

多元化业务布局优势凸显, 23年业绩稳健增长

投资要点

- 事件:** 公司发布2023年年报和2024年一季报。23年实现营收89.8亿, 同比+9.6%; 归母净利润25.0亿, 同比+6.7%。23Q4营收26.4亿, 同比+16.0%; 归母净利润7.5亿, 同比+25.6%。24Q1实现营收23.6亿, 同比-2.7%, 归母净利润6.0亿, 同比-3.8%。23年业绩稳健增长, 多元化业务布局优势凸显。
- 降本项目有效开展、原材料价格下降, 23年公司综合毛利率提升。** 23年综合毛利率为41.9%, 同比+1.3pp, 主要系原材料成本下降, 公司液压油缸(+1.13pp)配件及铸件产品(+13.07pp)毛利率提升; 净利率为27.8%, 同比-0.8pp, 净利率下滑主要系公司积极拓展业务, 相关人员、费用投入增长, 销售、管理费用率分别同比+0.6pp、+1.1pp, 管理费用率整体+1.5pp。24Q1综合毛利率为40.1%, 同比-0.8pp; 净利率为25.5%, 同比基本持平, 毛利率、净利率保持高位; 期间费用率9.2%, 同比-1.2pp。
- 下游多元化布局贡献增量, 非挖领域产品产销量均大幅增长, 拉动公司营收增长。** 油缸板块: 受国内挖机下行周期影响, 23年公司挖机油缸销量下滑3.4%; 高机及工业用非标油缸表现亮眼, 销量同比+16%, 拉动液压油缸板块实现营收46.9亿, 同比+2.3%。泵阀马达板块: 23年, 挖机泵、阀、马达销量同比-5.4%、-7.1%、+16.1%, 但中大挖市占率提升; 非挖领域, 高机、农机、路机、混凝土泵送、旋挖钻机等领域拓展顺利, 更具性价比的一站式系统解决方案赢得市场, 以上其他行业泵、阀、马达销量同比+410%、44%、119%, 拉动公司液压泵阀板块实现营收32.7亿, 同比+18.6%。液压系统、铸造板块下游拓展顺利, 23年液压系统板块营收2.9亿, 同比+15%; 铸造板块营收6.7亿, 同比+17%, 实现销售6.1万吨, 同比小幅增长, 其中对外销售占比57%。
- 公司系工程机械液压件国产龙头, 多元化业务拓展, 未来增长动能充足。** 恒立为国内液压件龙头, 深度绑定卡特、三一、柳工等全球工程机械龙头, 国内小挖泵阀市占率已超50%、中挖泵阀约20-30%、大挖泵阀约14-20%, 全球液压市占率不足4%, 有望进一步拓展业务版图。近年来, 公司产品品类不断向农机、高机、叉车等非挖领域拓展, 2022年以来市场放量明显, 有望持续贡献业绩弹性。公司前瞻布局多项新业务, 目前线性驱动器项目各基建已初步完成, 电动缸事业部产品线已完成高机客户全系列纯电动车型应用开发, 海事电缸订单量累计达36条; 丝杠事业部和导轨事业部的滚珠丝杠、滚柱丝杠、导轨等部分样品在试制中, 24Q1已经进行试生产, 有望凭借强精密加工技术成长为丝杠赛道龙头。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司2024-2026年净利润为27.7、32.5、38.5亿元, 对应EPS为2.06、2.43、2.87元, 对应当前股价PE为25、21、18倍, 未来三年净利润复合增长率15%; 给予公司2024年33X目标PE, 目标价67.98元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示:** 研发项目进度与产能建设不及预期的风险、国内外市场竞争程度加剧的风险、工程机械市场持续下行的风险。

指标年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8984.64	9854.04	11458.62	13458.07
增长率	9.61%	9.68%	16.28%	17.45%
归属母公司净利润(百万元)	2498.73	2766.28	3252.50	3845.33
增长率	6.66%	10.71%	17.58%	18.23%
每股收益EPS(元)	1.86	2.06	2.43	2.87
净资产收益率ROE	17.34%	16.72%	16.90%	17.14%
PE	28	25	21	18
PB	4.82	4.20	3.61	3.10

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 邵桂龙
执业证号: S1250521050002
电话: 021-58351893
邮箱: tgl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	13.41
流通A股(亿股)	13.41
52周内股价区间(元)	48.51-71.72
总市值(亿元)	693.87
总资产(亿元)	185.85
每股净资产(元)	11.20

相关研究

目 录

1 恒立液压：栉风沐雨三十年，引领液压行业国产替代.....	1
1.1 液压行业龙头，引领国产替代.....	1
1.2 产品谱系完善，下游覆盖领域广.....	2
1.3 产品结构优化，盈利能力提升.....	4
1.4 股权结构稳定，管理层经验丰富.....	5
2 盈利预测与估值.....	6
2.1 盈利预测.....	6
2.2 相对估值.....	7
3 风险提示.....	8

