

恒立液压（601100.SH）

公司报告 | 首次评级报告



周小龙
机械、轻工、地产
行业研究员

2026年2月1日

基本信息

所属行业	工业
当前股价	108.4
总市值	1453.45 亿
PE-TTM	51.83
PB-MRQ	8.52

估值结果

DDM 估值	价值	982.52 亿
	上行空间	-32%
	状态	偏高估
动态估值	价值	932.96 亿
	上行空间	-36%
	状态	高估

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★☆☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

恒立液压是中国液压行业的领军企业，专注于高压油缸、液压泵阀等核心零部件的研发与制造，产品广泛应用于工程机械、海洋装备、新能源等领域。

公司成长空间较好，主要系下游工程机械更新周期启动叠加非挖领域（农机、高空作业平台、海工装备）快速渗透，且墨西哥基地打开北美高端市场，同时线性驱动器（丝杠）业务有望打开第三成长曲线。盈利趋势向好，主要得益于全球工程机械周期有望持续向上，盈利能力有望修复，且非挖业务平抑了单一行业的周期波动。产业格局较处于中等水平，系全球液压件行业仍由外资主导，但公司凭技术+成本优势正加速替代，市场份额持续提升。公司护城河深厚，来源于与三一、卡特彼勒等主机厂深度绑定带来的高转换成本，以及持续高研发积累的技术迭代优势以及规模优势。

基于液压件业务跟随挖机周期复苏，以及线性驱动业务有望成为公司新的成长曲线的假设，根据壹评级的DDM与动态估值模型，公司当前估值处于偏高估区间。

我们区别于市场的观点

市场给公司的线性执行器业务赋予较高溢价，认为随着人形机器人的快速发展，公司有望通过丝杠业务打开成长空间。我们认为市场高估了该业务的业绩贡献。我们判断，特斯拉2025年人形机器人交付量不足万台，行业整体发展表现实际上低于预期，且目前下游缺乏规模化应用场景，公司相关订单落地节奏及盈利兑现或显著慢于市场预期，当前估值已提前反映过度乐观假设，存在预期修正风险。

风险提示

除挖机出口等高端需求外，液压件大部分下游需求增速与宏观经济挂钩，若国内地产与基建投资持续下滑，行业需求或不及预期；若原材料价格（尤其钢材）大幅上涨，或对公司盈利修复形成拖累。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	4
3.2 研发强度	5
3.3 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	5
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	6
5.1 成长空间	6
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	8
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	10
6.3 DDM估值	10
6.4 估值确定性	10

图表目录

图1：预测2025年收入占比	2
图2：预测2025年毛利占比	2
图3：近年公司盈利能力趋势图	3
图4：近年公司历史成长能力趋势图	3
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	4
图6：近年股东回报能力趋势图	4
表1：护城河详解表	6
表2：公司整体业绩预测	7
表3：公司分业务业绩预测	7
表4：公司整体及分业务动态估值	8
表5：公司整体及分业务DDM估值	8

1. 基本信息

恒立液压是中国液压行业的领军企业，专注于高压油缸、液压泵阀等核心零部件的研发与制造，产品广泛应用于工程机械、海洋装备、新能源等领域。

2. 业务介绍

对于恒立液压公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

液压件：

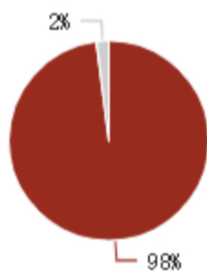
液压件（涵盖高压油缸、液压泵阀、马达及系统）是工程机械、海工装备及新能源设施的“动力心脏”，核心作用是将原动机的机械能转换为流体压力能并进行精准控制与传递，直接决定了主机的作业效率、操控精度与耐用性。公司该业务深度绑定卡特彼勒、三一重工、徐工机械等全球工程机械巨头，并广泛应用于挖掘机、盾构机、高空作业平台等领域。我们对于此业务的竞争市场范围界定为全球液压件市场。

线性驱动：

线性驱动产品主要包括滚珠丝杠、行星滚柱丝杠、直线导轨及电动缸，是高端数控机床与人形机器人关节的核心传动单元，核心作用是将旋转运动转化为高精度、高刚性、低噪音的直线运动，直接决定了工业母机的加工精度或机器人的负载响应能力。公司依托精密加工同源技术，旨在打破日系（THK）与台系（上银）在高端丝杠领域的垄断，并作为核心供应商切入全球头部人形机器人产业链。我们对于此业务的竞争市场范围界定为中国的工业丝杠市场和人形机器人零部件市场。

