

# 恒立液压 (601100.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 穿越周期，非挖领域持续高增长

### 业绩简评

8月28日晚，公司披露23年中报：上半年主营收入44.52亿元，同比+14.55%；归母净利润12.79亿元，同比+20.97%；扣非净利润12.43亿元，同比+23.14%；其中2Q23，公司收入20.25亿元，同比+20.1%；归母净利润6.53亿元，同比+23.5%；扣非净利润6.43亿元，同比+27.3%。

### 经营分析

**1、非标油缸、非标泵阀收入高增长。**工程机械行业延续下行趋势，国内需求继续下行，出口增长进一步收缩。据中国工程机械工业协会挖掘机分会的统计，2023年1-6月我国挖掘机销量为10.88万台，同比下降24%，其中国内销售5.10万台，同比下降44%，出口销量5.78万台，同比增长11%。公司在保持传统业务板块核心竞争力的同时，积极拓展新的市场和新的产品种类，穿越周期。公司共销售挖掘机专用油缸32.28万只，同比增长5%；公司挖机油缸海外市场收入同比增长18%；重型装备用非标准油缸11.43万只，同比增长18%；海工海事、高空作业平台用摆动缸、工业类非标油缸快速增长。中大挖挖机泵阀份额持续提升，高空作业平台及农业机械的国内外市场份额继续大幅提升；滑移装载机配套主控泵阀、径向柱塞马达、手柄阀等新产品也实现了在各主机厂的批量供货。

**2、盈利能力略微下滑，但总体保持稳定。**2Q23毛利率36.8%，同比-4pct，主因挖机下游需求较弱公司加大返利促销。1H23净利率约32.3%、同比+0.88pct，其中汇兑收益1.67亿元，剔除汇兑收益，公司主营净利率约25.45%。

### 盈利预测、估值与评级

预计公司2023-25年归母净利润26.53/33.12/37.95亿元，公司股票现价对应PE估值为32/26/22倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

下游景气度不及预期；新产品研发进展不及预期；毛利率下滑风险。

### 机械组

分析师：秦亚男 (执业S1130522030005)

qinyanan@gjzq.com.cn

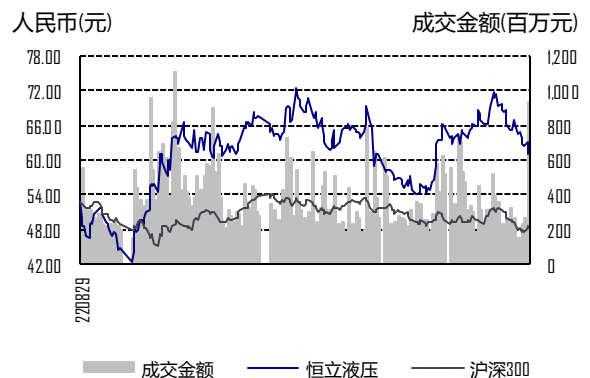
分析师：满在朋 (执业S1130522030002)

manzaipeng@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：61.13元

### 相关报告：

- 《恒立液压点评：业绩符合预期，多元化+国际化战略持续推进》，2023.4.25
- 《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



### 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	8,989	10,895	12,283
营业收入增长率	18.51%	-11.95%	9.66%	21.20%	12.74%
归母净利润(百万元)	2,694	2,343	2,653	3,312	3,795
归母净利润增长率	19.51%	-13.03%	13.26%	24.81%	14.59%
摊薄每股收益(元)	2.063	1.795	1.979	2.470	2.830
每股经营性现金流净额	2.14	1.58	2.16	2.52	2.95
ROE(归属母公司)(摊薄)	29.29%	18.55%	18.68%	20.47%	20.66%
P/E	39.64	35.19	31.89	25.55	22.30
P/B	11.61	6.53	5.96	5.23	4.61