图 目 录

图 1: 恒立液压深耕工程机械液压件领域.....	1
图 2: 恒立液压产品谱系日益完善.....	2
图 3: 2023 年, 公司液压油缸占比为 52.2%.....	4
图 4: 近年来, 公司主要液压件各业务毛利率较高.....	4
图 5: 2024Q1, 公司营收同比-2.7%.....	5
图 6: 2024Q1, 公司归母净利润同比-3.8%.....	5
图 7: 2023 年, 公司综合毛利率提升.....	5
图 8: 近年来, 公司期间费用率整体呈现下降趋势.....	5
图 9: 汪立平先生家族对公司拥有绝对控制权.....	6

表 目 录

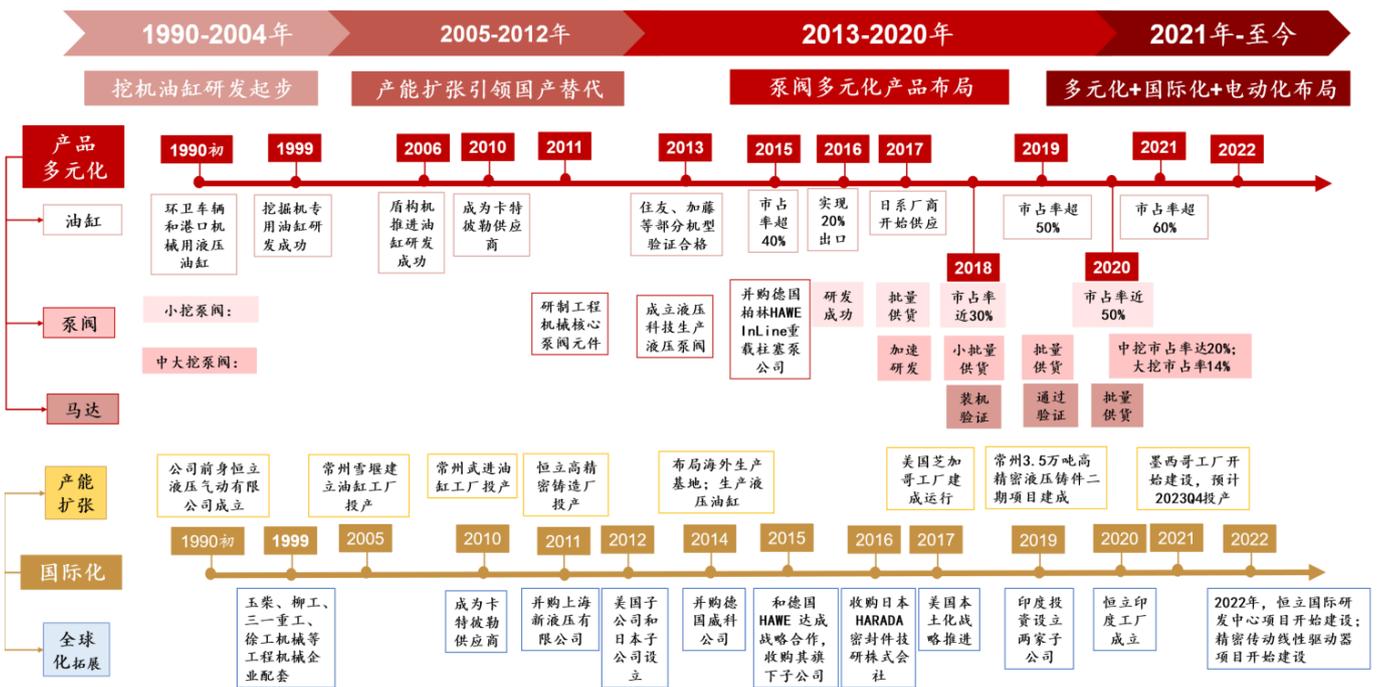
表 1: 公司服务行业丰富, 主要有工程机械、农业机械、工业制造、海洋工程、隧道机械、能源开采等 6 大类.....	3
表 2: 公司分业务收入及毛利率预测.....	7
表 3: 可比公司估值 (截至 2024 年 4 月 24 日)	8
附表: 财务预测与估值.....	9

1 恒立液压：栉风沐雨三十年，引领液压行业国产替代

1.1 液压行业龙头，引领国产替代

恒立液压是国内工程机械液压件的龙头企业。公司深耕液压件技术领域 30 余年，由初创时期的单一液压油缸制造商发展成为涵盖高压油缸、高压柱塞泵、液压多路阀、工业阀、液压系统、液压测试台及高精密液压铸件等液压元件、精密铸件、气动元件、液压系统的产品研发和制造的多元化、综合性、国际化企业，先后建立恒立气动、恒立油缸、恒立铸件、恒立液压四大产业制造基地；为实施全球市场的战略性布局，先后收购上海立新液压、德国哈威 InLine 液压、日本服部精工等企业，成功进军全球高端液压元件领域；先后建立日本、美国、印度分公司，完善海外地区营销服务网络，逐步构建形成中国、美国、德国、日本为制造和销售的网络分布，辐射 20 多个国家和地区，为全球 2000 多家顶级客户提供一体化高效服务。目前已经成为我国综合性液压件龙头，引领国内国产液压件品牌逐步推进进口替代、并出口海外。