图1：预测2025年收入占比

■ 液压件
■ 线性驱动



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比

■ 液压件
■ 线性驱动



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

公司依托高强度资产投入与深度研发，打造高技术壁垒的核心液压部件产品，通过聚焦大客户实现规模化稳定交付，形成“技术驱动—高端绑定—规模效应”的闭环。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

公司在全球（中国、德国、美国、日本、墨西哥）建有11个生产制造基地，其长期资产（固定资产、在建工程）占比超过20%，2024年公司的总资产周转天数超过700天，整体资产强度较高。

3.2 研发强度

低

较低

中等

较高

高

公司处于高端制造业，公司也始终保持高比例的研发支出，拥有全球7个研发中心和千余名研发人员，研发费用率高达7%，研发强度高。

3.3 客户集中度

低

较低

中等

较高

高

与三一主机厂的客户分散不同，恒立液压呈现出高客户集中度的特点，这源于下游工程机械行业本身的寡头垄断格局。2024年，公司的前五大客户的集中度达44%，客户集中度较高。

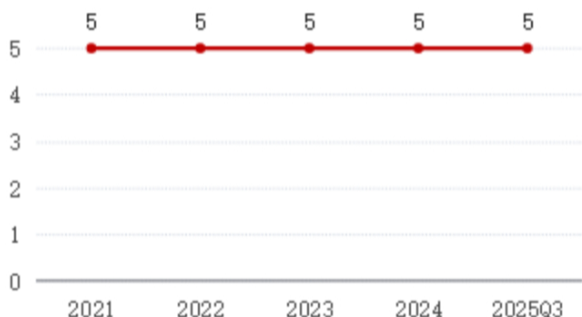
4. 历史经营绩效

整体来看，公司的盈利能力强且较为稳定，主要系公司产品技术壁垒较高，价值量较大。公司的历史成长能力受到工程机械周期的影响较大，整体上处于中等水平。公司的历史业务控制力长期处于中等水平，主要系下游客户集中度较高，对下游议价权有限，但公司的财务情况较为稳健所致。公司的股东回报评级处于较高水平，主要系公司的盈利水平较高，有较强的能力进行分红。

4.1 历史盈利能力

★★★★★

图3：近年公司盈利能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

整体来看，公司的盈利能力强且较为稳定，主要系公司产品技术壁垒较高，价值量较大。此外，作为国内最大的液压件生产商，恒立巨大的产量摊薄了固定成本（折旧、研发），这也导致公司拥有较强的成本优势，盈利能力较强。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



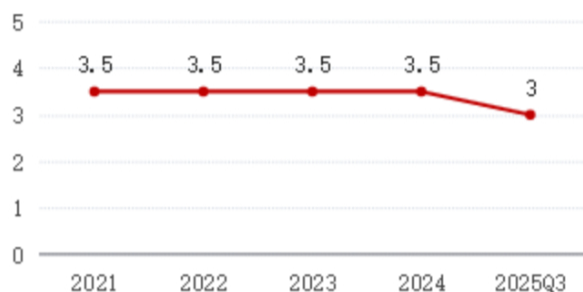
数据来源：公司财报，壹评级

公司的历史成长能力受到工程机械周期的影响较大，整体上处于中等水平。2021年以来，随着房地产和我国工程机械行业的周期持续下行，公司的历史成长能力不断下滑；2024年以后，随着我国工程机械行业逐步迎来新一轮更新周期，公司的历史成长能力有所回升。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



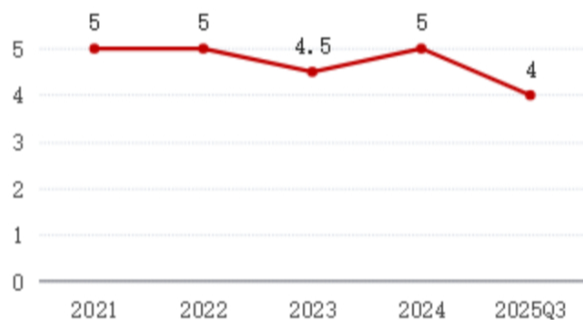
数据来源：公司财报，壹评级

公司的历史业务控制力长期处于中等水平，主要系下游客户集中度较高，对下游议价权有限，但公司的财务情况较为稳健所致。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司的股东回报评级处于较高水平，主要系公司的盈利水平较高，有较强的能力进行分红。

