

24Q1 归母净利润同比+4.2%，盈利能力提升

投资要点

- 事件:** 公司发布2023年年报和2024Q1业绩, 2023年实现营收740.2亿, 同比-8.4%; 归母净利润45.3亿, 同比+5.5%。单Q4营收17.9亿, 同比-17.6%; 归母净利润4.8亿, 同比-30.7%。2024Q1公司实现营收178.3亿, 同比-0.95%, 归母净利润15.8亿, 同比+4.2%。公司海外业务稳定增长, 盈利能力提升。
- 国内工程机械下滑周期影响, 挖掘机械、路面机械、桩工机械板块承压下滑。** 2023年, 公司挖掘机械实现营收276.4亿元, 同比-22.7%, 挖掘机收入下滑明显, 主要系国内工程机械周期下行影响; 路面机械实现营收24.9亿元, 同比-19.3%; 桩工机械实现营收20.9亿元, 同比-32.0%; 另外公司起重机械实现营收130.0亿元, 同比+2.6%; 混凝土机械实现营收153.2亿元, 同比+1.6%。
- 全球化战略持续推进, 全球主要市场实现高速增长, 海外市场盈利稳步提升。** 2023年公司海外业务实现营收435.6亿, 同比+19.1%, 占比达58.7%, 且受益于海外销售规模增大、产品结构改善, 海外市场毛利率同比提升4.6pp至30.9%, 高于国内的23.0%毛利率7.9pp, 拉动公司盈利能力提升; 截止2023年底, 公司海外产品销售已覆盖180多个国家与地区, 亚澳区域实现营收165.0亿元, 同比+11.1%; 欧洲区域实现营收162.5亿元, 同比+38.0%; 美洲区域实现营收75.8亿元, 同比+6.8%; 非洲区域实现营收29.2亿元, 同比+2.6%, 欧美已成为海外增长最快的区域; 另外根据海关统计数据, 公司挖掘机械、起重机械、混凝土机械产品海外出口均保持行业第一, 市场地位稳固。
- 产品结构优化、海外占比提升, 公司核心产品挖机、起重机盈利能力提升明显, 拉动公司毛利率、净利率提升。** 2023年公司综合毛利率为27.7%, 同比+3.7pp, 毛利率提升主要系公司海外销售占比提升、产品结构改善、原材料降价等影响, 挖机毛利率提升5.3pp至33.2%, 起重机械毛利率提升8.9pp至24.7%; 净利率为6.3%, 同比+0.8pp, 期间费用率为19.3%, 同比基本持平, 净利率提升幅度小主要系公司计提较多信用减值, 同比22年信用减值多6.1亿; 2024Q1公司综合毛利率为28.2%, 同比+0.5pp; 净利率为9.2%, 同比+0.4pp; 公司期间费用率为19.8%, 同比+1.1pp。
- 国内需求向上拐点渐近, 公司系工程机械行业龙头, 有望深度受益。** 国内工程机械主要以更新需求驱动, 设备8-10年更新周期, 以挖机为例, 2015年国内挖机销量5.6万台为上轮周期底部, 彼时行业挖机保有量约120万台; 2023年销量约9万台, 行业保有量约190-200万台, 预计24年行业更新需求下滑筑底; 另外考虑到“以旧换新”政策落地, 板块更新周期有望进入修复通道。公司系工程机械国内行业龙头, 公司市占率高, 挖掘机(约30%+)、履带起重机(约40%)、摊铺机(约30%+)国内市占率第一, 混凝土机械全球第一, 汽车起重机(30%+)、压路机、平地机市占率稳步提升, 龙头地位稳固, 后续随着国内行业呈现回暖势头, 公司业绩有望持续修复。
- 盈利预测与投资建议。** 国内工程机械行业更新需求有望触底向好, 公司系国内工程机械龙头, 有望形成较强业绩支撑。预计公司2024-2026年净利润为59.3、80.3、100.1亿元, 对应EPS为0.70、0.95、1.18元, 对应当前股价PE为23、17、14倍, 未来三年净利润复合增长率30%; 给予公司2024年28X目标PE, 对应目标价19.60元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示:** 宏观政策变动风险、海外市场发展不确定性风险、汇率波动风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	740.19	828.66	988.97	1167.73
增长率	-8.44%	11.95%	19.35%	18.08%
归属母公司净利润(亿元)	45.27	59.34	80.31	100.14
增长率	5.54%	31.07%	35.35%	24.68%
每股收益EPS(元)	0.53	0.70	0.95	1.18
净资产收益率ROE	6.66%	8.00%	9.91%	11.18%
PE	30	23	17	14
PB	2.01	1.83	1.68	1.52

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 邵桂龙
执业证号: S1250521050002
电话: 021-58351893
邮箱: tgl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	84.86
流通A股(亿股)	84.64
52周内股价区间(元)	12.7-17.75
总市值(亿元)	1,367.90
总资产(亿元)	1,545.69
每股净资产(元)	8.19

相关研究

目 录

1 三一重工：工程机械行业领军者，位居全球第一梯队.....	1
1.1 深耕行业 30 余年，成就工程机械行业龙头	1
1.2 新老业务及海外业务齐发力，公司盈利能力稳步增强	3
1.3 创始人实际控股，股权结构较为稳定	5
2 盈利预测与估值.....	6
2.1 盈利预测.....	6
2.2 相对估值.....	7
3 风险提示	7

