

# 柳工 (000528)

## 混改释放利润弹性，国际化&电动化助力开启新征程

买入 (首次)

2024年06月08日

证券分析师 周尔双

执业证书: S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	26480	27519	30657	35433	41666
同比 (%)	(7.74)	3.93	11.40	15.58	17.59
归母净利润 (百万元)	599.33	867.81	1,456.28	1,938.38	2,727.72
同比 (%)	(39.90)	44.80	67.81	33.10	40.72
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.31	0.44	0.75	0.99	1.40
P/E (现价&最新摊薄)	37.11	25.63	15.27	11.48	8.15

### 股价走势



### 投资要点

#### ■ 国内装载机龙头，国际化&拓品类开启新征程

公司成立于1958年，以装载机起家并稳居行业龙头地位。2000年后公司开始扩展产品品类，横向布局挖掘机、起重机、路面机械等产品和相关零部件。2022-2023年行业下行期间公司进行多品类&国际化拓展，积极布局如高空作业机械、起重机械等新兴板块，并加大国际化扩张力度，对冲国内下行周期，2023年海外收入占比达到42%。截至2023年底，公司已成为国内装载机市占率第一、全品类布局的国际化工程机械龙头企业。2023年公司营收/净利润为275.2/8.7亿元，同比+3.9%/+44.9%；2015-2023年CAGR为20.1%/59.2%。在国际化突破和混改后降本增效加持下，公司净利润年复合增速远超收入增速。2024Q1公司盈利能力进一步改善，销售毛利率/净利率分别为22.8%/6.5%，同比分别+4.0/2.3pct。

#### ■ 引领全球装载机电动化进程，挖掘机渠道变革逆势扩张

公司为国内土石方机械龙头，核心品类装载机和挖掘机成长性凸显：①**装载机**：装载机下游应用场景主要为钢铁厂、矿山、物流、港口等，工作地点固定、设备相对集中，充电站建设难度较低，同时电动装载机环保属性强、全生命周期成本低、经济性强。易充电+成本低驱动电装国内渗透率提升速度快，2024M4国内电动装载机销量940台，渗透率18%，同比+14pct，远期来看国内电装渗透率有望达到80%。公司以装载机起家，经过50多年的积累和沉淀，2023年装载机市占率超过20%，稳居行业第一。且公司电动化装载机布局早，2023年电装市占率30%+，公司作为电装行业龙头有望充分受益于电动化渗透率提升。②**挖掘机**：2022年公司前瞻性进行渠道变革，维持产品价格，提振渠道信心，在行业下行期间契合国内小挖提前复苏趋势，实现市占率逆势提升。2023年公司挖掘机市占率11%，同比提升3-4pct。展望未来，公司在挖掘机领域的渠道优势已经基本稳固、提前布局国四产品具备成本优势，静待国内上行拐点到来。

#### ■ 混改大幅提升经营质量，股权激励&可转债提升综合竞争力

2022年公司完成混改并实现整体上市，混改完成后陆续发布股权激励和可转债扩张产能、升级智慧工厂、激发员工积极性，综合竞争力大幅增强：①**股权激励**：绑定974名高管及核心骨干技术人员，业绩考核指标聚焦经营质量，目标为2024-2026年公司ROE不低于6.0%、6.5%和7.0%，彰显公司发展信心。②**可转债**30亿元用于工厂升级、零部件产能扩张、“三化”研发。挖掘机项目投产后工厂将升级为智慧工厂且中大型挖掘机实现产能翻倍；装载机项目投产后布局大型装载机提升竞争力；中源液压业务新工厂全面投产后液压零部件产能大幅扩张，零部件自制率提升有助于降本增效，综合竞争力进一步增强。

■ **盈利预测与投资评级**：公司为国内土石方机械龙头，混改后定位国际化、拓品类开始新征程。我们预测公司2024-2026年归母净利润分别为14.6/19.4/27.3亿元，当前市值对应2024年-2026年PE分别为15/11/8倍，首次覆盖给予“买入”评级。

■ **风险提示**：国内行业需求回暖不及预期、行业竞争加剧、出海不及预期。

### 市场数据

收盘价(元)	11.40
一年最低/最高价	6.15/11.75
市净率(倍)	1.31
流通A股市值(百万元)	16,107.60
总市值(百万元)	22,243.86

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	8.67
资产负债率(% LF)	60.51
总股本(百万股)	1,951.22
流通A股(百万股)	1,412.95

