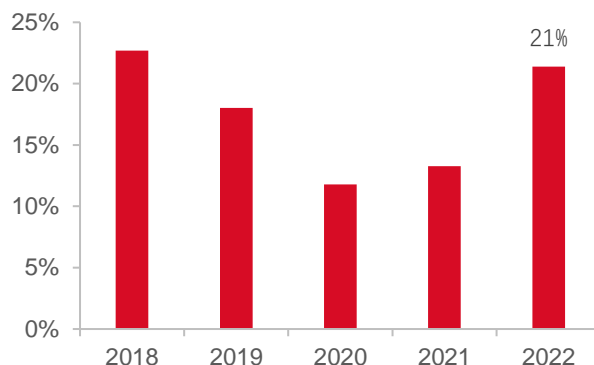
公司全方位推进国际化布局。国内传统工程机械市场逐渐进入存量竞争，出海是大势所趋。2022年公司海外销售收入为17.53亿元，同比增长42%，海外收入在整体收入中占比为21%。生产端，公司墨西哥工厂正在建设中，预计厂房屋于2023年5月交付使用，2023年第四季度投产。据公司官网，恒立墨西哥工厂占地14.08万平方米，用于制造、服务、研发和仓储恒立液压产品，并将为当地增加300多个就业岗位。销售端，公司前期已成立欧洲、美国、日本、印度海外销售服务公司，2022年新建立印尼子公司，以辐射东南亚市场的基本维修服务格局，扩大新兴市场覆盖范围。研发端，恒立在全球范围内已设立了四大研发中心，分别位于美国芝加哥、德国柏林、中国上海、中国常州。据2022年年报披露的募投项目中，恒立国际研发中心项目处于前期设计阶段，预计在2024年第四季度完工并投入使用。产品方面，恒立的挖掘机专用油缸系列产品获得海外整机厂高度认可，已成为卡特彼勒在亚洲地区唯一一家连续5年获得铂金质量奖的企业，未来有望以技术为支撑，进一步提升在外资品牌挖掘机高压油缸市场中的份额。

图9 2022年海外收入快速增长（亿元，%）



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图10 2022年海外收入占比为21%

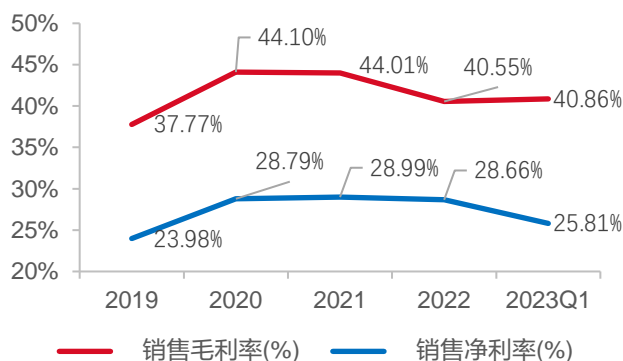


资料来源：公司公告，东海证券研究所

4.盈利承压后有所修复，资金状况较为稳健

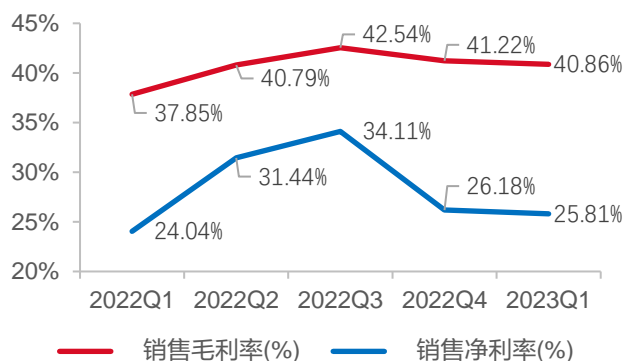
2022年毛利率承压；2023年一季度，产品结构优化带动盈利改善。2022年公司毛利率为40.55%，同比下降3.46pct；净利率为28.66%，同比下降0.33pct。其中，液压油缸、液压泵阀毛利率分别同比下降4.11pct、3.79pct，主要受原材料成本上升、订单下滑等因素影响。2022年销售、管理、研发费用率分别为1.51%、3.36%、7.93%，同比提升0.31pct、0.92pct、1.10pct；财务费用率为-4.06%，同比下降5.02pct，主要系汇率变动所致。2023年一季度，公司毛利率同比提升3.01pct至40.86%，净利率同比提升1.77pct至25.81%。