图 1：恒立液压深耕工程机械液压件领域



数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

公司的发展历程可以分为 4 个阶段：

1) 挖掘机油缸研发起步阶段（1990 年-2004 年）：公司前身恒立液压气动有限公司成立于 1990 年，通过两年时间成功研发环卫车辆和港口机械用液压油缸，初进液压领域；成立初期公司主要专注于工程机械液压领域产品研发，于 1999 年成功开发挖掘机专用油缸。

2) 挖掘机油缸产能扩张，持续引领国产替代（2005 年-2012 年）：2005 年，公司成功研发出挖掘机专用油缸，在常州雪堰建立油缸工厂并投产；2006 年，成功开发盾构机推进油缸，进军隧道掘进机械行业，拓展下游客户；此后，受益于国内基建、房地产投资的扩张叠

加宽松的信贷政策，工程机械进入发展繁荣期，公司抓住机遇，扩建产能，引领挖机油缸业务实现国产替代、市占率持续提升；2010 年，成为卡特彼勒上游资质供应商，进入高端机械行业供应链系统；2012 年，美国和日本的控制控股子公司建成，海外扩张战略首次落地，产品不断突破国内外龙头主机厂，国内挖机油缸整体市占率提升至 50% 以上。

3) 多元化产品布局，成就综合性液压龙头 (2013-2020 年)：2013 年，成立液压科技生产液压泵阀；2015 年，并购德国柏林 HAWE In Line 重载柱塞泵公司，拓展欧洲市场；2016 年，成功开发小挖泵阀；2017 年，小挖泵阀批量供货，中大挖泵阀加速研发，同年集研发、生产、试验、售后服务为一体的美国芝加哥工厂建成运行，美国本土化战略落地，国际化业务推进；2019 年，常州年产能 3.5 万吨恒立高精密液压铸件二期项目建成投产，高精密液压元件实现重大突破；2018-2020 年，泵阀和马达产品顺利通过主机厂装机验证，市占率不断提升。

4) 多元化+国际化+电动化战略布局 (2021 年-至今)：2020 年，印度建成生产工厂与两家子公司，国际化与本土化战略进一步发展；2021 年，墨西哥工厂开始规划建设，预计 2023Q4 投产，墨西哥工厂贴合公司本土化竞争战略，降本增效以更好服务北美地区客户；2022 年，恒立国际研发中心项目开始建设，未来公司国际化以及产品高端化战略有望更上一层，同年精密传动线性驱动器项目开始建设，预计 2024Q1 正式投产，新产品主要围绕电动缸以及滚珠丝杠产品生产，发展前景广阔。

1.2 产品谱系完善，下游覆盖领域广

恒立液压是液压件整体解决方案供应商，产品谱系齐全。公司通过内生增长与外延并购相结合的方式全面布局液压领域，目前主营业务产品包括液压油缸、液压泵、液压阀、液压马达、液压系统集成、高精密铸件 6 大品种。其中，液压油缸涵盖挖掘机专用油缸、起重机械油缸、海工海事油缸、盾构机油缸、能源应用油缸、矿山机械油缸、冶金应用油缸等；液压泵有恒立高压柱塞泵、In Line 重载柱塞泵；液压阀包括行走液压阀和工业液压阀；液压马达分为变量马达和定量马达等；液压元件及系统是大型机械核心传动装置。

图 2：恒立液压产品谱系日益完善



数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

公司不断完善产品线，产品应用领域持续扩大。公司近年来持续致力于贯彻执行多元化战略，不断研发新技术、开发新产品，并在产业链下游寻求新客户、开发新行业，获得综合产业链优势，摆脱单一下游行业所带来的周期性影响，获得可持续性的盈利能力提升。公司产品广泛应用于挖掘机、高空作业车等行走机械，玉米机、青贮机等农业收获机械，冶金、钣金、水利、固废破碎、注塑等工业工程领域，海工装备、海洋作业平台、港口机械等海洋工程领域，盾构机、湿喷机等隧道工程领域，石油天然气开采、风电和太阳能等能源科技领域，覆盖下游众多，共六大领域，10 多个细分领域。