### 相关研究

《柳工(000528)：业绩持续高速增长，行业地位进一步稳固》

2019-04-03

《柳工(000528)：三季度维持高增长，后续有望受益基建投资提速》

2018-10-30

## 内容目录

<b>1. 国有工程机械企业领军者，海外业务平滑国内周期</b> .....	<b>5</b>
1.1. 柳工：工程机械行业领军者，国际化&混改驱动发展 .....	5
1.2. 混改后盈利能力大幅提升，海外营收增速亮眼 .....	7
1.3. 电动化、智能化、数字化渗透加速，持续加大研发投入 .....	9
<b>2. 工程机械行业：内需筑底，出海兑现，行业逐步企稳</b> .....	<b>11</b>
2.1. 国内市场：筑底企稳，更新周期渐近 .....	12
2.2. 海外市场：市场空间广阔，看好国产品牌份额提升+品类拓展 .....	14
<b>3. 成长性分析：混改释放利润弹性，装载机&amp;挖掘机成长性凸显</b> .....	<b>17</b>
3.1. 混改释放利润弹性，股权激励+可转债提升经营质量 .....	17
3.1.1. 坚持以“混”促“改”，激发企业内生动力 .....	17
3.1.2. 建立中长期激励机制，构建利益共同体 .....	19
3.1.3. 加码核心产能，发行可转债进一步提升公司综合竞争力 .....	20
3.2. 引领全球装载机电动化进程，挖掘机渠道变革逆势扩张 .....	21
3.2.1. 装载机：稳居国内龙头地位，电动化变革领跑者 .....	21
3.2.2. 挖掘机：渠道变革引领逆流而上，提前布局国四凸显竞争力 .....	25
3.3. 柳工被低估的成长性：不同估值体系下的高配置性价比 .....	27
<b>4. 盈利预测与投资评级</b> .....	<b>28</b>
4.1. 盈利预测 .....	29
4.2. 投资建议 .....	30
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>30</b>

## 图表目录

图 1: 柳工集团发展历程.....	5
图 2: 柳工股权结构 (截至 2024/3/31) .....	7
图 3: 2015-2023 年公司营收 CAGR 为 19.4%.....	7
图 4: 土石方铲运机械为公司主要收入来源.....	7
图 5: 国外营收同比增长 41.18%，显著高于国内 .....	8
图 6: 2023 年海外收入增速高于行业，彰显阿尔法属性.....	8
图 7: 2015-2023 年归母净利润 CAGR 为 59.2%.....	8
图 8: 盈利能力自 2022 年迎向上拐点，逐年回升.....	8
图 9: 2023 年国外毛利率 27.7%，同比+3.4pct.....	9
图 10: 费控能力持续优化.....	9
图 11: 2023 年公司研发投入 10.5 亿元，同比增长 11.7% .....	9
图 12: 2023 年研发人员占比 11.8%，同比+2.2pct .....	9
图 13: 2023 年公司大型化、电动化、智能化产品类型占比三分之二.....	10
图 14: 2023 年公司电动化、数字化、智能化项目占比 50%+.....	10
图 15: 工程机械产业链梳理.....	11
图 16: 房建项目工程机械施工顺序.....	11
图 17: 工程机械行业周期复盘.....	12
图 18: 按照 8 年寿命替换，2024 年下半年行业有望迎来新一轮更新周期.....	12
图 19: 2023 年挖机国产品牌份额达到 87% .....	12
图 20: 国内挖掘机分吨位销售结构.....	13
图 21: 2023 年下半年开始小挖内销增速高于中大挖.....	13
图 22: 2023 年国二及以下机型市场保有量占比.....	14
图 23: 海外分市场工程机械市场规模 (亿元) .....	15
图 24: 海外分市场工程机械市场规模占比.....	15
图 25: 2023 年工程机械全球前十强份额.....	15
图 26: 2024Q1 徐工机械海外分产品收入占比.....	16
图 27: 2024Q1 徐工机械海外分产品收入同比增速.....	16
图 28: 2024Q1 中联重科海外分产品收入占比.....	17
图 29: 2024Q1 中联重科海外分产品收入增速.....	17
图 30: 公司混改前后股权穿透图.....	17
图 31: 2021H1 被合并子公司基本情况.....	18
图 32: 公司归母净利润变动情况 (亿元) .....	18
图 33: 2022 年公司盈利能力迎向上拐点.....	18
图 34: 2023 年公司向激励对象授予的股票期权分配情况 (万股) .....	19
图 35: 首次授予的股票期权各年度公司层面业绩考核指标情况.....	20
图 36: 基于股票期权业绩指标的未来利润预测.....	20
图 37: 可转债募集资金投资项目情况 (亿元) .....	21
图 38: 2020 年以来挖掘机对装载机替代进入平台期.....	22
图 39: 国内装挖机年销量与同比，装机降幅趋缓.....	22
图 40: 2022 年国内装载机 CR4 超 70%.....	22
图 41: 装载机头部企业市占率演变情况.....	22
图 42: 柳工与龙工销售规模对比 (单位: 亿元) .....	23

图 43:	公司在土石方机械领域产品矩阵完整.....	23
图 44:	挖掘机与装载机在作业特征上的对比.....	23
图 45:	2023 年国产电动装载机销量全年增幅达 210%.....	24
图 46:	2024 年 4 月电装渗透率达到 18%，同比+14pct.....	24
图 47:	柳工电动化技术路径开发情况.....	24
图 48:	2023 年柳工电装产品市占率达 30%.....	25
图 49:	柳工电动装载机产品矩阵.....	25
图 50:	2023 年柳工挖掘机市占率逆势提升 4pct.....	25
图 51:	2023 年柳工小中挖产品销量占比达 70%.....	26
图 52:	国内挖机产品销量结构.....	26
图 53:	2023 年 1-9 月海外市场挖掘机销售结构.....	26
图 54:	公司 2023-2024Q1 盈利能力表现良好.....	27
图 55:	柳工市盈率低于三大龙头主机厂.....	27
图 56:	公司逐步缩小与三大主机厂毛利率差距.....	28
图 57:	公司逐步缩小与三大主机厂净利率差距.....	28
图 58:	柳工与三大主机厂 2019-2023 年 PB-ROE 散点图.....	28
图 59:	公司营业收入预测.....	29
表 1:	公司主要产品.....	6
表 2:	公司研发项目情况.....	10
表 3:	2024 年 3-5 月挖掘机内销数据转正.....	13
表 4:	2023 年海外与国内工程机械分品种销量对比（单位：台）.....	14
表 5:	工程机械分产品出口同比增速情况.....	16
表 6:	可比公司估值表（截至 2024/6/7）.....	30

