

## 公司研究

## 利润率受工程机械景气影响，非挖和海外业务持续发力

——恒立液压（601100.SH）2022 年年报、2023 年一季报点评

## 要点

## 利润率受工程机械景气影响，但未来有望回升

恒立液压 2022 年实现营业收入 82.0 亿元，同比下降 12.0%；实现归母净利润 23.4 亿元，同比下降 13.0%；经营性现金净流入 20.6 亿元，同比下降 26.2%。综合毛利率为 40.6%，同比下降 3.4 个百分点，主要受原材料成本上升、订单下滑导致规模效应减弱等因素影响；净利率为 28.7%，同比下降 0.3 个百分点。

公司 23Q1 实现营业收入 24.3 亿元，同比增长 10.3%；实现归母净利润 6.3 亿元，同比增长 18.4%。综合毛利率为 40.9%，同比增加 3.0 个百分点；净利率为 25.8%，同比增加 1.8 个百分点。随着原材料成本下降及下游景气逐渐复苏，未来利润率有望回升。

## 非挖业务表现亮眼，对冲挖机业务下行影响

2022 年分产品来看：①液压油缸实现营业收入 45.8 亿元，同比下滑 11.6%；综合毛利率为 40.1%，同比下降 4.1 个百分点；其中，销售挖机油缸 62.9 万只，同比下滑 26.4%；销售非标油缸 20.5 万只，同比增长 21.6%。受挖机行业景气度下行影响，挖机产品销量出现一定幅度下滑，但公司多元化布局贡献明显增量，非挖产品销量大幅增长。②液压泵阀实现营业收入 27.5 亿元，同比下滑 14.9%；毛利率为 48.3%，同比下降 3.8 个百分点。③液压系统实现营业收入 2.5 亿元，同比增长 29.1%；毛利率为 44.9%，同比下降 0.3 个百分点。

## 持续开拓国际市场，海外收入增长强劲

公司 2022 年海外收入 17.5 亿人民币，同比增长 41.9%，收入占比上升至 21.5%。公司通过并购德国茵莱等企业，在美国芝加哥、日本东京新设公司等方式进行海外市场的拓展和布局。根据年报，公司墨西哥生产基地预计 23 年四季度投产，未来将带动公司北美市场的开拓。公司成功开拓卡特彼勒、神钢、日立建机、久保田建机等全球知名主机客户，海外收入未来有望维持快速增长态势。

## 维持“买入”评级

公司盈利能力受工程机械行业景气影响，我们随之下调公司 23-24 年归母净利润预测 3.5%/3.3%至 27.3/33.0 亿元，引入 25 年归母净利润预测 38.9 亿元，对应 23-25 年 EPS 分别为 2.03/2.46/2.90 元。公司通过非标与泵阀产品拓宽成长边界，有效降低工程机械单一行业波动影响，海外市场空间广阔；随着原材料成本下行，我们预计公司盈利能力有望回升；维持“买入”评级。

**风险提示：**行业竞争加剧风险；非标产品开拓不顺风险；海外疫情风险

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	9,309	8,197	9,720	11,315	12,913
营业收入增长率	18.51%	-11.95%	18.59%	16.41%	14.12%
净利润（百万元）	2,694	2,343	2,728	3,302	3,893
净利润增长率	19.51%	-13.03%	16.46%	21.01%	17.91%
EPS（元）	2.01	1.75	2.03	2.46	2.90
ROE（归属母公司）（摊薄）	29.29%	18.55%	18.78%	19.57%	19.85%
P/E	30	34	29	24	21
P/B	8.7	6.3	5.5	4.7	4.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2023-04-25

## 买入（维持）

当前价：59.55 元

## 作者

分析师：陈佳宁

执业证书编号：S0930512120001

021-52523851

chenjianing@ebsecn.com

分析师：杨绍辉

执业证书编号：S0930522060001

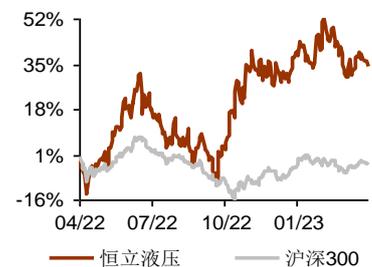
021-52523860

yangshaohui@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	13.41
总市值(亿元):	798.46
一年最低/最高(元):	40.52/73.36
近 3 月换手率:	21.89%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-4.99	-5.20	37.07
绝对	-6.24	-10.88	42.88