图 目 录

图 1：三一重工为国内工程机械领军者，逐步成长为全球行业龙头.....	1
图 2：2023 年，挖机机械营收占比为 37.3%.....	3
图 3：2023 年，公司挖掘、起重、混凝土机械等业务毛利率提升.....	3
图 4：2023 年，三一重工实现营收 740.2 亿，同比-8.4%.....	4
图 5：2023 年，三一重工实现净利润 45.3 亿，同比+5.5%.....	4
图 6：2023 年，海外业务实现营收 435.6 亿元，同比+19.1%.....	4
图 7：2023 年，国内外业务毛利率均同比实现提升.....	4
图 8：2022 年以来，毛利率、净利率整体回升.....	5
图 9：2022 年以来，公司期间费用率小幅增长.....	5
图 10：三一重工实际控制人为创始人梁稳根先生，合计持股 19.4%.....	5

表 目 录

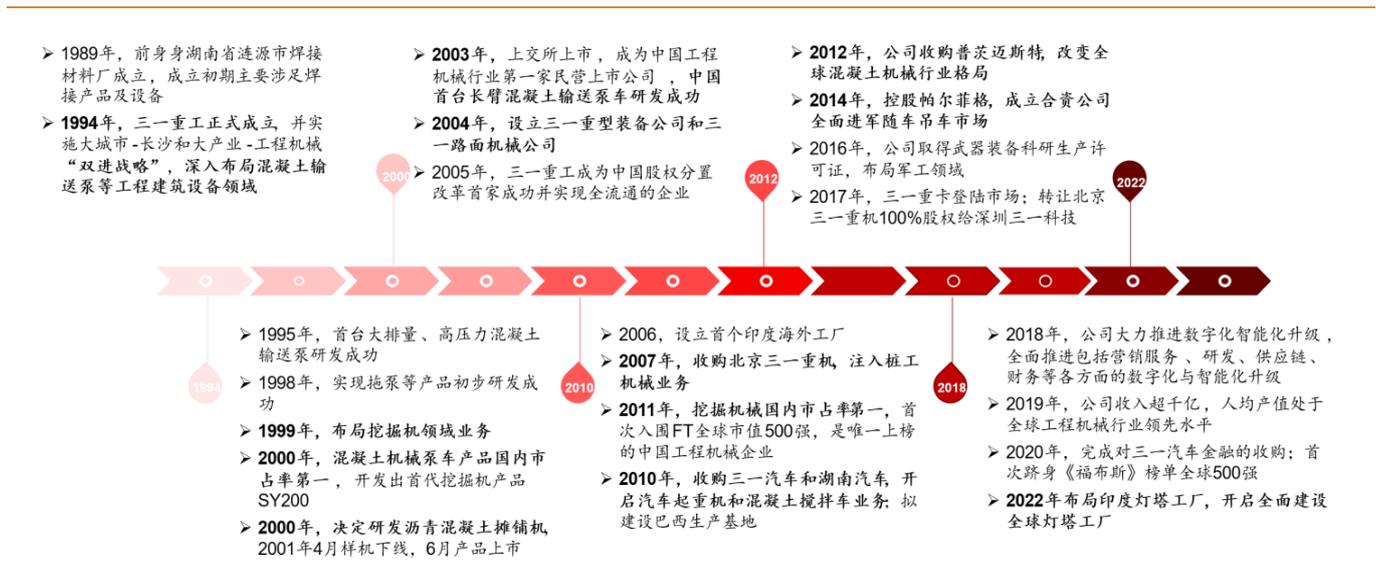
表 1：公司主营业务为挖掘机械、混凝土机械、起重机械、路面机械、桩工机械等五大板块.....	2
表 2：公司分业务收入及毛利率预测.....	6
表 3：可比公司估值（截至 2024 年 4 月 29 日）.....	7
附表：财务预测与估值.....	8

1 三一重工：工程机械行业领军者，位居全球第一梯队

1.1 深耕行业 30 余年，成就工程机械行业龙头

三一重工深耕工程机械行业三十余年，逐步成长为工程机械行业全球领军者。1989 年，三一重工前身湖南省涟源市焊接材料厂成立，成立初期主要涉足焊接产品及设备；1994 年，三一重工正式成立，并实施大城市-长沙和大产业-工程机械“双进战略”，深入布局混凝土输送泵等工程建筑设备领域，1998 年实现拖泵等产品初步自主研发成功；1999 年，开始布局挖掘机领域业务，2000 年开发出首代挖掘机产品 SY200；此后数十年间，集团通过新设、收购等方式不断扩大公司业务覆盖，推出混凝土泵车、挖掘机、压路机、等十几个系列的新产品，逐渐形成覆盖混凝土机械、路面机械、挖掘机械、桩工机械、起重机械、工业车辆等领域工程机械全产业布局，多个产品国内市占率第一。2012 年，深入开启国际化发展战略，整合国际品牌在技术、管理、国际市场、品牌等方面的优势，实现 1+1>2 的并购效果，2012 年跨国并购“全球混凝土机械第一品牌”德国普茨迈斯特（Putzmeister），2014 年持股“全球随车起重机械巨头”奥地利帕尔菲格（Palfinger）。2018 年至今，在数字化、电动化和国际化战略指引下，公司产品竞争力持续增强，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 1：三一重工为国内工程机械领军者，逐步成长为全球行业龙头