## 1. 国有工程机械企业领军者，海外业务平滑国内周期

### 1.1. 柳工：工程机械行业领军者，国际化&混改驱动发展

**全球装载机龙头，拓品类&国际化驱动开启新征程。**公司成立于1958年，以轮式装载机技术起家，80年代自主研发国内第一台装载机并实现单一型号销量超15万台。基于装载机的积累，公司于1993年在深交所上市，成为中国第一家工程机械上市公司。2000年后公司开始拓展产品品类，深入挖掘机、起重机、路面机械等产品领域和相关零部件，向全系列工程机械产品方向布局。2002年公司前瞻性开启国际化战略，率先在全球建成20个制造基地，30+海外子公司，目前海外布局趋于完善。2019年进行混改并实现整体上市，综合竞争实力大幅增强。**截至2023年底，公司已成为国内装载机市占率第一、全品类布局的国际化工程机械龙头企业。**

图1：柳工集团发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所整理

**装载机市占率国内第一，挖掘机实现逆势扩张。**公司主营为土石方机械（装载机、挖掘机、平地机等），2023年公司土石方机械收入占比57.8%。其中装载机是公司拳头产品，在推进国四标准、电动化、智能化方面领先市场，2023年公司装载机市占率国内第一。挖掘机为公司第二大业务板块，2022-2023年行业下行期间公司实现逆势扩张，2023年挖掘机市占率超11%，同比提升3-4pct。此外，为了平滑周期波动，公司积极布

局新兴板块，如高空作业机械、起重机械、矿卡、预应力机械等。2023年，公司其他工程机械及配件/预应力机械实现营收 88.2/22.4 亿元，分别占比 32.0%/ 8.2%。

