

# 周期底部蓄力，工程机械龙头再起航

## 买入(维持)

2023年12月27日

证券分析师 周尔双

执业证书: S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 罗悦

执业证书: S0600522090004

luoyue@dwzq.com.cn

研究助理 韦译捷

执业证书: S0600122080061

weiyj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	80,822	76,196	82,619	98,409
同比	-24%	-6%	8%	19%
归属母公司净利润(百万元)	4,273	4,912	6,992	10,061
同比	-64%	15%	42%	44%
每股收益-最新股本摊薄(元/股)	0.50	0.58	0.82	1.19
P/E(现价&最新股本摊薄)	26.23	22.82	16.03	11.14

关键词: #出口导向 #规模经济

## 投资要点

## ■ 三一重工: 工程机械制造典范, 龙头再起航

三一重工为国内工程机械龙头, 产品覆盖挖掘机械、起重机械、混凝土机械等核心产品, 国内份额领先, 具备全球竞争力。在工程机械下游应用最广、市场空间最大的挖掘机领域, 公司已实现全球销量第一, 2021年公司挖掘机销量突破10万台, 2022年国内市占率32%, 比徐工机械/卡特彼勒分别高10pct/22pct, 龙头地位稳固。2022年起受地产需求疲软、前期价格战透支需求、存量设备较大等影响, 工程机械行业周期下行, 加上原材料价格上涨、规模效应削弱, 公司业绩阶段性承压, 利润率降至历史低位。展望未来, 公司业绩有望筑底回升: (1) 海外竞争力兑现: 2023年上半年公司海外营收225亿元, 同比增长36%, 海外收入占比达58%。外销平滑内销周期波动, 利润率较国内市场更高, 结构优化下公司利润率有望修复。(2) 内销逐步回暖: 按挖掘机8年使用寿命, 2025年左右我国挖掘机行业有望迎来新一轮存量替换周期。

## ■ 工程机械: 内需筑底, 出海兑现, 行业逐步企稳

工程机械广泛应用于基建、地产等领域, 被视为经济的晴雨表。其中, 挖掘机由于应用范围最广, 且施工过程中往往最先进场, 视为工程机械行业景气度的风向标。以挖掘机为代表的工程机械有望逐步回暖: (1) 内需存量更新周期渐近: 挖掘机需求取决于以地产和基建为代表的土方工程量, 销量随宏观环境的变化呈周期波动。复盘国内挖掘机周期, 此轮周期于2016年开始, 2020年达到高峰, 2021年开始下行。按8年寿命, 国内挖掘机有望于2025年左右开启新一轮更新周期。(2) 海外份额持续提升: 2017年以来, 国内工程机械企业加快海外市场布局。受益于东南亚市场崛起、欧美加大基建投资, 龙头公司出口持续增长。但与卡特彼勒、小松等龙头相比, 海外份额仍较低。据KHL发布2022全球工程机械制造商排行, 三一重工全球份额仅7%, 与产品竞争力尚不匹配, 随着海外渠道建设与品牌认可度提升, 海外市场有望再造三一重工。

## ■ 估值思考: 周期底部蓄力, 兼具价值与成长属性

从历史表现看, 公司股价与工程机械行业贝塔相关性较强, 并在上行周期具备阿尔法。2021年以来受周期波动叠加规模效应减弱等影响, 公司估值回落历史低位。目前三一重工PB仅为1.6倍, 远低于历史均值3倍左右, 价值属性彰显。近年来, 公司逆势投入研发、渠道等建设, 随着行业周期企稳、公司全球化兑现及规模效应释放, 有望在新周期中迎来更大的利润弹性。

■ 盈利预测与投资评级: 三一重工为国内综合实力最强的工程机械龙头之一, 看好周期底部逐步回暖、海外竞争力兑现带来的业绩弹性。我们维持2023-2025年公司归属净利润为49/70/101亿元, 当前市值对应PE为23/16/11倍, 维持“买入”评级。

■ 风险提示: 宏观经济波动风险、行业周期波动风险、海外市场拓展不及预期、国际贸易摩擦风险、原材料及成本上升风险。

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	13.24
一年最低/最高价	12.60/19.73
市净率(倍)	1.66
流通A股市值(百万元)	112,066.22
总市值(百万元)	112,351.20

## 基础数据

每股净资产(元,LF)	7.99
资产负债率(% ,LF)	55.32
总股本(百万股)	8,485.74
流通A股(百万股)	8,464.22

## 相关研究

《三一重工(600031): 2023年三季度点评: Q3收入符合预期, 利润端受汇兑影响》

2023-11-01

《三一重工(600031): 2023年中报点评: 二季度开启业绩启航, 国际化卓有成效》

2023-09-04

## 内容目录

1. 三一重工：工程机械制造典范，龙头再起航 .....	5
1.1. 工程机械制造典范，强者恒强 .....	5
1.2. 业绩企稳回暖，龙头再起航 .....	6
2. 工程机械：内需筑底，出海兑现，行业逐步企稳 .....	9
2.1. 国内需求筑底，更新周期渐近 .....	10
2.2. 全球化稳步推进，海外份额持续提升 .....	13
3. 估值思考：周期底部蓄力，兼具价值与成长属性 .....	17
3.1. PB 回落历史低位，具备性价比 .....	17
3.2. 费用端逆势投入，新周期中迎来较大利润弹性 .....	18
4. 盈利预测与投资建议 .....	20
4.1. 盈利预测 .....	20
4.2. 投资建议 .....	22
5. 风险提示 .....	23

## 图表目录

图 1: 三一重工发展历程.....	5
图 2: 三一重工产品覆盖核心工程机械机种.....	6
图 3: 三一重工股权结构（截至 2023 年三季度末）.....	6
图 4: 2003-2022 年公司营收 CAGR 为 21%.....	7
图 5: 2003-2022 年公司归母净利润 CAGR 为 15%.....	7
图 6: 2022 年公司毛利率和净利率下降至低位.....	7
图 7: 公司研发、销售费用逆势上行.....	7
图 8: 2022 年公司三大主营业务收入合计占比达 79%.....	8
图 9: 挖机收入持续攀升，成为公司第一收入来源.....	8
图 10: 2022 年公司海外营收 366 亿元，同比增长 47%，占比达 47%.....	8
图 11: 2023 年上半年公司海外收入首次超过国内，占比达 58% .....	8
图 12: 2022 年亚澳为第一出口地，欧美高速增长.....	9
图 13: 2022 年挖机出口收入 181 亿元，同比增长 69%，海外收入占比达 51%.....	9
图 14: 工程机械产业链梳理.....	9
图 15: 工程机械行业需求分析框架.....	10
图 16: 2022 年基建+地产为挖掘机最大下游，合计占比超 70%.....	10
图 17: 2021 年至今地产投资增速下降，影响工程机械需求.....	10
图 18: 挖掘机行业周期复盘.....	11
图 19: 国内挖掘机 6 年保有量 149.9 万台.....	12
图 20: 国内挖掘机 8 年保有量 169.8 万台.....	12
图 21: 按照八年寿命替换，2025 年左右行业有望迎来新一轮更新周期.....	12
图 22: 2022 年三一重工全球份额 5.2%，位列第五 .....	13
图 23: 2022 年三一重工国内挖掘机销量份额位列第一.....	13
图 24: 历年海外市场挖掘机容量（不含中国）万台.....	13
图 25: 2023 年 1-9 月海外挖掘机市场容量（36.3 万台） .....	14
图 26: 2023 年 1-9 月海外市场结构 .....	14
图 27: 2023 年 1-9 月我国挖掘机海外出口区域分布 .....	14
图 28: 2023 年 1-9 月我国挖掘机海外出口机型分布 .....	14
图 29: 2024 年挖机出口预计同比增长 0-10%.....	15
图 30: 2022 年三一重工海外收入 366 亿元，同比增长 47%，营收占比提高 23pct 至 47% .....	15
图 31: 2022 年三一重工出口分地区收入及增速.....	15
图 32: 2022 年三一重工挖机营收 358 亿元，收入占比提升 5pct 达 44% .....	16
图 33: 2022 年三一重工挖机出口收入 181 亿元，同比增长 69%，海外收入占比达 51%.....	16
图 34: 2022 年三一重工/徐工机械挖掘机在海外市场份額分别为 7%/4%.....	16
图 35: 公司历史股价走势图.....	17
图 36: 公司 PB 回落至历史低位.....	17
图 37: 2022 年公司净利率为 5.5%，低于历史中枢 .....	18
图 38: 2012-2022 年公司研发支出占营收比重持续提升 .....	18
图 39: 2018-2022 年公司研发/技术人员持续增加 .....	18
图 40: 2016-2022 年公司海外收入 CAGR 为 26%.....	19
图 41: 2022 年三一重工海外毛利率 26.36%，高出国内 4.44pct .....	19
图 42: 公司业绩率先行业复苏.....	20

图 43: 规模效应, 公司国内外利润率均回升.....	20
图 44: 可比公司估值 (2023/12/26) .....	22
表 1: 三一重工收入拆分表.....	21