数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

产品线丰富，包括挖掘机械、混凝土机械、起重机械、路面机械与桩工机械等多系列产品。1) 挖掘机械：迷你挖、小挖、中挖、大挖、轮式挖掘机、装载机等机械设备。2) 混凝土机械：泵车、搅拌车、混凝土搅拌站、车载泵、电动车载泵、拖泵、砂浆泵、喷湿机、充填泵、布料杆、砂浆专用搅拌站、新能源搅拌车、干混砂浆搅拌站、砂浆/混凝土双用搅拌站等机械设备。3) 起重机械：汽车起重机、全地面起重机、桁架臂履带起重机、伸缩臂履带起重机、多功能履带起重机、平头塔式起重机、尖头塔式起重机、随车起重机等机械设备。4) 路面机械：摊铺机、压路机、平地机、铣刨机、沥青搅拌站等机械设备。5) 桩工机械：旋挖钻机、连续墙抓斗、双轮铣槽机、多功能旋挖钻机、非开挖产品等机械设备。6) 其他产品系列：①应急救援装备系列，包括压缩空气泡沫消防车、无人机、专勤类消防车、战勤

保障类消防车、举高喷射类消防车、登高平台消防车等；②自卸车系列，包括自卸车、新能源自卸车等。

表 1：公司主营业务为挖掘机械、混凝土机械、起重机械、路面机械、桩工机械等五大板块

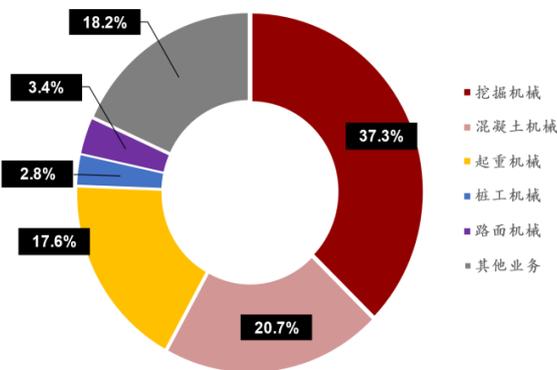
产品板块	主要产品类型		主要下游应用领域
挖掘机械	迷你挖、小挖、中挖、大挖、轮式挖掘机、装载机等		主要用于农田、水利、铁路、公路、建筑、房地产、采矿等行业
混凝土机械	泵车、搅拌车、混凝土搅拌站、车载泵、电动车载泵、拖泵、砂浆泵、喷湿机、充填泵、布料杆、砂浆专用搅拌站、新能源搅拌车、干混砂浆搅拌站、砂浆/混凝土双用搅拌站等		主要用于铁路、公路、地铁、水电站、冶金建筑工程等基础设施建设及房地产行业
起重机械	汽车起重机、全地面起重机、桁架臂履带起重机、伸缩臂履带起重机、多功能履带起重机、平头塔式起重机、尖头塔式起重机、随车起重机等		广泛应用于电力、钢铁、桥梁、造船、石化等行业。其中，小型汽车起重机多用于市政工程等散货业务，大型汽车起重机及履带起重机用于电力、钢铁、造船、石化等行业
路面机械	摊铺机、压路机、平地机、铣刨机、沥青搅拌站等		主要用于公路、城市道路的路面和飞机场道面等的施工
桩工机械	旋挖钻机、连续墙抓斗、双轮铣槽机、多功能旋挖钻机、非开挖产品等		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
其他产品系列	应急救援装备系列	压缩空气泡沫消防车、无人机、专勤类消防车、战勤保障类消防车、举高喷射类消防车、登高平台消防车等	公路、铁路、航空等抢险救灾或工程施工领域
	自卸车系列	自卸车、新能源自卸车等	矿山、码头、隧道、高速公路等存在运输卸货需求的场所
配件	各类切割环、灯具、滤芯、液压件、油品等易损和耗材		广泛用于各类工程机械设备产品