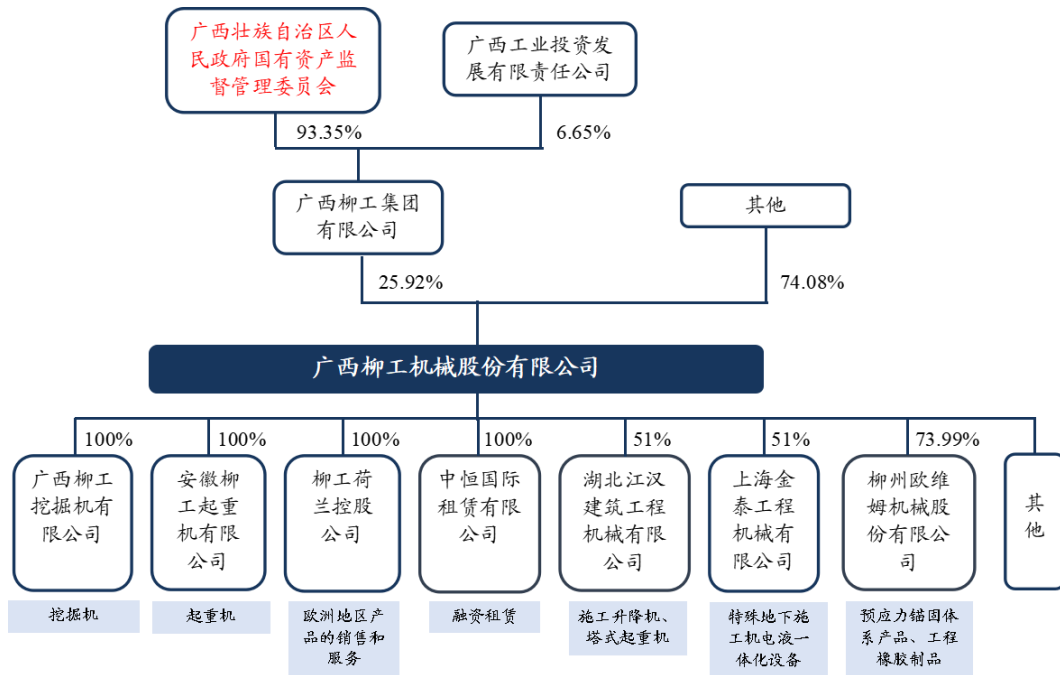
表1: 公司主要产品

产品类型	用途情况	主要产品	特点
装载机	主要用于铲装土壤、砂石、石灰、煤炭等散状物料，也可对矿石、硬土等作轻度铲挖作业	国四835N: 柳工N系列旗舰型3吨装载机，整机采用成熟可靠的核心零部件	整机作业效率高，操纵环境舒适，维护便利
		国四890H: 柳工H系列旗舰型9吨装载机，先进的技术及优异的匹配，在各种恶劣环境下高效作业	牢固可靠，节能高效，环境舒适、性能优秀
挖掘机	主要用于用铲斗挖掘高于或低于承机面的物料，并装入运输车辆或卸至堆料场	933EHDG4: 装车速度快、同吨级省油: 搭载经典B系列发动机，匹配经典K5V主泵	动力升级180kw，专属调校，铲斗标配1.88m，装车快，配锤升级，长底盘，操作稳定
		920FMAX: 采用20吨省油，全电控液压控制技术，匹配B7电喷发动机，作业效率和燃油经济性高	定制六缸B7发动机，国产首家全电控，具有机动灵活、操控性好、施工效率高、油耗低等特点
推土机	主要用于场地清理或平整，开挖深度不大的基坑以及回填，推筑高度不大的路基等	LD17CG4: 搭载康明斯L9国四发动机; 高压共轨、精确燃烧控制，高效节能7%-20%;	承载能力高，使用寿命长，环保节能，全景视野，开闸无遮挡; 易保养，维护成本更低
平地机	主要用于构筑路基和路面、修筑边坡、开挖边沟，也可搅拌以及路面养护工作	6126EG4: 独家无冲击激振器，柔性起停振，避免甩块激振器的冲击，杜绝断裂风险，延长寿命	独立激振室和主动润滑技术，可靠且维护费低; 整体优化匹配技术，同吨位更大激振力，工作效率高
矿用卡车	主要用于矿山、工程方面，在矿山中用于完成岩石土方剥离和矿石运输任务	DW90AG4: 国四标准，采用行业领先的全液压转向系统，全密封微增压驾驶室，一体式柔性车架	操作更轻松，大大降低驾驶疲劳强度; 效率较行业领先10%，操作方便; 维护便利; 工况适应性强。
高空作业平台	主要用于建筑工程，将作业人员等举升到一定位置进行施工、安装、维修等，提供安全保障	LSC0407DEM: 智能控制系统，智能充电系统，双向标准叉装孔，自润滑轴套。	设备状态实时监测; 多重安全保护，保障人员安全; 电瓶使用寿命长; 维护便利，易于掌控。
摊铺机	主要用于各种路面施工场景，对基层和面层各种材料摊铺作业	509EG4: CAN智能数字操控系统，左右各一套液压输料系统，大搅龙、超声波分料，搭载平稳驱动系统	提高摊铺质量，精准分料，精准稳定摊铺，整机综合节油达12%以上，易接料、冲击小、容量大。
起重机	主要用于公共设施和港口的吊重等	LTC100L4-1: 4节主臂长度28.1米，支腿横向跨距5.7米，大作业幅度26米。整机高度低，设计紧凑	玉柴发动机匹配法士特8档同步器变速箱，换挡平顺，节能省油。液压系统全新升级，性能提升。

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**混改效果显著，机制优化注入发展活力。**实控人为广西国资委，控股比例 24.2% (截至 2024 年 3 月 31 日)。2019 年，柳工集团响应广西国企混改，整合原先 6 家集团子公司 (中恒国际租赁、欧维姆等) 主业资产，组建了混改主体柳工有限。2020 年 12 月，柳工集团引入 7 家战略投资者，同时公司 1274 名骨干员工以 2.23 亿增资入股，合计募资达 34.15 亿元。2021 年，筹措柳工股份吸收合并混改主体柳工有限，至此集团重大资产重组完成，实现整体上市。柳工混改效果显著，优质资产整合发挥 1+1>2 的效果; 此外股东利益、企业利益和员工利益有机结合，形成“央国企优势+市场化机制+战略伙伴协同”的国企改革发展新模式，为建设世界柳工注入新的市场活力和发展动力。

图2: 柳工股权结构 (截至 2024/3/31)

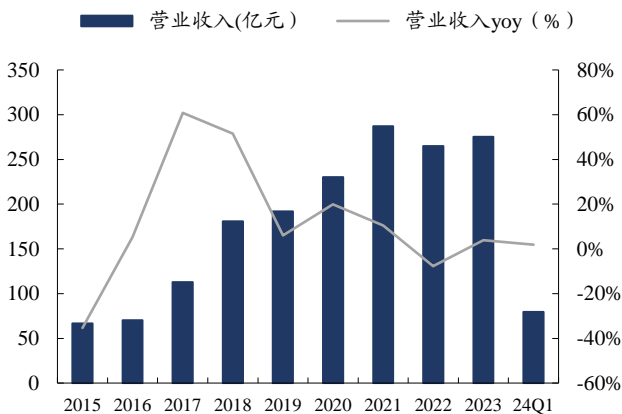


数据来源: Wind, 东吴证券研究所整理

## 1.2. 混改后盈利能力大幅提升, 海外营收增速亮眼

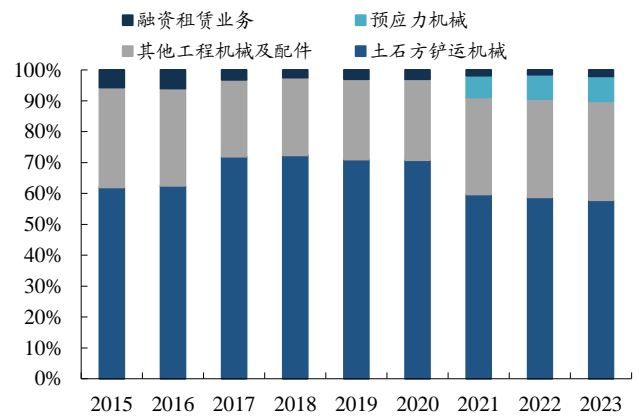
公司营收规模快速扩张, 土石方机械为主要收入来源。公司营收从 2015 年的 66.6 亿元增长至 2023 年 275.2 亿元, CAGR 达 19.4%。其中 2015-2021 年受益于行业上行周期, CAGR 达 20.1%。2022 年行业开始下行, 营收增速大幅下滑, 但 2023 年公司积极开拓海外市场、拓展产品品类, 营收重回正增长。**分产品来看**, 土石方铲运机械(装载机、挖掘机、推土机、平地机等)是公司主要收入来源, 2017-2020 年收入占比均值为 71.5%。2021 年开始新注入业务如混凝土机械、农用机械、预应力机械等, 新兴业务板块收入占比逐步提升, 2023 年土石方机械收入占比下降至 57.8%。