## 1. 三一重工：工程机械制造典范，龙头再起航

### 1.1. 工程机械制造典范，强者恒强

工程机械制造典范，产品具备全球竞争力。公司主要从事工程机械的研发、制造、销售和服务，主导产品包括挖掘机械、混凝土机械、起重机械、桩工机械、路面机械等。其中，混凝土设备为全球第一品牌，挖掘机、大吨位起重机、旋挖钻机、路面成套设备等主导产品已成为中国第一品牌。

图1：三一重工发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司产品已覆盖核心工程机械机种，三大核心品类份额国内领先：截至 2023 上半年，公司主要业务如下：（1）**挖掘机械**：销售收入 151.50 亿元，国内市场上 13 年蝉联销量冠军，大型、中型挖掘机国内市占率均大幅提升超 5 个百分点；超大型挖掘机国内市占率第一，上半年销售额接近翻番。（2）**混凝土机械**：销售收入 83.95 亿元，稳居全球第一品牌。（3）**起重机械**：销售收入达 73.64 亿元，其中履带起重机国内整体市占率超 40%，大中型履带起重机市场份额居全国第一。

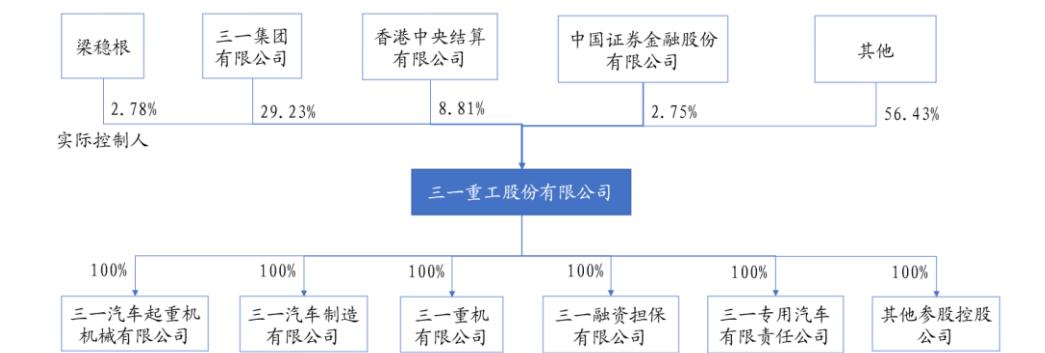
图2：三一重工产品覆盖核心工程机械机种

产品类型	产品细分	应用场景	图例
混凝土机械	泵车	主要用于铁路、公路、地铁、水电站、冶金建筑工程等基础设施建设及房地产行业。	泵车
	搅拌车		搅拌车
	拖泵		拖泵
挖掘机械	迷你挖	主要用于农田、水利、铁路、公路、建筑、房地产、采矿等行业。	迷你挖
	小挖		小挖
	中挖		中挖
起重机械	汽车起重机	广泛应用于电力、钢铁、桥梁、造船、石化等行业。	汽车起重机
	履带起重机		履带起重机
桩工机械	旋挖钻机	用于市政建设、公路桥梁、工业和民用建筑、地下连续墙、水利、防渗护坡等基础施工。	旋挖钻机
路面机械	压路机	主要用于公路、城市道路的路面和飞机场道面等的施工。	压路机
	摊铺机		摊铺机
	平地机		平地机

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

股权结构稳定，实际控制人为创始人梁稳根。截至 2023 年 Q3 末，公司第一大股东为三一集团，持股 29.23%，实际控制人为梁稳根先生，为三一集团有限公司创始人和前任董事长，通过三一集团和直接持股，合计持股公司 16.58%。公司多次推出员工持股计划，核心团队与公司利益绑定。

图3：三一重工股权结构（截至 2023 年三季度末）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 1.2. 业绩企稳回暖，龙头再起航

公司业绩受周期波动影响较大，2023 年业绩呈现企稳回暖趋势。公司业绩受行业周期波动影响较大。受行业周期影响，2022 年公司实现营收 808 亿元，同比下降 24%，实现归母净利润 43 亿元，同比下降 64%，主要系规模效应削弱、原材料价格大幅上涨等

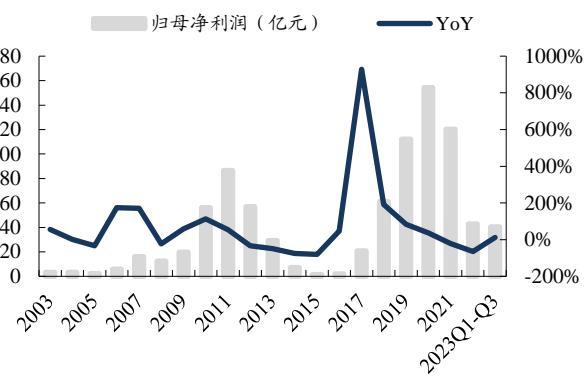
影响，业绩触底。2023 年前三季度公司营收 561 亿元，同比下降 5%，归母净利润 41 亿元，同比增长 13%，受益原材料价格回暖、产品出海平滑内销波动、管理优化降本，利润企稳回升。

图4：2003-2022 年公司营收 CAGR 为 21%



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

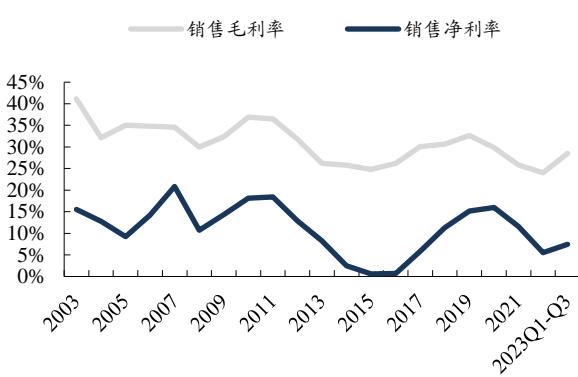
图5：2003-2022 年公司归母净利润 CAGR 为 15%



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

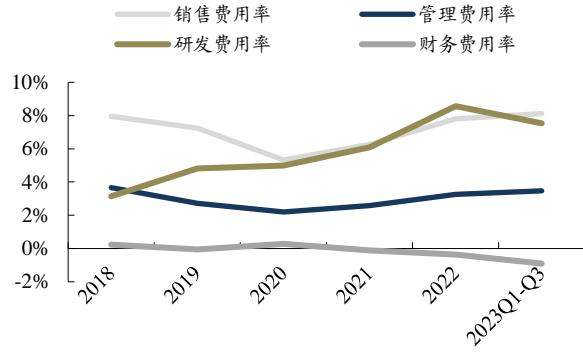
**公司盈利能力与收入规模具有正相关性。**2003-2022 年公司销售毛利率、净利率表现出较强周期性，低点在 2015 年，分别为 24.8%/0.6%，平均值为 31.1%/11.2%。2022 年公司销售毛利率 24.0%，同比下滑 1.8pct；销售净利率 5.5%，同比下滑 6.1pct，均降至低位，净利率下滑幅度较大主要系公司收入规模下降导致规模效应减弱。2023 年前三季度公司销售毛利率为 28.5%，同比提升 5.7pct，销售净利率为 7.5%，同比提升 1.1pct，盈利能力有所提升，未来随公司业务结构优化、规模效应释放，利润率有望回暖。

图6：2022 年公司毛利率和净利率下降至低位



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

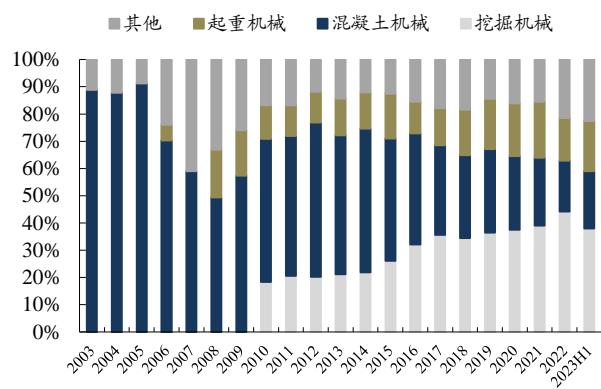
图7：公司研发、销售费用逆势上行



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

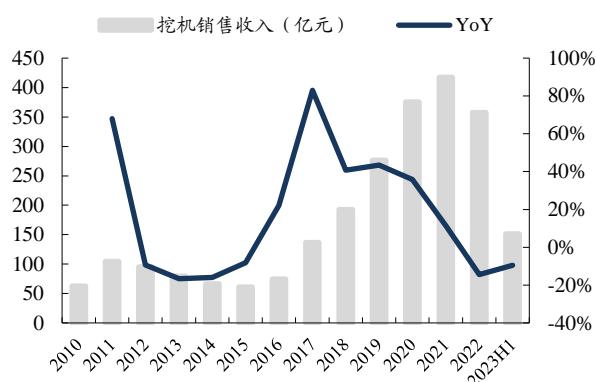
**分产品来看，公司挖掘机械为第一大业务板块。**2022 年公司挖机/混凝土机械/起重机械业务收入占比分别为 44%/19%/16%，合计收入占比达 79%。2015 年开始，公司挖机收入持续攀升，并于 2017 年超过了原主营混凝土机业务成为最大收入贡献业务。2021 年挖机收入突破 400 亿元，2022 年挖机收入达 358 亿元，为公司第一大业务板块。