数据来源：公司官网，公司年报，西南证券整理

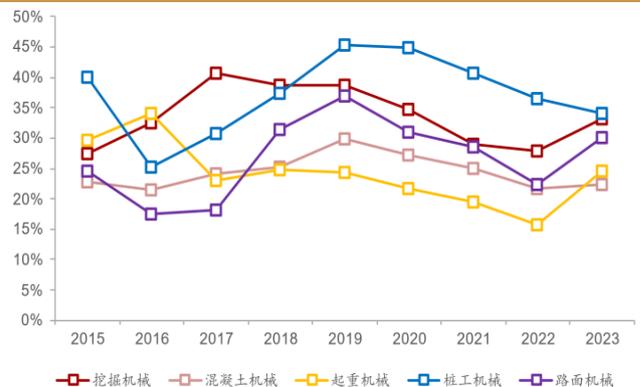
- 1) **挖掘机械板块受国内行业下行周期影响，营收承压下降。**该业务为公司核心业务，主要用于农田、水利、铁路、公路、建筑、房地产、采矿等行业；公司连续 13 年蝉联国内市场上销量冠军，超大型挖掘机市占率于 2022 年提升至第一。2015-2021 年公司该业务营收由 61.2 亿增长至 417.5 亿，2022-2023 年受国内挖掘机械需求下降营收，营收承压下滑，2022 年同比下降 14.4%，2023 年实现营收 276.4 亿，同比下降 22.7%，毛利率为 33.2%，同比提升 5.3 个百分点，占比为 37.3%，毛利率提升主要系于海外销售规模增大、部分产品价格提升、中大挖占比提升、产品结构改善等因素影响。
- 2) **混凝土机械板块营收企稳，毛利率略有提升。**该业务为公司传统优势业务，包括混凝土泵车、混凝土拖泵、混凝土搅拌运输车和混凝土搅拌站等产品，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，公司稳居全球第一品牌。受公司产品多元化等影响，业务占比由 2016 年的 40.8% 下降至 2022 年的 18.7%；2016-2020 年该业务营收不断增长，2021-2022 年受市场需求下降影响，该业务营收整体下滑明显。2023 年实现营收 153.2 亿元，同比增长 1.6%，毛利率为 22.3%，同比提升 0.6 个百分点，占比为 20.7%。
- 3) **起重机械板块产品竞争力不断提升，营收下滑后企稳回升。**该业务主要包括汽车起重机及履带起重机等，起重机械广泛应用于电力、钢铁、桥梁、造船、石化等行业，其中，小型汽车起重机多用于市政工程等散货业务，大型汽车起重机及履带起重机用于电力、钢铁、造船、石化等行业。2016年2021业务营收持续增长，行业地

位持续提升，2022 年受国内工程机械行业下滑周期影响，同比下降 42.0%，公司业绩降幅与行业降幅基本相同，且毛利率下降至 15.8%。2023 年，该业务实现营收 130.0 亿，同比增长 2.6%，毛利率为 24.7%，同比提升 8.9 个百分点，占比为 17.6%，行业地位稳固，海外增速超过 50%，带动公司该业务业绩企稳，且毛利率回升；另外 2023H1，公司汽车起重机市场份额持续提升至 32%，大型履带起重机市场份额持续提升，履带起重机整体市场份额超过 40%，稳居全国第一。

- 4) **路面机械板块主要包括路面机、摊铺机和、平地机和沥青搅拌设备等，2023 年营收同比下降 19.3%。**该板块下游应用主要以公路、城市道路的路面和飞机场道面等的施工为主，整体来看 2016-2020 年公司路面机械板块营收增长，2021 年受疫情等影响行业下游需求低迷，营收下滑，2022-2023 年营收先增后降，2023 年该业务实现营收 24.9 亿，同比减少 19.3%，毛利率为 30.0%，同比提升 7.7 个百分点，占比为 3.4%，其中，摊铺机市场份额突破 30%，居全国第一，压路机、铣刨机市场份额均大幅上升。
- 5) **近年来桩工机械板块营收呈现下降趋势。**公司的桩工机械板块设备主要以旋挖钻机为主，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。2016-2020 年该业务营收持续增长，但占比仍较小，基本在 3-4%之间。2021-2023 年该业务受整体需求下滑影响营收下滑，2023 年实现营收 20.9 亿元，同比下降 32.0%，毛利率为 34.1%，同比下降 2.4 个百分点，占比为 2.8%。