图3: 2015-2023 年公司营收 CAGR 为 19.4%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

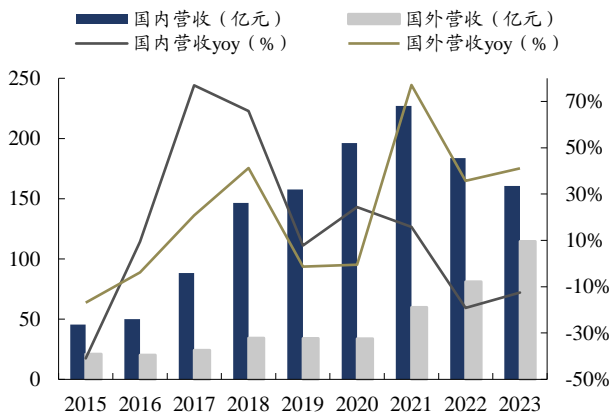
图4: 土石方铲运机械为公司主要收入来源



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

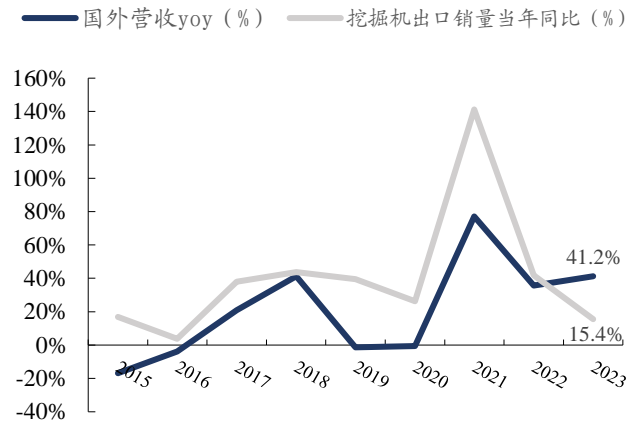
**国际化战略见效，海外市场平滑国内行业周期。**公司海外营收从2015年的21.0亿元增长到2023年的114.6亿元，期间CAGR达23.7%，高于公司整体收入增速。同时自2021年起，海外营收占比加速提升，2023年已达41.7%，大幅平滑国内行业周期性波动。公司为国内最早提出国际化战略的工程机械主机厂，海外多年布局成效逐步体现，2023年公司海外收入增速41.2%，显著高于行业增速，具有个股阿尔法属性。

图5：国外营收同比增长41.18%，显著高于国内



数据来源：Wind，东吴证券研究所

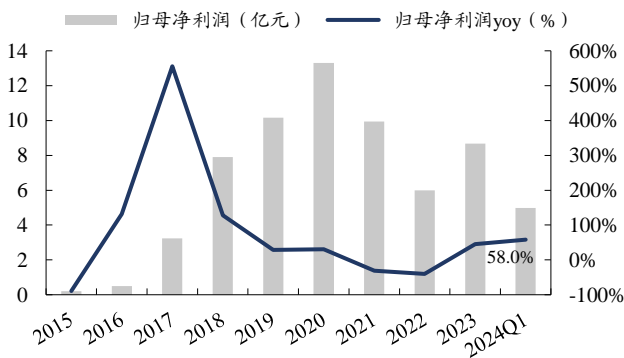
图6：2023年海外收入增速高于行业，彰显阿尔法属性



数据来源：Wind，东吴证券研究所

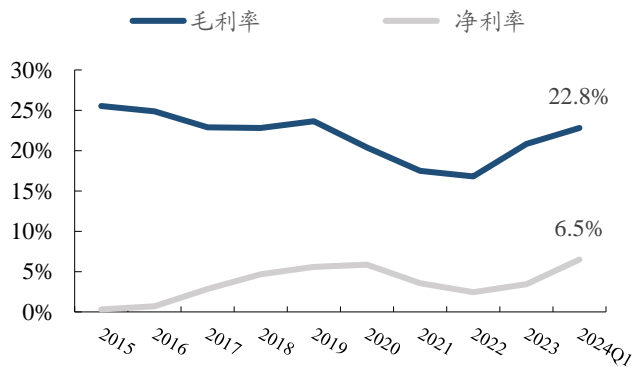
**净利润增速快于营收增速，盈利能力持续修复。**2015-2023年公司归母净利润从0.2亿元增长至8.7亿元，期间CAGR为59.2%，归母净利润年复合增速远高于收入增速，净利率持续修复。公司净利率的修复分为三个阶段：①2015-2020年：毛利率基本稳定，净利率的提升主要来自于费控能力的提升，销售费用率和管理费用率大幅下降；②2020-2022年：费用率基本稳定，受国内行业下行影响毛利率大幅下滑，导致净利率同步下降；③2022-2024Q1：高毛利的海外市场占比提升&混改提升效率，综合毛利率持续修复，2023年毛利率同比提升4.0pct，但海外渠道建设导致费用率小幅提升，最终2023年净利率同比提升1.0pct。