图8: 2022年公司三大主营业务收入合计占比达79%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

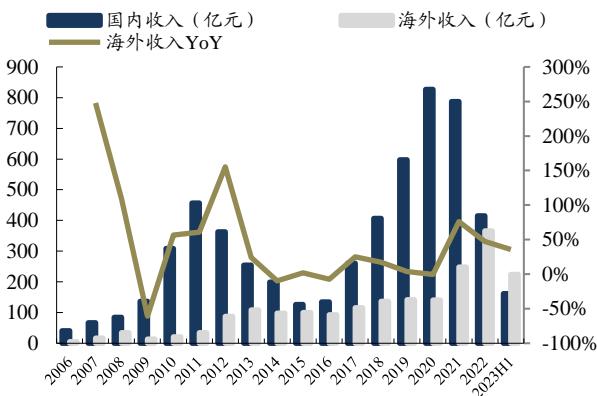
图9: 挖机收入持续攀升，成为公司第一收入来源



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

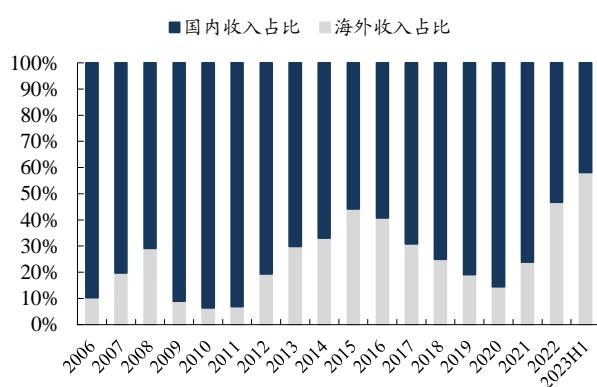
分区域来看，2023上半年海外营收占比已达58%。公司在海外市场推行“以我为主、本土经营、服务先行”的经营策略，国际竞争力持续提升。从海外收入来看，整体呈稳定增长态势。2022年公司海外营收366亿元，同比增长47%，占比达47%，2023年上半年公司海外营收225亿元，同比增长36%，海外收入首次超过国内，占比达58%。公司国际化进入兑现期，持续贡献业绩增量，平滑收入波动。

图10: 2022年公司海外营收366亿元，同比增长47%，占比达47%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

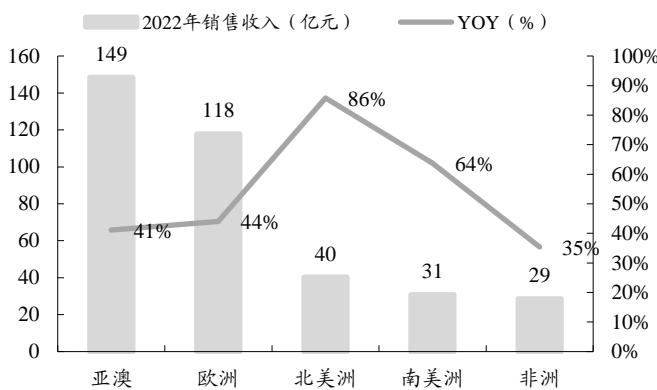
图11: 2023年上半年公司海外收入首次超过国内，占比达58%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

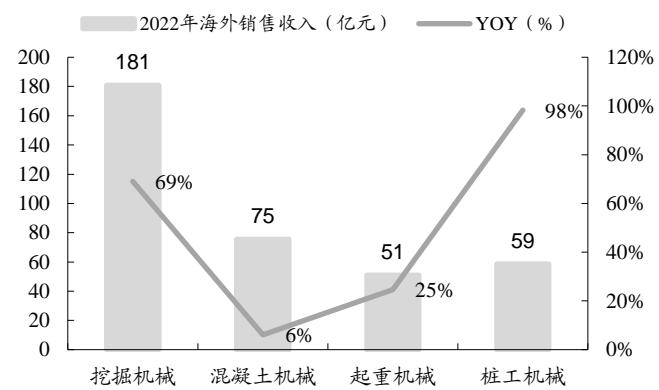
亚澳为第一大出口地，欧美高速增长，挖机表现亮眼。分区域看，2022年亚澳为第一大出口市场，收入同比增长41%，占总出口41%。欧、美地区增速较快，2022年欧洲/北美洲/南美洲营收同比分别增长44%/86%/64%。分产品看，2022年公司主要产品海外均正增长，挖机表现最为亮眼：（1）挖机海外收入181亿元，同比增长69%，显著高于行业60%增速。（2）混凝土机海外收入75亿元，同比提升6%，表现好于行业。（3）起重机械海外收入51亿元，同比提升25%。

图12: 2022年亚澳为第一出口地, 欧美高速增长



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 2022年挖机出口收入181亿元, 同比增长69%, 海外收入占比达51%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 2. 工程机械: 内需筑底, 出海兑现, 行业逐步企稳

工程机械广泛应用于基建、地产等领域, 被视为经济的晴雨表。工程机械上游为钢材、核心零部件(液压系统、发动机等), 下游应用为水利、电力和道路等基础设施建设, 以及房地产开发、矿山开采等。工程机械的销量与经济活动热度相关, 被视为宏观经济的晴雨表。其中, 挖掘机由于应用范围最广, 且施工过程中往往最先进场, 视为工程机械行业景气度的风向标。

图14: 工程机械产业链梳理

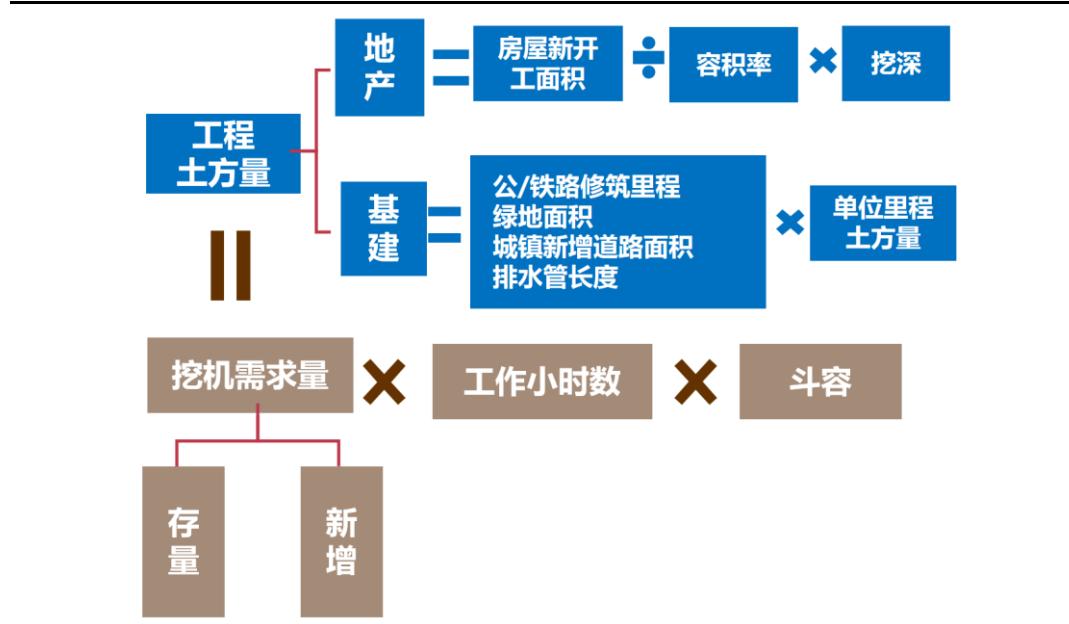


数据来源: 中国工程机械工业协会, 东吴机械研究所整理

## 2.1. 国内需求筑底，更新周期渐近

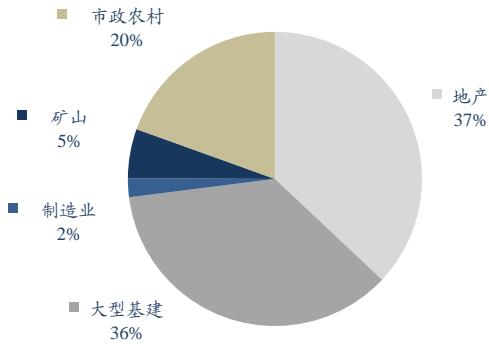
受周期波动及地产拖累等影响，挖掘机销量阶段性承压。工程机械主要分为两类分析框架：(1) 供需关系：挖掘机需求取决于地产、基建、矿山、市政及制造业等下游投资影响，拉动土方工程量，形成工程机械新增需求，近年受到下游地产等行业投资不足影响，对工程机械下游需求形成一定压制。(2) 存量替换：工程机械使用寿命平均为1万小时左右，平均为8年使用寿命，按照8年挖机保有量来看，2016年以来挖机保有量持续增长，存量接近饱和状态，导致近年更新需求下降，但2025年左右有望迎来新一轮更新周期。

图15：工程机械行业需求分析框架



数据来源：Wind，东吴证券研究所整理

图16：2022年基建+地产为挖掘机最大下游，合计占比超70%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图17：2021年至今地产投资增速下降，影响工程机械需求