图 2：2023 年，挖机机械营收占比为 37.3%


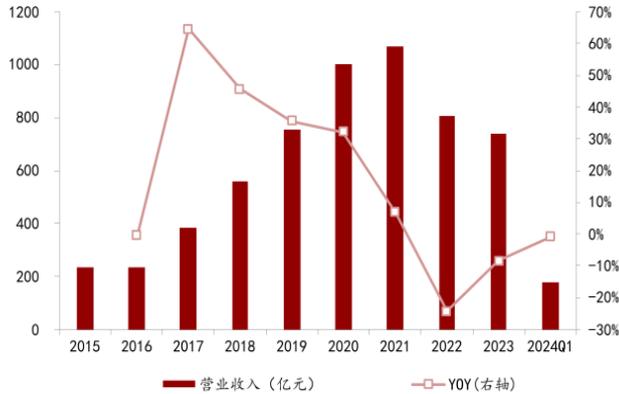
数据来源：Wind，西南证券整理

图 3：2023 年，公司挖掘、起重、混凝土机械等业务毛利率提升


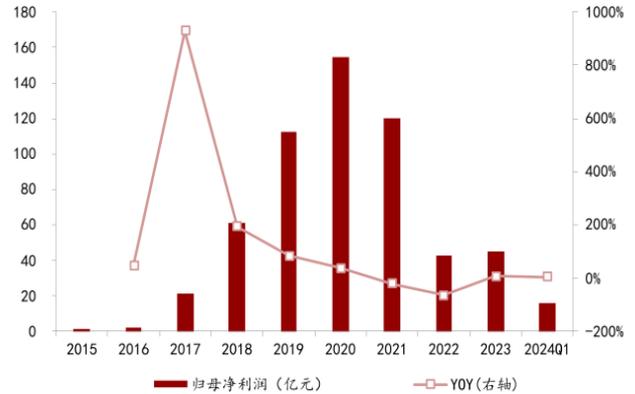
数据来源：Wind，西南证券整理

1.2 新老业务及海外业务齐发力，公司盈利能力稳步增强

受国内工程机械下滑周期影响营收有所下滑，净利润 2023 年实现回升。2016-2021 年，公司营收高速增长，CAGR 超 35%。2021H2 国内工程机械进入下滑周期，公司营收全年增速放缓，2021 年实现营收同比增长 6.8%。2022 年国内宏观经济增速放缓、工程有效开工率不足，市场需求大幅下降，工程机械市场进入下行调整期，公司营收同比下降 24.4%，归母净利润同比下降 64.5%。2023 年，公司实现营收 740.2 亿元，同比下降 8.4%，实现归母净利润 45.3 亿元，同比增长 5.5%，国内工程机械仍处于低迷期，但公司国际化战略进展顺利，国际市场保持增长，且国际业务毛利率较高，拉动公司整体毛利率、净利率提升。2024Q1 公司实现营收 178.3 亿元，同比微降 1.0%，实现归母净利润 15.8 亿元，同比增长 4.2%。

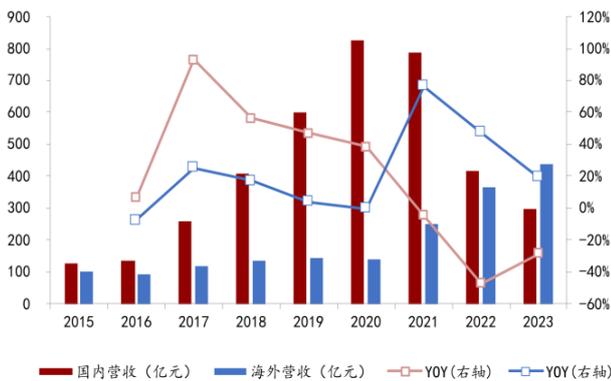
图 4：2023 年，三一重工实现营收 740.2 亿，同比-8.4%


数据来源：Wind, 西南证券整理

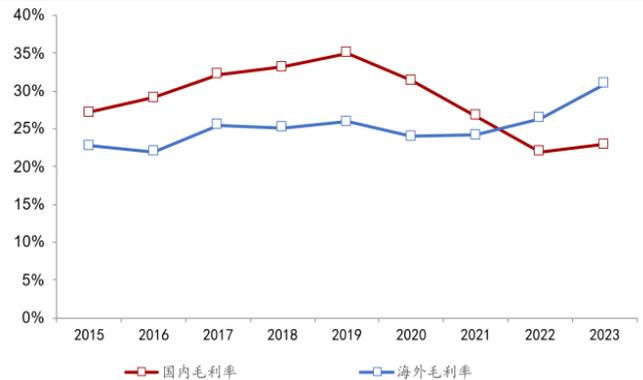
图 5：2023 年，三一重工实现净利润 45.3 亿，同比+5.5%


数据来源：Wind, 西南证券整理

国际业务营收增长、占比提升，拉动公司毛利率提升。2021-2023 年，国内业务营收受行业下行周期影响下滑，由 2020 年的 827.2 亿下滑至 2023 年的 296.6 亿，占比由 82.7% 下滑至 40.1%；海外业务受公司全球化拓展影响实现大幅增长，由 2020 年的 141.0 亿提升至 2023 年的 435.6 亿，占比由 14.1% 提升至 58.7%。2023 年公司国内外业务毛利率均实现增长，国内业务毛利率为 23.0%，同比提升 1.0 个百分点，海外业务毛利率为 30.9%，同比提升 4.6 个百分点，拉动公司盈利能力提升。