图7：2015-2023年归母净利润CAGR为59.2%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

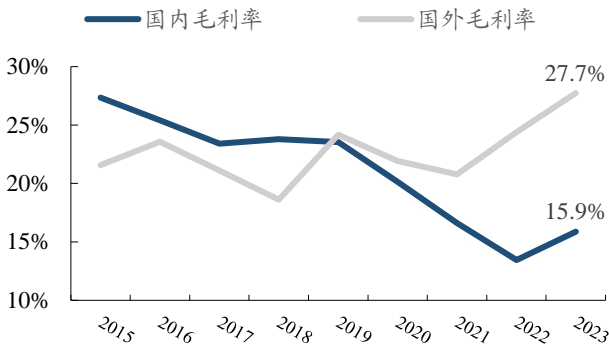
图8：盈利能力自2022年迎向上拐点，逐年回升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

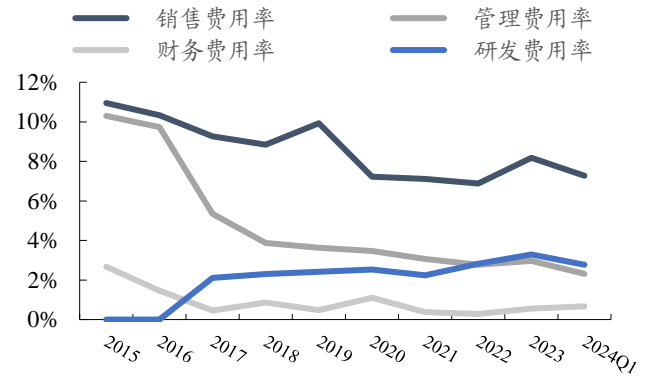


图9: 2023年国外毛利率 27.7%，同比+3.4pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 费控能力持续优化

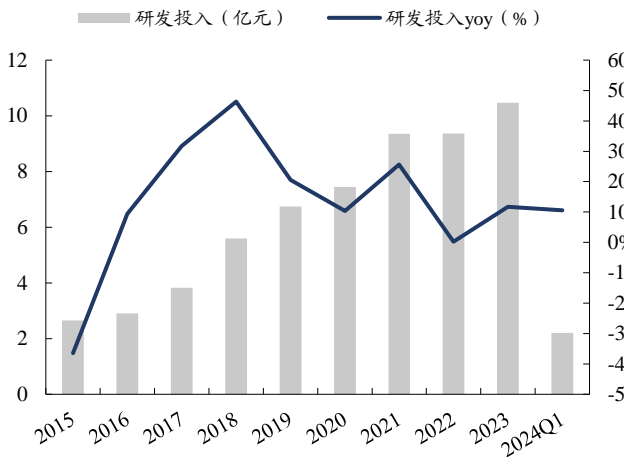


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 1.3. 电动化、智能化、数字化渗透加速，持续加大研发投入

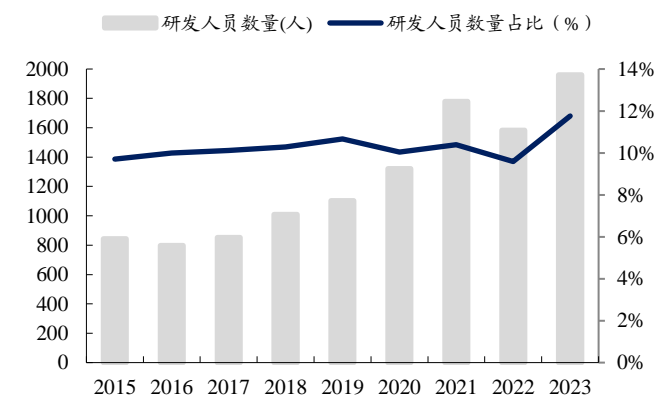
**聚焦国际市场，持续增加研发投入。**在国内市场下行背景下，国内企业聚焦海外市场，但国产品牌出口面临海外需求多样化&国外龙头地位稳固挑战，为此国产品牌纷纷向电动化、智能化、数字化转型，加大研发投入，有望通过“三化”实现弯道超车。公司已经构建了全球研发中心、产品研究院所、海外研发中心三位一体的研发体系，2023年公司研发投入同比+11.7%，研发人员占比同比+2.2pct，持续高效的研发投入奠定了公司未来的产品竞争力。

图11: 2023年公司研发投入 10.5 亿元,同比增长 11.7%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 2023年研发人员占比 11.8%，同比+2.2pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**“三化”&拓品类是重点研发方向，综合竞争力持续提升。**近年来公司重点研发方向主要包括电动化、智能化、数字化、国四产品、拓品类等方向，2023年公司大型化、电动化、智能化产品类型占比三分之二，电动化、数字化、智能化项目占比 50%+，其

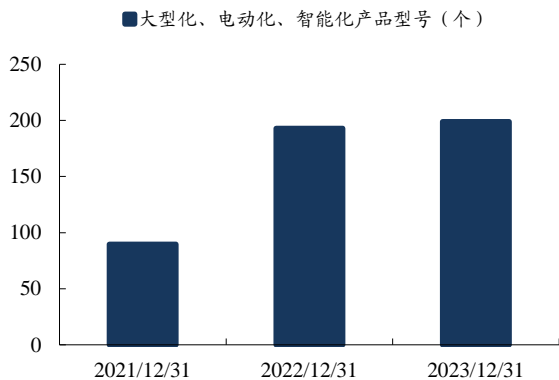
中部分项目已经初具成效。在电动化方面，公司引领行业内电动装载机发展，2023 年公司电动装载机国内市占率超过 30%；在国四产品布局方面，公司是国内最早布局国四机械的主机厂，全面国四战略助力盈利能力提升；在拓品类方面，公司积极布局起重机、高空作业平台等新兴板块，帮助公司大幅平滑国内周期波动，综合竞争力持续提升。

