

恒立液压 (601100.SH)

买入

2022 年报&2023 一季报点评：非标油缸稳定增长，多元化战略初见成效

核心观点

2022 营收同比下降 11.95%，归母净利润同比下降 13.03%。公司 2022 实现营收 81.97 亿元，同比下降 11.95%；归母净利润 23.43 亿元，同比下降 13.03%。2022 毛利率/净利率分别为 40.55%/28.66%，同比变动-3.46/-0.34 个 pct。业绩下降主要系 2022 年工程机械需求下降。2022 销售/管理/财务/研发费用率分别为 1.51%/3.36%/-4.06%/7.93%，同比变动+0.31/+0.92/-5.02/+1.10 个 pct。2022 公司经营性现金流净额 20.64 亿元，同比下降 26.18%。**2023Q1 公司实现营收 24.27 亿元，同比上升 10.30%；归母净利润 6.26 亿元，同比上升 18.44%。**2023Q1 公司毛利率/净利率分别为 40.86%/25.81%，同比变动+3.00%/+1.77%。**2023 年经营计划：**力争实现营业收入同比增长 10%。

非标油缸稳定增长，海外收入持续提升。分产品看，公司 2022 年液压油缸/液压泵阀/液压系统/配件及铸件分别实现营收 45.84/27.55/2.53/5.74 亿元，同比变动 -11.61%/-14.86%/+29.12%/-15.20%，毛利率分别为 40.10%/48.34%/44.87%/2.88%，同比变动-4.11/-3.79/-0.30/-0.65 个 pct。毛利率下降原因：1) 原材料成本上升；2) 2022 年订单下降导致规模效应减弱。公司挖掘机油缸/非标油缸销量分别为 62.94/20.48/万只，同比变动 -26.41%/+21.60，产销量下降主要系掘机行业景气度下降所致，非挖领域液压产品产销量受多元化战略影响大幅增长。**分区域看，**国内/国外分别实现营收 64.14/17.53 亿元，同比变动-20.43%/+41.94%，公司 2022 年加大挖机油缸海外市场份额拓展力度，外销增长稳定。

紧跟行业国际化、电动化趋势，积极推进下游多元化战略。国际化方面，公司积极拓展国产主机厂出口机型份额及外资海外市场份额，墨西哥项目目前处于基建之中，预计 2023Q4 投产；恒立国际研发中心尚处于前期设计阶段，预计 2024Q4 完工并投入使用。**电动化方面，**公司新的电动化产品开始投入市场验证，子公司液压科技成立电控事业部，自主研发的电控产品市场份额提高。**多元化方面，**公司积极布局非挖产品，高空作业车行业等领域用产品国内外市场份额持续增加，螺纹插装阀、平衡阀等产品已验证通过且已逐步放量；摆线马达和制动器均已实现规模化供给；液压系统产品广泛运用多个领域。公司 2022 年多元化战略已贡献明显增量。

风险提示：下游需求不及预期；原材料价格波动；新领域拓展不及预期。

投资建议：考虑到工程机械行业降幅放缓且公司中大挖泵阀份额持续提升，我们小幅上调 2023-25 年归母净利润至 26.29/30.92/37.24 亿元（2023-24 年前值 26.06/30.79 亿元），对应 PE 31/27/22 倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9,309	8,197	9,220	10,688	12,642
(+/-%)	18.5%	-12.0%	12.5%	15.9%	18.3%
净利润(百万元)	2694	2343	2629	3092	3724
(+/-%)	19.5%	-13.0%	12.2%	17.6%	20.5%
每股收益(元)	2.06	1.75	1.96	2.31	2.78
EBIT Margin	32.7%	26.9%	30.8%	31.3%	32.0%
净资产收益率 (ROE)	29.3%	18.5%	18.0%	18.5%	19.3%
市盈率 (PE)	29.7	35.1	31.3	26.6	22.1
EV/EBITDA	24.1	33.1	27.0	23.2	19.5
市净率 (PB)	8.71	6.51	5.65	4.92	4.27

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

机械设备·工程机械

证券分析师：吴双

联系人：年亚颂

0755-81981362

0755-81981159

wushuang2@guosen.com.cn nianyasong@guosen.com.cn
S0980519120001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	61.35 元
总市值/流通市值	82259/80084 百万元
52 周最高价/最低价	73.36/41.08 元
近 3 个月日均成交额	322.79 百万元

