

## 非挖业务持续发力，出口继续保持强势

2023 年 04 月 28 日

► **公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报。**2022 年，营收 81.97 亿元，yoy-11.95%，归母净利润 23.43 亿元，yoy-13.03%，毛利率 40.55%，yoy-3.46pct，净利率 28.66%，yoy-0.33pct；2022Q4，营收 22.77 亿元，yoy+7.08pct，归母净利润 5.93 亿元，yoy-16.15%，毛利率 41.22%，yoy-9.6pct，净利率 26.18%，yoy-7.15pct；2023Q1，营收 24.27 亿元，yoy+10.30%，归母净利润 6.26 亿元，yoy+18.44%，毛利率 40.86%，yoy+3.01pct，净利率 25.81%，yoy+1.77pct。

► **保持超越行业的增长。**据中国工程机械工业协会数据统计，2022 年挖掘机销量 26.13 万台，yoy-23.8%，其中国内 15.19 万台，yoy-44.6%；出口 10.95 万台，yoy+59.8%。公司 2022 年营收同比下滑 11.95%，仍好于行业增长，展现出公司较强的竞争力。公司目前下游客户包括：美国卡特彼勒、日本神钢、日立建机、久保田建机、三一、徐工、柳工、中铁工程、铁建重工等世界 500 强和全球知名主机客户。

► **非挖业务持续发力。**在挖机行业承压的背景下，公司实现超过行业表现主要因为公司在非挖领域的顺利推进。2022 年，公司分业务情况如何：①**液压油缸**：营收 45.84 亿，yoy-11.61%，毛利率 40.10%，yoy-4.11pct，其中挖机油缸销量 62.94 万只，yoy-26.41%，非标油缸销量 20.48 万只，yoy+21.60%；②**液压泵阀**：营收 27.55 亿元，yoy-14.86%，其中挖机泵销量 10.91 万只，yoy-21.43%，挖机阀销量 7.99 万只，yoy-31.58%，挖机马达销量 3.6 万只，yoy-30.04%，非挖泵销量 4.4 万只，yoy+247.78%，非挖阀销量 14.03 万只，yoy+59.65%，非挖马达销量 12.25 万只，yoy+516.43%。受挖掘机行业景气度下行影响，公司挖机相关液压产品的产销量均出现一定幅度下滑，但公司下游多元化布局在本期开始贡献明显增量，非挖领域液压产品产销量均大幅增长。

► **出口继续保持强势。**2022 年，公司内销 64.14 亿元，yoy-20.43%，毛利率 42.02%，yoy-2.83pct；外销 17.53 亿元，yoy+41.94%，毛利率 34.28%，yoy-3.98pct；受原材料成本上升、订单下滑导致规模效益减弱等因素影响，各个产品毛利均有小幅下滑，公司加大挖机油缸海外市场拓展力度，外销增长稳定。公司预计墨西哥工厂将于 2023 年 5 月交付使用，2023 年第四季度投产。

► **投资建议：**预计公司 2023-2025 年净利润 25.95 亿元、32.41 亿元、40.32 亿元，对应 EPS 分别为 1.94 元、2.42 元、3.01 元，对应估值分别为 32x、25x 和 20x，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**1、挖机需求低于预期风险；2、全球经济复苏受疫情影响放缓影响海外需求风险。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	8,197	9,582	11,727	14,356
增长率 (%)	-12.0	16.9	22.4	22.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,343	2,595	3,241	4,032
增长率 (%)	-13.0	10.8	24.9	24.4
每股收益 (元)	1.75	1.94	2.42	3.01
PE	35	32	25	20
PB	6.5	5.7	4.9	4.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价）