图 6：2023 年，海外业务实现营收 435.6 亿元，同比+19.1%


数据来源：Wind, 西南证券整理

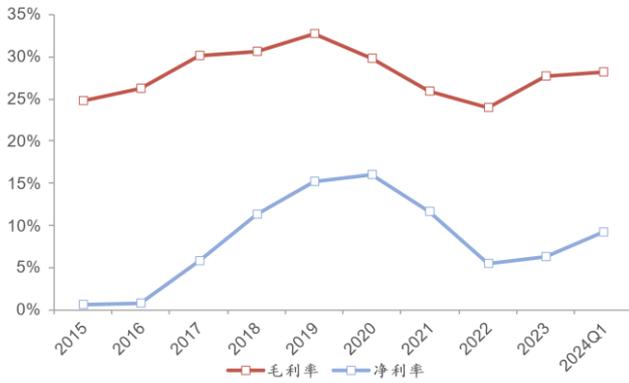
图 7：2023 年，国内外业务毛利率均同比实现提升


数据来源：Wind, 西南证券整理

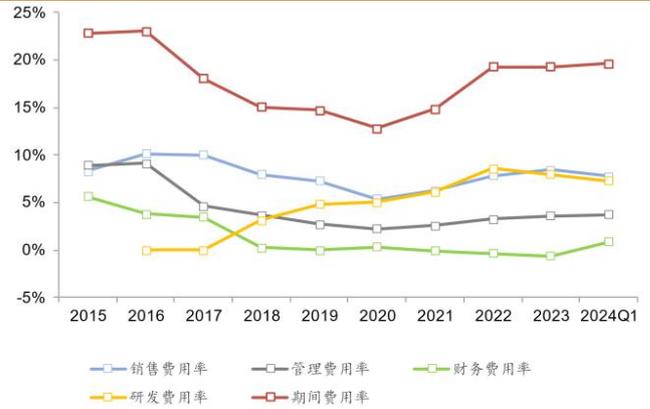
2022 年以来，公司毛利率、净利率同比回升。2015-2020 年后行业周期及公司加强降本增效措施等影响，公司毛利率、净利率回升，毛利率总体提升至 30% 左右，净利率从 2016 年的 0.7% 回升至 2020 年的 15.9%。2021-2022 年受行业下行周期影响，销售规模下降，管理、研发费用仍保持原来水平，毛利率下滑，且净利率下降幅度相对较大。2023 年公司综合毛利率为 27.7%，同比增加 3.7 个百分点，毛利率提升主要系公司海外销售占比提升、产品结构变化、原材料降价等影响；净利率为 6.3%，同比提升 0.8 个百分点，净利率提升较少主要系公司计提较多信用减值，同比 22 年信用减值多 6.1 亿；2024Q1 公司综合毛利率为 28.2%，同比增加 0.5 个百分点；净利率为 9.2%，同比增加 0.4 个百分点。

2022 年以来，公司期间费用率整体小幅增长。2015-2020 年，公司期间费用率整体呈现下降趋势，主要系营收快速增长且费用控制效果显现。2021-2022 年公司期间费用率提升明显，主要系 2021 年公司为拓展国际市场、提升竞争力投入较多销售费用、研发费用，2022 年市场

需求弱，公司业绩下跌，费用投入未进行同步调整。2023 年公司期间费用率为 19.3%，同比基本持平，2024Q1 公司期间费用率为 19.8%，同比+1.1 个百分点，销售、管理、研发和财务费用率分别为 7.7%、3.8%、7.3%、0.9%，分别同比+0.5、-0.3、-0.6、+1.4 个百分点。

图 8：2022 年以来，毛利率、净利率整体回升


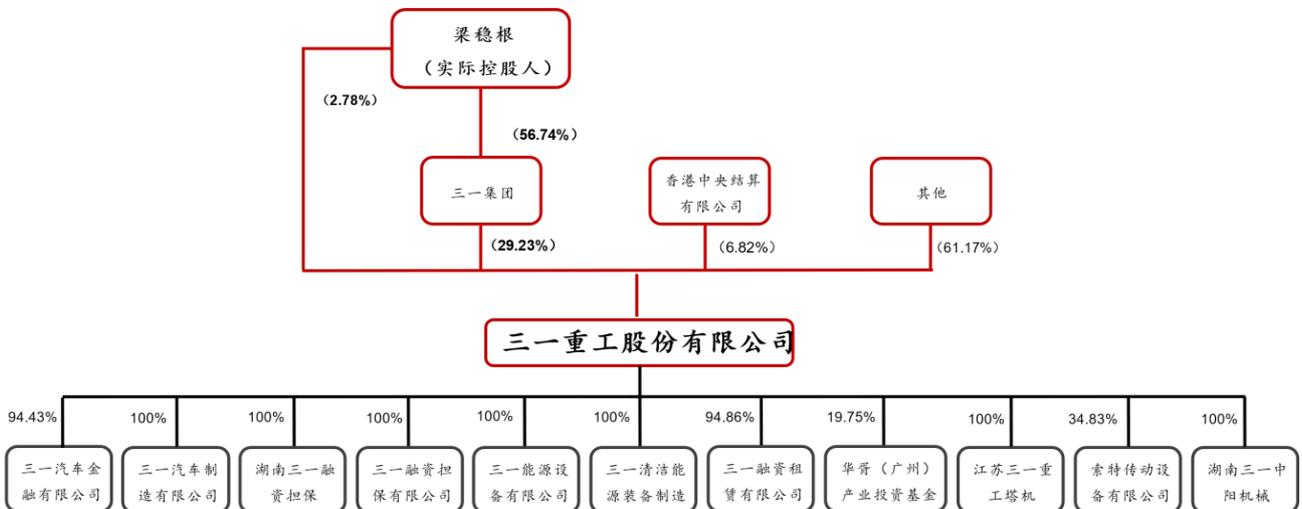
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 9：2022 年以来，公司期间费用率小幅增长


数据来源: Wind, 西南证券整理

1.3 创始人实际控制，股权结构较为稳定

公司创始人实际控制，股权结构较为稳定。公司实际控制人为创始人梁稳根先生，直接持股 2.78%，通过三一集团间接持股 16.59%，合计持股比例为 19.37%。公司高层均有工程机械相关背景，技术经验丰富：创始人梁稳根先生毕业于中南大学金属材料及热处理专业，曾任兵器工业部洪源机械厂体改办副主任、涟源特种焊接材料厂厂长；现任董事长向文波先生先后就读于湖南大学铸造专业、大连理工大学材料专业等，目前兼任国家制造强国建设战略咨询会专家委员等职务；副董事长、总裁俞宏福先生曾任阿特拉斯工程机械有限公司总经理，现兼任中国工程机械协会挖掘机分会副秘书长等职；三一集团董事长兼总裁、公司董事唐修国先生为本公司主要创始人之一，于机械行业拥有逾 30 年经验。