市场走势

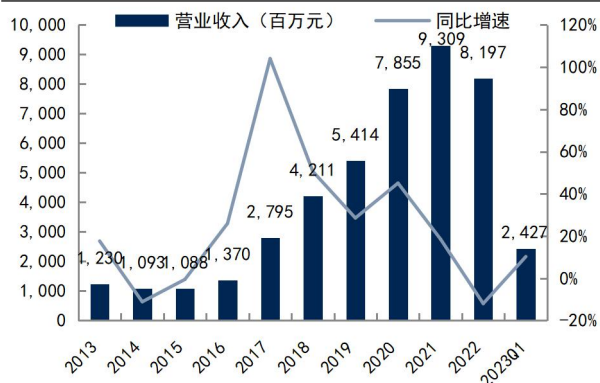


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

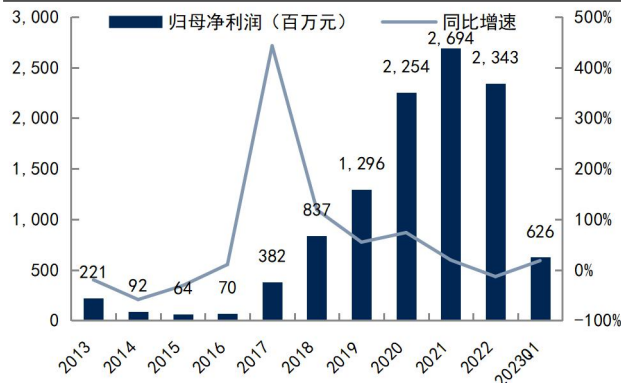
《恒立液压 (601100.SH) - 2022 半年报点评：工程机械行业承压，公司业绩同比下降 25%》——2022-08-31
《恒立液压 (601100.SH) - 国际化、多元化助力公司业绩稳健增长》——2022-04-26
《恒立液压-601100-2021 三季报点评：业绩稳健增长，液压泵阀收入同比增长 51%》——2021-11-04
《恒立液压-601100-2020&21Q1 财报点评：盈利能力大幅提升，液压泵阀加速成长》——2021-04-28

图1：恒立液压 2022 营收同比-11.95%



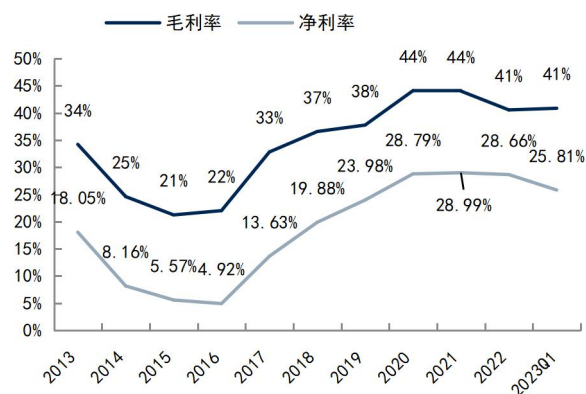
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：恒立液压 2022 归母净利润同比-13.03%



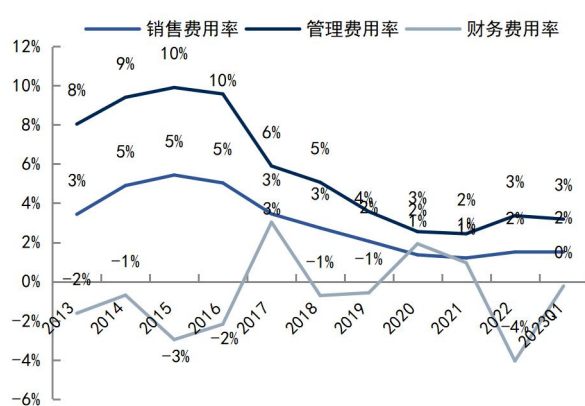
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图3：恒立液压盈利能力略有下降



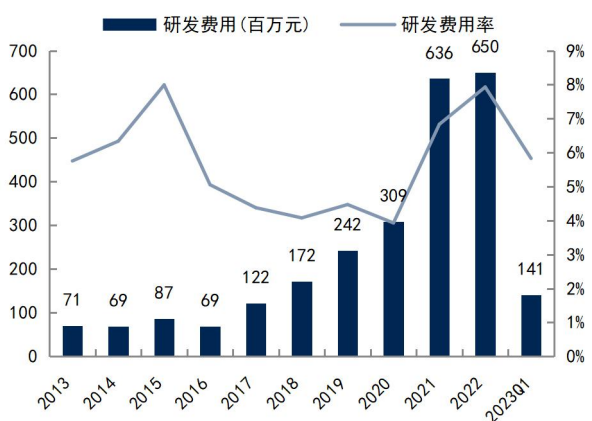
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图4：恒立液压期间费用略有下降



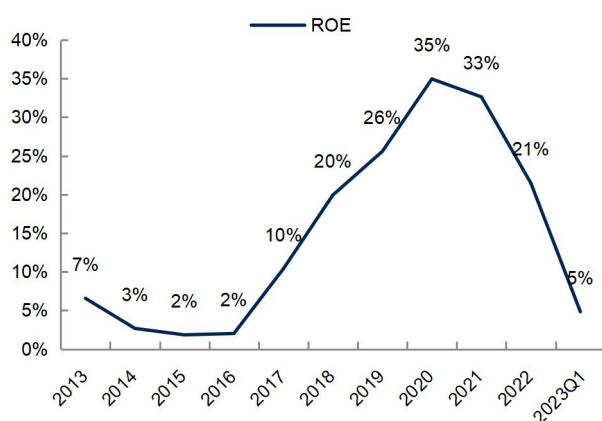
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图5：恒立液压研发费用保持高位



