

# 恒立液压 (601100.SH)

买入 (维持评级)

## 公司点评

证券研究报告

## 业绩主要受挖机拖累，非挖业务快速增长

### 业绩简评

公司披露 23 年年报以及 24 年一季报：(1) 23 年收入 89.85 亿元，同比+9.6%；归母净利润 25 亿元，同比+6.7%；其中 4Q23 收入 26 亿元，同比+16%；归母净利润 7.45 亿元，同比+25.56%。

(2) 1Q24，公司实现收入 23.6 亿元，同比-2.7%；归母净利润 6 亿元，同比-3.4%，符合预期。

### 经营分析

**1、挖机市场需求疲软拖累收入、关注非挖领域高成长。**受到国内外多重因素影响，国内工程机械行业仍旧低迷，挖掘机出口销量保持两年高速增长后转为负增长，国内销量连续第三年下行。据中国工程机械工业协会数据统计，2023 年全国共销售挖掘机 19.5 万台，同比下降 25.4%；其中国内 9 万台，同比-40.8%；出口 10.5 万台，同比-4.04%。公司营业收入实现小幅增长，主要原因：一是公司多元化战略贡献增量，针对非工程机械行业开发的新产品放量明显，收入占比持续提升，二是公司持续推动国际化战略，海外市场份额逐步提升，海外销售收入持续增长。分产品看，23 年油缸/泵阀/液压系统/配件及铸件收入分别为 46.9/32.7/2.9/6.7 亿元，分别同比+2.4/18.6/15.1/17pct。

**2、非挖业务占比提升带动盈利能力总体稳定。**(1) 23 年毛利率 41.9%，同比+1.35pct，主因公司降本增效+高毛利率的非挖业务占比提升所致；净利率约 27.87%、同比-0.79pct，主因销售及管理费用率合计同比增加 1.7pct。(2) 1Q24，毛利率 40.10%，同比-0.76pct，净利率 25.52%，同比-0.29pct，销售费用率和管理费用率合计上升 2.3pct。

**3、挖机下行周期或已结束，看好中长期成长潜力。**23M3 挖机国内销量 15188 台，同比+9.27%；国内市场长达 36 个月国内挖机市场的下行周期或已结束，板块筑底信号明确，随着“以旧换新”政策落地，板块更新周期有望提前启动。随着公司挖机行业占比下降以及公司非挖收入占比提升，公司阿尔法属性强，液压件开拓农机、高机市场，实现穿越周期的成长。另外公司丝杠和墨西哥工厂分别于一季度、二季度投产，助力公司成为国产丝杠龙头，引领国内高端丝杠国产化进程，打开公司成长空间。

### 盈利预测、估值与评级

预计公司 2024-26 年归母净利润 27/31/37.5 亿元，公司股票现价对应 PE 估值为 26/23/19 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。

### 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)：52.93 元

### 相关报告：

- 《恒立液压公司深度研究：液压件为基，剑指精密传动》，2024.2.26
- 《恒立液压三季报点评：汇兑损失拖累业绩，压力最大时期已过》，2023.10.31
- 《恒立液压 23 年中报点评：穿越周期，非挖领域持续高增长》，2023.8.30



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,197	8,985	9,704	11,159	13,391
营业收入增长率	-11.95%	9.61%	8.00%	15.00%	20.00%
归母净利润(百万元)	2,343	2,499	2,712	3,129	3,750
归母净利润增长率	-13.03%	6.66%	8.53%	15.38%	19.84%
摊薄每股收益(元)	1.795	1.864	2.022	2.334	2.797
每股经营性现金流净额	1.58	2.00	2.15	2.42	2.77
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.55%	17.36%	16.92%	17.56%	18.79%
P/E	35.19	29.34	26.17	22.68	18.93
P/B	6.53	5.09	4.43	3.98	3.56

