

恒立液压 (601100)

2023 年报及 2024 年一季报点评：业绩符合预期，海外工厂及丝杠项目投产在即 买入（维持）

2024 年 04 月 23 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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	8,197	8,985	9,567	11,406	13,632
同比 (%)	(11.95)	9.61	6.48	19.22	19.52
归母净利润 (百万元)	2,343	2,499	2,649	3,345	4,027
同比 (%)	(13.03)	6.66	6.02	26.26	20.39
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.75	1.86	1.98	2.49	3.00
P/E (现价&最新摊薄)	30.29	28.40	26.79	21.22	17.62

关键词：#业绩符合预期 #出口导向 #新产品、新技术、新客户

事件：公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报，业绩符合市场预期。

投资要点

■ 2023 年公司业绩同比+6.7%，符合市场预期

2023 年公司营业总收入 89.85 亿元，同比增长 9.61%，归母净利润为 24.99 亿元，同比增长 6.66%，同期挖掘机行业销量同比下滑 24%，公司阿尔法属性显著。2024 年一季度营业总收入 23.62 亿元，同比去年下跌 2.7%，归母净利润为 6.02 亿元，同比去年-3.77%。一季度挖机行业销量同比下滑 13%，公司增速高于行业，业绩符合市场预期。2023 年分产品看：(1) **液压油缸**：营收 46.9 亿元，同比增长 2.4%。(2) **液压泵阀**：营收 32.7 亿元，同比增长 18.6%。(3) **液压系统**：实现营收 2.9 亿元，同比增长 15.1%。2023 年分区域看：国内营收 70.0 亿元，同比上升 9.1%，海外营收 19.3 亿元，同比增长 10.0%，海外营收占比 21%。

■ 国产液压件之光，盈利能力保持优秀

2023 年公司销售毛利率为 41.9%，同比增加 1.3pct，公司销售净利率 27.9%，基本下滑 0.8pct，公司盈利能力保持优秀，主要系：(1) 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，且新产品盈利能力高于传统工程机械产品；(2) 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。2023 年公司期间费用率为 10.2%，同比增加 1.5pct，其中公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.1%/4.5%/7.7%/-4.1%，同比变动+0.6/+0.5/-0.2/0pct，销售、管理费用率略有提升，研发费用率维持较高水平。公司液压件、线性驱动器等产品技术壁垒高，高端产品国产化率低，持续研发投入巩固护城河。

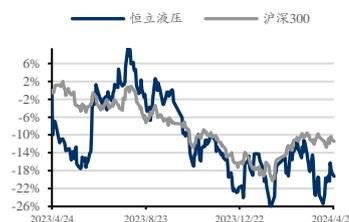
■ 海外工厂及线性驱动项目投产在即，打开成长空间

公司为国内稀缺的液压件龙头，技术积累深厚。随多元化、国际化战略推进，业绩有望持续增长：(1) **墨西哥项目**：公司在墨西哥建立液压件生产基地开展国际化，目前主体工程基本完工，预计于 2024 年二季度试生产，工程机械液压件海外份额有望提升，平滑内销周期波动。(2) **线性驱动器项目**：公司含有三个事业部，分别为电动缸事业部、丝杠事业部和导轨事业部，滚珠丝杠、滚柱丝杠、导轨等部分样品在试制中，于 2024 年一季度试生产。丝杠导轨为机床、机器人自动化、汽车等核心零部件，2021 年国内丝杠+导轨市场规模约 128 亿元，技术壁垒高，国产化率仅 25%，公司主打中高端市场，有望受益国产化需求持续提升。

■ 工程机械：有望迎来“大规模设备更新+行业自身更新”双重周期共振

上轮工程机械上行周期为 2016-2020 年，按照 8 年使用寿命，上轮销售设备已处于大规模寿命替换期，2023 年为寿命替换低点，2024 年起更新量

股价走势



市场数据

收盘价(元)	52.93
一年最低/最高价	47.41/73.33
市净率(倍)	5.21
流通 A 股市值(百万元)	70,969.66
总市值(百万元)	70,969.66