### 推荐

维持评级

当前价格：

61.55 元



#### 分析师 李哲

执业证书：S0100521110006

电话：13681805643

邮箱：lizhe\_yj@mszq.com

#### 分析师 罗松

执业证书：S0100521110010

电话：18502129343

邮箱：luosong@mszq.com

### 相关研究

- 恒立液压 (601100.SH) 2022 年三季报点评：Q3 业绩超预期，渐入上行通道-2022/10/25
- 恒立液压 (601100.SH) 2022 年中报点评：挖机下行拖累业绩，盈利能力依然坚挺-2022/08/30
- 恒立液压 (601100.SH) 2021 年报及 2022Q1 季报点评：短期受挖机行业拖累，产品份额继续提升-2022/04/26
- 恒立液压 (601100) 2021 年业绩快报点评：2021Q4 业绩表现实属不易，产品份额继续提升-2022/03/09

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	8,197	9,582	11,727	14,356
营业成本	4,873	5,611	6,791	8,238
营业税金及附加	71	83	102	124
销售费用	124	144	177	216
管理费用	275	287	352	431
研发费用	650	719	880	1,077
EBIT	2,264	2,872	3,590	4,471
财务费用	-332	-73	-88	-108
资产减值损失	-55	-61	-74	-90
投资收益	14	16	20	24
营业利润	2,618	2,901	3,625	4,514
营业外收支	11	11	11	11
利润总额	2,629	2,912	3,636	4,525
所得税	280	310	387	482
净利润	2,349	2,602	3,249	4,043
归属于母公司净利润	2,343	2,595	3,241	4,032
EBITDA	2,661	3,285	4,076	5,030

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	6,886	8,155	9,771	11,865
应收账款及票据	1,593	1,873	2,293	2,807
预付款项	141	163	197	239
存货	1,766	1,972	2,387	2,895
其他流动资产	1,941	2,174	2,547	3,005
流动资产合计	12,327	14,338	17,195	20,810
长期股权投资	0	16	36	60
固定资产	2,836	3,016	3,139	3,167
无形资产	436	456	476	496
非流动资产合计	3,874	4,046	4,112	4,183
资产合计	16,201	18,384	21,307	24,994
短期借款	254	254	254	254
应付账款及票据	1,323	1,523	1,844	2,236
其他流动负债	1,567	1,743	2,015	2,412
流动负债合计	3,144	3,520	4,112	4,903
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	379	387	387	387
非流动负债合计	379	387	387	387
负债合计	3,523	3,907	4,499	5,290
股本	1,341	1,341	1,341	1,341
少数股东权益	48	55	63	74
股东权益合计	12,678	14,477	16,808	19,704
负债和股东权益合计	16,201	18,384	21,307	24,994

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-11.95	16.90	22.39	22.41
EBIT 增长率	-27.66	26.87	25.01	24.52
净利润增长率	-13.03	10.77	24.88	24.44
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	40.55	41.45	42.09	42.62
净利润率	28.58	27.08	27.63	28.09
总资产收益率 ROA	14.46	14.12	15.21	16.13
净资产收益率 ROE	18.55	17.99	19.35	20.54
<b>偿债能力</b>				
流动比率	3.92	4.07	4.18	4.24
速动比率	3.30	3.45	3.54	3.59
现金比率	2.19	2.32	2.38	2.42
资产负债率 (%)	21.75	21.25	21.12	21.16
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	49.51	49.51	49.51	49.51
存货周转天数	132.25	132.25	132.25	132.25
总资产周转率	0.57	0.55	0.59	0.62
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.75	1.94	2.42	3.01
每股净资产	9.42	10.76	12.49	14.64
每股经营现金流	1.54	1.98	2.32	2.87
每股股利	0.62	0.68	0.85	1.06
<b>估值分析</b>				
PE	35	32	25	20
PB	6.5	5.7	4.9	4.2
EV/EBITDA	28.56	22.74	17.91	14.10
股息收益率 (%)	1.01	1.11	1.39	1.73

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	2,349	2,602	3,249	4,043
折旧和摊销	397	413	486	559
营运资金变动	-469	-393	-656	-803
经营活动现金流	2,064	2,661	3,117	3,845
资本开支	-795	-503	-519	-592
投资	625	0	0	0
投资活动现金流	-80	-551	-519	-592
股权募资	2,000	0	0	0
债务募资	-313	-23	-53	0
筹资活动现金流	949	-841	-982	-1,158
现金净流量	3,260	1,269	1,615	2,094

## 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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026