表 1：公司服务行业丰富，主要有工程机械、农业机械、工业制造、海洋工程、隧道机械、能源开采等 6 大类

主要行业	细分领域	相关产品具体应用领域
工程机械 (行走机械)	建筑机械	小型挖掘机、中大型挖掘机、混凝土泵送、压路机、摊铺机、铣刨机、推土机
	物流搬运	高空作业车、汽车起重机、履带起重机、旋挖钻机、水平定向钻、伸缩臂叉车、煤层掘进机、装载机、滑移装载机、移动破碎机、矿用卡车、市政车辆
农业机械	收获机械	玉米机、青贮机、拖拉机、采棉机、甘蔗机、小麦机、水稻机
工业工程	冶金压铸	型材挤压机、锻压机械、连铸线、压滤机、电炉
	钣金行业	长行程液压缸、大缸径液压缸
	水泥行业	立磨机液压系统
	水利行业	水利大坝弧门液压系统、进水口检修闸门液压缸
	固废破碎	V90N 230DP 变量柱塞双联泵
	橡塑行业	注塑机用低摩擦、高耐磨性的密封件和支撑环
海洋工程	海工装备	开体泥驳、疏浚清淤设备、海上风电安装设备、水上打桩设备、滚装轮、锚绞机、海工吊机
	海洋平台	自升式海洋平台、钻井平台
	港口机械	空箱堆高机、正面吊、堆取料机
隧道工程	盾构掘进	盾构机、硬岩掘进机、凿岩台车
	隧道加固	湿喷机
能源工程	石油、天然气开采相关	钻采设备、增产设备
	新能源	风力发电、太阳能发电、海洋能发电、海水淡化

数据来源：公司官网，西南证券整理

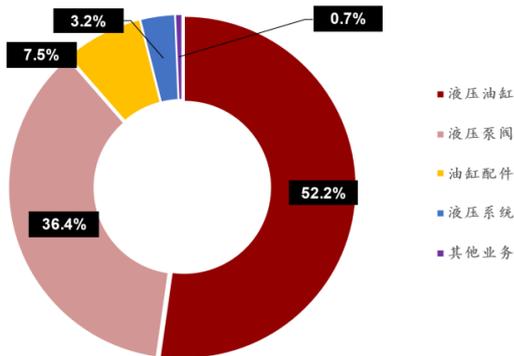
产品结构持续优化，多元化产品战略效应显著。2022 年受挖掘机行业景气度下行影响，公司挖机相关液压产品产销量承压下滑，但公司下游多元化布局开始贡献明显增量，非挖领域油缸泵阀等产品批量化进展顺利。细分来看：

- 1) 液压油缸业务是公司的主要营收来源，占比下降，非标油缸销量增长。**液压油缸含挖掘机专用油缸和重型装备用非标准油缸。2011-2023 年公司液压油缸业务占比由 99.1% 下降到 52.2%。2022 年以来，公司非标油缸销售保持稳定增长；挖机油缸受国内工程机械下行周期影响承压；2023 年，液压油缸板块整体实现营收 46.9 亿，同比+2.3%，其中高机及工业用非标油缸表现亮眼，增速较高，从销量看，挖机油缸销量为 60.8 万只，同比-3.4%，非标油缸销量为 23.77 万只，同比+16%。
- 2) 液压泵阀营收占比不断提升，产品毛利率高，非挖泵阀马达销量增长。**液压泵阀含挖掘机用主控泵阀、通用泵阀、液压马达等液压元件。2014 年，液压科技泵阀工厂正式投产后，液压泵阀业务收入快速增加。2014-2023 年公司泵阀业务占比由不足 1% 提升到 36.4%，业务结构持续优化。2023 年，公司挖机泵、阀、马达销量同

比-5.4%、-7.1%、+16.1%，中大挖市占率提升；非挖领域，高机、农机、路机、混凝土泵送、旋挖钻机等领域拓展顺利，更具性价比的一站式系统解决方案赢得市场，以上其他行业泵、阀、马达销量同比+410%、44%、119%，拉动公司液压泵阀板块实现营收 32.7 亿，同比+18.6%)，毛利率为 18.6%，基本持平，同比略降 0.6pp。且目前公司紧凑液压事业部新产品螺纹插装阀、平衡阀以及多行业使用阀组已通过主机厂验证，已逐步放量；液压传动事业部摆线马达和制动器均已实现规模化供给，该业务板块有望实现持续增长。