表2: 公司研发项目情况

研发项目	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
电动产品开发	响应国家碳中和、碳达峰的战略发展要求，开发节能减排的电动挖掘机产品，为工程机械电动化创新奠定基础，同时带动三电等零部件企业的发展，支持地方产业转型升级。	产品已发布	产品发布上市	柳工作为工程机械行业电动产品的先驱者，通过电动产品线的拓展，致力于为客户提供更好的服务。
无人驾驶产品开发	响应国家绿色矿山和智慧矿山的发展趋势结合客户需求，开发无人驾驶产品。	产品已发布	产品发布上市	国家提倡绿色、智慧矿山，矿山面临招工难安全隐患大的问题，开发无人驾驶产品，可以解决客户痛点，提升柳工无人产品市场竞争力，抢占市场份额提高公司品牌与影响力。
核心零部件新产品开发	1. 进口核心零部件自主开发，提升国产化率，响应国家政策；2. 不断满足客户及整机技术升级需求。	产品已发布	产品发布上市	解决核心零部件的外购成本高、性能及可靠性不足的痛点问题，提升柳工挖掘机的市场竞争力，提高公司的品牌知名度。
智慧矿山	在现有的智慧矿山管理系统的版本上，加强安全管理领域的产品集成与融合，研发一款支持多语言并适应海外矿山客户的智慧矿山管理系统，进一步提升柳工智慧矿山管理系统的竞争力。	产品已发布	产品发布上市	扩展给客户创造更多应用价值的功能，丰富系统产品体系，提升对头部客户持续的价值创造和服务能力，对海外市场客户提供先进全面的解决方案和产品，进而对公司海外销售提供有力支撑。
非道路机械国四产品开发	响应国家制造业绿色智能化高质量发展战略：引领行业技术革新，进一步追赶或超越国际标杆，稳固柳工国内技术领先优势，进一步拓展海外市场。	产品已发布	产品发布上市	确保国内技术领先；扩大市场占有率，销量达到国内/国际双第一，提高公司的产品口碑提高产品口碑，国际口碑踏入第二或第一梯队，提高公司的产品口碑和市场占有率。
汽车起重机 (OTTC) 机型开发	柳工全面国际化战略落地，践行国际可持续的高质量发展战略，起重机海外业务需要持续实现规模、盈利和健康增长。开发俄罗斯市场专用机型，实现俄罗斯市场突破。	产品已发布	产品发布上市	通过该市场的突破，极大推进柳工起重机海外业务增长。同时俄罗斯市场对产品的高质量高要求，也能进一步提升柳工起重机整体的技术和质量，增强产品竞争力。
无人压路机机群云控平台	通过集中控制和管理，实现贯穿自动化道路全套施工各阶段的施工工艺文件的生成、仿真、检验，实际工作参数存储、评估，提高施工效率和质量，降低成本和安全风险，实现智能化和自动化的施工管理。	产品已发布	产品发布上市	促使公司在无人驾驶和自动化技术领域不断进步，提升公司的技术实力和市场竞争能力。同时，扩大道路领域的市场份额，吸引更多客户选择合作。

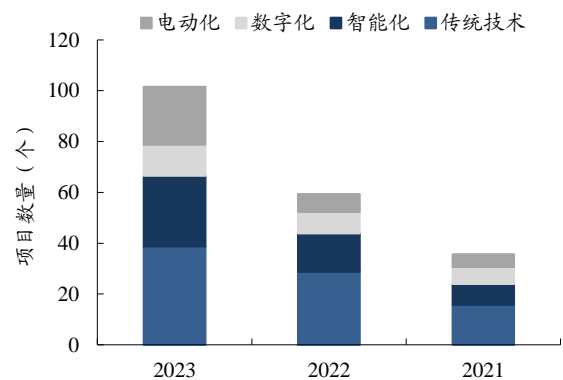
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图13: 2023 年公司大型化、电动化、智能化产品类型占比三分之二



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图14: 2023 年公司电动化、数字化、智能化项目占比 50%+



数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 2. 工程机械行业：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。

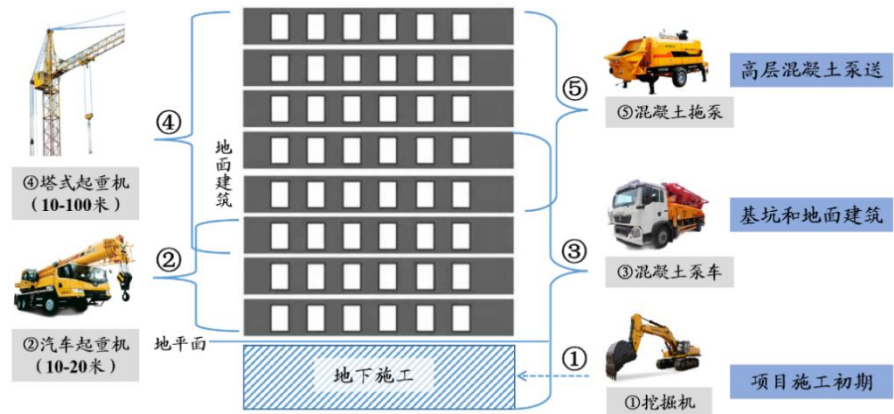
图15：工程机械产业链梳理



数据来源：Wind，东吴证券研究所整理

工程机械主要产品包括挖掘机械、起重机械和混凝土机械。在项目的不同建设阶段使用的工程机械不同，以房建项目为例，工程机械按挖掘机、汽车起重机、泵车、塔式起重机的顺序先后进行施工。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16：房建项目工程机械施工顺序