图11 公司销售毛利率和销售净利率（%）



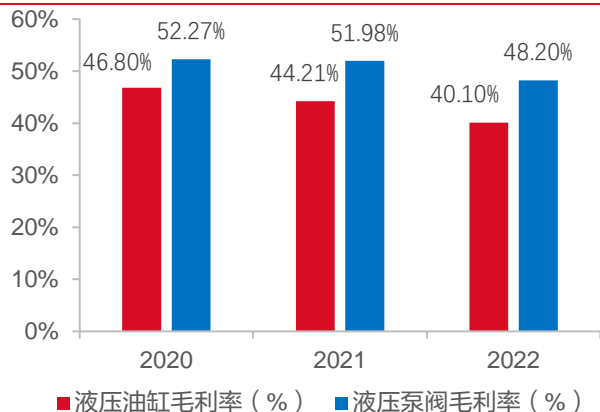
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图12 2023Q1销售毛利率及净利率同比提升



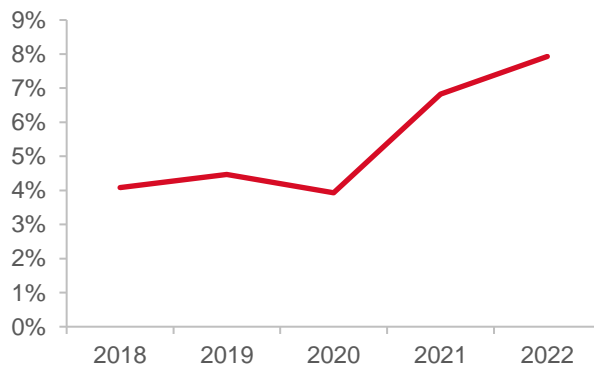
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图13 2022年液压油缸及泵阀毛利率有所下降



资料来源：同花顺，东海证券研究所

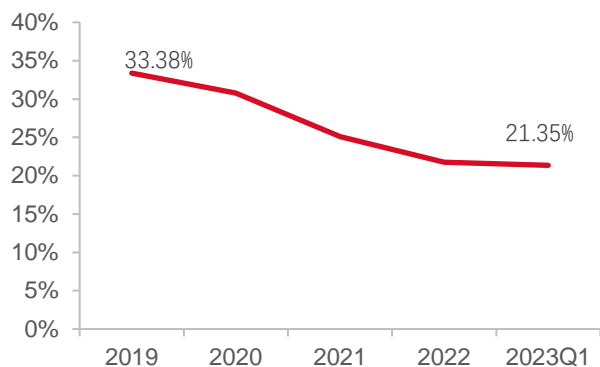
图14 公司研发费用率（%）



资料来源：同花顺，东海证券研究所

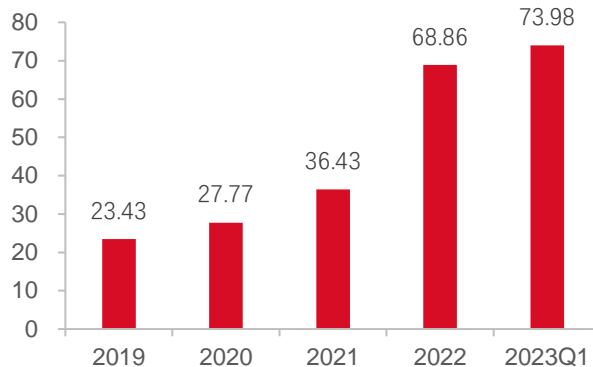
公司经营稳健，在手现金充足。公司 2022 年末完成非公开发行股票并吸收募集资金，同时经营回款有所增加。2023 年一季度公司资产负债率同比下降至 21.35%，流动比率、速动比率分别为 4.00 和 3.77，均同比提升。2023 年一季度末，公司货币资金为 73.98 亿元，在总资产中的占比为 43.64%。一季度公司经营、投资活动现金流分别同比增长 22.95%、34.14%，偿还债务支付的现金减少导致筹资活动现金流亦同比改善。

图15 公司资产负债率呈下降趋势



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图16 公司增发后货币资金明显增加



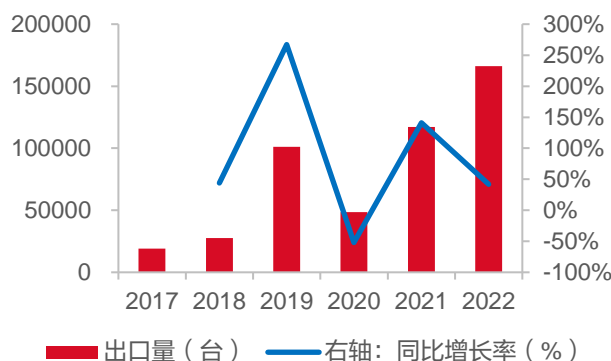
资料来源：同花顺，东海证券研究所

5.经营情况展望

5.1.行业：挖机出海趋势明确，国内高机等市场具备潜力

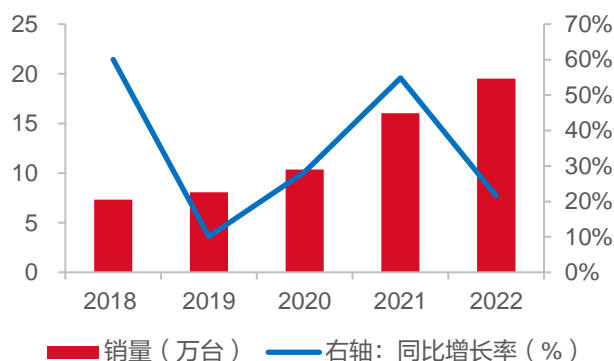
从工程机械主机行业趋势来看，关注出海和新品类机会。结合工程机械协会调研情况，预计今年挖掘机行业内销市场仍将存在波动，但出口有望延续高景气。从头部主机厂收入结构来看，外销占比亦明显提升。零部件国际化亦将同步跟进，恒立国际化战略契合行业趋势发展。内销方面，高空作业平台、农业机械等发展趋势向好，恒立在此类市场的布局有望构筑新的增长动力。

图17 挖掘机出口形势向好



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图18 协会统计企业高空作业平台销量情况



资料来源：中国工程机械工业协会，东海证券研究所

5.2.公司：前瞻性布局产品创新，力争 2023 年营收增长 10%

以产品优势带动营收增长。2022 年，公司销售收入同比减少 11.95%，略低于年初制定的销售收入持平的目标。2023 年，在结合行业预判的基础上，公司提出经营目标，力争实现营业收入同比增长 10%。长远来看，新品类是助力公司平滑工程机械行业周期波动的重要因素。除了上文已提及的拓展方向外，公司积极推进电动化战略。2022 年 8 月公司成立江

苏恒立精密工业有限公司，致力于研发、设计、生产和销售：工程机械用电动缸；用于手机、汽车、服装等行业的全自动精密点胶机的电动缸；以及注塑机用滚珠丝杠等产品。2023年，墨西哥液压生产基地、武进精密传动、紧凑液压以及超大重型油缸四个重大项目都将投产运营，有利于推动公司进一步完善多元化的产品矩阵。

6.投资建议

公司在国内工程机械市场优势稳固，积极推进产品及区域扩张，全球化背景下成长可期。预计公司 2023-2025 年归母净利润为 27.05/31.61/37.80 亿元，预计 EPS 分别为 2.02/2.36/2.82 元，对应 PE 分别为 30X/26X/22X。首次覆盖，给予“买入”评级。

7.风险提示

宏观经济变化风险。公司所处的液压零部件行业是挖掘机等基建设备、海洋工程设备、港口机械等重型装备的关键配套件行业，其发展与宏观经济形势具有较强的相关性。宏观政策和固定资产投资增速的变化，将对公司下游客户需求造成影响，进而影响公司产品销售。