资料来源：Wind

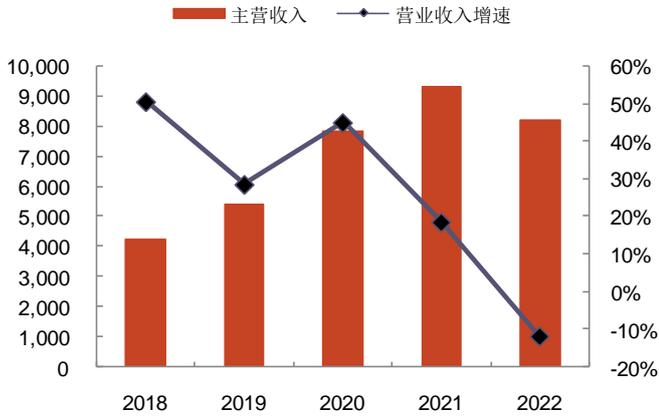
## 相关研报

三季度业绩拐点向上，非挖和海外业务表现亮眼——恒立液压（601100.SH）2022 年三季报点评（2022-10-28）

工程机械需求下行影响短期业绩，加强产品多元化及国际化布局——恒立液压（601100.SH）2022 年中报点评（2022-08-31）

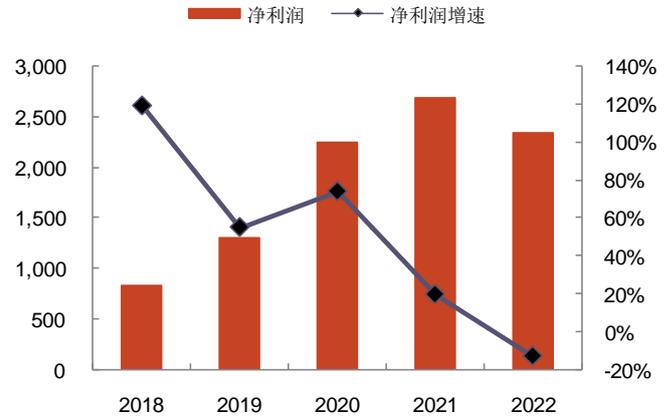
业绩受工程机械需求下行影响，非标及海外业务有望维持快速增长——恒立液压（601100.SH）2021 年年报、2022 年一季报点评（2022-04-26）

图表 1: 公司收入变化 (单位:百万元人民币)



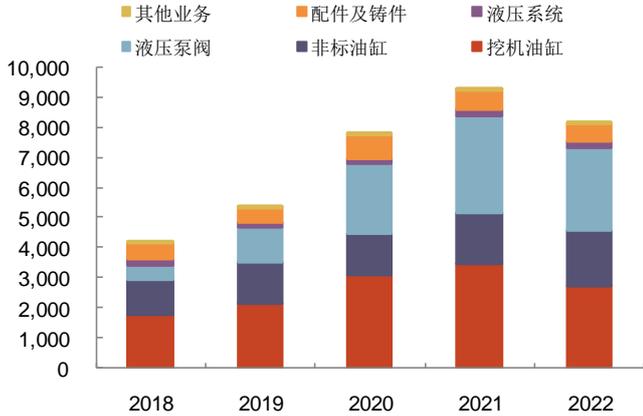
资料来源: 公司公告

图表 2: 公司归母净利润变化 (单位:百万元人民币)



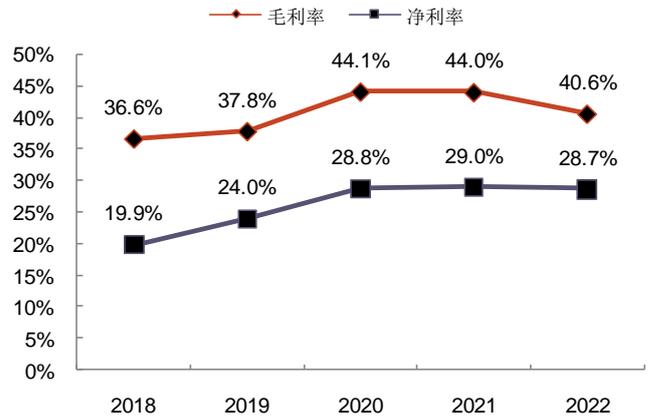
资料来源: 公司公告

图表 3: 公司分业务收入结构 (单位:百万元人民币)



资料来源: 公司公告

图表 4: 公司盈利能力变化



资料来源: 公司公告

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	9,309	8,197	9,720	11,315	12,913
营业成本	5,212	4,873	5,595	6,430	7,253
折旧和摊销	400	389	364	392	424
税金及附加	78	71	87	102	116
销售费用	112	124	136	147	155
管理费用	227	275	292	317	349
研发费用	636	650	700	792	891
财务费用	89	-332	-73	-96	-123
投资收益	7	14	10	10	10
营业利润	3,056	2,618	3,062	3,706	4,371
利润总额	3,068	2,629	3,072	3,716	4,381
所得税	369	280	338	409	482
净利润	2,699	2,349	2,734	3,308	3,899
少数股东损益	5	6	6	6	6
归属母公司净利润	2,694	2,343	2,728	3,302	3,893
EPS(按最新股本计)	2.01	1.75	2.03	2.46	2.90