5. 四维评级

公司成长空间较好，主要系下游工程机械更新周期启动叠加非挖领域（农机、高空作业平台、海工装备）快速渗透，且墨西哥基地打开北美高端市场，同时线性驱动器（丝杠）业务有望打开第三成长曲线。盈利趋势向好，主要得益于全球工程机械周期有望持续向上，盈利能力有望修复，且非挖业务平抑了单一行业的周期波动。产业格局较处于中等水平，系全球液压件行业仍由外资主导，但公司凭技术+成本优势正加速替代，市场份额持续提升。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司正处于从“中国液压龙头”向“全球高端装备零部件平台”跃升的关键期。受益于全球基建与设备更新周期，液压件业务有望维持较快的增长速度；线性驱动业务作为第二增长曲线，覆盖人形机器人、高端机床等高景气赛道，成长天花板极高。总体来看，公司兼具周期复苏与科技成长属性，成长空间显著较好。

液压件(4星):

随着墨西哥工厂投产及全球供应链重构，公司加速切入卡特彼勒（Caterpillar）等海外巨头的核心供应链，海外收入占比持续提升。此外，随着国内工程机械行业的周期反转，恒立液压有望充分受益，业绩有望持续改善，成长空间较大。

线性驱动(5星):

随着特斯拉Optimus等具身智能产品的产业化临近，滚柱丝杠作为线性关节的核心部件，需求量将呈指数级增长。公司已与海外头部客户及国内主机厂进行深度对接与样品试制，具备成为全球核心供应商的潜力，远期市场空间巨大。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

受益于行业景气度回暖及内部降本增效，公司整体盈利能力呈上行趋势。随着我国工程机械行业周期向上，液压件业务有望释放利润弹性，线性驱动业务虽有投入压力，但高毛利产品的放量有望逐步摊薄成本，整体的盈利趋势向好。

液压件(4星):

随着工程机械行业进入更新周期，挖机销量回升带动公司产能利用率修复，规模效应显著降低单位固定成本。同时，毛利率更高的中大挖泵阀占比提升，公司的盈利能力较好。

线性驱动(3.5星):

随着产能爬坡和人形机器人的发展，高毛利产品的放量有望逐步摊薄成本，规模效应有望显现，该业务的盈利水平有望提升，盈利趋势向好。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司在不同业务板块面临截然不同的竞争环境。公司在液压件领域已形成较强的竞争优势，市场份额不断提升，产业格局较好；而线性驱动领域仍处于挑战者姿态，需直面全球巨头的围堵，且人形机器人零部件行业竞争激烈，新进入者较多，产业格局相对较差。

液压件(3.5星):

在挖掘机专用油缸领域，公司国内市占率较高，形成了较强的技术壁垒与议价能力。在高端泵阀及海外市场，公司仍需与博世力士乐等老牌巨头竞争，市场份额持续提升，产业格局较好。

线性驱动(2星):

公司在线性驱动领域仍处于挑战者姿态，需直面全球巨头的围堵；此外，国内众多企业涌入丝杠赛道，竞争激烈，低端市场面临价格战风险，产业格局相对较差。

5.4 护城河

★★★★☆

恒立液压的护城河深厚，构筑了以“核心技术+规模效应+转换成本”为基础的综合壁垒，使其在周期波动中始终保持超越行业的盈利能力，护城河持续性较好。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
液压件	(4.5星) 恒立液压是国内高压油缸及液压泵阀领域的绝对龙头，公司挖机油缸市场份额市占率约60%，具备极强的市场统治力。壹评级调整后的ROIC达32%，具备明显的超额收益；由于下游客户集中度较高，公司的业务控制力处于中等水平。	(4.5星) 公司该业务的护城河主要构筑在极高的转换成本、显著的规模优势与深厚的技术积淀之上，持续性较佳。1) 转换成本：液压件是工程机械的“心脏”，故障率容忍度极低。公司与三一重工、徐工机械等全球龙头主机厂建立了长达10年以上的深度合作关系，护城河的持续性较好；2) 规模经济：公司拥有国内最大的液压件生产规模，通过全产业链一体化布局（自制精密铸件），公司在采购议价与固定成本分摊上具备显著优势，护城河持续性较好；3) 公司持续迭代高压精密铸造与摩擦焊接工艺，泵阀产品性能已全面对标力士乐、川崎重工等国际巨头，技术优势明显，护城河具备一定的持续性。
线性驱动	(0.5星) 恒立液压的线性驱动业务目前尚处于培育期，目前仍处于亏损状态，壹评级调整后的ROIC达-2%，尚未形成有效的护城河，业务控制力较差。	(4星) 尽管公司业务仍处于培育期，没有超额收益。但随着公司在丝杠技术上的追赶和人形机器人业务的发展，公司的规模效应有望显现，盈利能力有望改善，公司的竞争力或将提升。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于液压件业务跟随挖机周期复苏，以及线性驱动业务有望成为公司新的成长曲线的假设，根据壹评级的DDM与动态估值模型，公司当前估值处于偏高估区间。