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)**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>主营业务收入</b>	<b>9,309</b>	<b>8,197</b>	<b>8,985</b>	<b>9,704</b>	<b>11,159</b>	<b>13,391</b>
增长率		-12.0%	9.6%	8.0%	15.0%	20.0%
主营业务成本	-5,212	-4,873	-5,220	-5,677	-6,495	-7,767
%销售收入	56.0%	59.4%	58.1%	58.5%	58.2%	58.0%
毛利	4,097	3,324	3,765	4,027	4,665	5,624
%销售收入	44.0%	40.6%	41.9%	41.5%	41.8%	42.0%
营业税金及附加	-78	-71	-82	-87	-100	-121
%销售收入	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-112	-124	-186	-194	-223	-268
%销售收入	1.2%	1.5%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%
管理费用	-227	-275	-404	-437	-502	-576
%销售收入	2.4%	3.4%	4.5%	4.5%	4.5%	4.3%
研发费用	-636	-650	-694	-728	-837	-1,004
%销售收入	6.8%	7.9%	7.7%	7.5%	7.5%	7.5%
息税前利润 (EBIT)	3,045	2,204	2,399	2,581	3,002	3,656
%销售收入	32.7%	26.9%	26.7%	26.6%	26.9%	27.3%
财务费用	-89	332	369	319	367	410
%销售收入	1.0%	-4.1%	-4.1%	-3.3%	-3.3%	-3.1%
资产减值损失	-47	-45	-68	0	0	0
公允价值变动收益	10	7	1	0	0	0
投资收益	7	14	2	2	2	2
%税前利润	0.2%	0.5%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%
营业利润	3,056	2,618	2,815	3,032	3,501	4,198
营业利润率	32.8%	31.9%	31.3%	31.2%	31.4%	31.4%
营业外收支	12	11	15	15	15	15
税前利润	3,068	2,629	2,830	3,047	3,516	4,213
利润率	33.0%	32.1%	31.5%	31.4%	31.5%	31.5%
所得税	-369	-280	-326	-335	-387	-463
所得税率	12.0%	10.6%	11.5%	11.0%	11.0%	11.0%
净利润	2,699	2,349	2,504	2,712	3,129	3,750
少数股东损益	5	6	5	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>2,694</b>	<b>2,343</b>	<b>2,499</b>	<b>2,712</b>	<b>3,129</b>	<b>3,750</b>
净利率	28.9%	28.6%	27.8%	27.9%	28.0%	28.0%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	2,699	2,349	2,504	2,712	3,129	3,750
少数股东损益	5	6	5	0	0	0
非现金支出	454	442	484	432	461	490
非经营收益	111	-258	-91	21	-17	-17
营运资金变动	-468	-469	-219	-284	-333	-515
<b>经营活动现金净流</b>	<b>2,796</b>	<b>2,064</b>	<b>2,677</b>	<b>2,880</b>	<b>3,240</b>	<b>3,709</b>
资本开支	-562	-795	-1,358	-183	-440	-440
投资	-420	625	382	0	0	0
其他	50	90	-2,075	2	2	2
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-932</b>	<b>-80</b>	<b>-3,051</b>	<b>-181</b>	<b>-438</b>	<b>-438</b>
股权募资	0	2,000	0	0	0	0
债权募资	-286	-313	-126	-123	0	0
其他	-428	-737	-754	-1,079	-1,341	-1,609
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-714</b>	<b>949</b>	<b>-880</b>	<b>-1,202</b>	<b>-1,341</b>	<b>-1,609</b>
<b>现金净流量</b>	<b>1,025</b>	<b>3,260</b>	<b>-1,073</b>	<b>1,497</b>	<b>1,461</b>	<b>1,661</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,643	6,886	8,124	9,621	11,082	12,743
应收款项	2,570	3,010	2,798	3,253	3,741	4,489
存货	1,607	1,766	1,692	1,866	2,135	2,554
其他流动资产	1,327	665	380	388	414	455
流动资产	9,146	12,327	12,994	15,129	17,372	20,240
%总资产	74.2%	76.1%	72.6%	76.5%	78.9%	81.4%
长期投资	0	0	3	3	3	3
固定资产	2,716	3,227	3,995	3,982	3,941	3,872
%总资产	22.0%	19.9%	22.3%	20.1%	17.9%	15.6%
无形资产	285	455	484	521	556	591
非流动资产	3,186	3,874	4,901	4,660	4,654	4,619
%总资产	25.8%	23.9%	27.4%	23.5%	21.1%	18.6%
<b>资产总计</b>	<b>12,332</b>	<b>16,201</b>	<b>17,896</b>	<b>19,789</b>	<b>22,026</b>	<b>24,859</b>
短期借款	597	329	203	80	80	80
应付款项	1,629	1,990	2,089	2,345	2,684	3,207
其他流动负债	465	825	807	904	1,015	1,184
流动负债	2,691	3,144	3,099	3,329	3,779	4,471
长期贷款	44	0	0	0	0	0
其他长期负债	358	379	353	376	376	376
负债	3,093	3,523	3,453	3,706	4,155	4,847
<b>普通股股东权益</b>	<b>9,196</b>	<b>12,630</b>	<b>14,391</b>	<b>16,031</b>	<b>17,819</b>	<b>19,960</b>
其中：股本	1,305	1,341	1,341	1,341	1,341	1,341
未分配利润	5,900	7,213	8,880	10,519	12,307	14,448
少数股东权益	44	48	52	52	52	52
<b>负债股东权益合计</b>	<b>12,332</b>	<b>16,201</b>	<b>17,896</b>	<b>19,789</b>	<b>22,026</b>	<b>24,859</b>

**比率分析**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标</b>						
每股收益	2.063	1.795	1.864	2.022	2.334	2.797
每股净资产	7.045	9.675	10.733	11.956	13.290	14.886
每股经营现金净流	2.142	1.581	1.997	2.148	2.416	2.766
每股股利	0.730	0.620	0.700	0.800	1.000	1.200
<b>回报率</b>						
净资产收益率	29.29%	18.55%	17.36%	16.92%	17.56%	18.79%
总资产收益率	21.84%	14.46%	13.96%	13.70%	14.21%	15.08%
投入资本收益率	26.71%	14.94%	14.32%	14.04%	14.72%	16.03%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	18.51%	-11.95%	9.61%	8.00%	15.00%	20.00%
EBIT增长率	9.66%	-27.60%	8.82%	7.62%	16.30%	21.78%
净利润增长率	19.51%	-13.03%	6.66%	8.53%	15.38%	19.84%
总资产增长率	16.12%	31.37%	10.46%	10.58%	11.31%	12.86%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	40.7	49.5	47.9	52.0	52.0	52.0
存货周转天数	98.9	126.3	120.9	120.0	120.0	120.0
应付账款周转天数	45.7	52.2	53.9	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	101.2	126.3	115.8	99.2	78.4	58.0
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-44.87%	-55.43%	-55.39%	-59.82%	-62.01%	-63.67%
EBIT利息保障倍数	34.1	-6.6	-6.5	-8.1	-8.2	-8.9
资产负债率	25.08%	21.75%	19.29%	18.73%	18.86%	19.50%

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
买入	1	8	21	29	75
增持	0	0	1	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.05	1.06	1.00

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
6	2023-08-30	买入	61.13	N/A
7	2023-10-31	买入	59.04	N/A
8	2024-02-26	买入	52.96	80.00~85.00

来源：国金证券研究所

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。

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



**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：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 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 18 楼 1806