图 10：三一重工实际控制人为创始人梁稳根先生，合计持股 19.4%


数据来源: Wind, 西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

1) 挖掘机械：1) 国内：国内挖掘机与房地产、基建周期相关性较高，目前行业仍然处于下行筑底阶段，预计 2024 年国内行业有望筑底回升；2) 海外：目前挖掘机海外市场出口销量增速承压，但整体来看国内出口绝对量仍保持较高水平，出口占比持续提升。三一重工作为行业龙头，挖掘机产品国内市场上连续 13 年蝉联销量冠军，其全球市场份额持续提升，预计 2024-2026 年该业务板块收入同比+0.8%、+14%、+25%。目前公司海外出口占比提升，海外产品毛利率高，预计该板块毛利率稳中有升。

2) 混凝土机械：混凝土机械主要以混凝土泵车、搅拌运输车为主，与房地产、基建相关性较高。目前受房地产下行周期影响，国内混凝土机械销量大幅下滑，随着国内房地产、基建逐渐进入筑底期，混凝土机械行业整体有望实现回升。公司系混凝土机械稳居全球第一品牌，随着工程机械筑底回升周期和海外收入占比提升，预计 2024-2026 年该业务板块收入同比+17%、+29%、+10%。目前公司海外出口占比提升，海外产品毛利率高，预计该板块毛利率稳中有升。

3) 起重机械：起重机械主要包括工程起重机及建筑起重机，工程以汽车起重机为主，建筑以塔式起重机为主，工程起重机下游与风电、基建、房地产等多个行业相关，相比其他工程机械，起重机产品与地产周期的相关性相对较低。1) 国内：2022-2023 年受房地产行业下行影响，起重机行业销量下滑明显，后续有逐渐企稳回升。2) 国外：得益于国内产业链供应能力韧性及国产品牌在海外市场长期铺垫，目前我国起重机出口持续强劲。三一重工作为起重机龙头之一，汽车起重机市场份额快速提升，预计 2024-2026 年该业务板块收入同比增长+12%、+15%、+13%。目前公司海外出口占比提升，海外产品毛利率高，预计该板块毛利率稳中有升。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 2：公司分业务收入及毛利率预测

单位：亿元		2023A	2024E	2025E	2026E
挖掘机械	收入	276.36	278.53	317.34	396.98
	增速	-22.71%	0.79%	13.93%	25.10%
	毛利率	33.17%	34.00%	35.00%	35.00%
混凝土机械	收入	153.15	179.06	231.72	254.69
	增速	1.56%	16.92%	29.41%	9.91%
	毛利率	22.34%	23.00%	24.00%	25.00%
起重机械	收入	129.99	145.05	166.38	187.81
	增速	2.60%	11.59%	14.70%	12.88%
	毛利率	24.67%	25.00%	26.00%	26.00%
桩工机械	收入	20.85	22.94	29.82	38.76
	增速	-31.97%	10.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	34.05%	34.00%	34.00%	34.00%

单位：亿元		2023A	2024E	2025E	2026E
路面机械	收入	24.86	29.59	36.78	42.48
	增速	-19.33%	19.05%	24.28%	15.50%
	毛利率	30.00%	31.00%	32.00%	32.00%
其他业务	收入	134.99	173.49	206.94	247.01
	增速	20.84%	28.52%	19.28%	19.36%
	毛利率	28.39%	28.14%	28.72%	29.35%
合计	收入	740.19	828.66	988.97	1167.73
	增速	-8.42%	11.95%	19.35%	18.08%
	毛利率	28.48%	28.71%	29.45%	30.03%

数据来源：Wind, 西南证券

2.2 相对估值

我们选取和公司同属于工程机械领域的柳工、中联重科、恒立液压 3 家公司作为可比公司，3 家可比公司 2024-2026 年平均 PE 分别为 19、15、12 倍。预计公司 2024-2026 年净利润为 59.3、80.3、100.1 亿元，对应 EPS 为 0.70、0.95、1.18 元，对应当前股价 PE 为 23、17、14 倍，未来三年净利润复合增长率 30%；给予公司 2024 年 28X 目标 PE，对应目标价 19.6 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 3：可比公司估值（截至 2024 年 4 月 29 日）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
000528.SZ	柳工	10.40	0.44	0.65	0.90	1.16	23.38	15.99	11.60	8.99
000157.SZ	中联重科	8.50	0.43	0.53	0.68	0.84	19.77	16.00	12.51	10.16
601100.SH	恒立液压	51.36	1.86	2.07	2.48	2.86	27.61	24.78	20.72	17.96
可比公司平均值							23.59	18.92	14.94	12.37

数据来源：Wind, 西南证券整理

3 风险提示

1) 宏观政策变动风险。工程机械行业与基础设施建设和建筑业投资等密切相关，宏观政策和固定资产投资增速的变化，将对公司下游客户需求造成影响，进而影响公司产品销售。

2) 海外市场发展不确定性风险。公司国际化稳步发展，国际市场发展、国外经济增长仍存在不确定性，若市场竞争加剧或海外市场需求下滑，可能对公司销售规模和效益产生影响。