海外市场及汇率风险。由于国际业务受政治、文化、技术、品牌、人力资源等诸多方面因素影响，公司的海外业务和海外投资仍具有一定程度的不确定性和风险。公司存在一定数量的欧元、美元业务，如果欧元、美元汇率波动，将对公司财务状况产生一定影响。

原材料价格波动的风险。公司主要原材料包括钢材、铸件、锻件、密封件等，采购成本可能受到多种因素的影响，如市场供求、供应商生产状况的变动等，如果钢材等原材料价格上涨，或对公司的生产经营构成一定压力。

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	6886	8444	10002	11851
交易性金融资产	470	670	905	1103
应收票据及应收账款	1593	1812	2037	2388
存货	1766	1414	1879	2102
预付款项	141	173	188	215
其他流动资产	1471	1321	1585	1957
流动资产合计	12327	13834	16596	19616
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	2836	2860	2875	2858
无形资产	436	491	561	659
商誉	1	1	1	1
递延所得税资产	54	54	54	54
其他非流动资产	547	640	742	891
资产总计	16201	17879	20829	24079
短期借款	254	314	384	443
应付票据及应付账款	1323	1177	1618	1662
其他流动负债	1567	1305	1556	1886
流动负债合计	3144	2796	3558	3991
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	379	377	376	376
非流动负债合计	379	377	376	376
负债合计	3523	3174	3935	4367
归属于母公司所有者权益	12630	14650	16831	19640
少数股东权益	48	55	63	72
所有者权益合计	12678	14705	16894	19712
负债和所有者权益总计	16201	17879	20829	24079

现金流量表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流净额	2064	3042	3437	3791
投资	625	-200	-235	-198
资本性支出	-795	-654	-730	-828
其他	90	12	13	17
投资活动现金流净额	-80	-842	-951	-1009
债权融资	-313	58	69	59
股权融资	2000	0	0	0
支付股利及利息	-741	-846	-918	-971
其他	3	0	0	0
筹资活动现金流净额	949	-787	-849	-912
现金净增加额	3260	1496	1580	1850

利润表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	8197	9257	10800	12531
营业成本	4873	5341	6125	7012
营业税金及附加	71	81	93	109
销售费用	124	111	135	150
管理费用	275	204	275	288
研发费用	650	574	648	739
财务费用	-332	-60	46	81
投资收益	14	12	13	17
公允价值变动收益	7	0	0	0
其他经营损益	60	56	82	99
营业利润	2618	3074	3574	4269
营业外收支	11	8	9	8
利润总额	2629	3082	3583	4277
所得税费用	280	370	414	488
净利润	2349	2712	3169	3789
少数股东损益	6	7	8	10
归属母公司股东净利润	2343	2705	3161	3779

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业总收入增长率	-12.0%	12.9%	16.7%	16.0%
EBIT增长率	-27.7%	34.2%	20.0%	20.0%
归母净利润增长率	-13.0%	15.5%	16.9%	19.6%
总资产增长率	31.4%	10.4%	16.5%	15.6%
盈利能力				
毛利率	40.6%	42.3%	43.3%	44.0%
销售净利率	28.7%	29.3%	29.3%	30.2%
净资产收益率	18.5%	18.5%	18.8%	19.2%
总资产收益率	14.5%	15.1%	15.2%	15.7%
偿债能力				
资产负债率	21.7%	17.8%	18.9%	18.1%
流动比率	3.92	4.95	4.66	4.92
速动比率	3.30	4.36	4.07	4.32
每股指标 (元)				
EPS (摊薄)	1.75	2.02	2.36	2.82
每股净资产 (摊薄)	9.42	10.93	12.55	14.65
估值比率				
P/E	35.30	30.41	26.02	21.76
P/B	6.55	5.61	4.89	4.19
P/S	10.09	8.93	7.66	6.60

资料来源：携宁，东海证券研究所（数据截取时间：2023年4月27日盘后）

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8621) 20333619
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8610) 59707105
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089