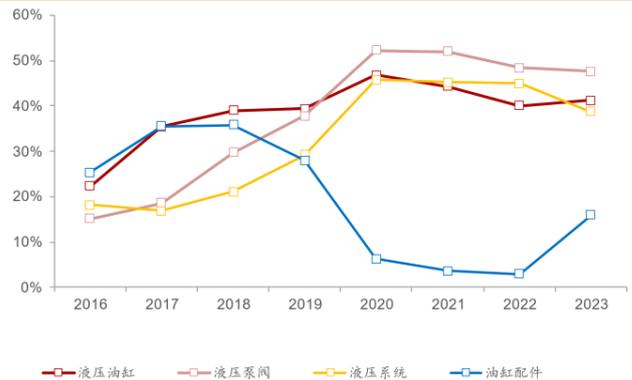
- 3) **液压系统下游拓展顺利，业绩增速较高。**公司液压系统广泛运用在液压元件测试、隧道掘进、新能源开发、海工装备、锻压机械、天文观测、石油化工等领域，下游需求旺盛，2023 年该业实现营收 2.9 亿，同比+15%，占比为 3.2%，毛利率下滑 6.14pp 至 38.7%。
- 4) **配件及铸件业务外销占比约 57%，毛利率提升至 16.0%。**配件及铸件业绩主要包含油缸配件、泵阀配件、铸件等产品，目前公司该板块主要注重技术创新，积极布局新能源、汽车部件、医疗、高铁等行业，新品开发多，有望持续助力公司新品拓展。2023 年公司该业务实现营收 6.7 亿，同比+17%，占比为 7.5%，毛哦增加 13.07pp 至 16.0%，实现销售 6.1 万吨，同比小幅增长，其中对外销售占比 57%。

图 3：2023 年，公司液压油缸占比为 52.2%



数据来源：Wind，西南证券整理

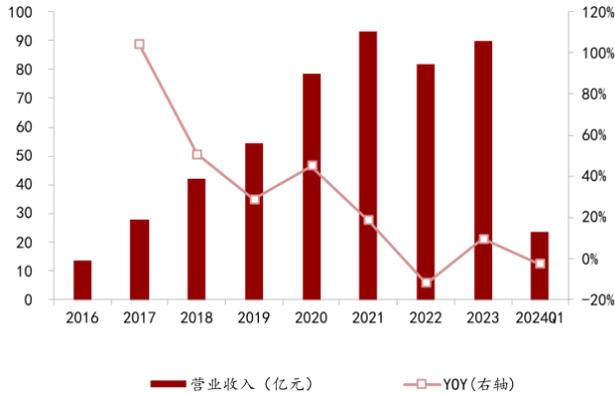
图 4：近年来，公司主要液压件各业务毛利率较高



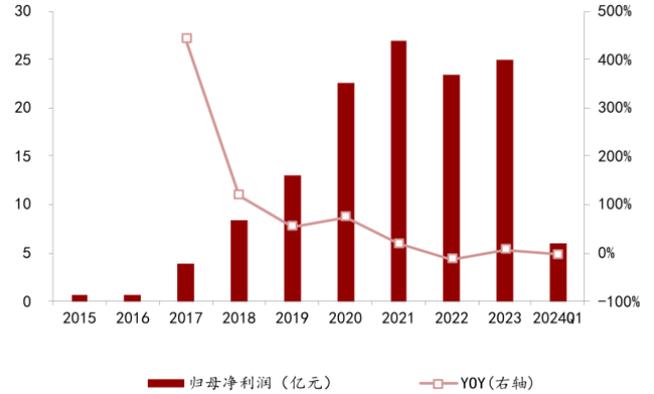
数据来源：Wind，西南证券整理

1.3 产品结构优化，盈利能力提升

多产品多行业拓展成效显著，2023 年公司营收实现正增长。2015-2021 年，行业上行周期，公司业绩平稳增长；2022 年受工程机械行业低迷影响，公司经营业绩有所下滑，2022 年公司实现营收 90.0 亿元，同比减少 12.0%，实现归母净利润 23.4 亿元，同比减少 13.0%；2023 年受益于多元化战略，公司实现营收 89.8 亿，同比+9.6%；实现归母净利润 25.0 亿，同比+6.7%，其中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。2024Q1 公司实现营收 23.6 亿，同比-2.7%，归母净利润 6.0 亿，同比-3.8%。

图 5：2024Q1，公司营收同比-2.7%


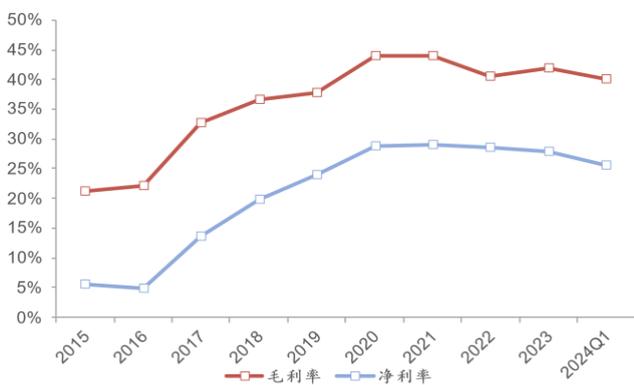
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 6：2024Q1，公司归母净利润同比-3.8%