现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2,796	2,064	3,036	3,439	4,043
净利润	2,694	2,343	2,728	3,302	3,893
折旧摊销	400	389	364	392	424
净营运资金增加	769	-555	641	842	835
其他	-1,068	-114	-697	-1,096	-1,109
投资活动产生现金流	-932	-80	-805	-805	-805
净资本支出	-562	-795	-810	-810	-810
长期投资变化	0	0	-5	-5	-5
其他资产变化	-371	716	10	10	10
融资活动现金流	-714	949	-987	-861	-1,034
股本变化	0	35	0	0	0
债务净变化	-283	-312	-229	0	0
无息负债变化	108	742	207	275	247
净现金流	1,025	3,260	1,244	1,773	2,204

## 主要指标

盈利能力 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	44.0%	40.6%	42.4%	43.2%	43.8%
EBITDA 率	39.2%	33.6%	35.5%	36.4%	37.1%
EBIT 率	34.8%	28.8%	31.8%	33.0%	33.8%
税前净利润率	33.0%	32.1%	31.6%	32.8%	33.9%
归母净利润率	28.9%	28.6%	28.1%	29.2%	30.1%
ROA	21.9%	14.5%	15.1%	16.0%	16.5%
ROE (摊薄)	29.3%	18.5%	18.8%	19.6%	19.9%
经营性 ROIC	32.4%	23.7%	27.6%	29.7%	31.5%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	25%	22%	19%	18%	17%
流动比率	3.40	3.92	4.44	4.76	5.17
速动比率	2.80	3.36	3.84	4.14	4.54
归母权益/有息债务	14.34	38.37	145.27	168.72	196.07
有形资产/有息债务	18.71	47.67	175.71	201.95	231.82

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总资产	12,332	16,201	18,082	20,707	23,695
货币资金	3,643	6,886	8,130	9,904	12,107
交易性金融资产	1,144	470	470	470	470
应收账款	1,112	1,112	1,194	1,337	1,464
应收票据	396	481	486	566	646
其他应收款 (合计)	10	28	29	34	39
存货	1,607	1,766	1,874	2,091	2,286
其他流动资产	1,066	1,434	1,434	1,434	1,434
流动资产合计	9,146	12,327	13,796	16,039	18,676
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	5	10	15
固定资产	2,580	2,836	2,839	2,894	2,977
在建工程	136	390	713	954	1,136
无形资产	267	436	437	439	440
商誉	0	1	1	1	1
其他非流动资产	126	132	132	132	132
非流动资产合计	3,186	3,874	4,286	4,669	5,019
总负债	3,093	3,523	3,501	3,776	4,022
短期借款	182	254	0	0	0
应付账款	628	764	783	836	870
应付票据	560	558	615	675	725
预收账款	39	16	19	23	26
其他流动负债	16	160	160	160	160
流动负债合计	2,691	3,144	3,108	3,373	3,609
长期借款	44	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	204	198	198	198	198
非流动负债合计	402	379	393	403	413
股东权益	9,239	12,678	14,581	16,932	19,673
股本	1,305	1,341	1,341	1,341	1,341
公积金	2,004	4,035	4,035	4,035	4,035
未分配利润	5,900	7,213	9,109	11,454	14,189
归属母公司权益	9,196	12,630	14,527	16,872	19,607
少数股东权益	44	48	54	60	66

费用率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	1.20%	1.51%	1.40%	1.30%	1.20%
管理费用率	2.44%	3.36%	3.00%	2.80%	2.70%
财务费用率	0.96%	-4.06%	-0.76%	-0.85%	-0.95%
研发费用率	6.83%	7.93%	7.20%	7.00%	6.90%
所得税率	12%	11%	11%	11%	11%

每股指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股红利	0.71	0.62	0.71	0.86	1.02
每股经营现金流	2.09	1.54	2.26	2.56	3.02
每股净资产	6.86	9.42	10.83	12.58	14.62
每股销售收入	6.94	6.11	7.25	8.44	9.63

估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	30	34	29	24	21
PB	8.7	6.3	5.5	4.7	4.1
EV/EBITDA	21.2	27.7	21.8	18.0	15.2
股息率	1.2%	1.0%	1.2%	1.4%	1.7%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE