

2024 年 05 月 16 日

工程机械 II

SDIC

行业分析

证券研究报告

行业筑底，业绩弹性兑现 α 逻辑——工程机械 2023 年报&2024 年一季报总结

投资评级 **同步大市-A**
维持评级

我们选取三一重工、中联重科、徐工机械、柳工、恒立液压、浙江鼎力、诺力股份、安徽合力、杭叉集团等 15 家公司作为 A 股工程机械行业工程机械板块的研究样本。

工程机械 2023 年报和 2024 年一季报经营总结：从统计样本表现数据来看，①市场表现强于大势：业绩弹性始终是核心催化剂，年初以来板块涨幅约 28%，同期沪深 300 涨幅 8.3%，内需向好接力出口，系 β 层面催化剂；②出口带动收入增长：2023 年/2024 年 Q1，板块收入 3223.24、819.98 亿元，同比+1.27%、+3.24%，其中 2023 年板块海外销售增速 31.19%，占比 44.59%；③利润弹性稳步释放：2023 年/2024 年 Q1，板块归母净利润 222.68、64.95 亿元，同比+27.52%、+9.62%，行业下行阶段，降本和结构优化促进了业绩增长弹性；④短期费用压力仍在：2023 年/2024 年 Q1，板块期间费用率 16.87%、15.74%，同比+0.78pct、+0.35pct，销售、管理费用率增长；⑤经营质量向好：经营性现金流显著好转，2023 年实现 222.16 亿，同比+67.2%，净现比达到 0.97，企业端严控经营风险成果显著。

后市展望： β 窄幅波动，行业或将仍以结构性 α 为主线。

内需方面：2024 年 3-4 月，挖机内销同比回正，分别为 9.3%/13.3%，系行业结构性需求变化，万亿国债下达催生小挖需求，而考虑到同期整体开工水平暂未同比回正（小松挖机中国区开工时长），中大挖及起重机内销仍相对承压，我们认为国内周期仍处于筑底阶段。未来新增国债持续落地可能支撑终端项目规模增长，叠加更新政策推动，中长期周期复苏主要驱动力或将以更新需求为主，而新一轮施工周期开启，挖机先行，优先关注挖机业务占比较高的企业。

出口方面：增长驱动力正逐步由 β 切换为 α 。2021-2024 年 Q1，中国工程机械出口金额增速分别为 62.27%、30.2%、9.59%、2.6%，海外疫后供需紧张情况已有缓解，多元化市场需求波动相对较小，出口降速回归稳增长状态。我们认为，出口增长驱动力逐步由 β 向 α 切换，长期来看出口增速的快慢是 α 能力（产品、渠道、服务能力）的体现。

投资建议：工程机械板块处于基本面筑底阶段，短期建议关注业绩弹性释放的 α 属性，得益于出口增长弹性、国改兑现盈利改

首选股票	目标价（元）	评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.9	12.7	28.8
绝对收益	3.1	20.4	19.5

郭倩倩 分析师

SAC 执业证书编号：S1450521120004

guoqq@essence.com.cn

高杨洋 分析师

SAC 执业证书编号：S1450523030001

gaoyy3@essence.com.cn

相关报告

工程机械设备更新政策落地，打开未来景气弹性空间	2024-04-16
2024 年工程机械专题策略：行业预期窄幅波动，关注利润弹性释放	2024-02-02
10 月挖机销量好于预期，整体仍处在承压阶段——2023 年 10 月挖机点评	2023-11-09
8 月挖机销量好于预期，内销降幅收窄——2023 年 8 月挖机点评	2023-09-08
我们如何看待中国工程机械出口的现在与未来？——工程机械出口链专题	2023-08-29

善等因素；从周期复苏角度来看，整机厂及核心零部件环节均有望受益，而其中新品类扩张、出海能力强的龙头企业更具备中长期配置价值。

(1) 整机厂环节建议关注①出海弹性较强的【中联重科】【山推股份】；②国企改革属性的【徐工机械】【柳工】；③挖机敞口大有望受益新一轮开工复苏的【三一重工】。

(2) 零部件环节建议关注【恒立液压】【唯万密封】【艾迪精密】【长龄液压】等。

(3) 高空作业平台、叉车有望更受益于发达市场景气度韧性，国际化、锂电化逻辑持续兑现凸显公司强 α 属性，盈利水平有望维持较好水平。建议关注【浙江鼎力】【安徽合力】【杭叉集团】。

目 风险提示：基建投资不及预期；政策落地不及预期；市场竞争加剧导致盈利能力下滑；海外市场拓展受阻导致出口不及预期；海外贸易摩擦/贸易保护或阻碍中国品牌出海发展；统计样本只能一定程度反映板块全貌，可能失真。

目 录

1. 工程机械：行业虽处于筑底期，业绩弹性持续释放	4
1.1. 市场表现：2023 年以来业绩成为股价重要催化剂，出口、内需催化轮动	4
1.2. 成长性：出口贡献收入增长，利润弹性强于收入	5
1.3. 盈利性：毛利率带动盈利能力回升，净利率存在季度间波动	8
1.4. 费用控制：周期底部销售、管理的费用刚性相对突出	9
1.5. 经营质量：龙头公司严控风险，经营质量维持高水准	11
2. 后市展望： β 窄幅波动，行业或将仍以结构性 α 为主线	11
2.1. 内需：结构性需求变化明显，复苏拐点仍需跟踪开工表现	11
2.2. 出口：工程机械出海的主导驱动力正由 β 向 α 转移	14
2.3. 业绩弹性的释放有三大驱动因素	16
3. 投资建议	17
4. 风险提示	17

目 录

图 1. 2023Q1 至今工程机械 II（中信）指数走势	4
图 2. 2023 年-2024 年 Q1 工程机械整体毛利率变化	8
图 3. 2023 年-2024 年 Q1 工程机械整体净利率变化	8
图 4. 2024 年 3-4 月挖机行业内销增速回正	12
图 5. 2024 年一季度起重机内销仍在筑底	12
图 6. 2021-2024M4 小松挖机中国区开工时长（小时）	13
图 7. 未来内需复苏主要驱动力预计为更新需求，内需增长弹性可能小于上一轮	13
图 8. 2024 年以来挖机出口降幅逐步收窄	15
图 9. 起重机出口增速趋势放缓	15
图 10. 2020-2024 年 Q1 工程机械行业出口额及增速	15
图 11. 工程机械整机厂毛利率对比	16
图 12. 工程机械整机厂净利率对比	16
表 1: 主要工程机械公司 2023 年 Q1-2024 年 Q1 涨跌幅及基金持仓比例变化	5
表 2: 工程机械板块跟踪公司 2023 年业绩表现	6
表 3: 2023 年工程机械板块海内外收入表现拆分	6
表 4: 工程机械板块跟踪公司 2024 年第一季度业绩表现	7
表 5: 单季度收入：2023 年 Q1-2024 年 Q1 工程机械板块收入及增速比较	7
表 6: 单季度归母净利润：2023 年 Q3-2024 年 Q1 工程机械板块归母净利润及增速比较	8
表 7: 2022 年&2023 年工程机械板块毛利率、净利率情况	9
表 8: 2024 年 Q1 工程机械板块毛利率、净利率情况	9
表 9: 2022 年&2023 年工程机械板块期间费用表现情况	10
表 10: 2023 年 Q1&2024 年 Q1 工程机械板块期间费用表现情况	10
表 11: 2018 年-2023 年工程机械板块经营性净现金流和净现比情况	11
表 12: 2023-2024 年一季度挖机内销分吨位表现	12
表 13: 工程机械各品类历年实际需求及 2022 年保有量规模（单位：台）	14
表 14: 2021-2024 年 Q1 中国工程机械分品类出口增速表现	15
表 15: 2021-2024 年 Q1 中国工程机械出口分区域增速表现	16
表 16: 工程机械板块重点公司盈利预测	17

1. 工程机械：行业虽处于筑底期，业绩弹性持续释放

我们选取三一重工、中联重科、徐工机械、柳工、山推股份、山河智能、厦工股份、建设机械、恒立液压、艾迪精密、长龄液压、浙江鼎力、诺力股份、安徽合力、杭叉集团 15 家公司作为 A 股机械行业工程机械板块的研究样本。

1.1. 市场表现：2023 年以来业绩成为股价重要催化剂，出口、内需催化轮动

我们以工程机械 II（中信）指数为参考，回顾 2023 年以来的工程机械板块股价走势，2023 年 1-3 月，工程机械板块涨幅于 3 月初达到最高 21%，显著超于沪深 300 指数，系年初开工率上行，叠加出口增长催化；2023 年 6-7 月，工程机械板块涨幅约 15.9%，同期沪深 300 涨幅 5.5%，系二季度业绩表现较好催化；2023 年下半年以来，出口下行趋势给整机厂业绩、股价都带来一定压力。自 2024 年初至 5 月 10 日，工程机械板块涨幅约 28%，同期沪深 300 涨幅 8.3%，一方面系行业下行筑底阶段，公司端表现出较好业绩增长弹性 α ；另一方面，行业挖机内销于 3-4 月转正，超 CME 预期， β 表现向好，催化接力。

图1. 2023Q1 至今工程机械 II（中信）指数走势



资料来源：Wind，国投证券研究中心

工程机械整机厂表现出更强的股价弹性，2024 年一季度获基金加仓。从 2023 年 Q3-2024 年 Q1 公司涨跌幅来看，综合整机厂股价表现强于零部件，而高机、叉车专业制造商股价虽也有较好表现，但弹性相比综合整机厂稍弱。从基金持仓比例来看，2024 年 Q1（披露重仓持股，对比相同口径的 2023 年 Q3），综合整机厂获得基金加仓比例最高，其中增幅靠前的是柳工（+7.1pct）、山推股份（+1.5pct）、三一重工（+1.3pct）、中联重科（+1.1pct）。

表1：主要工程机械公司 2023 年 Q1-2024 年 Q1 涨跌幅及基金持仓比例变化

细分赛道	证券代码	证券简称	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	基金持股比例				
			涨跌幅	涨跌幅	涨跌幅	涨跌幅	涨跌幅	23Q1	23H1	23Q3	23 年	24Q1
综合整机厂	600031.SH	三一重工	8%	-2%	-4%	-13%	6%	3.1%	7.2%	3.8%	7.1%	5.1%
	000157.SZ	中联重科	14%	9%	6%	-5%	26%	0.1%	2.5%	0.3%	4.5%	1.3%
	000425.SZ	徐工机械	37%	0%	-6%	-14%	16%	6.9%	17.7%	4.9%	9.5%	4.3%
	000528.SZ	柳工	15%	18%	-9%	-6%	24%	0.3%	12.3%	3.3%	16.5%	10.4%
	000680.SZ	山推股份	13%	23%	-15%	3%	67%	0.0%	13.0%	7.9%	10.3%	9.4%
	002097.SZ	山河智能	10%	3%	-9%	1%	39%	0.0%	0.8%	0.0%	1.2%	0.3%
	600815.SH	厦工股份	2%	-1%	-1%	1%	-13%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
600984.SH	建设机械	11%	-25%	1%	-18%	-14%	1.7%	3.5%	0.0%	3.7%	0.0%	
液压零部件	601100.SH	恒立液压	5%	-2%	-1%	-14%	-8%	4.5%	6.6%	3.2%	6.3%	1.8%
	603638.SH	艾迪精密	21%	14%	-14%	-8%	-2%	0.1%	1.6%	0.2%	1.4%	0.0%
	605389.SH	长龄液压	13%	1%	-7%	0%	-20%	7.9%	1.7%	1.4%	3.1%	0.9%
高空作业平台	603338.SH	浙江鼎力	15%	2%	-5%	-3%	12%	8.1%	14.2%	7.3%	16.0%	7.6%
叉车	600761.SH	安徽合力	37%	13%	-1%	-8%	9%	6.6%	14.3%	6.7%	16.9%	7.0%
	603298.SH	杭叉集团	17%	22%	9%	-3%	10%	3.0%	8.7%	6.7%	12.3%	5.9%
	603611.SH	诺力股份	28%	30%	-21%	-9%	1%	1.3%	17.6%	4.3%	9.2%	3.5%

资料来源：wind，国投证券研究中心

1.2. 成长性：出口贡献收入增长，利润弹性强于收入

从统计样本表观数据来看，2023 年/2024 年 Q1，工程机械板块实现营业收入 3223.24、819.98 亿元，同比+1.27%、+3.24%，归母净利润 222.68、64.95 亿元，同比+27.52%、+9.62%。2023 年，在行业下行筑底阶段，收入、利润表现双双实现正增，2024 年一季度延续了增长表现。**收入端来看：**出口增长基本熨平国内周期下行波动，2023 年，工程机械板块海外收入增长 31.19%，内销及其他收入下滑 14.44%。**利润端来看：**得益于成本下行、市场结构优化、人民币贬值等因素，利润弹性好于收入弹性。

从细分板块表现来看：

①**综合整机厂收入相对分化，周期底部 α 属性更易凸显。**从收入端来看，五大工程机械整机厂三一重工、中联重科、徐工机械、柳工、山推股份，2023 年收入增速分别为-8.42%、13.08%、-1.03%、3.92%、5.43%，2024 年 Q1 收入增速分别为-0.93%、12.93%、1.52%、1.88%、29.39%，中联重科保持了 2 位数收入增长，出口持续拓展，叠加新产品放量，表现相对突出；从利润端来看，三一重工、中联重科、徐工机械、柳工、山推股份 2023 年利润增速分别为 5.94%、52.04%、23.66%、44.91%、21.04%，2024 年 Q1 利润增速分别为 5.96%、13.06%、5.06%、58.03%、22.81%，柳工利润弹性最为突出，系国企改革降本贡献显著；若看扣非后利润增速，同为国改逻辑的徐工、以及结构持续优化的中联经营性业绩弹性同样不俗。

②**液压零部件企业凭借多元化布局，整体波动较小。**以恒立液压为代表，2023 年/2024 年 Q1，营收增速+9.61%、-2.7%，归母净利润增速+6.66%、-3.77%，挖机业务板块虽然承压，但多元化产品布局一定程度上熨平周期波动，挖机泵阀市占率稳步提升，非挖泵阀领域持续拓展，收入、利润表现相对平稳，波动有限。

③**高机和叉车专业制造商收入稳健，业绩弹性突出。**高机、叉车国内需求呈现更显著的结构趋势（高机臂式需求较好，叉车锂电替代趋势延续），出口方面，两者国产品牌均拥有相对显著的锂电产品差异化优势，是一众工业品出口中 α 相对突出的品种。因此收入表现相对稳健，而成本下行叠加结构优化促进了利润弹性持续释放（浙江鼎力 2024 年 Q1 扣非后归母净利润仍有 22% 的增长）。

表2：工程机械板块跟踪公司 2023 年业绩表现

细分赛道	证券代码	证券简称	2022 收入 (亿元)	2023 收入 (亿元)	yoy	2022 归母 净利润 (亿元)	2023 归母 净利润 (亿元)	yoy
综合整机厂	600031.SH	三一重工	808.22	740.19	-8.42%	42.73	45.27	5.94%
	000157.SZ	中联重科	416.31	470.75	13.08%	23.06	35.06	52.04%
	000425.SZ	徐工机械	938.17	928.48	-1.03%	43.07	53.26	23.66%
	000528.SZ	柳工	264.8	275.19	3.92%	5.99	8.68	44.91%
	000680.SZ	山推股份	99.98	105.41	5.43%	6.32	7.65	21.04%
	002097.SZ	山河智能	73.02	72.29	-1.00%	-11.38	0.36	3.16%
	600815.SH	厦工股份	10.07	8.21	-18.47%	2.58	-2.18	-184.50%
	600984.SH	建设机械	38.88	32.28	-16.98%	-0.45	-7.45	-1555.56%
液压零部件	601100.SH	恒立液压	81.97	89.85	9.61%	23.43	24.99	6.66%
	603638.SH	艾迪精密	20.25	22.35	10.37%	2.49	2.79	12.05%
	605389.SH	长龄液压	8.96	8.06	-10.04%	1.27	1.02	-19.69%
高空作业平台	603338.SH	浙江鼎力	54.45	63.12	15.92%	12.57	18.67	48.53%
叉车	600761.SH	安徽合力	156.73	174.71	11.47%	9.04	12.78	41.37%
	603298.SH	杭叉集团	144.12	162.72	12.91%	9.88	17.2	74.09%
	603611.SH	诺力股份	67.02	69.63	3.89%	4.02	4.58	13.93%
合计		3182.95	3223.24	1.27%	174.62	222.68	27.52%	

资料来源：wind，国投证券研究中心

表3：2023 年工程机械板块海内外收入表现拆分

细分赛道	证券代码	证券简称	2023 年海外收入 (亿元)	yoy	2023 年内销及其他 (亿元)	yoy
综合整机厂	600031.SH	三一重工	435.6	19.12%	304.5	-31.18%
	000157.SZ	中联重科	179.1	79.20%	291.7	-7.80%
	000425.SZ	徐工机械	372.2	33.70%	556.3	-15.69%
	000528.SZ	柳工	114.6	41.18%	160.6	-12.55%
	000680.SZ	山推股份	58.8	33.73%	46.6	-16.77%
	002097.SZ	山河智能	41.1	27.66%	31.2	-23.57%
	600815.SH	厦工股份	3.8	63.91%	4.4	-43.47%
	600984.SH	建设机械	0.6	—	31.7	-18.49%
液压零部件	601100.SH	恒立液压	19.3	9.95%	70.6	9.52%
	603638.SH	艾迪精密	4.4	25.00%	17.9	7.29%
	605389.SH	长龄液压	0.9	989.68%	7.2	-19.32%
高空作业平台	603338.SH	浙江鼎力	38.4	13.35%	24.7	20.17%
叉车	600761.SH	安徽合力	61.1	31.97%	113.6	2.87%
	603298.SH	杭叉集团	65.4	29.72%	97.4	3.87%
	603611.SH	诺力股份	41.9	4.50%	27.8	2.99%
合计		1437.13	31.19%	1786.1	-14.44%	

资料来源：wind，国投证券研究中心

表4: 工程机械板块跟踪公司 2024 年第一季度业绩表现

细分赛道	证券代码	证券简称	2023Q1 收入 (亿元)	2024Q1 收入 (亿元)	yoy	2023Q1 归母 净利润 (亿元)	2024Q1 归母 净利润 (亿元)	yoy
综合整机厂	600031.SH	三一重工	179.97	178.30	-0.93%	15.12	15.8	5.96%
	000157.SZ	中联重科	104.26	117.73	12.93%	8.1	9.16	13.06%
	000425.SZ	徐工机械	238.13	241.74	1.52%	15.23	16	5.06%
	000528.SZ	柳工	77.92	79.39	1.88%	3.15	4.98	58.03%
	000680.SZ	山推股份	23.72	30.69	29.39%	1.69	2.08	22.81%
	002097.SZ	山河智能	17.85	16.62	-6.87%	0.3	0.21	-31.49%
	600815.SH	厦工股份	1.75	1.42	-18.82%	-0.09	0.01	9.67%
	600984.SH	建设机械	6.49	5.08	-21.68%	-1.33	-2.39	-78.82%
液压零部件	601100.SH	恒立液压	24.27	23.62	-2.70%	6.26	6.02	-3.77%
	603638.SH	艾迪精密	6.3	6.32	0.36%	0.78	0.88	13.76%
	605389.SH	长龄液压	2.04	2.25	10.46%	0.26	0.33	26.19%
高空作业平台	603338.SH	浙江鼎力	13.02	14.52	11.53%	3.19	3.02	-5.40%
叉车	600761.SH	安徽合力	41.52	43.05	3.67%	2.63	3.9	48.41%
	603298.SH	杭叉集团	39.29	41.72	6.17%	2.92	3.79	29.68%
	603611.SH	诺力股份	16.9	17.51	3.66%	1.04	1.15	10.53%
合计		794.22	819.98	3.24%	59.25	64.95	9.62%	

资料来源: wind, 国投证券研究中心

从工程机械单季度表现趋势来看,除了2023年Q3收入、利润均下滑外,其他季度均实现收入、利润双增。我们认为系2023年出口下行对综合整机厂的影响较大,给整个板块业绩表现带来一定压力。2023年下半年以来,出口虽然增速放缓,但内销波动也逐步呈现收敛趋势(非挖好于挖机),收入表现逐季度恢复,利润弹性相对延续。

表5: 单季度收入: 2023年Q1-2024年Q1 工程机械板块收入及增速比较

证券简称	2023Q1 收入 (亿元)	yoy	2023Q2 收入 (亿元)	yoy	2023Q3 收入 (亿元)	yoy	2023Q4 收入 (亿元)	yoy	2024Q1 收入 (亿元)	yoy
三一重工	179.97	-11.25%	219.18	10.73%	162.22	-15.04%	178.82	-17.43%	178.3	-0.93%
中联重科	104.26	4.13%	136.5	20.93%	114.39	22.35%	115.61	5.26%	117.73	12.93%
徐工机械	238.12	10.11%	274.64	0.10%	203.92	-3.83%	211.78	13.21%	241.74	1.18%
柳工	77.92	15.69%	72.44	3.02%	60.78	-3.01%	64.05	-0.64%	79.39	1.88%
山推股份	23.72	1.42%	24.92	33.14%	26.66	15.09%	30.11	-13.25%	30.69	29.39%
山河智能	17.85	7.40%	19.65	-4.07%	15.12	-10.96%	19.67	3.87%	16.62	-6.87%
厦工股份	1.75	-40.93%	1.76	-29.93%	2.83	18.80%	1.87	-15.49%	1.42	-18.82%
建设机械	6.49	-15.25%	9.22	-9.11%	8.68	-20.35%	7.89	-22.50%	5.08	-21.68%
恒立液压	24.27	10.30%	20.25	20.10%	18.92	-6.92%	26.40	15.95%	23.62	-2.70%
艾迪精密	6.30	2.32%	5.15	22.76%	4.66	11.41%	6.25	9.27%	6.32	0.36%
长龄液压	2.04	-26.51%	1.97	20.77%	1.74	-17.34%	2.31	-5.67%	2.25	10.46%
浙江鼎力	13.02	3.88%	17.97	6.23%	16.44	34.32%	15.70	22.94%	14.52	11.53%
安徽合力	41.52	5.21%	44.61	9.37%	45.19	15.17%	43.38	16.49%	43.05	3.67%
杭叉集团	39.29	9.04%	42.93	9.48%	42.93	11.77%	37.57	23.28%	41.72	6.17%
诺力股份	16.90	1.76%	16.61	12.32%	19.87	28.95%	16.25	-19.63%	17.51	3.66%
合计	793.42	4.95%	907.8	21.09%	744.35	-17.43%	777.66	0.26%	819.96	3.24%

资料来源: wind, 国投证券研究中心

表6: 单季度归母净利润: 2023 年 Q3-2024 年 Q1 工程机械板块归母净利润及增速比较

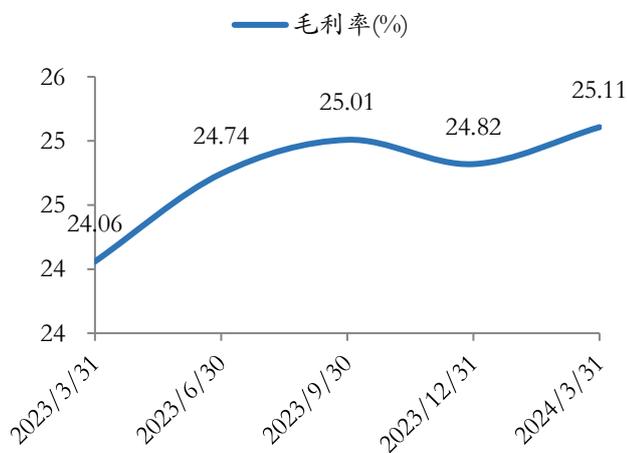
证券简称	2023Q1 利润 (亿元)	yoy	2023Q2 利润 (亿元)	yoy	2023Q3 利润 (亿元)	yoy	2023Q4 利润 (亿元)	yoy	2024Q1 利润 (亿元)	yoy
三一重工	15.12	-4.92%	18.88	80.83%	6.47	-32.76%	4.8	-28.98%	15.8	4.53%
中联重科	8.10	-10.63%	12.3	51.96%	8.15	79.98%	6.51	373.72%	9.16	13.06%
徐工机械	15.23	-26.38%	20.66	29.35%	12.49	23.82%	4.87	234.04%	16	5.06%
柳工	3.15	23.73%	2.99	32.95%	2.12	99.27%	0.42	211.63%	4.98	58.03%
山推股份	1.69	-53.61%	1.33	253.06%	2	137.58%	2.63	80.73%	2.08	22.81%
山河智能	0.30	161.49%	0.06	-92.31%	-0.01	98.91%	0.01	100.05%	0.21	-31.49%
厦工股份	-0.09	-382.83%	-1.74	56.50%	-0.21	32.44%	-1.74	-153.90%	0.01	109.67%
建设机械	-1.33	-147.32%	-3.94	-730.96%	-1.27	-781.98%	-0.9	-26495.37%	-1.33	-78.82%
恒立液压	6.26	18.44%	6.53	23.50%	4.75	-31.41%	7.45	25.56%	6.02	-3.77%
艾迪精密	0.78	7.26%	0.86	71.58%	0.49	26.91%	0.67	-24.90%	0.88	13.76%
长龄液压	0.26	-37.34%	0.29	12.84%	0.22	-18.75%	0.25	-24.22%	0.33	26.19%
浙江鼎力	3.19	63.24%	5.12	35.37%	4.62	52.72%	5.74	50.65%	3.02	-5.40%
安徽合力	2.63	35.61%	3.95	66.28%	3.29	29.24%	2.91	33.45%	3.9	48.41%
杭叉集团	2.92	53.55%	4.9	84.39%	5.23	80.19%	4.15	71.91%	3.79	29.68%
诺力股份	1.04	44.76%	1.18	-5.81%	1.37	45.36%	0.99	-11.05%	1.15	10.53%
合计	59.25	2.08%	73.37	56.70%	49.71	-9.88%	38.76	149.58%	64.95	9.62%

资料来源: wind, 国投证券研究中心

1.3. 盈利性: 毛利率带动盈利能力回升, 净利率存在季度间波动

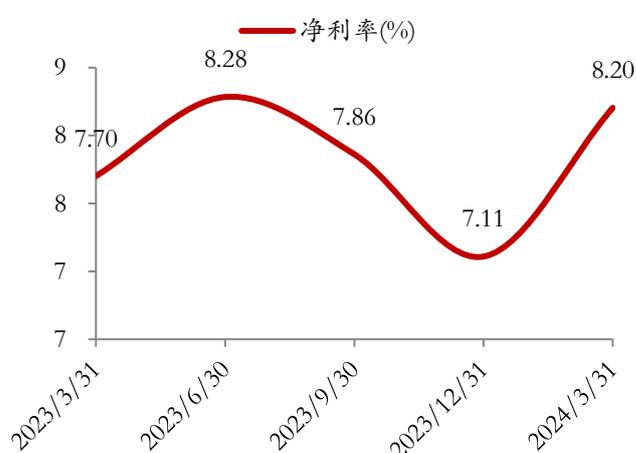
从统计样本表观数据来看, 2023 年, 工程机械板块整体毛、净利率分别为 24.82%、7.11%, 分别同比+3.37pct、+1.48pct; 2024 年 Q1, 毛、净利率分别为 25.11%、8.2%、分别同比+1.05pct、+0.5pct。盈利能力改善系毛利率提升带动, 原材料成本下行叠加出口增长优化市场结构。在 15 家样本公司中, 2023 年毛利率同比提升的有 13 家, 中联重科、浙江鼎力毛利率同比提升显著, 分别+5.71pct、+7.45pct, 前者系内外部同步降本叠加海外业务放量, 后者系臂式产品规模化效应提升、海外占比提高。净利率波动主要系季度间费用计提不均、汇兑损益、公允价值变动等因素影响, 整体来看保持了同比提升趋势。

图2. 2023 年-2024 年 Q1 工程机械整体毛利率变化



资料来源: wind, 国投证券研究中心

图3. 2023 年-2024 年 Q1 工程机械整体净利率变化



资料来源: wind, 国投证券研究中心

表7：2022 年&2023 年工程机械板块毛利率、净利率情况

细分赛道	证券代码	证券简称	2022 毛利率 (%)	2023 毛利率 (%)	同比 (pct)	2022 净利率 (%)	2023 净利率 (%)	同比 (pct)
综合整机厂	600031.SH	三一重工	24.02	27.71	3.69	5.50	6.29	0.79
	000157.SZ	中联重科	21.83	27.54	5.71	5.73	8.01	2.28
	000425.SZ	徐工机械	20.21	22.38	2.17	4.58	5.64	1.06
	000528.SZ	柳工	16.80	20.82	4.02	2.44	3.42	0.98
	000680.SZ	山推股份	14.69	18.44	3.75	6.36	7.29	0.93
	002097.SZ	山河智能	21.35	28.06	6.71	-16.02	0.26	16.28
	600815.SH	厦工股份	8.94	15.27	6.33	26.52	-25.25	-51.77
600984.SH	建设机械	22.49	9.40	-13.09	-1.15	-23.08	-21.93	
液压零部件	601100.SH	恒立液压	40.55	41.90	1.35	28.66	27.87	-0.79
	603638.SH	艾迪精密	28.87	31.93	3.06	12.31	12.47	0.15
	605389.SH	长龄液压	24.48	24.18	-0.30	14.18	13.20	-0.98
高空作业平台	603338.SH	浙江鼎力	31.04	38.49	7.45	23.09	29.58	6.49
叉车	600761.SH	安徽合力	16.99	20.61	3.62	6.54	8.10	1.56
	603298.SH	杭叉集团	17.78	20.78	3.01	7.45	11.27	3.83
	603611.SH	诺力股份	20.24	22.22	1.98	5.74	6.62	0.89
工程机械行业整体			21.45	24.82	3.37	5.63	7.11	1.48

资料来源：wind，国投证券研究中心

表8：2024 年 Q1 工程机械板块毛利率、净利率情况

细分赛道	证券代码	证券简称	2024Q1 毛利率 (%)	同比 (pct)	环比 (pct)	2024Q1 净利率 (%)	同比 (pct)	环比 (pct)
综合整机厂	600031.SH	三一重工	28.15	0.54	2.92	9.19	0.41	6.60
	000157.SZ	中联重科	28.65	2.26	1.77	8.67	0.43	2.54
	000425.SZ	徐工机械	22.89	0.26	2.25	6.63	0.11	4.62
	000528.SZ	柳工	22.79	3.99	1.40	6.49	2.34	4.77
	000680.SZ	山推股份	17.05	-1.89	-2.37	6.79	-0.38	-1.94
	002097.SZ	山河智能	26.96	1.08	-1.41	0.85	-0.91	1.57
	600815.SH	厦工股份	20.94	9.46	6.10	7.07	12.52	101.30
600984.SH	建设机械	-13.28	-20.55	-11.45	-46.96	-26.39	2.96	
液压零部件	601100.SH	恒立液压	40.10	-0.76	-5.91	25.52	-0.29	-2.79
	603638.SH	艾迪精密	30.64	0.86	-0.91	13.96	1.64	3.31
	605389.SH	长龄液压	27.38	1.37	2.03	17.04	4.07	4.94
高空作业平台	603338.SH	浙江鼎力	41.11	3.52	0.13	20.82	-3.73	-15.73
叉车	600761.SH	安徽合力	20.63	2.30	-1.11	9.55	2.68	2.18
	603298.SH	杭叉集团	20.57	2.42	-2.12	9.64	1.97	-2.52
	603611.SH	诺力股份	21.58	0.93	-3.87	6.48	0.41	-0.00
工程机械行业整体			25.11	1.05	0.29	8.20	0.50	1.09

资料来源：wind，国投证券研究中心

1.4. 费用控制：周期底部销售、管理的费用刚性相对突出

从统计样本表观数据来看，2023 年，工程机械板块期间费用率 16.87%，同比+0.78pct，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 6.82%、3.52%、6.45%、0.09%，同比+0.43pct、+0.3pct、-0.27pct、+0.33pct。整体研发控费有一定成果，销售、管理费用方面由于加大对海外市场的投入而增长，而汇兑收益减少导致财务费用率有所提升。单季度来看，2024 年 Q1，工程机械板块期间费用率 15.74%，同比+0.35pct，其中，期间销售、管理、研发、财务费用率 6.62%、

3.44%、4.78%、0.9%，同比+0.52pct、+0.18pct、-0.31pct、-0.04pct。费用增长趋势有所收窄，销售、研发、财务端费用控制尚可，销售、管理费用率仍有一定刚性。

表9：2022年&2023年工程机械板块期间费用表现情况

证券简称	销售费用率 (%)		管理费用率 (%)		研发费用率 (%)		财务费用率 (%)		期间费用率 (%)		同比变化 (pct)
	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023	
三一重工	7.80	8.40	3.18	3.50	8.65	8.01	-0.36	-0.63	19.26	19.28	0.02
中联重科	6.33	7.56	3.78	4.04	6.02	7.31	-0.64	-0.55	15.50	18.36	2.86
徐工机械	7.21	7.22	2.44	2.91	4.35	4.31	-0.22	0.78	13.77	15.22	1.45
柳工	6.88	8.18	2.77	2.96	2.82	3.29	0.28	0.55	12.75	14.98	2.24
山推股份	3.99	3.47	3.39	3.70	3.98	4.34	-0.59	-0.05	10.78	11.46	0.68
山河智能	8.93	8.40	8.89	7.67	4.07	3.87	2.83	4.86	24.72	24.80	0.08
厦工股份	7.60	7.32	9.19	12.32	3.17	4.75	-0.04	0.05	19.92	24.44	4.52
建设机械	0.69	1.00	9.18	11.82	2.54	2.96	10.98	12.73	23.38	28.52	5.13
恒立液压	1.51	2.07	3.36	4.50	7.93	7.73	-4.06	-4.10	8.74	10.19	1.45
艾迪精密	4.72	4.04	3.86	4.74	4.70	5.03	1.28	1.92	14.56	15.72	1.16
长龄液压	1.58	2.50	5.18	5.57	3.83	4.27	-1.53	-2.16	9.06	10.18	1.12
浙江鼎力	2.89	3.68	2.27	2.24	3.72	3.49	-4.27	-3.88	4.60	5.53	0.92
安徽合力	3.52	4.05	2.72	2.59	3.93	5.10	-0.27	0.05	9.90	11.79	1.89
杭叉集团	3.13	3.66	2.23	2.10	4.56	4.49	-0.08	-0.52	9.85	9.73	-0.11
诺力股份	4.11	4.96	4.82	5.08	3.87	3.80	-0.48	0.48	12.32	14.32	2.00
行业平均	6.39	6.82	3.22	3.52	6.72	6.45	-0.24	0.09	16.10	16.87	0.78

资料来源：wind，国投证券研究中心

表10：2023年Q1&2024年Q1工程机械板块期间费用表现情况

证券简称	销售费用率 (%)		管理费用率 (%)		研发费用率 (%)		财务费用率 (%)		期间费用率 (%)		同比变化 (pct)
	2023Q1	2024Q1									
三一重工	7.23	7.74	4.01	3.76	7.82	7.25	-0.52	0.87	18.54	19.62	1.08
中联重科	6.49	7.36	3.60	4.48	6.19	5.65	1.19	0.46	17.47	17.95	0.47
徐工机械	7.07	7.35	2.30	2.73	4.03	3.68	1.49	1.45	14.89	15.21	0.32
柳工	6.73	7.28	2.41	2.31	2.55	2.77	0.59	0.66	12.28	13.03	0.75
山推股份	3.35	3.48	4.27	2.47	3.56	3.45	1.66	0.00	12.84	9.40	-3.44
山河智能	6.49	8.61	7.42	8.76	3.12	2.89	6.45	5.74	23.47	25.99	2.52
厦工股份	7.78	6.80	8.93	10.73	3.12	4.42	2.41	0.00	22.25	21.95	-0.30
建设机械	0.90	1.05	12.39	15.21	3.22	3.35	15.96	21.39	32.47	41.00	8.53
恒立液压	1.52	2.08	3.19	4.90	5.83	4.50	-0.23	-2.32	10.31	9.15	-1.16
艾迪精密	3.74	3.73	4.25	4.10	3.89	4.69	1.53	1.49	13.40	14.01	0.60
长龄液压	2.68	2.09	4.22	3.89	4.26	4.13	-1.01	-1.24	10.15	8.86	-1.29
浙江鼎力	3.24	3.82	2.51	1.97	3.10	3.49	0.55	-1.21	9.40	8.07	-1.33
安徽合力	3.10	3.92	2.37	2.25	5.03	4.79	0.32	-0.07	10.81	10.89	0.07
杭叉集团	3.01	4.06	2.15	2.28	4.30	4.88	0.36	-0.38	9.81	10.83	1.03
诺力股份	4.86	5.08	5.58	5.48	3.52	3.73	0.93	0.09	14.89	14.38	-0.51
行业平均	6.10	6.62	3.26	3.44	5.09	4.78	0.94	0.90	15.39	15.74	0.35

资料来源：wind，国投证券研究中心

1.5. 经营质量：龙头公司严控风险，经营质量维持高水准

从样本表观数据来看，2018-2023 年，工程机械板块净现比分别为 1.66、1.32、0.95、0.87、0.74 和 0.97，净现比逐年降低的趋势于 2023 年反转，行业下行压力下，整机厂重视客户质量和经营风险控制，回款呈现稳中向好趋势。从龙头公司净现比来看，三一重工、柳工、徐工机械通过风险资产控制，净现比表现显著提升，中联重科研发端和智慧产业城资本开支短期影响净现比表现，但经营性净现金流依然实现同比增长。

表11：2018 年-2023 年工程机械板块经营性净现金流和净现比情况

证券简称	经营性净现金流(单位：亿元)						净现比						
	时间	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2018	2019	2020	2021	2022	2023
三一重工		105.27	132.65	133.63	119.04	40.99	57.08	1.67	1.15	0.84	0.97	0.93	1.24
中联重科		50.64	62.19	74.22	26.25	24.25	27.13	2.59	1.45	1.01	0.41	1.02	0.72
徐工机械		33.09	51.36	27.89	80.73	15.83	35.71	1.61	1.41	0.74	1.43	0.37	0.68
柳工		6.34	18.58	20.08	8.46	9.59	16.29	0.75	1.73	1.49	0.83	1.48	1.73
山推股份		1.79	4.02	6.67	4.27	3.80	3.49	2.10	6.50	6.33	2.02	0.60	0.45
山河智能		6.53	7.37	18.04	0.33	-15.64	-5.20	1.42	1.43	3.13	0.10	1.34	-27.27
厦工股份		4.78	-6.15	-3.10	-1.14	-0.45	0.72	-0.70	0.55	-5.86	1.17	-0.17	-0.35
建设机械		3.11	6.73	1.53	0.24	2.65	4.12	1.90	1.33	0.28	0.06	-5.91	-0.55
恒立液压		7.99	16.60	19.81	27.96	20.64	26.77	0.95	1.28	0.88	1.04	0.88	1.07
艾迪精密		0.65	1.93	3.35	2.07	1.60	0.12	0.29	0.56	0.65	0.44	0.64	0.04
长龄液压		0.92	1.30	2.06	1.08	1.09	1.85	0.57	0.76	0.87	0.54	0.85	1.74
浙江鼎力		4.16	6.96	8.92	3.74	9.37	22.27	0.87	1.00	1.34	0.42	0.75	1.19
安徽合力		6.35	8.54	9.22	6.48	7.70	14.58	0.89	1.10	1.11	0.82	0.75	1.03
杭叉集团		4.32	9.15	9.14	0.16	6.25	16.22	0.71	1.28	0.98	0.02	0.58	0.88
诺力股份		2.94	3.71	2.67	2.32	5.20	1.00	1.48	1.50	1.11	0.79	1.35	0.22
工程机械板块整体表现		238.86	324.95	334.11	281.98	132.86	222.16	1.66	1.32	0.95	0.87	0.74	0.97

资料来源：wind，国投证券研究中心

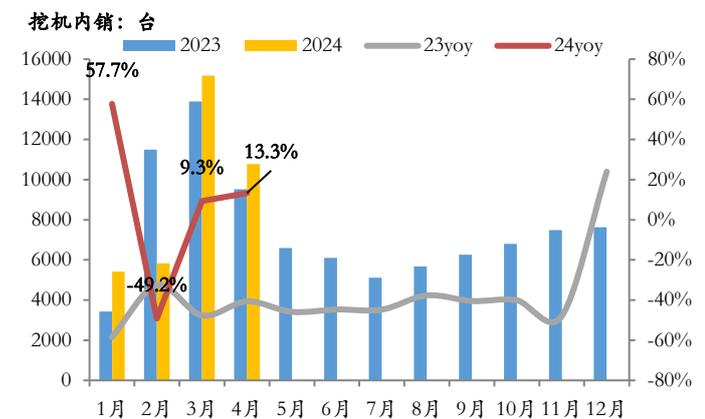
2. 后市展望：β 窄幅波动，行业或将仍以结构性 α 为主线

2.1. 内需：结构性需求变化明显，复苏拐点仍需跟踪开工表现

2024 年 3-4 月，挖机国内销量 15188/10782 台，同比增长 9.3%/13.3%，超 CME 预期（3 月内销预期增长约 6.5%，4 月内销预期增速基本持平）。我们判断挖机内销转正系小挖增长带动，2023 年末 1 万亿增发国债于 2024 年 1 季度集中下达，高标准农田建设、水利等项目催生小挖需求。从挖机内销分吨位结构来看，2024 年 Q1，大中小挖增速分别为-23.63%、-30.42%、0.58%，其中 3 月小挖内销增速 21.1%。

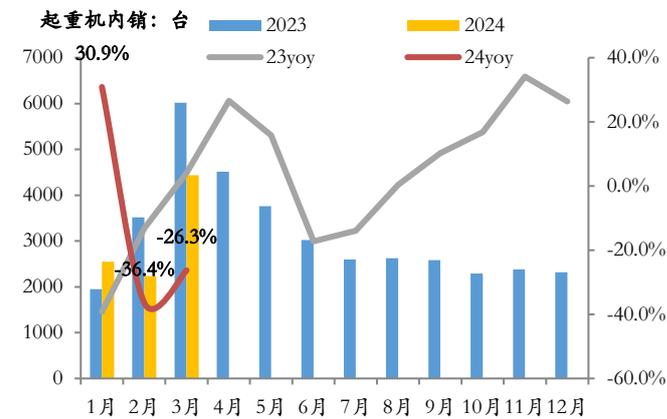
现阶段行业呈现结构性需求变化，整体降幅波动收窄。对比起重机来看（汽车吊、履带吊、随车吊合计），2024 年 Q1，起重机内销增速-19.7%，1-3 月分别为 30.9%、-36.4%、-26.3%。中大挖内销表现和起重机基本一致，非小挖的工程机械设备需求仍处于下行筑底阶段，其对应的往往是基建、地产、矿山等领域的项目量。对比 2023 年，挖机整体内销下滑 40.8%，其中中大挖下滑 53.73%、37.19%，2024 年 Q1 有显著收窄。

图4. 2024 年 3-4 月挖机行业内销增速回正



资料来源：中国工程机械工业协会，国投证券研究中心

图5. 2024 年一季度起重机内销仍在筑底



资料来源：中国工程机械工业协会，国投证券研究中心

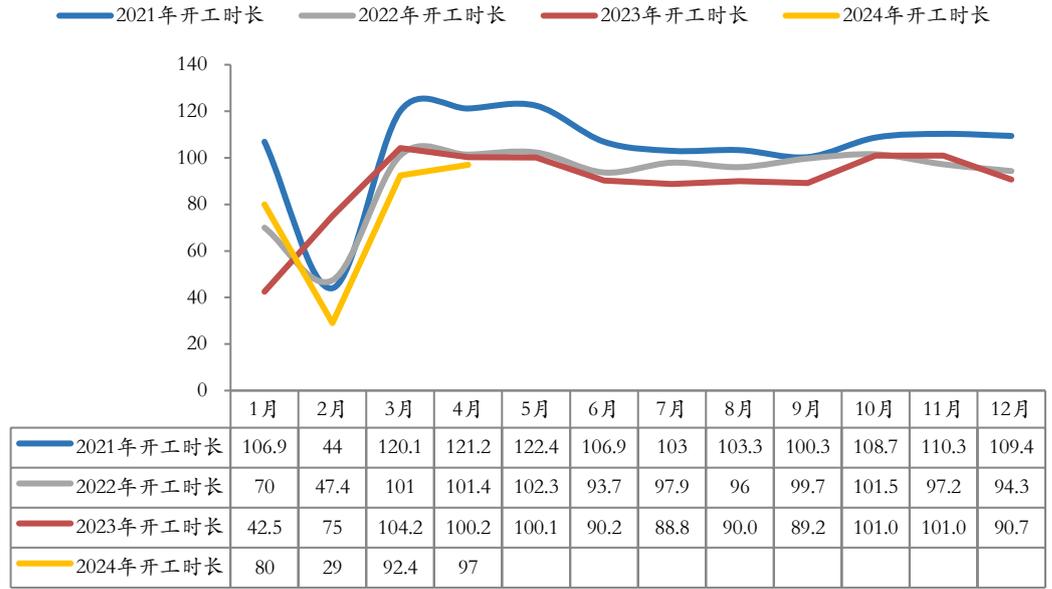
表12: 2023-2024 年一季度挖机内销分吨位表现

	挖机分吨位 (内销)			占比			yoy		
	小	中	大	小	中	大	小	中	大
Jan-23	2340	629	468	68.08%	18.30%	13.62%	-56.79%	-65.89%	-54.21%
Feb-23	7972	2177	1343	69.37%	18.94%	11.69%	-31.19%	-44.51%	-12.11%
Mar-23	9494	2572	1833	68.31%	18.50%	13.19%	-47.03%	-56.76%	-31.73%
Apr-23	6436	1705	1372	67.65%	17.92%	14.42%	-40.07%	-51.26%	-23.57%
May-23	4424	1154	1014	67.11%	17.51%	15.38%	-44.64%	-55.56%	-36.23%
Jun-23	3982	1111	1005	65.30%	18.22%	16.48%	-41.57%	-55.84%	-40.74%
Jul-23	3333	1023	756	65.20%	20.01%	14.79%	-44.19%	-49.80%	-39.03%
Aug-23	3724	1105	840	65.69%	19.49%	14.82%	-36.78%	-41.78%	-35.73%
Sep-23	4413	1034	816	70.46%	16.51%	13.03%	-36.17%	-52.24%	-43.37%
Oct-23	4952	996	848	72.87%	14.66%	12.48%	-30.50%	-63.45%	-43.47%
Nov-23	5481	1129	874	73.24%	15.09%	11.68%	-30.64%	-69.24%	-69.07%
Dec-23	5535	1133	957	72.59%	14.86%	12.55%	31.13%	-9.58%	41.36%
23年合计	62086	15768	12126	69.00%	17.52%	13.48%	-36.97%	-53.73%	-37.19%
Jan-24	4045	717	659	74.62%	13.23%	12.16%	72.86%	13.99%	40.81%
Feb-24	4379	856	602	75.02%	14.67%	10.31%	-45.07%	-60.68%	-55.17%
Mar-24	11497	2169	1522	75.70%	14.28%	10.02%	21.10%	-15.67%	-16.97%
24M1-3 合计	19921	3742	2783	75.33%	14.15%	10.52%	0.58%	-30.42%	-23.63%

资料来源：中国工程机械工业协会，国投证券研究中心

短期来看，开工表现可能是反映行业整体需求水平的有效指标。根据小松中国区挖机开工小时数数据，2024年1-4月分别为80、29、92.4、97小时，分别同比+88.2%、-61.3%、-11.3%、-3.2%，剔除春节因素影响，小松挖机开工时长3-4月仍有一定幅度下滑，但降幅明显收窄。未来开工水平的回升，仍需要一定程度的新增基建、地产方面的项目支撑，2024年政府工作报告提出的超长期万亿国债，主要用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，计划于5-11月期间均衡发行，新一轮项目的开工，有望成为终端设备需求上行的重要支撑。我们认为，未来新一轮施工周期的开启，依然是挖机需求先行，因此对周期复苏的判断应重点关注未来开工率的表现，而需求的品种优先关注挖机。

图6. 2021-2024M4 小松挖机中国区开工时长（小时）

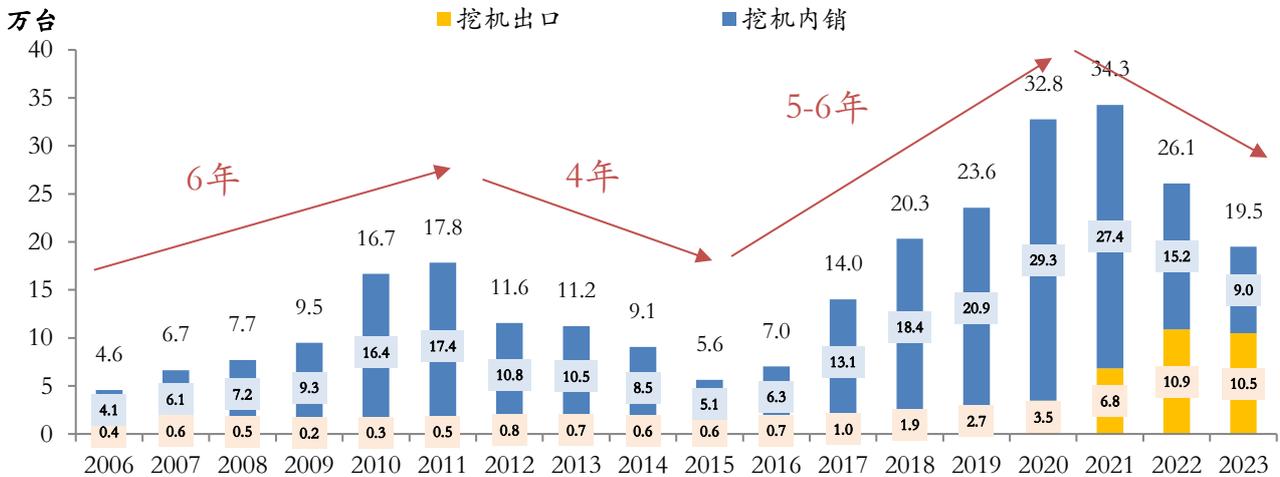


资料来源：小松官网，国投证券研究中心

中长期来看，我们认为新一轮周期上行驱动力可能主要以更新需求为主。更新换代的驱动包括寿命到期、环保切换和政策催化，更重要的是保有量规模和终端项目量的匹配。以挖机为例，根据协会测算保有量的方式（在过去 10 年国内实际需求量基础上，调增 20%-30%），2023 年我们以内销量粗略代替国内实际需求量，得出 2023 年挖机保有量约为 190.6-206.5 万台。若按 10 年寿命到期、景气高点淘汰更新比=1:1 来看，稳态更新规模即约为 19-20.6 万台左右。