基础数据

每股净资产(元,LF)	10.16
资产负债率(% LF)	22.85
总股本(百万股)	1,340.82
流通 A 股(百万股)	1,340.82

相关研究

《恒立液压(601100)：2023 年三季报点评：利润端短期受汇兑影响，新项目、新产品投产在即》

2023-10-31

《恒立液压(601100)：2023 年中报点评：业绩符合预期，多元化+国际化战略卓有成效》

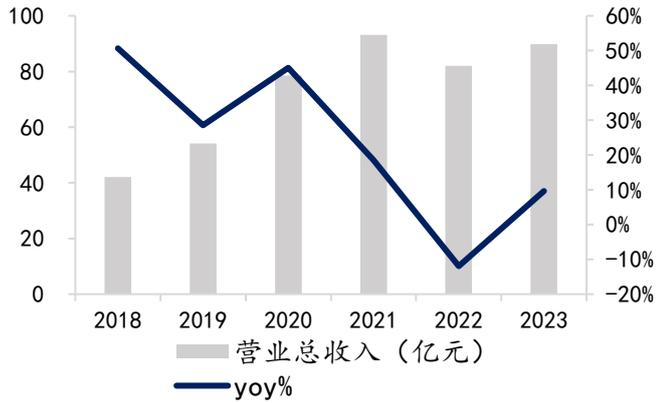
2023-08-31

开始逐年回升，行业贝塔边际向上。3月销售各类挖掘机 24980 台，同比下降 2.34%，其中国内 15188 台，同比增长 9.27%，旺季实现转正，高于此前 CME 预期 6%增速，随着下半年更新需求增加及基数下降，行业有望迎来新一轮更新周期，大规模设备更新等系列政策助推行业回升，有望迎来“大规模设备更新+行业自身更新”双重周期共振。

■ **盈利预测与投资评级：**工程机械行业贝塔底部边际向上，公司挖机泵阀、马达、油缸等产品份额上行，非标液压件市场空间广阔，坚定看好公司长期发展前景。短期考虑到公司北美工厂、丝杠产能投产，产能爬坡期盈利能力存在不确定，出于谨慎性考虑，我们下调公司 2024-2025 年归母净利润至 26（原值 27）/33（原值 39）亿元，预计 2026 年归母净利润为 40 亿元，当前市值对应 PE 为 27/21/18 倍，维持“买入”评级。

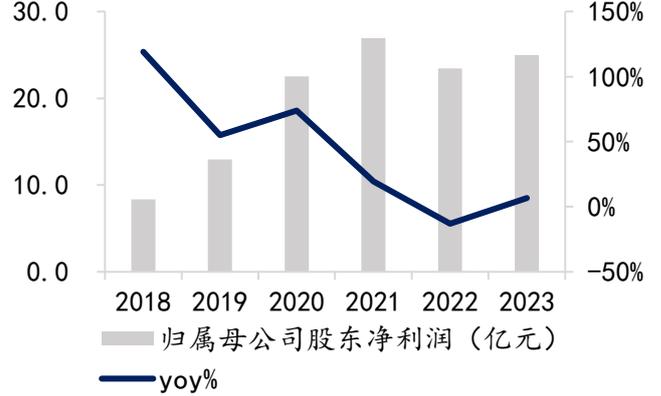
■ **风险提示：**工程机械行业周期波动；线性驱动业务拓展不及预期；海外业务拓展不及预期；原材料价格波动；国际汇率波动。

图1: 2023 年公司实现营业收入 90 亿元, 同比增长 10%



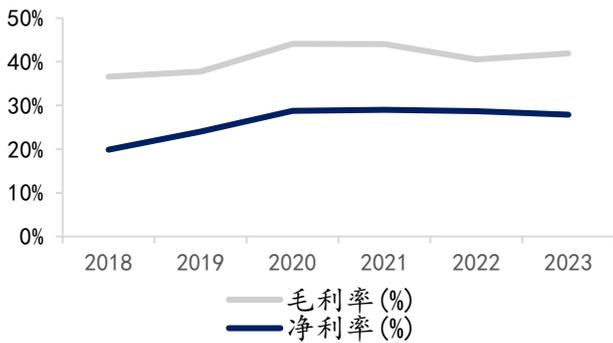
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2023 年公司归母净利润 25 亿元, 同比增长 7%



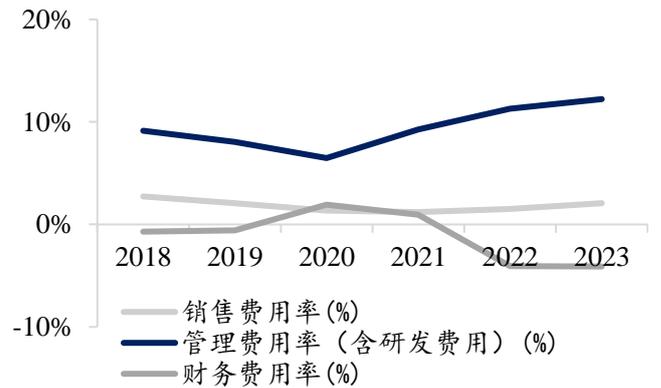
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2023 年公司毛利率/销售净利率分别为 41.9%、27.9%, 同比分别+1.3pct/-0.8pct