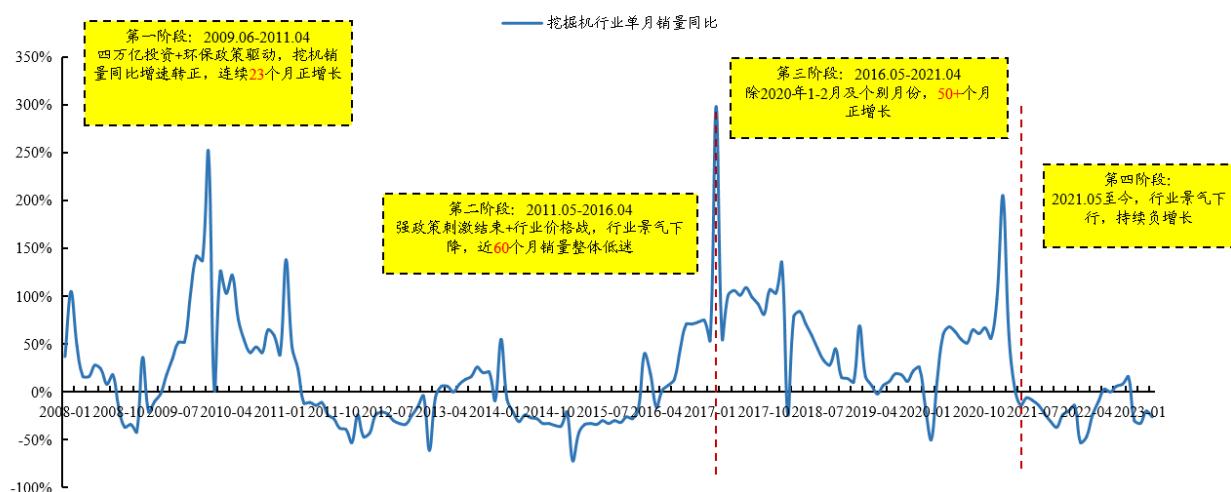


数据来源：Wind，东吴证券研究所

国内工程机械有望于 2025 年左右迎来新一轮更新周期。除基建、地产等需求侧影响外，工程机械行业销量还与设备存量更新相关。复盘挖掘机行业周期，2008 年至今约分为四个阶段：

- (1) 2009 至 2011 上半年：四万亿投资+环保政策驱动，挖机销量连续 23 个月正增长。
- (2) 2011 下半年至 2016 上半年：强政策刺激结束+行业价格战，行业陷入近 60 个月的低迷期。
- (3) 2016 下半年-2021 上半年：受益棚改政策及新一轮更新周期启动，行业销量迎来 50 多个月的正增长。
- (4) 2021 年下半年至今，行业周期波动，行业销量持续负增长。

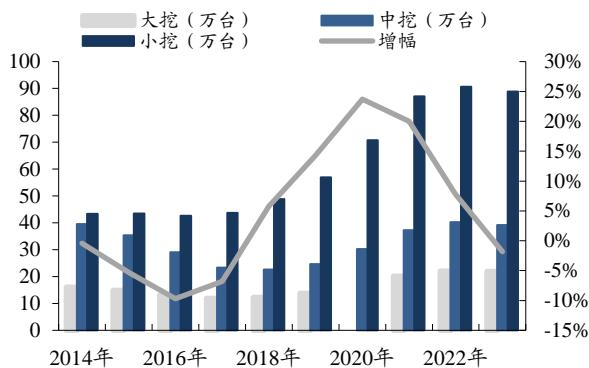
图18：挖掘机行业周期复盘



数据来源：Wind，东吴证券研究所整理

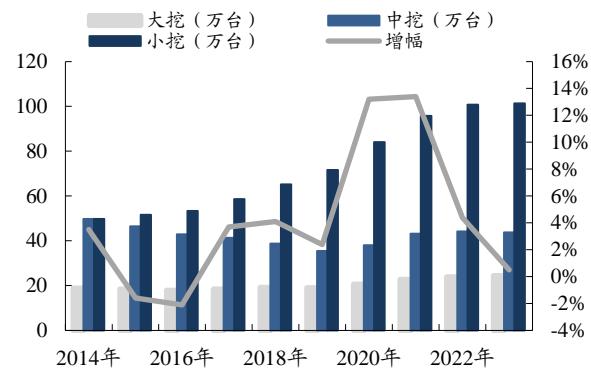
2022 年挖掘机保有量近 170 万台，存量替换及后市场空间广阔。据工程机械行业协会数据，2022 年挖掘机行业 8 年保有量超过 170 万台，带来大量潜在的存量更新需求。此外，高保有量带来的保外设备服务和配件、二手机再制造、零部件循环再利用，后市场发展空间广阔。

图19：国内挖掘机6年保有量149.9万台



数据来源：工程机械工业协会，东吴证券研究所

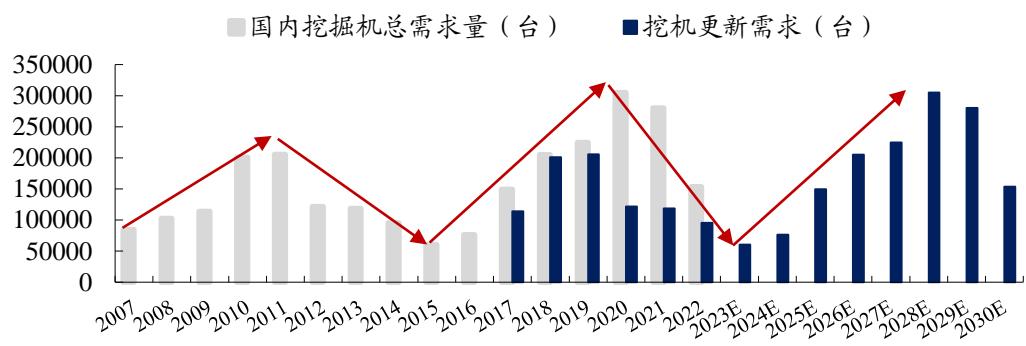
图20：国内挖掘机8年保有量169.8万台



数据来源：工程机械工业协会，东吴证券研究所

**2025年左右我国工程机械行业有望迎来新一轮更新周期。**挖掘机使用寿命为8-10年，需求存在显著的周期性。复盘国内挖掘机周期，上一轮周期于2005年开始，2015年结束，其中2005-2011年为上行周期，2011-2015年为下行周期。此轮周期于2016年开始，2020年达到高峰后开始下行。按8年更新周期，国内挖掘机周期有望于2025年左右开启新一轮更新周期。

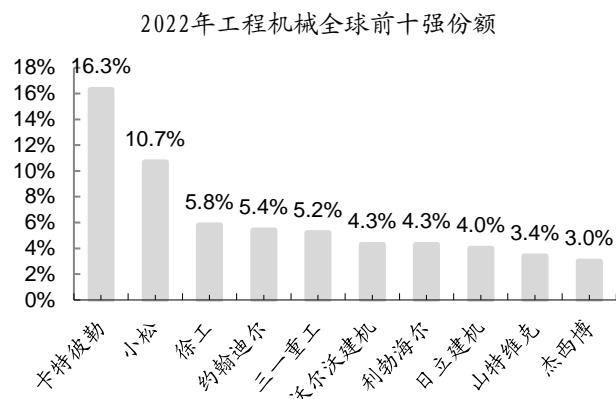
图21：按照八年寿命替换，2025年左右行业有望迎来新一轮更新周期



数据来源：Wind，东吴证券研究所

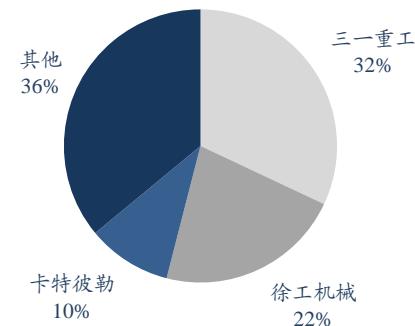
**三一重工市场地位稳固，有望受益周期回暖。**经过多年发展，三一重工已成功跻身全球第一阵营，竞争优势明显。拳头产品挖掘机全球和国内份额均稳居第一，市场地位稳固，有望受益周期回暖。