政策驱动有望加速存量规模收缩，打开景气上行空间。住建部 4 月印发的《推进建筑和市政基础设施设备更新工作实施方案的通知》，其中针对建筑施工设备，明确要求到 2027 年，更新淘汰使用超过 10 年以上、高污染、能耗高、老化磨损严重、技术落后的工程机械设备。根据我们测算这类旧设备预计主要为 2016 年前销售的国二标准设备为主（机龄>10 年，且环保标准较低），约有 23.3 万台，占存量设备的 11.3%-12.2%。

图7. 未来内需复苏主要驱动力预计为更新需求，内需增长弹性可能小于上一轮



资料来源：中国工程机械工业协会，国投证券研究中心

表13: 工程机械各品类历年实际需求量及 2022 年保有量规模 (单位: 台)

指标名称	挖掘机	推土机 (P≥ 73.5kW)	装载机	叉车	轮式起 重机	塔式起 重机	混凝土 搅拌机	混凝土 泵车	混凝土 泵	摊铺机	压路机
1999	7434	3154	18991	13684	3084	4681	657		349	337	5913
2000	9034	2844	20748	18812	4001	7485	1060		570	563	5456
2001	13451	3162	26076	20568	4087	9705	1167		1766	638	5912
2002	22259	4904	42693	35843	6553	9766	4198		2379	1303	8845
2003	61392	7084	69723	53391	10162	10304	3568		4101	1504	12733
2004	48848	5370	90985	56574	12332	7931	6061		8113	1545	9847
2005	48040	4444	103620	70296	10856	12046	3941		7468	937	7193
2006	70018	4797	120946	81750	13190	10317	4568		5421	1156	6769
2007	96321	4852	138823	115649	16738	28056	7211		3138	1124	7082
2008	108709	5085	135623	118515	15372	23707	9090		2683	1042	4307
2009	121645	6785	134703	117112	26043	27745	21872		2799	1096	14668
2010	215896	11276	203905	195158	32696	41479	33502		4427	3069	17084
2011	217201	9305	221052	240773	31900	50771	43391		8513	3155	10198
2012	129690	5808	137087	202378	17695	40660	39929		8753	1498	10601
2013	126478	5187	143274	225597	12006	60755	41082	7515	5459	1647	10804
2014	102804	3991	116158	236696	8858	46744	38657	5135	3606	1304	9682
2015	57246	1825	43493	203578	5940	16729	28591	4012	2820	1580	7233
2016	72999	2493	47396	212380	7123	4458	24442	2811	3817	1756	10601
2017	144477	3012	59062	286141	17558	8624	34203	2803	3647	1532	15755
2018	204534	4729	86792	326159	29437	20768	55735	4313	2899	1554	15787
2019	220643	3352	81876	314451	39995	30468	66920	6804	2593	1605	14375
2020	291227	3700	79884	472604	51665	50636	100202	11471	3274	1316	16534
2021	280334	3085	68676	521292	45250	43275	91414	10104	1174	919	14557
2022	123899	2821	81402	556755	19608	19179	13846	2042	1102	1485	8541
2022 年底中国 市场保有量	195-211 万台	4.1-4.5 万台	97-105 万台	403-436 万台	28.5-31 万台	36-39 万 台	59-64 万 台	5.4-5.9 万台	3.7-4 万 台	1.8-1.9 万台	15-16 万 台

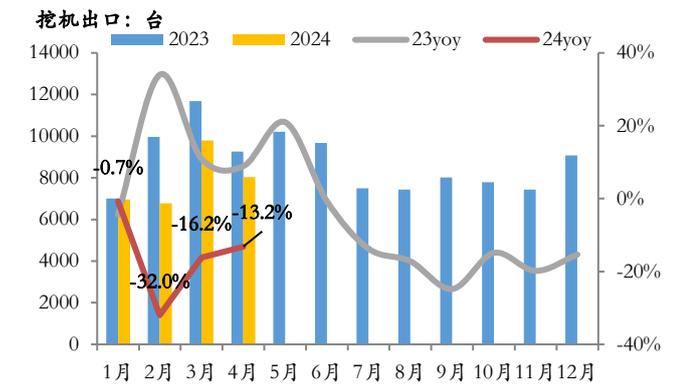
资料来源: 中国工程机械工业协会, 国投证券研究中心 (备注: ①实际需求量=中国市场销量-出口+进口; ②协会测算实际保有量按 10 年寿命加总实际需求量, 并调增 20-30%, 因为考虑到统计数据不完整、机龄超 10 年仍在使用的因素)

2.2. 出口: 工程机械出海的主导驱动力正由 β 向 α 转移

2024 年 1-4 月, 挖机出口约 3.16 万台, 同比-16.7%, 并呈现降幅逐月收窄趋势。相比 2023 年挖机出口下滑 4%, 但自 2023 年 6 月出口转负后, 下半年出口下滑幅度达 17.8%。我们预计随着年内挖机出口基数压力的放缓, 出口增速下滑收窄趋势有望延续。

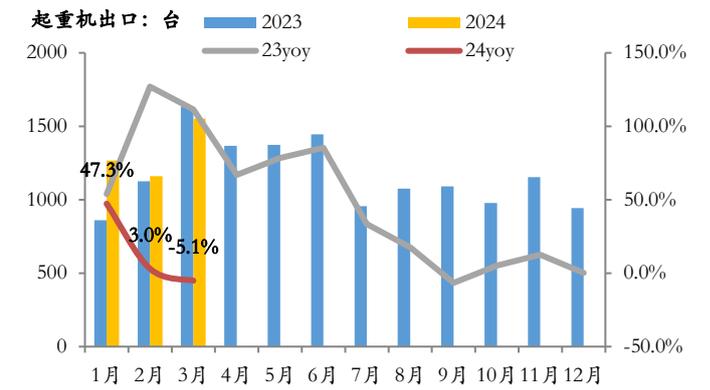
不同品类出口增速趋势一致且逐步收敛, 未来更值得关注工程机械出口金额口径表现。2023 年起重机出口增速达 41.6%, 与挖机出口表现分化较大, 但从增速趋势上来看, 同样自 2023 年 6 月后增速持续放缓, 系不同品类面临的海外库存、美元加息、新兴市场景气波动等一系列压力相对一致。2024 年 Q1, 起重机出口增速为 9.9%, 虽仍维持正增, 但还处于持续放缓趋势, 越来越趋近于挖机出口表现。

图8. 2024 年以来挖机出口降幅逐步收窄



资料来源：中国工程机械工业协会，国投证券研究中心

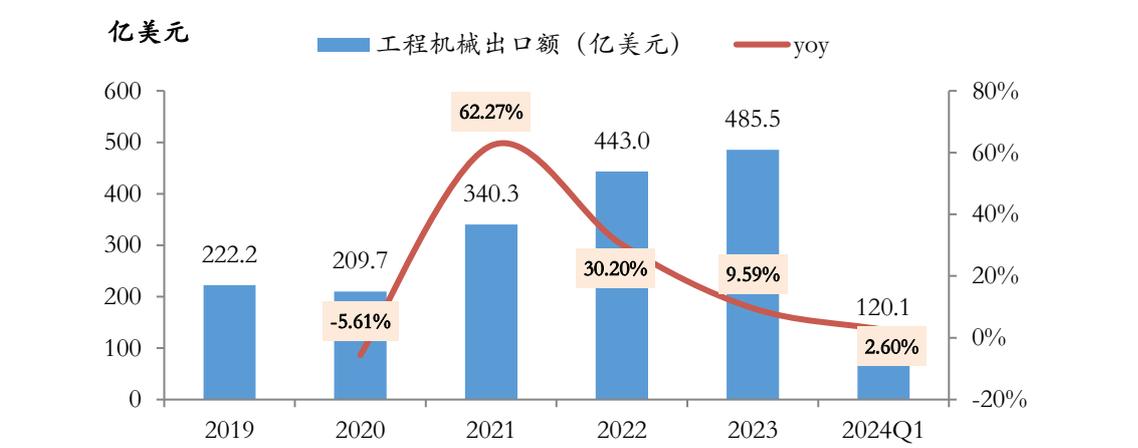
图9. 起重机出口增速趋势放缓



资料来源：中国工程机械工业协会，国投证券研究中心

我们判断工程机械出口的降速反映的是出口增长驱动力正逐步由β切换为α。复盘来看，我国工程机械出口最近的高增始于2021年，彼时海外疫情后需求恢复，但供应链紧张加剧了市场供不应求的状态，根据中国工程机械工业协会统计，2021年我国工程机械整体出口金额达到340.3亿美元，同比+62.27%，出现脉冲式高增；2022-2023年逐年放缓系回归稳定增长的阶段，因为海外作为多元化市场需求波动一般小于单一市场。因此，我们认为出口在回归正常水平的同时，中国品牌出海的增长驱动力也由β向α切换。未来产品、渠道、服务能力是决定一家公司出口表现的更重要的因素，长期来看出口增速的快慢是α能力的体现。叉车、高机出口持续又相对稳健的增长恰恰反映了这种α，作为电动化程度更高的工程/工业车辆，中国品牌锂电产品的差异化优势相对突出。