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
<b>主营业务收入</b>	<b>7,855</b>	<b>9,309</b>	<b>8,197</b>	<b>8,989</b>	<b>10,895</b>	<b>12,283</b>	货币资金	2,777	3,643	6,886	8,203	9,559	11,324
增长率	18.5%	-12.0%	9.7%	21.2%	12.7%		应收款项	2,715	2,570	3,010	3,193	3,870	4,363
主营业务成本	-4,391	-5,212	-4,873	-5,118	-6,096	-6,797	存货	1,217	1,607	1,766	1,963	2,338	2,607
%销售收入	55.9%	56.0%	59.4%	56.9%	56.0%	55.3%	其他流动资产	886	1,327	665	380	315	338
毛利	3,464	4,097	3,324	3,871	4,799	5,486	流动资产	7,595	9,146	12,327	13,739	16,082	18,633
%销售收入	44.1%	44.0%	40.6%	43.1%	44.0%	44.7%	%总资产	71.5%	74.2%	76.1%	77.0%	78.9%	81.1%
营业税金及附加	-72	-78	-71	-81	-98	-111	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	-135	-163	-184	%总资产	24.6%	22.0%	19.9%	19.1%	17.3%	15.2%
%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	-270	-305	-344	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%	23.0%	21.1%	18.9%
研发费用	-309	-636	-650	-674	-817	-921	<b>资产总计</b>	<b>10,620</b>	<b>12,332</b>	<b>16,201</b>	<b>17,838</b>	<b>20,384</b>	<b>22,986</b>
%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	2,712	3,415	3,926	应付款项	1,338	1,629	1,990	2,199	2,619	2,923
%销售收入	35.3%	32.7%	26.9%	30.2%	31.3%	32.0%	其他流动负债	697	465	825	901	1,056	1,169
财务费用	-151	-89	332	145	181	213	流动负债	2,590	2,691	3,144	3,180	3,755	4,172
%销售收入	1.9%	1.0%	-4.1%	-1.6%	-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	3,583	4,158	4,574
投资收益	11	7	14	15	15	15	<b>普通股股东权益</b>	<b>7,314</b>	<b>9,196</b>	<b>12,630</b>	<b>14,207</b>	<b>16,178</b>	<b>18,364</b>
%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	2,971	3,711	4,254	未分配利润	4,113	5,900	7,213	8,793	10,764	12,950
营业利润率	33.2%	32.8%	31.9%	33.1%	34.1%	34.6%	少数股东权益	38	44	48	48	48	48
营业外收支	3	12	11	10	10	10	<b>负债股东权益合计</b>	<b>10,620</b>	<b>12,332</b>	<b>16,201</b>	<b>17,838</b>	<b>20,384</b>	<b>22,986</b>
税前利润	2,609	3,068	2,629	2,981	3,721	4,264	<b>比率分析</b>						
利润率	33.2%	33.0%	32.1%	33.2%	34.2%	34.7%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
所得税	-348	-369	-280	-328	-409	-469	<b>每股指标</b>						
所得税率	13.3%	12.0%	10.6%	11.0%	11.0%	11.0%	每股收益	1.727	2.063	1.795	1.979	2.470	2.830
净利润	2,261	2,699	2,349	2,653	3,312	3,795	每股净资产	5.603	7.045	9.675	10.596	12.066	13.696
少数股东损益	7	5	6	0	0	0	每股经营现金净流	1.517	2.142	1.581	2.161	2.519	2.950
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>2,254</b>	<b>2,694</b>	<b>2,343</b>	<b>2,653</b>	<b>3,312</b>	<b>3,795</b>	每股股利	0.600	0.730	0.620	0.800	1.000	1.200
净利率	28.7%	28.9%	28.6%	29.5%	30.4%	30.9%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	30.82%	29.29%	18.55%	18.68%	20.47%	20.66%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	21.22%	21.84%	14.46%	14.87%	16.25%	16.51%
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	投入资本收益率	28.70%	26.71%	14.94%	16.60%	18.41%	18.69%
净利润	2,261	2,699	2,349	2,653	3,312	3,795	<b>增长率</b>						
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%	9.66%	21.20%	12.74%
非现金支出	400	454	442	444	502	554	EBIT增长率	91.98%	9.66%	-27.60%	23.03%	25.94%	14.95%
非经营收益	162	111	-258	11	-25	-25	净利润增长率	73.88%	19.51%	-13.03%	13.26%	24.81%	14.59%
营运资金变动	-843	-468	-469	-211	-412	-369	总资产增长率	26.03%	16.12%	31.37%	10.11%	14.27%	12.76%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,981</b>	<b>2,796</b>	<b>2,064</b>	<b>2,898</b>	<b>3,378</b>	<b>3,955</b>	<b>资产管理能力</b>						
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
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-663</b>	<b>-932</b>	<b>-80</b>	<b>-248</b>	<b>-680</b>	<b>-580</b>	固定资产周转天数	113.0	101.2	126.3	114.2	91.5	74.3
股权募资	0	0	2,000	0	0	0	<b>偿债能力</b>						
债权募资	-361	-286	-313	-247	0	0	净负债/股东权益	-34.90%	-44.87%	-55.43%	-57.48%	-58.85%	-61.45%
其他	-457	-428	-737	-1,085	-1,341	-1,609	EBIT利息保障倍数	18.3	34.1	-6.6	-18.8	-18.9	-18.4
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-818</b>	<b>-714</b>	<b>949</b>	<b>-1,332</b>	<b>-1,341</b>	<b>-1,609</b>	资产负债率	30.78%	25.08%	21.75%	20.09%	20.40%	19.90%
<b>现金净流量</b>	<b>335</b>	<b>1,025</b>	<b>3,260</b>	<b>1,318</b>	<b>1,357</b>	<b>1,766</b>							

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
5	2023-04-25	买入	66.16	N/A

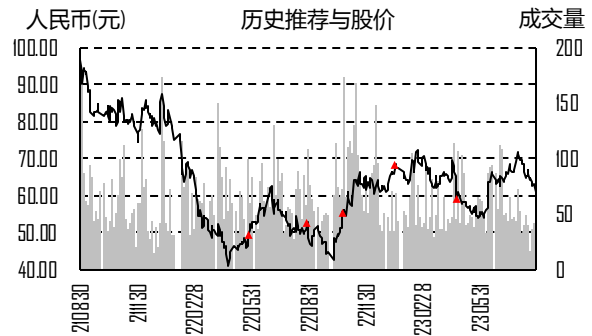
来源：国金证券研究所

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。

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：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806