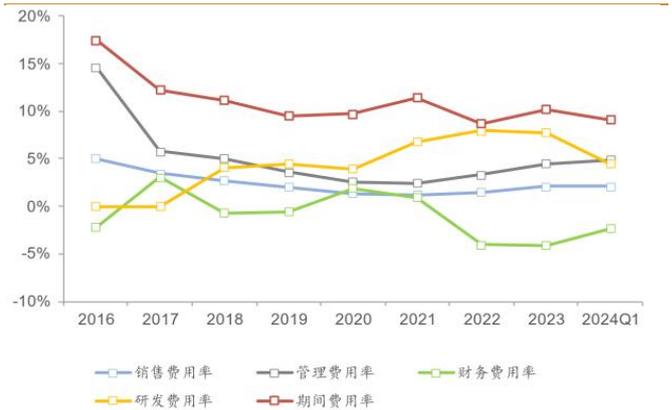
数据来源：Wind, 西南证券整理

降本项目有效开展、原材料价格下降，23 年公司综合毛利率实现增长。2016-2020 年主要受行业上行周期影响，2021-2023 年公司产品结构优化，高毛利的泵阀业务占比不断提升，公司毛利率和净利率整体提升明显。2022 年公司毛利率下降但净利率基本持平，主要系公司费用下降和美元汇率升值使得公司汇兑收益增加较多；2023 年综合毛利率为 41.9%，同比+1.3pp，净利率为 27.8%，同比-0.8pp，净利率下滑主要系公司积极拓展业务，相关人员、费用投入增长；2024Q1 公司综合毛利率为 40.1%，同比减少 0.8 个百分点；净利率为 25.5%，同比减少 0.3 个百分点。

精益管理，费用控制效果显著。在规模效应和内部管理优化的推动下，2015-2022 年公司期间费用率由 20.4% 下降至 10.3%，2022 年同比下降 2.7 个百分点；2023 年公司期间费用率为 10.2%，同比增加 1.5 个百分点，细分来看，销售、管理、研发和财务费用率分别为 2.1%、4.9%、7.7%、-4.1%，分别同比+0.6、+1.1、-0.2、-0.1 个百分点，主要系公司拓展下游市场人员、管理投入增加；2024Q1，公司期间费用率为 10.3%，同比减少 1.2 个百分点。

图 7：2023 年，公司综合毛利率提升


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 8：近年来，公司期间费用率整体呈现下降趋势


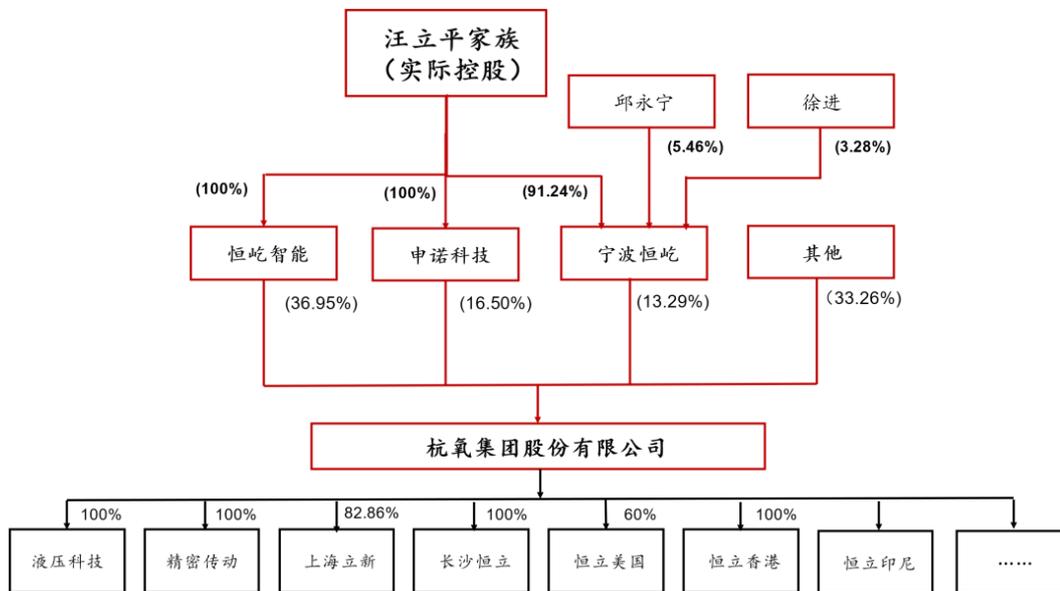
数据来源：Wind, 西南证券整理

1.4 股权结构稳定，管理层经验丰富

公司股权结构稳定、集中度高。公司三大股东恒屹智能、申诺科技及宁波恒屹同为公司实际控制人汪立平先生家族所控制，合计持有恒立液压 68.55% 的股份，汪立平先生家族包括汪立平、钱佩新及汪奇，汪立平先生与钱佩新女士为夫妻关系，汪奇先生是汪立平、钱佩新夫妇之子，汪立平先生家族对公司拥有绝对控制权，是公司实际控制人。另外，恒屹投资为公司核心高管持股平台，公司总经理邱永宁持股 5.46%，副总经理徐进持股 3.28%

管理层人员稳定，产业经验丰富。公司高管拥有丰富的从业经验，董事长汪立平先生为公司创始人，自公司成立以来，一直带领团队致力于产品研发、攻克诸多技术难题，紧紧把握住我国工程机械行业的高速发展期，带领公司发展为国内液压件龙头。总经理邱永宁先生产业背景丰富，副总经理徐进、胡国享及王斌先生均属于技术出身，具备丰富的从业经验，与公司一同成长至今；公司通过员工持股平台深度绑定管理层及核心技术人员，激发企业经营活力。

图 9：汪立平先生家族对公司拥有绝对控制权



数据来源: Choice, 西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：液压油缸：挖机油缸业务与挖掘机销量相关性较大，考虑到国内挖机市场仍处于下行周期，公司挖机液压油缸国内市占率超 50%，海外市占率有望随墨西哥工厂投产进一步提升，预计 2024-2026 年挖机油缸销量有望筑底回升；非挖领域，公司实现高空作业平台油缸、起重机油缸、盾构机油缸、高端海工海事油缸等多个行业批量配套，下游需求旺盛，国产替代需求强烈；综合来看预计 2024-2026 年油缸板块业务整体增速为 6%、14%、16%。

假设 2：液压泵阀板块包括挖机泵、阀、马达和非挖泵、阀、马达产品，挖机泵阀公司相关产品仍在持续导入主机厂，且中大挖市占率持续提升；非挖领域拓展顺利，综合来看预计 2024-2026 年公司该业务板块整体增速为 15%、20%、21%。

假设 3：液压系统：该业务是为客户提供整套系统解决方案的项目，目前仍处于拓展阶段，假设未来有望稳步拓展，预计 2024-2026 年该业务订单增速分别为 10%、10%、10%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 2：公司分业务收入及毛利率预测

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
液压油缸板块	收入	4693.29	4961.72	5679.07	6577.63
	增速	2.37%	5.72%	14.46%	15.82%
	毛利率	41.23%	41.50%	42.00%	42.00%
液压泵阀板块	收入	3268.37	3761.13	4528.15	5495.40
	增速	18.64%	15.08%	20.39%	21.36%
	毛利率	47.59%	48.00%	48.50%	49.00%
液压系统板块	收入	291.72	320.89	352.98	388.28
	增速	15.09%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	38.73%	39.00%	40.00%	40.00%
配件及铸件板块	收入	672.17	739.39	813.33	894.66
	增速	17.13%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	15.95%	16.00%	16.00%	16.00%
其他业务	收入	59.09	70.91	85.09	102.11
	增速	96.04%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	91.10%	90.00%	90.00%	90.00%
合计	收入	8984.64	9854.04	11458.62	13458.07
	增速	9.61%	9.68%	16.28%	17.45%
	毛利率	41.90%	42.34%	43.02%	43.44%

数据来源：Wind, 西南证券

2.2 相对估值

我们选取艾迪精密、长龄液压、秦川机床作为可比公司，3 家公司 2024-2026 年平均 PE 为 35、27、22 倍。公司为我国工程机械液压件龙头，覆盖国内外主流工程机械主机厂龙头，泵阀等高端液压件深入拓展农机、工业等领域，积极布局丝杠等高壁垒传动产品。预计公司 2024-2026 年净利润为 27.7、32.5、38.5 亿元，对应 EPS 为 2.06、2.43、2.87 元，对应当前股价 PE 为 25、21、18 倍，未来三年净利润复合增长率 15%；给予公司 2024 年 33X 目标 PE，目标价 67.98 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 3：可比公司估值（截至 2024 年 4 月 24 日）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
000837.SZ	秦川机床	8.75	0.06	0.24	0.33	0.31	158.23	36.78	26.44	27.85
605389.SH	长龄液压	21.14	0.73	0.80	1.20	1.36	28.96	26.54	17.56	15.60
603638.SH	艾迪精密	16.10	0.35	0.40	0.45	—	45.60	40.53	35.52	—
可比公司平均值							77.59	34.62	26.50	21.72

数据来源：Wind，西南证券整理

3 风险提示

研发项目进度与产能建设不及预期的风险：公司募投项目“国际研发中心”以及“恒立墨西哥项目”受当地政策影响较大，若相关研发项目进度与产能建设不及预期，对于公司盈利能力影响较大。

国内外市场竞争程度加剧的风险：目前国际液压行业市场快速发展，随着市场参与者逐渐增多，国际市场可能面临竞争加剧的风险，会对公司的市占率、产品价格、盈利能力等因素产生影响。