图22: 2022年三一重工全球份额5.2%，位列第五



数据来源: KHL, 东吴证券研究所

图23: 2022年三一重工国内挖掘机销量份额位列第一

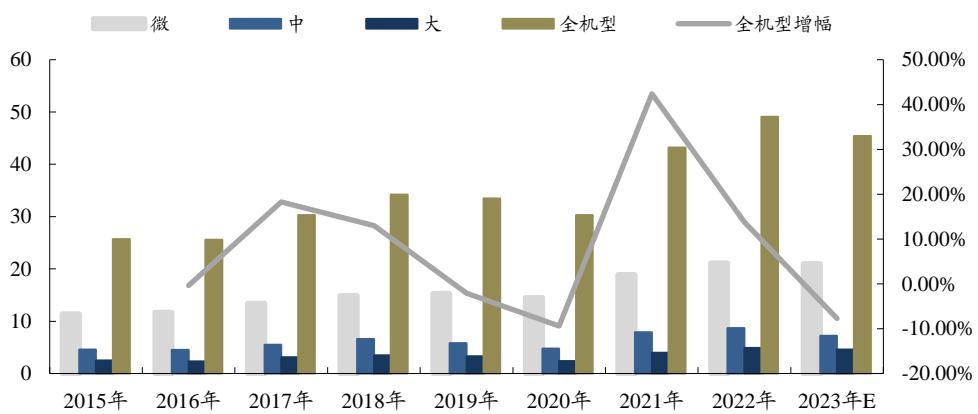


数据来源: 工程机械工业协会, 东吴证券研究所

## 2.2. 全球化稳步推进, 海外份额持续提升

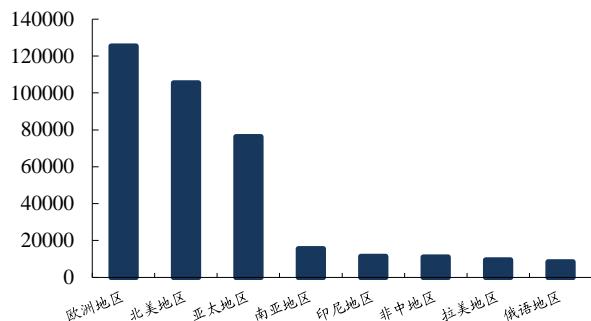
海外工程机械市场稳中有升, 市场容量为国内三倍。2022年海外挖掘机市场容量约49万台, 为中国市场(15万台)三倍。2023年1-9月海外市场(不包括中国市场)总销量36.3万台, 预计2023年全年45.4万台, 总量预计下滑7.7%, 欧洲、北美、亚太市场需求仍高居前三。且不同区域对挖机型号需求不同: 欧、美、亚太成熟市场微挖为主(市政、农场工况), 南亚、印尼、拉美市场以中挖为主(基建工况), 非中(非洲中东)、俄语区以大挖为主(矿山工况)。

图24: 历年海外市场挖掘机容量(不含中国)万台



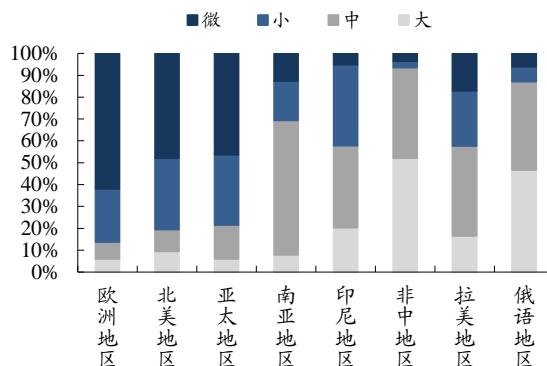
数据来源: 工程机械工业协会, 东吴证券研究所

图25: 2023年1-9月海外挖掘机市场容量 (36.3万台)



数据来源: 工程机械工业协会, 东吴证券研究所

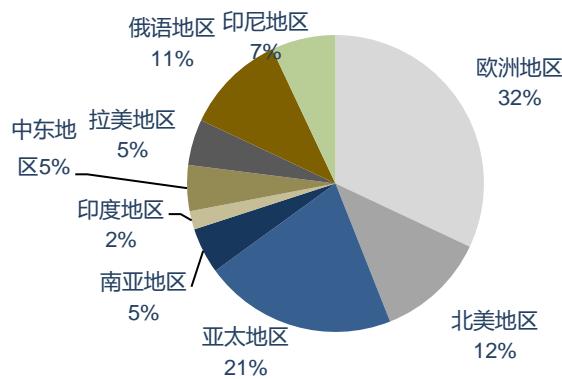
图26: 2023年1-9月海外市场结构



数据来源: 工程机械工业协会, 东吴证券研究所

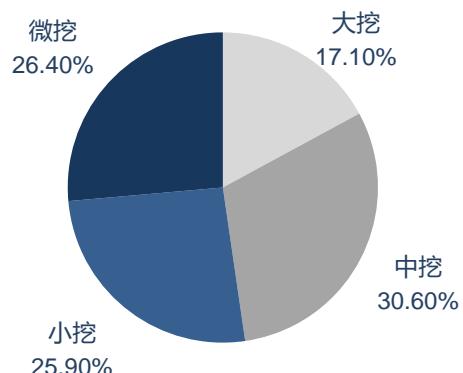
**海外份额提升空间广阔, 欧美市场待进一步突破。**全球挖掘机市场销量虽高位震荡, 但2023年1-9月中国出口份额仅占全球市场的14%, 增长空间广阔。分区域看, 我国挖掘机主要销往一带一路区域, 市场规模更大、利润率更高的欧美市场有待进一步突破。根据工程机械协会预计, 2024年挖机行业出口销量有望增长0%-10%, 份额提升带动出口增长。

图27: 2023年1-9月我国挖掘机海外出口区域分布



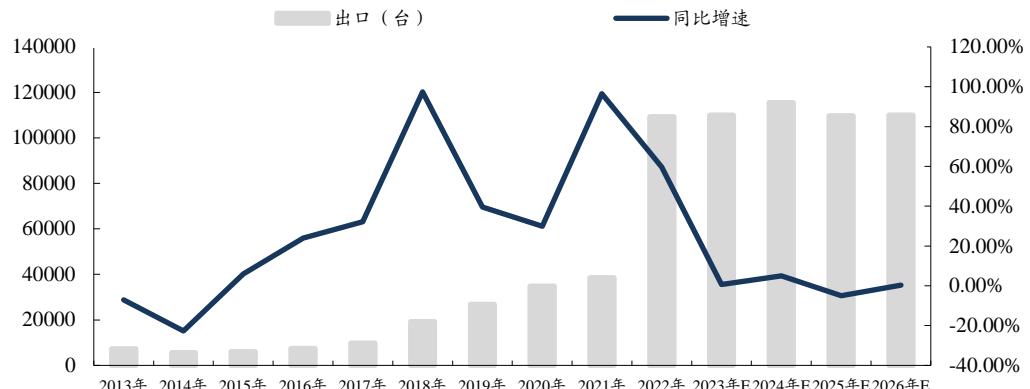
数据来源: 工程机械工业协会, 东吴证券研究所

图28: 2023年1-9月我国挖掘机海外出口机型分布



数据来源: 工程机械工业协会, 东吴证券研究所

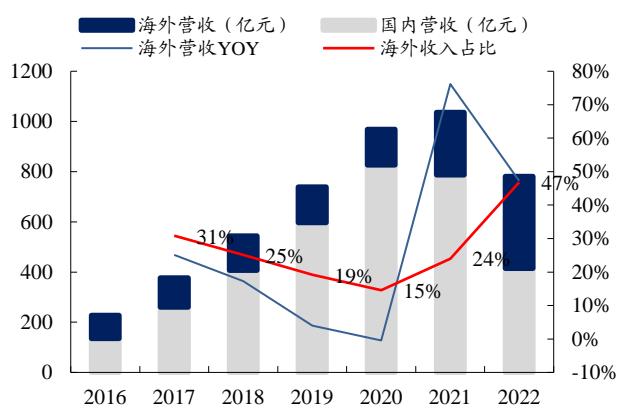
图29：2024年挖机出口预计同比增长0-10%



数据来源：工程机械工业协会，东吴证券研究所

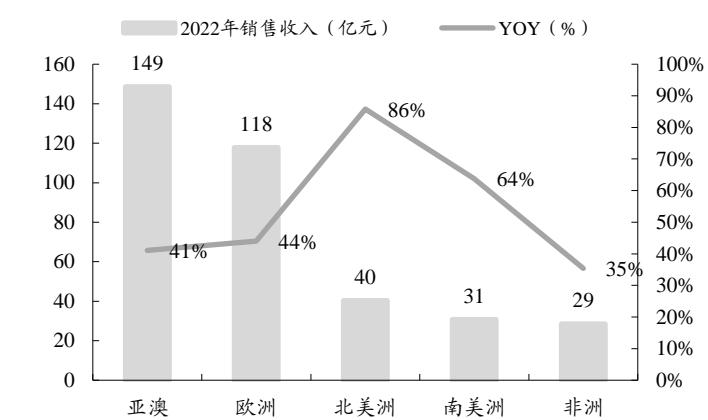
三一重工为中国最具全球竞争力民企之一，各区域份额稳步提升。2022年公司海外营收366亿元，同比增长47%，较前三季度再加快3pct，出口收入占比升至47%，同比+23pct，2023年出口收入占比有望增至60%。出口分区域看，亚澳仍为第一大出口市场，收入同比增长41%，占总出口41%。欧、美增速最快，收入分别同比增长44%、76%，占比32%、19%。

图30：2022年三一重工海外收入366亿元，同比增长47%，营收占比提高23pct至47%



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图31：2022年三一重工出口分地区收入及增速

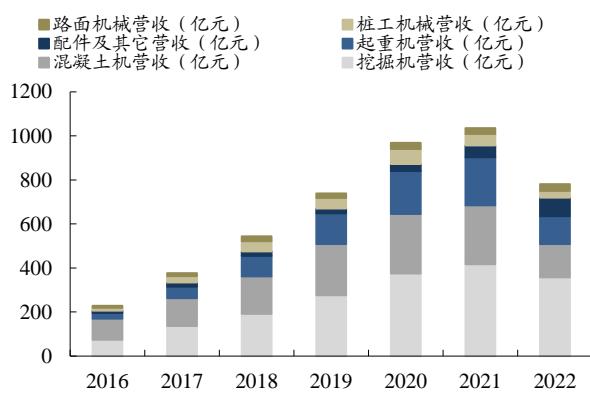


数据来源：Wind、东吴证券研究所

“得挖机者得天下”，三一重工挖掘机份额持续提升。2022年三一主要产品海外均正增长，挖机表现最为亮眼：(1) 挖机实现收入358亿元，同比下滑14%，其中海外收入181亿元，同比增长69%。(2) 混凝土机实现收入151亿元，同比下滑43%，其中海