6.1 核心假设及逻辑

我们试图将公司的主要业务拆分成液压件和线性驱动业务两个部分，预测的核心假设和逻辑如下：

业务1：液压件

1) 收入：随着国内工程机械行业的周期反转，叠加公司充分受益于国内工程机械企业出海，公司的挖机业务有望持续实现较快增长；公司积极布局高空作业平台、农业机械、海工海事等非挖掘领域，非挖业务蓬勃发展，我们预计公司的液压件业务在2024-2029年收入的CAGR有望维持在16%左右的水平。

2) 毛利率：随着收入的提升，规模效应有望显现，我们预计公司的毛利率有望提升至44%左右的水平。

3) 费用率：考虑到公司经营液压件业务已久，我们预计公司未来的费用水平维持稳定。

业务2：线性驱动

1) 收入：在高端数控机床、半导体设备等领域，高精度丝杠导轨长期被日欧企业垄断。在自主可控背景下，公司凭借精密加工能力加速国产替代；此外，随着特斯拉Optimus等具身智能产品的产业化临近，公司已与海外头部客户及国内主机厂进行深度对接与样品试制，未来有望贡献业绩。整体来看，我们预计公司的线性驱动业务在2024-2029年收入的CAGR有望达到130%左右，实现爆发式增长。

2) 毛利率：随着产能爬坡和人形机器人业务的发展，规模效应显现，该业务的毛利率有望持续修复至36%的水平。

3) 费用率：该业务目前仍处于投入期，费用水平较高；随着未来业务规模的逐步扩大，费用率有望逐步下降。

表2：公司整体业绩预测

恒立液压	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	82.0	89.8	93.9	104.7	128.2	164.0	199.7	229.9
归母净利润(亿)	23.4	25.0	25.1	28.4	34.0	43.2	51.1	55.8
归母净利润增速(%)	-13.0	6.7	0.4	13.1	19.9	26.9	18.4	9.0
经营性净利润(亿)	22.9	22.9	22.1	26.2	31.8	41.0	49.0	53.6
经营性净利润增速(%)	-14.5	0.0	-3.7	18.7	21.6	28.8	19.4	9.4
经营性归母净利润(亿)	22.8	22.9	22.0	26.1	31.8	40.9	48.9	53.5
经营性归母净利润增速(%)	-14.5	0.1	-3.6	18.6	21.6	28.8	19.4	9.4

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

液压件	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	82.0	89.8	93.5	102.7	123.2	154.0	181.7	199.9
收入增速(%)	-12.0	9.6	4.0	9.8	20.0	25.0	18.0	10.0
经营性净利润(亿)	22.9	22.9	22.2	26.5	31.9	40.5	47.3	49.8
经营性净利率(%)	27.9	25.5	23.7	25.8	25.9	26.3	26.0	24.9
经营性净利润增速(%)	-14.5	0.0	-3.2	19.5	20.5	26.7	16.9	5.2
线性驱动	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	0.0	0.0	0.4	2.0	5.0	10.0	18.0	30.0
收入增速(%)	0.0	0.0	0.0	400.0	150.0	100.0	80.0	66.7
经营性净利润(亿)	0.0	0.0	-0.1	-0.3	-0.1	0.6	1.7	3.8
经营性净利率(%)	0.0	0.0	-28.7	-16.2	-1.7	5.6	9.4	12.8
经营性净利润增速(%)	0.0	0.0	0.0	-181.7	73.7	761.7	199.3	128.0

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
液压件	4.4%	中等-	较好	强	7.5%	18	47.9
线性驱动	12.7%	中高	一般	较强	9.0%	14.14	8.7
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
液压件(亿)	141.5	646.0	787.5	83.9	-	-	871.3
线性驱动(亿)	-11.7	73.0	61.3	0.4	-	-	61.6
公司整体测算(亿)	129.8	719.0	848.7	84.2	-	-	933.0

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
液压件(亿)	421.5	395.5	817.0	83.9	-	-	900.9
线性驱动(亿)	13.8	67.4	81.3	0.4	-	-	81.6
公司整体测算(亿)	435.4	462.9	898.3	84.2	-	-	982.5

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

整体来看，由于液压件业务的占比较高，因此估值确定性更多的受到液压件业务的影响。从历史的业绩表现来看，该业务盈利能力的波动性较低，行业也有固定的月频数据发布，公司和市场的交流也较为频繁，跟踪难度不大，估值确定性较好。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测-作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。