工程机械市场持续下行的风险：国内工程机械行业处于筑底周期，若国内工程机械行业需求恢复不如预期，则会对公司的需求端产生不良影响，影响公司盈利能力。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	8984.64	9854.04	11458.62	13458.07	净利润	2503.75	2.00	3259.70	3853.71
营业成本	5219.98	5682.31	6529.35	7612.37	折旧与摊销	413.18	318.43	318.43	318.43
营业税金及附加	81.66	88.69	103.13	121.12	财务费用	-368.52	-271.93	-262.78	-284.17
销售费用	185.72	177.37	194.80	228.79	资产减值损失	-56.09	-57.36	-56.48	-56.71
管理费用	404.36	1202.19	1363.58	1574.59	经营营运资本变动	385.99	699.82	-214.57	-269.01
财务费用	-368.52	-271.93	-262.78	-284.17	其他	-201.17	2790.49	-91.81	-12.25
资产减值损失	-56.09	-57.36	-56.48	-56.71	经营活动现金流净额	2677.15	3481.46	2952.49	3550.01
投资收益	2.04	100.00	100.00	100.00	资本支出	-948.99	-300.00	-200.00	-200.00
公允价值变动损益	0.73	4.53	3.73	3.50	其他	-2102.29	104.53	103.73	103.50
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3051.28	-195.47	-96.27	-96.50
营业利润	2814.86	3137.29	3690.76	4365.58	短期借款	-53.42	49.39	50.00	50.00
其他非经营损益	15.18	13.17	13.45	13.64	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	2830.04	3150.46	3704.21	4379.22	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	326.30	378.06	444.50	525.51	支付股利	-831.31	-499.75	-553.26	-650.50
净利润	2503.75	2772.41	3259.70	3853.71	其他	4.58	133.91	262.78	284.17
少数股东损益	5.02	6.13	7.20	8.38	筹资活动现金流净额	-880.15	-316.45	-240.47	-316.33
归属母公司股东净利润	2498.73	2766.28	3252.50	3845.33	现金流量净额	-1073.49	2969.54	2615.75	3137.18
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	8124.29	11093.83	13709.58	16846.76	成长能力				
应收和预付款项	1858.64	1990.31	2333.54	2736.89	销售收入增长率	9.61%	9.68%	16.28%	17.45%
存货	1692.07	1782.36	2114.50	2446.71	营业利润增长率	7.52%	11.45%	17.64%	18.28%
其他流动资产	1319.37	221.06	244.13	272.89	净利润增长率	6.59%	10.73%	17.58%	18.22%
长期股权投资	3.11	3.11	3.11	3.11	EBITDA 增长率	6.71%	11.34%	17.67%	17.44%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	3994.89	4034.26	3973.62	3912.98	毛利率	41.90%	42.34%	43.02%	43.44%
无形资产和开发支出	467.31	411.20	355.10	299.00	三费率	2.47%	11.24%	11.31%	11.29%
其他非流动资产	435.88	434.19	432.50	430.81	净利率	27.87%	28.13%	28.45%	28.63%
资产总计	17895.56	19970.33	23166.08	26949.14	ROE	17.34%	16.72%	16.90%	17.14%
短期借款	200.61	250.00	300.00	350.00	ROA	13.99%	13.88%	14.07%	14.30%
应付和预收款项	1702.06	1827.87	2124.26	2471.36	ROIC	32.80%	38.38%	47.33%	53.74%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	31.83%	32.31%	32.70%	32.69%
其他负债	1549.88	1312.19	1455.10	1637.84	营运能力				
负债合计	3452.55	3390.05	3879.37	4459.20	总资产周转率	0.53	0.52	0.53	0.54
股本	1340.82	1340.82	1340.82	1340.82	固定资产周转率	3.16	3.62	4.66	6.12
资本公积	3364.86	3364.86	3364.86	3364.86	应收账款周转率	7.21	7.26	7.52	7.52
留存收益	9550.34	11816.87	14516.12	17710.96	存货周转率	2.91	3.22	3.30	3.32
归属母公司股东权益	14391.42	16522.56	19221.81	22416.64	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	89.79%	—	—	—
少数股东权益	51.59	57.71	64.91	73.29	资本结构				
股东权益合计	14443.01	16580.27	19286.72	22489.93	资产负债率	19.29%	16.98%	16.75%	16.55%
负债和股东权益合计	17895.56	19970.33	23166.08	26949.14	带息债务/总负债	5.81%	7.37%	7.73%	7.85%
					流动比率	4.19	4.97	5.22	5.43
					速动比率	3.65	4.38	4.62	4.84
					股利支付率	33.27%	18.07%	17.01%	16.92%
					每股指标				
					每股收益	1.86	2.06	2.43	2.87
					每股净资产	10.73	12.32	14.34	16.72
					每股经营现金	2.00	2.60	2.20	2.65
					每股股利	0.62	0.37	0.41	0.49
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	2859.52	3183.80	3746.41	4399.84					
PE	27.77	25.08	21.33	18.04					
PB	4.82	4.20	3.61	3.10					
PS	7.72	7.04	6.06	5.16					
EV/EBITDA	21.32	18.23	14.81	11.91					
股息率	1.20%	0.72%	0.80%	0.94%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