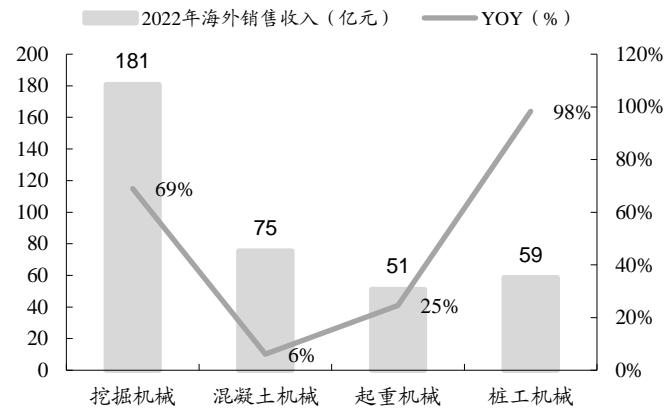
外收入 75 亿元，同比提升 6%，表现均好于行业。(3) 起重机实现营收 127 亿元，其中海外收入 51 亿元，同比提升 25%。

图32: 2022 年三一重工挖机营收 358 亿元，收入占比提升 5pct 达 44%



数据来源: Wind、东吴证券研究所

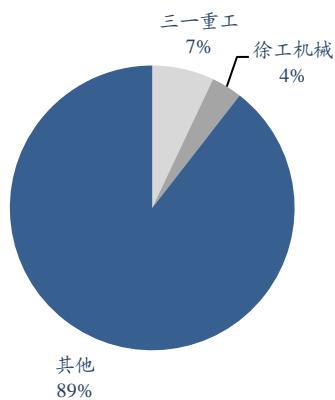
图33: 2022 年三一重工挖机出口收入 181 亿元，同比增长 69%，海外收入占比达 51%



数据来源: Wind、东吴证券研究所

**2022 年三一重工海外挖机份额仅 7%，提升空间广阔。**按市场规模，2022 年海外工程机械市场空间约 5000 亿人民币，单看挖掘机这一种类，海外市场空间约为 1900 亿元，三一重工市场份额仅 7%。按销量，2022 年三一重工挖掘机海外市场份額也仅约 7%，份额与产品竞争力不匹配，提升空间广阔。

图34: 2022 年三一重工/徐工机械挖掘机在海外市场份額分别为 7%/4%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 3. 估值思考：周期底部蓄力，兼具价值与成长属性

#### 3.1. PB 回落历史低位，具备性价比

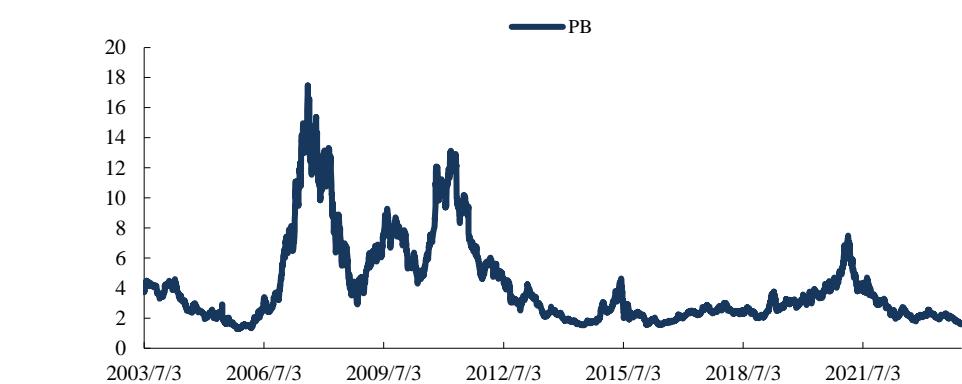
公司 PB 回落至 1.6X 历史低位，远低于历史均值 3X。从历史表现看，在行业下行周期中，公司股价整体表现较为低迷，自 2021 年行业再次进入下行周期以来，公司股价跌幅较大，主要系行业周期波动叠加公司收入规模下降导致规模效应减弱带来双杀。截至 12 月 22 日，公司 PB 为 1.6X，低于历史中枢 3X，具备性价比。

图35：公司历史股价走势图



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图36：公司 PB 回落至历史低位

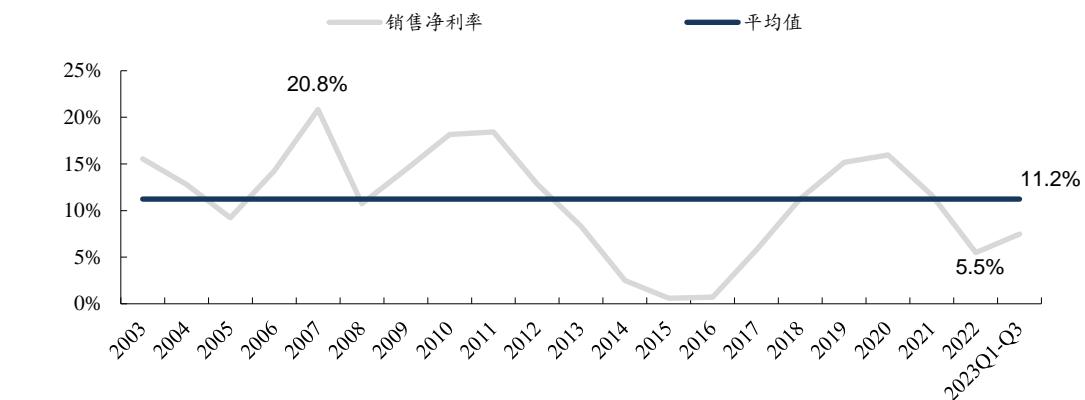


数据来源：Wind，东吴证券研究所

净利率位于历史低位，修复空间较大。2003-2022 年，公司净利率中枢为 11.2%，最高达 20.8%。2022 年公司销售净利率仅为 5.5%，2023 年单三季度销售净利率为 4.1%，

远低于历史中枢。随着行业景气度逐步回暖，公司业务结构优化、规模效应释放，有望迎来利润回暖。

图37：2022年公司净利率为5.5%，低于历史中枢

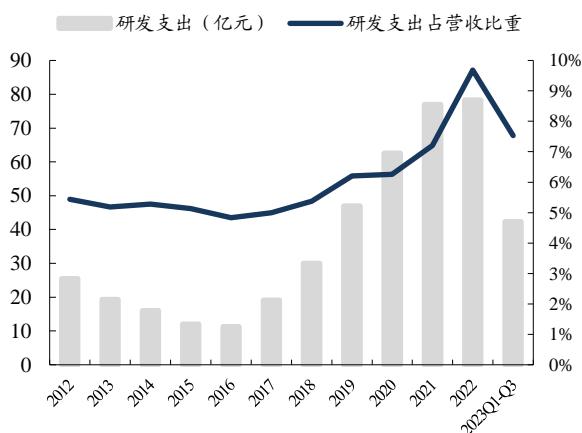


数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 3.2. 费用端逆势投入，新周期中迎来较大利润弹性

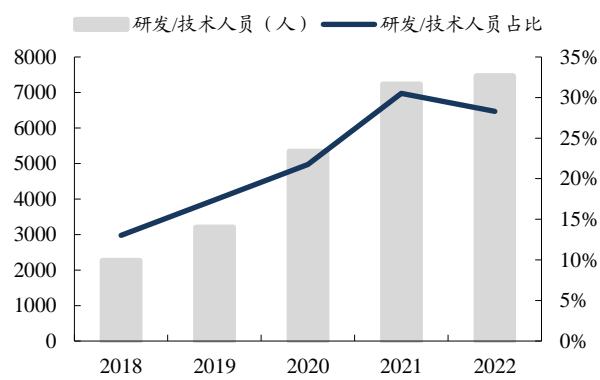
**费用端逆势投入，有望在新周期中迎来较大弹性。**从研发支出看，2020年以来公司逆势投入研发到数字工厂改造、电动化及国际化产品研发，2022年公司研发支出78.26亿元，占营收比重为9.7%，占全行业约一半研发体量。从研发/技术人员数量看，公司研发人员持续增多，截至2022年底，公司拥有研发人员7,466名，占总人数比重28%，其中43%拥有研究生或以上学历。公司逆势投入研发、渠道等建设，有望在新周期中迎来更大的降本空间及利润弹性。

图38：2012-2022年公司研发支出占营收比重持续提升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