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图6：恒立液压 ROE 下降



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表1：可比公司估值表

证券简称	投资评级	收盘价	总市值（亿元）	EPS				PE			
				21A	22A	23E	24E	21A	22A	23E	24E
艾迪精密	未评级	16.28	136.78	0.56	0.28	0.37	0.46	29.07	58.14	43.98	35.35
三一重工	买入	16.03	1,360.40	1.42	0.50	0.73	0.93	11.29	32.06	21.96	17.24
							平均值	20.18	45.10	32.97	26.29
恒立液压	买入	61.35	822.59	2.06	1.75	1.96	2.31	29.73	35.11	31.28	26.61

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测 注：*以及未评级公司系 Wind 一致预期

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	3643	6886	8901	10068	11786	营业收入	9309	8197	9220	10688	12642
应收款项	1518	1620	1298	1787	2131	营业成本	5212	4873	5273	6041	7068
存货净额	1607	1766	1690	2022	2425	营业税金及附加	78	71	81	92	110
其他流动资产	1235	1584	1503	1742	2188	销售费用	112	124	125	156	182
流动资产合计	9146	12327	13862	16089	19000	管理费用	227	275	257	297	346
固定资产	2716	3227	3554	3912	4261	研发费用	636	650	645	759	885
无形资产及其他	267	436	420	403	387	财务费用	89	(332)	(179)	(215)	(253)
投资性房地产	203	212	212	212	212	投资收益	7	14	10	10	12
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	77	62	64	68	64
资产总计	12332	16201	18047	20616	23859	其他收入	(619)	(644)	(645)	(759)	(885)
短期借款及交易性金融负债	597	329	493	473	432	营业利润	3056	2618	3092	3636	4380
应付款项	1188	1323	1349	1540	1864	营业外净收支	12	11	0	0	0
其他流动负债	906	1492	1220	1451	1850	利润总额	3068	2629	3092	3636	4380
流动负债合计	2691	3144	3063	3464	4147	所得税费用	369	280	464	545	657
长期借款及应付债券	44	0	0	0	0	少数股东损益	5	6	(1)	(1)	(1)
其他长期负债	358	379	368	387	397	归属于母公司净利润	2694	2343	2629	3092	3724
长期负债合计	402	379	368	387	397	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	3093	3523	3431	3852	4544	净利润	2694	2343	2629	3092	3724
少数股东权益	44	48	47	46	46	资产减值准备	14	(12)	11	6	6
股东权益	9196	12630	14569	16718	19270	折旧摊销	400	389	330	370	405
负债和股东权益总计	12332	16201	18047	20616	23859	公允价值变动损失	(77)	(62)	(64)	(68)	(64)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	89	(332)	(179)	(215)	(253)
每股收益	2.06	1.75	1.96	2.31	2.78	营运资本变动	(205)	111	234	(612)	(454)
每股红利	0.45	0.55	0.51	0.70	0.87	其它	(10)	16	(12)	(7)	(7)
每股净资产	7.04	9.42	10.87	12.47	14.37	经营活动现金流	2817	2786	3129	2781	3610
ROIC	41%	25%	27%	32%	34%	资本开支	0	(935)	(588)	(651)	(680)
ROE	29%	19%	18%	18%	19%	其它投资现金流	(431)	673	0	0	0
毛利率	44%	41%	43%	43%	44%	投资活动现金流	(431)	(261)	(588)	(651)	(680)
EBIT Margin	33%	27%	31%	31%	32%	权益性融资	(125)	2000	0	0	0
EBITDA Margin	37%	32%	34%	35%	35%	负债净变化	(326)	(44)	0	0	0
收入增长	19%	-12%	12%	16%	18%	支付股利、利息	(583)	(741)	(690)	(943)	(1172)
净利润增长率	20%	-13%	12%	18%	20%	其它融资现金流	422	289	164	(20)	(41)
资产负债率	25%	22%	19%	19%	19%	融资活动现金流	(1520)	719	(526)	(963)	(1213)
息率	0.7%	0.9%	0.8%	1.1%	1.4%	现金净变动	866	3243	2015	1167	1718
P/E	29.7	35.1	31.3	26.6	22.1	货币资金的期初余额	2777	3643	6886	8901	10068
P/B	8.7	6.5	5.6	4.9	4.3	货币资金的期末余额	3643	6886	8901	10068	11786
EV/EBITDA	24.1	33.1	27.0	23.2	19.5	企业自由现金流	0	1535	2389	1949	2715
						权益自由现金流	0	1780	2705	2112	2889

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032