图10. 2020-2024 年 Q1 工程机械行业出口额及增速



资料来源：中国工程机械工业协会，国投证券研究中心

表14: 2021-2024 年 Q1 中国工程机械分品类出口增速表现

产品	21年出口增速	22年出口增速	23年出口增速	24M1-2 累计同比	24M1-3 累计同比
挖机	96.96%	59.96%	-4.00%	-19.09%	-17.89%
装载机	38.22%	24.86%	11.50%	-5.09%	0.08%
起重机合计	61.30%	72.83%	41.60%	22.21%	9.89%
汽车起重机	54.54%	72.97%	35.10%	21.30%	7.82%
随车起重机	55.67%	83.05%	62.40%	39.86%	16.54%
履带起重机	104.37%	54.81%	23.90%	-6.75%	4.12%
塔机	—	—	130.40%	57.79%	67.49%
压路机	68.29%	25.12%	16.00%	-16.39%	-8.92%
摊铺机	27.96%	12.61%	56.00%	34.48%	65.12%
平地机	93.18%	12.73%	-6.20%	11.14%	1.13%
高空作业平台	140.39%	63.49%	7.20%	25.09%	22.08%
叉车	73.82%	14.50%	12.10%	21.67%	24.87%

资料来源：中国工程机械工业协会，国投证券研究中心

2.3. 业绩弹性的释放有三大驱动因素

现阶段来看，我们认为出口拉动、国改降本和费用控制预计将是促进工程机械行业业绩弹性进一步释放的三大因素。

①**出口拉动**：根据中国工程机械工业协会出口金额分区域来看，2024年Q1，欧洲、北美、南美、亚洲、非洲、大洋洲分别增长-1.94%、-16.39%、24.17%、3.11%、24.38%、-12.10%。在海外供应链恢复阶段，出口发达市场增长面临一定压力，而新兴市场仍有一定增长潜力。

表15：2021-2024年Q1中国工程机械出口分区域增速表现

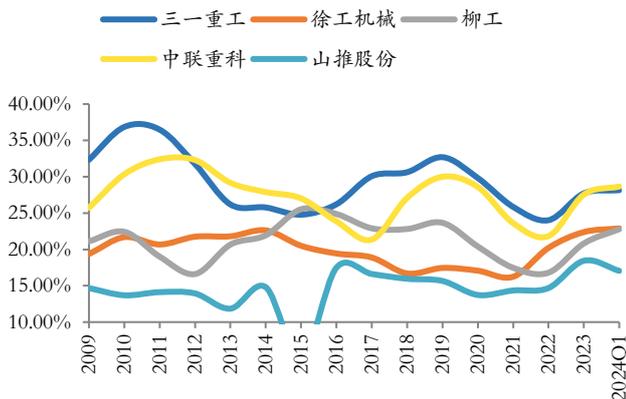
区域	2021	2022	2023	24M1-3
欧洲	69.90%	35.60%	22.20%	-1.94%
北美洲	48.10%	33.30%	-7.21%	-16.39%
南美洲	104.10%	50.90%	10.10%	24.17%
亚洲	58.70%	23.60%	7.61%	3.11%
非洲	61.00%	23.80%	15.60%	24.38%
大洋洲	48.90%	34.40%	-3.17%	-12.10%

资料来源：中国工程机械工业协会，国投证券研究中心

②**国企改革**：从盈利水平来看，不同整机厂之间毛利率的差异一方面源自产品结构，另一方面则是成本控制层面的不同。三一、中联毛利率始终相对领先，而当前徐工、柳工进行的国企改革有望缩小该差距。改革中重要的一环即统筹研发、采购、生产平台，充分发挥生产规模化效应和集团集采优势以实现降本。2023年，三一、中联毛利率都在27%以上，徐工、柳工毛利率分别为22.38%、20.82%，国有整机厂盈利能力边际改善空间相对充分。

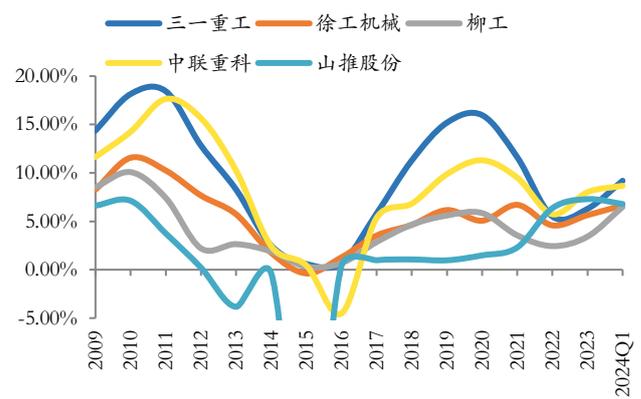
③**费用控制**：民营整机厂在周期下行阶段的盈利水平最大的压力源自费用刚性。三一重工自行业下行以来费用刚性压力相对突出，2022-2023年期间费用率均在19%以上，相比2019-2021年阶段13%左右的总费用率，增长约6pct。未来周期复苏，收入提高带动费用规模化效应外，费用控制或成为公司盈利能力进一步增强的重要手段。

图11. 工程机械整机厂毛利率对比



资料来源：wind，国投证券研究中心

图12. 工程机械整机厂净利率对比



资料来源：wind，国投证券研究中心

3. 投资建议

工程机械板块处于基本面筑底阶段，短期建议关注业绩弹性释放的 α 属性，得益于出口增长弹性、国改兑现盈利改善等因素；从周期复苏角度来看，整机厂及核心零部件环节均有望受益，而其中新品类扩张、出海能力强的龙头企业更具备中长期配置价值。

(1) 整机厂环节建议关注①出海弹性较强的【中联重科】【山推股份】；②国企改革属性的【徐工机械】【柳工】；③挖机敞口大有望受益新一轮开工复苏的【三一重工】。

(2) 零部件环节建议关注【恒立液压】【唯万密封】【艾迪精密】【长龄液压】等。

(3) 高空作业平台、叉车有望更受益于发达市场景气度韧性，国际化、锂电化逻辑持续兑现凸显公司强 α 属性，盈利水平有望维持较好水平。建议关注【浙江鼎力】【安徽合力】【杭叉集团】。

表16：工程机械板块重点公司盈利预测

公司名称	收盘价 20240514	营收 (亿元)				净利润 (亿元)				PE			
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
三一重工	16.93	740.2	809.8	913.1	1060.6	45.3	58.3	75.8	103.7	27.2	23.8	16.3	11.6
中联重科	8.72	470.7	566.1	667.1	782.1	35.1	45.9	60.8	72.1	27.1	17.4	13.6	10.1
徐工机械	7.88	928.5	986.2	1078.1	1211.5	53.3	66.4	79.1	101.1	10.7	14.0	11.8	9.2
柳工	11.05	275.2	304.1	350.2	416.4	8.7	11.8	16.7	22.0	11.5	18.3	12.9	9.8
山推股份	8.87	105.4	133.4	154.9	172.8	7.7	9.8	11.7	13.5	29.6	13.6	11.4	9.8
建设机械	3.01	32.3	—	—	—	-7.4	—	—	—	18.3	—	—	—
恒立液压	54.36	89.8	96.4	112.4	135.4	25.0	27.1	31.1	37.3	32.2	32.9	26.6	20.4
浙江鼎力	71.30	63.1	74.7	87.8	103.0	18.7	21.8	26.0	30.8	20.0	13.6	12.0	9.9
安徽合力	27.31	174.7	200.6	227.8	258.4	12.8	15.6	18.7	22.1	15.4	13.7	11.4	9.7
杭叉集团	33.77	162.7	186.7	216.7	249.6	17.2	20.6	23.0	27.0	23.7	13.8	11.7	10.0
诺力股份	22.24	69.6	76.5	84.6	93.5	4.6	5.4	6.3	7.4	14.4	10.7	9.1	7.7

资料来源：wind，国投证券研究中心（按2024年5月14日收盘价计算，诺力股份、山推股份采用wind一致预期，除建设机械外，其他公司使用国投证券研究中心盈利预测）

4. 风险提示

基建投资不及预期；政策落地不及预期；市场竞争加剧导致盈利能力下滑；海外市场拓展受阻导致出口不及预期；海外贸易摩擦/贸易保护或阻碍中国品牌出海发展；统计样本只能一定程度反映板块全貌，可能失真。

目 行业评级体系

收益评级:

领先大市 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%及以上;

同步大市 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%及以上;

风险评级:

A —— 正常风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B —— 较高风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

目 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034