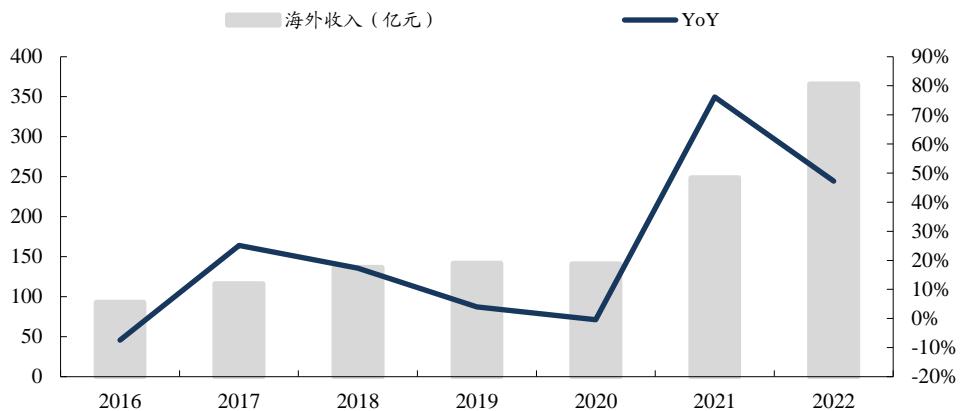
图39：2018-2022年公司研发/技术人员持续增加



数据来源：Wind，东吴证券研究所

国际化进入兑现期，海外收入持续高增。公司国际化战略持续推进，近两年海外收入保持高速增长，2021、2022年公司海外收入增速分别为76%、47%，占收入比重持续提升。海外市场成长空间广阔，公司产品具有国际竞争力，海外收入规模有望持续提升。

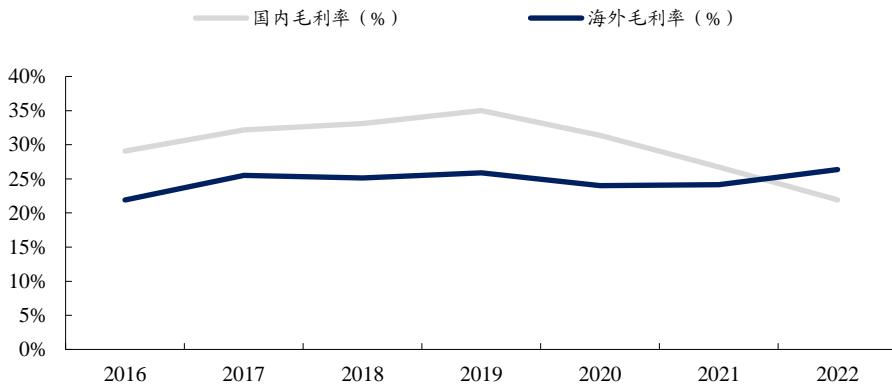
图40：2016-2022年公司海外收入CAGR为26%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

海外市场利润率高于国内，业务结构优化将带动公司利润率修复。受益于海外销售规模增大、产品结构改善，公司海外主营业务利润率稳步提升，毛利率从2023年上半年的24.42%提升至2023年下半年的27.97%。2022年全年海外业务毛利率达26.36%，同比提高2.23pct，首次超过国内（21.92%）。未来随海外收入占比提升，公司毛利率中枢有望持续上移。

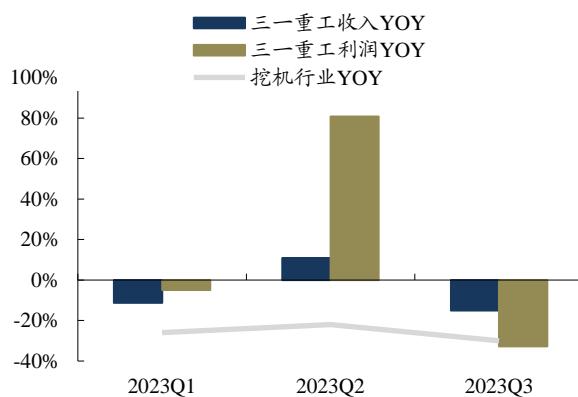
图41：2022年三一重工海外毛利率26.36%，高出国内4.44pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

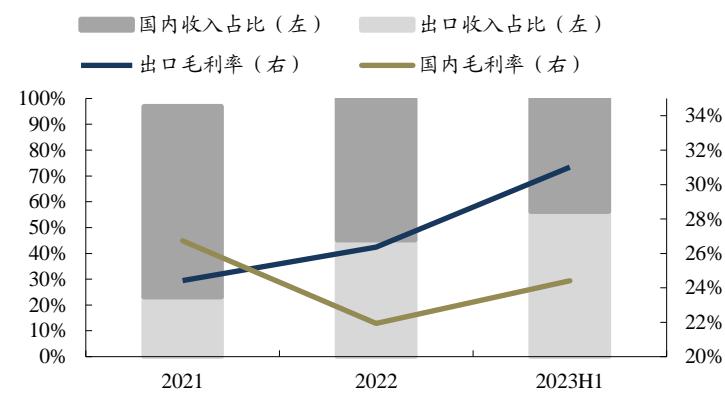
**规模效应待释放，利润端有望逐步修复。**公司利润率水平随着收入规模正向波动，规模扩大，固定成本得以分摊在更多的业务单元。公司 2020 年销售净利率 15.4%，2022 年仅 5.5%，2023 年前三季度修复至 7.2%。从行业看，我们判断 2024 年国内市场降幅缩窄，叠加出口增长，公司收入端增速有望转正，带来规模效应释放。复盘行业周期，国内有望在 2025 年左右迎来新一轮更新周期，叠加海外业务结构优化趋势，公司利润率呈现修复趋势，具有较大改善空间。

图42：公司业绩率先行业复苏



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图43：规模效应，公司国内外利润率均回升



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

## 4. 盈利预测与投资建议

### 4.1. 盈利预测

#### 核心假设：

**挖掘机械：**根据行业情况，我们预计 2023-2025 年挖机行业销量同比-25%/+0%/+10%，受益份额提升及中大挖销售结构改善，我们预计公司 2023-2025 年挖机板块收入分别为 308/323/387 亿元，同比变动-14%/+5%/+20%，销售毛利率随规模效应释放有所回升，分别为 33%/34%/35%。

**混凝土机械：**国内混凝土机械行业过去几年跌幅较大，低基数下有望企稳，叠加混凝土机械出口回暖，我们预计公司 2023-2025 年混凝土机械板块收入分别为 143/150/173 亿元，同比变动-5%/+5%/+15%，销售毛利率稳定于 22%/22%/22%。

**起重机械：**与混凝土机械类似，公司起重机械出口保持较高增长，我们预计公司 2023-2025 年起重机械收入分别为 124/130/150 亿元，同比变动-2%/+5%/+15%，销售毛利率稳定于 25%/25%/25%。

**桩工机械:** 我们预计公司 2023-2025 年桩工机械收入分别为 21/21/24 亿元, 同比变动-30%/0%/+10%, 销售毛利率随规模效应释放有所回升, 分别为 32%/32%/35%。

**路面机械:** 公司在路面机械板块的市占率稳定提升, 我们预计公司 2023-2025 年路面机械收入分别为 29.27/29.27/32.2 亿元, 同比变动-5%/0%/+10%, 销售毛利率随规模效应释放有所回升, 分别为 28%/28%/30%。

综上, 我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 762/826/984 亿元, 同比变动-6%/+8%/+19%, 归母净利润分别为 49/70/101 亿元, 同比增长 15%/42%/44%。

表1: 三一重工收入拆分表

三一重工 (单位: 亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
挖掘机	418	358	308	323	387
YoY	11%	-14%	-14%	5%	20%
毛利率	29%	28%	33%	34%	35%
混凝土机械	266.74	150.8	143.26	150.42	172.99
YoY	-1%	-43%	-5%	5%	15%
毛利率	25%	22%	22%	22%	22%
起重机械	218.59	126.7	124.17	130.37	149.93
YoY	13%	-42%	-2%	5%	15%
毛利率	20%	16%	25%	25%	25%
桩工机械	51.66	30.65	21.46	21.46	23.6
YoY	-24%	-41%	-30%	0%	10%
毛利率	41%	36%	32%	32%	35%
路面机械	27.06	30.81	29.27	29.27	32.2
YoY	-4%	14%	-5%	0%	10%
毛利率	29%	22%	28%	28%	30%
其他业务	33.13	19.17	18.02	18.02	18.02
YoY	3%	-42%	-6%	0%	0%
毛利率	35%	25%	50%	25%	25%
营业收入	1068.73	808.22	761.96	826.19	984.09
YOY	7%	-24%	-6%	8%	19%
归母净利润	120.33	42.73	49.12	69.92	100.61
YOY	-22%	-64%	15%	42%	44%
综合毛利率	26%	24%	28%	28%	29%
归母净利润率	11%	5%	6%	8%	10%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所测算

## 4.2. 投资建议

可比公司方面，我们选取同行业徐工机械、中联重科、浙江鼎力、恒立液压四家为可比公司。从产品竞争实力、海外品牌和渠道建设等方面看，三一重工为国内综合实力最强的工程机械龙头之一，看好周期底部回暖、海外竞争力兑现带来的业绩弹性，维持“买入”评级。

图44：可比公司估值（2023/12/26）

2023/12/26		货币	收盘价 (LC)	市值 (亿)	净利润 (亿元)					PE				
代码	公司				2021	2022	2023E	2024E	2025E					
000425.SZ	徐工机械	CNY	5.19	613	56	43.1	58.1	75.0	100	11	14	11	8	6
601100.SH	恒立液压	CNY	49.77	667	27	23.4	23.9	27.3	39	25	28	28	24	17
000157.SZ	中联重科	CNY	6.54	524	63	23.1	35.1	45.0	57	8	23	15	12	9
603338.SH	浙江鼎力	CNY	50.28	255	9	12.6	17.0	18.3	22	29	20	15	14	11
行业平均				515	39	26	34	41	54	18	21	15	12	9
600031.SH	三一重工	CNY	13.24	1,124	120	42.7	49.1	69.9	101	9	26	23	16	11