3) 汇率波动风险。公司存在一定数量的美元等外币业务，如果相关币种汇率波动，将对公司财务状况产生一定影响。

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	740.19	828.66	988.97	1167.73	净利润	46.06	2.00	82.11	102.32
营业成本	529.35	590.73	697.69	817.00	折旧与摊销	29.01	26.01	26.01	26.01
营业税金及附加	4.24	4.97	5.93	7.01	财务费用	-4.63	12.32	13.54	16.14
销售费用	62.18	68.78	80.11	94.59	资产减值损失	-0.84	-0.77	-0.84	-0.82
管理费用	26.51	93.64	109.78	128.45	经营营运资本变动	-83.44	-18.56	-28.60	-26.74
财务费用	-4.63	12.32	13.54	16.14	其他	70.92	65.37	-8.53	-8.12
资产减值损失	-0.84	-0.77	-0.84	-0.82	经营活动现金流净额	57.08	86.37	83.69	108.79
投资收益	-1.77	10.00	10.00	10.00	资本支出	-19.31	-20.00	-15.00	-15.00
公允价值变动损益	0.21	-0.64	-0.67	-0.51	其他	-7.63	129.40	9.33	9.49
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-26.94	109.40	-5.67	-5.51
营业利润	53.43	68.36	92.09	114.84	短期借款	-4.24	-1.16	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.26	0.23	0.17	0.12	长期借款	19.31	10.00	10.00	10.00
利润总额	53.17	68.59	92.26	114.96	股权融资	-1.32	0.00	0.00	0.00
所得税	7.10	7.89	10.15	12.65	支付股利	-13.89	-9.05	-11.87	-16.06
净利润	46.06	60.70	82.11	102.32	其他	-75.15	-15.29	-13.54	-16.14
少数股东损益	0.79	1.36	1.80	2.18	筹资活动现金流净额	-75.30	-15.51	-15.41	-22.21
归属母公司股东净利润	45.27	59.34	80.31	100.14	现金流量净额	-45.54	180.27	62.62	81.07
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	180.72	360.99	423.61	504.68	成长能力				
应收和预付款项	282.33	290.03	359.99	423.61	销售收入增长率	-8.44%	11.95%	19.35%	18.08%
存货	197.68	218.47	258.54	303.39	营业利润增长率	12.55%	27.94%	34.72%	24.71%
其他流动资产	315.60	198.35	215.73	235.12	净利润增长率	4.58%	31.79%	35.27%	24.61%
长期股权投资	24.01	24.01	24.01	24.01	EBITDA 增长率	13.43%	37.11%	23.39%	19.26%
投资性房地产	1.39	1.39	1.39	1.39	获利能力				
固定资产和在建工程	248.17	250.20	247.23	244.25	毛利率	28.48%	28.71%	29.45%	30.03%
无形资产和开发支出	51.70	43.85	35.99	28.14	三费率	11.36%	21.09%	20.57%	20.48%
其他非流动资产	210.41	210.22	210.04	209.86	净利率	6.22%	7.33%	8.30%	8.76%
资产总计	1512.02	1597.51	1776.53	1974.45	ROE	6.66%	8.00%	9.91%	11.18%
短期借款	41.16	40.00	40.00	40.00	ROA	3.05%	3.80%	4.62%	5.18%
应付和预收款项	267.73	297.48	357.28	415.46	ROIC	11.77%	16.97%	21.33%	24.58%
长期借款	235.56	245.56	255.56	265.56	EBITDA/销售收入	10.51%	12.87%	13.31%	13.44%
其他负债	275.85	255.85	294.83	338.31	营运能力				
负债合计	820.29	838.89	947.67	1059.33	总资产周转率	0.48	0.53	0.59	0.62
股本	84.86	84.86	84.86	84.86	固定资产周转率	3.44	3.67	4.76	6.16
资本公积	52.50	52.50	52.50	52.50	应收账款周转率	2.86	3.30	3.40	3.35
留存收益	560.44	610.72	679.17	763.25	存货周转率	2.65	2.82	2.90	2.89
归属母公司股东权益	680.40	745.92	814.37	898.45	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.75%	—	—	—
少数股东权益	11.33	12.69	14.49	16.67	资本结构				
股东权益合计	691.73	758.62	828.86	915.12	资产负债率	54.25%	52.51%	53.34%	53.65%
负债和股东权益合计	1512.02	1597.51	1776.53	1974.45	带息债务/总负债	33.73%	34.04%	31.19%	28.84%
					流动比率	1.79	1.93	1.93	1.95
					速动比率	1.43	1.54	1.53	1.54
					股利支付率	30.68%	15.26%	14.78%	16.04%
					每股指标				
					每股收益	0.53	0.70	0.95	1.18
					每股净资产	8.02	8.79	9.60	10.59
					每股经营现金	0.67	1.02	0.99	1.28
					每股股利	0.16	0.11	0.14	0.19
业绩和估值指标									
	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	77.81	106.69	131.64	157.00					
PE	30.21	23.05	17.03	13.66					
PB	2.01	1.83	1.68	1.52					
PS	1.85	1.65	1.38	1.17					
EV/EBITDA	14.92	9.10	6.98	5.40					
股息率	1.02%	0.66%	0.87%	1.17%					

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