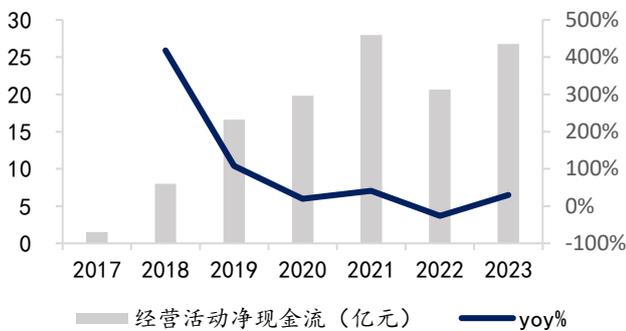
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2023 年公司期间费用率 10.2%, 同比增加 1.5pct



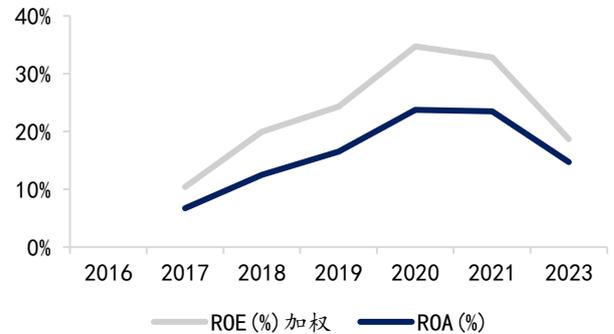
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2023 年公司经营性现金流净额 27 亿元, 同比增长 30%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2023 年公司 ROE (加权) 18.7%, 同比-3.9pct



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)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	12,994	15,218	18,061	22,451	营业总收入	8,985	9,567	11,406	13,632
货币资金及交易性金融资产	8,204	9,968	12,436	15,761	营业成本(含金融类)	5,220	5,634	6,517	7,742
经营性应收款项	2,923	3,025	3,901	4,114	税金及附加	82	83	99	119
存货	1,692	2,064	1,557	2,400	销售费用	186	191	228	273
合同资产	16	10	11	14	管理费用	404	431	456	518
其他流动资产	160	152	157	162	研发费用	694	718	798	954
非流动资产	4,901	5,118	5,293	5,434	财务费用	(369)	(335)	(342)	(341)
长期股权投资	3	3	3	3	加:其他收益	113	126	150	180
固定资产及使用权资产	2,855	3,644	4,105	4,389	投资净收益	2	8	10	12
在建工程	1,144	572	286	143	公允价值变动	1	0	0	0
无形资产	467	467	467	467	减值损失	(68)	0	0	0
商誉	1	1	1	1	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	17	17	17	17	营业利润	2,815	2,979	3,809	4,560
其他非流动资产	415	415	415	415	营业外净收支	15	18	22	26
资产总计	17,896	20,336	23,354	27,885	利润总额	2,830	2,997	3,831	4,586
流动负债	3,099	2,885	2,550	3,045	减:所得税	326	342	479	550
短期借款及一年内到期的非流动负债	203	203	203	203	净利润	2,504	2,655	3,352	4,036
经营性应付款项	1,311	1,540	1,037	1,379	减:少数股东损益	5	6	7	9
合同负债	313	282	326	310	归属母公司净利润	2,499	2,649	3,345	4,027
其他流动负债	1,272	860	985	1,154	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.86	1.98	2.49	3.00
非流动负债	353	353	353	353	EBIT	2,444	2,636	3,457	4,207
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	2,859	2,719	3,582	4,365
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	41.90	41.10	42.86	43.21
租赁负债	2	2	2	2	归母净利率(%)	27.81	27.69	29.32	29.54
其他非流动负债	351	351	351	351	收入增长率(%)	9.61	6.48	19.22	19.52
负债合计	3,453	3,238	2,904	3,399	归母净利润增长率(%)	6.66	6.02	26.26	20.39
归属母公司股东权益	14,391	17,041	20,385	24,412					
少数股东权益	52	57	65	74					
所有者权益合计	14,443	17,098	20,450	24,486					
负债和股东权益	17,896	20,336	23,354	27,885					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2,677	2,058	2,756	3,607	每股净资产(元)	10.73	12.71	15.20	18.21
投资活动现金流	(3,051)	(274)	(268)	(261)	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	(880)	(20)	(20)	(20)	ROIC(%)	15.63	14.62	15.94	16.33
现金净增加额	(1,073)	1,764	2,468	3,325	ROE-摊薄(%)	17.36	15.55	16.41	16.50
折旧和摊销	416	83	125	159	资产负债率(%)	19.29	15.92	12.43	12.19
资本开支	(1,358)	(282)	(278)	(274)	P/E (现价&最新股本摊薄)	28.40	26.79	21.22	17.62
营运资本变动	(219)	(674)	(710)	(569)	P/B (现价)	4.93	4.16	3.48	2.91

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享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。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

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

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>