数据来源：Wind，东吴证券研究所（以上盈利预测均来自于东吴证券研究所）

## 5. 风险提示

**宏观经济波动风险。**工程机械行业与基建和建筑业投资等密切相关，若宏观政策和固定资产投资增速波动，或将对行业内公司下游客户需求和销售产生不利影响。

**行业周期波动风险。**工程机械行业具有较强的周期性，若国内宏观经济大幅波动，将对工程机械行业发展产生不利影响。

**海外市场拓展不及预期。**2023 年工程机械主要企业出口收入占比达 30%-60%，若行业内公司未来在海外市占率提升进度较慢，整体收入增长会受到影响。

**国际贸易摩擦风险。**未来如地缘政治与贸易摩擦风险进一步提升，中国工程机械产品海外销售或受到限制。

**原材料及成本上升风险。**若未来钢材等原材料价格及海运费大幅上涨，导致成本上升，将对行业内公司盈利能力产生不利影响。此外，随着工程机械主要企业国际化发展步伐加快，产品海外市场销售规模逐年提升，汇率对公司业绩也具有一定影响。

## 三一重工三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>105,762</b>	<b>82,160</b>	<b>105,649</b>	<b>108,754</b>	<b>营业总收入</b>	<b>80,822</b>	<b>76,196</b>	<b>82,619</b>	<b>98,409</b>
货币资金及交易性金融资产	36,159	34,179	32,384	51,340	营业成本(含金融类)	61,178	54,546	59,272	69,454
经营性应收款项	26,946	18,348	27,846	21,692	税金及附加	368	381	413	492
存货	19,738	9,112	22,238	14,498	销售费用	6,302	6,477	6,610	7,381
合同资产	59	37	41	48	管理费用	2,639	2,743	2,479	2,755
其他流动资产	22,859	20,484	23,141	21,176	研发费用	6,923	6,477	6,196	7,381
<b>非流动资产</b>	<b>52,993</b>	<b>54,022</b>	<b>55,553</b>	<b>56,628</b>	<b>财务费用</b>	<b>(294)</b>	<b>(152)</b>	<b>83</b>	<b>98</b>
长期股权投资	2,239	2,239	2,239	2,239	加:其他收益	1,117	381	661	787
固定资产及使用权资产	20,080	22,835	24,630	25,755	投资净收益	746	8	744	787
在建工程	3,971	1,985	1,493	1,246	公允价值变动	(250)	0	0	0
无形资产	4,438	4,698	4,926	5,122	减值损失	(665)	(537)	(789)	(625)
商誉	48	48	48	48	资产处置收益	93	20	22	10
长期待摊费用	73	73	73	73	<b>营业利润</b>	<b>4,747</b>	<b>5,597</b>	<b>8,205</b>	<b>11,806</b>
其他非流动资产	22,145	22,145	22,145	22,145	营业外净收支	85	0	24	35
<b>资产总计</b>	<b>158,755</b>	<b>136,182</b>	<b>161,202</b>	<b>165,382</b>	<b>利润总额</b>	<b>4,832</b>	<b>5,597</b>	<b>8,229</b>	<b>11,841</b>
<b>流动负债</b>	<b>67,630</b>	<b>48,658</b>	<b>66,507</b>	<b>60,369</b>	减:所得税	428	560	1,059	1,523
短期借款及一年内到期的非流动负债	6,632	6,682	6,732	6,782	<b>净利润</b>	<b>4,405</b>	<b>5,037</b>	<b>7,170</b>	<b>10,318</b>
经营性应付款项	28,908	16,013	32,799	24,398	减:少数股东损益	132	125	178	256
合同负债	1,897	1,429	1,552	1,819	<b>归属母公司净利润</b>	<b>4,273</b>	<b>4,912</b>	<b>6,992</b>	<b>10,061</b>
其他流动负债	30,194	24,534	25,424	27,370					
非流动负债	25,116	25,126	25,126	25,126	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.50	0.58	0.82	1.19
长期借款	21,625	21,635	21,635	21,635	EBIT	3,869	6,490	9,100	12,358
应付债券	0	0	0	0	EBITDA	6,442	9,045	11,859	15,308
租赁负债	308	308	308	308					
其他非流动负债	3,183	3,183	3,183	3,183					
<b>负债合计</b>	<b>92,746</b>	<b>73,783</b>	<b>91,633</b>	<b>85,495</b>	毛利率(%)	24.02	28.41	28.26	29.42
归属母公司股东权益	64,966	61,230	68,222	78,284	归母净利率(%)	5.34	6.45	8.46	10.22
少数股东权益	1,043	1,168	1,346	1,603					
<b>所有者权益合计</b>	<b>66,009</b>	<b>62,399</b>	<b>69,569</b>	<b>79,887</b>	收入增长率(%)	(24.38)	(5.72)	8.43	19.11
<b>负债和股东权益</b>	<b>158,755</b>	<b>136,182</b>	<b>161,202</b>	<b>165,382</b>	归母净利润增长率(%)	(64.49)	14.96	42.35	43.90

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	4,099	11,382	2,876	23,319	每股净资产(元)	7.65	7.22	8.04	9.23
投资活动现金流	(1,838)	(3,557)	(3,500)	(3,192)	最新发行在外股份 (百万股)	8,486	8,486	8,486	8,486
筹资活动现金流	4,826	(1,158)	(1,170)	(1,172)	ROIC(%)	3.97	6.29	8.38	10.41
现金净增加额	7,002	6,666	(1,794)	18,955	ROE-摊薄(%)	6.58	8.02	10.25	12.85
折旧和摊销	2,572	2,555	2,759	2,949	资产负债率(%)	58.42	54.18	56.84	51.70
资本开支	(5,538)	(3,564)	(4,244)	(3,980)	P/E (现价&最新股本摊薄)	26.23	22.82	16.03	11.14
营运资本变动	(2,205)	2,062	(8,273)	9,037	P/B (现价)	1.73	1.83	1.64	1.43

数据来源:Wind,东吴证券研究所, 全文如无特殊注明, 相关数据的货币单位均为人民币, 预测均为东吴证券研究所预测。

### 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

### 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A股市场基准为沪深300指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普500指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证50指数),具体如下:

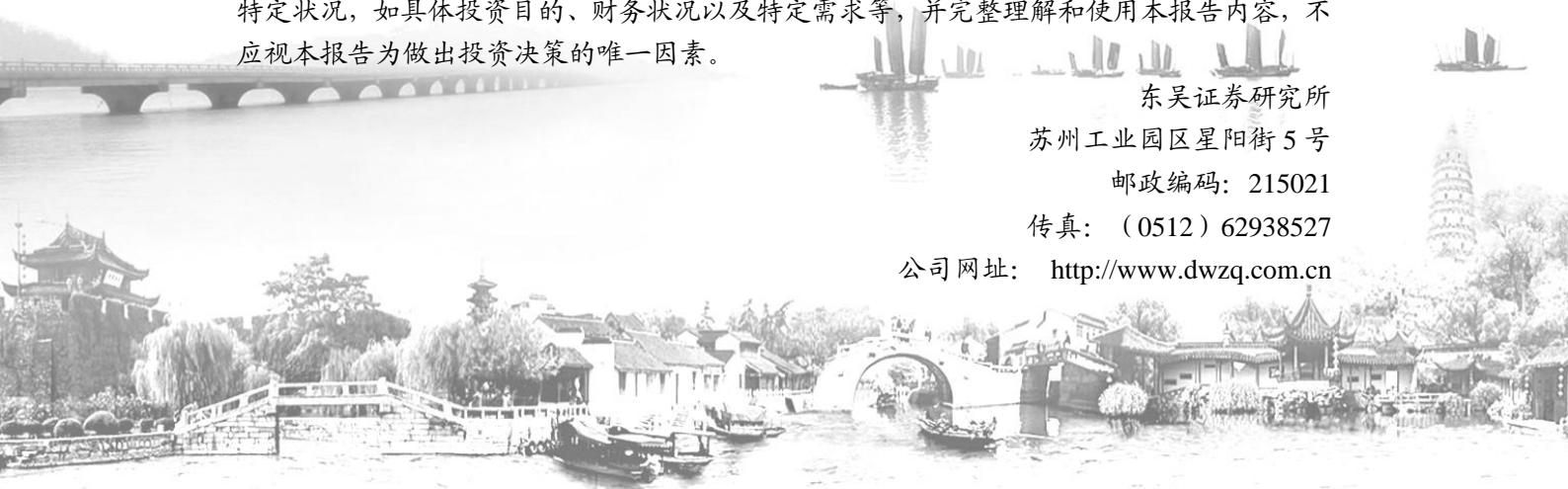
#### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上;
- 增持: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间;
- 中性: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间;
- 减持: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

#### 行业投资评级:

- 增持: 预期未来6个月内,行业指数相对强于基准5%以上;
- 中性: 预期未来6个月内,行业指数相对基准-5%与5%;
- 减持: 预期未来6个月内,行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

 东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>