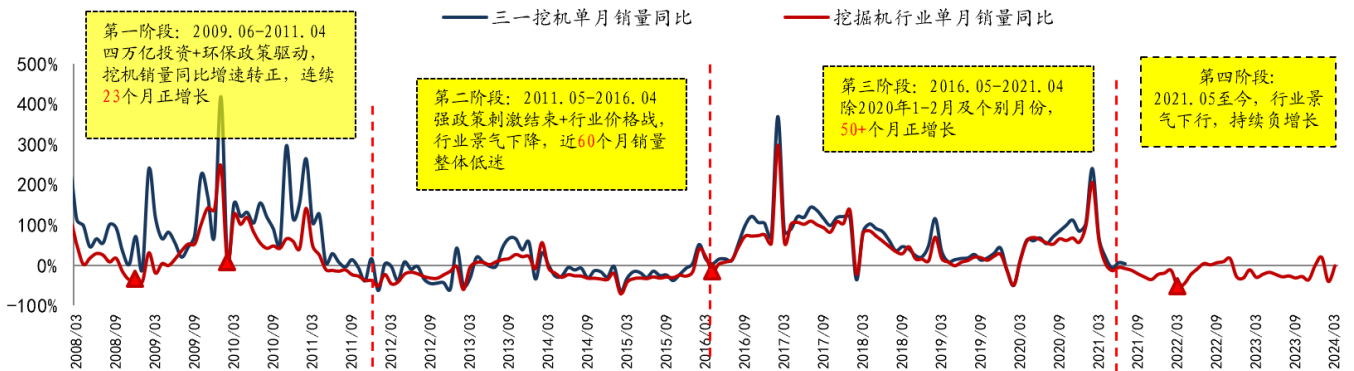


数据来源：中国工程机械工业协会，东吴证券研究所整理

## 2.1. 国内市场：筑底企稳，更新周期渐近

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。

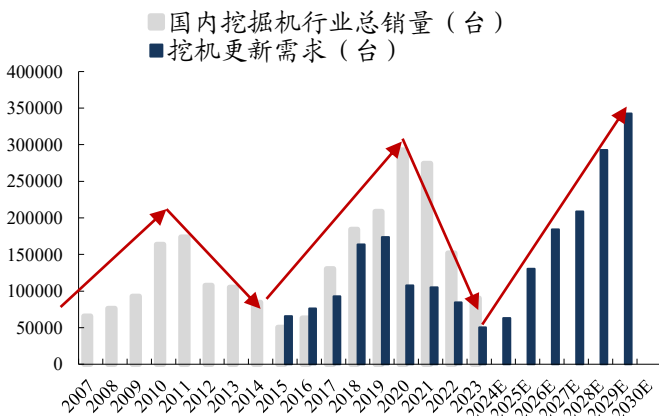
图17：工程机械行业周期复盘



数据来源：Wind，东吴证券研究所

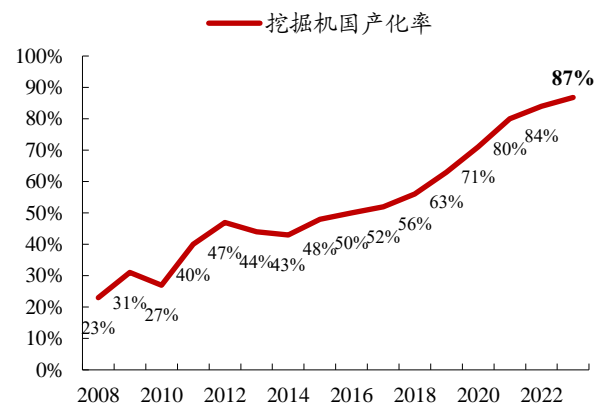
按照 8-10 年使用寿命，2024 年行业有望迎来新一轮更新周期。挖掘机使用寿命为 8-10 年，需求存在显著的周期性。2023 年挖机国产品牌份额达到 87%，国产品牌性价比突出，回收周期及更新周期相对较短，随着挖机国产化率提升，更新周期有望进一步缩短。此轮周期于 2016 年开始，2020 年达到高峰后开始下行。按 8 年更新周期，国内挖掘机周期有望于 2024 年开启新一轮更新周期。

图18：按照 8 年寿命替换，2024 年下半年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

图19：2023 年挖机国产品牌份额达到 87%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

**3-5 挖掘机内销连续三月转正，全年有望迎来向上拐点。**2024 年 3-5 月挖掘机内销分别为 1.5/1.1/0.9 万台，分别增长 9.3%/13.3%/29.2%。全年来看，1-5 月挖掘机内销增速已经转正，且下半年基数压力大幅减弱，全年正增长确定性强。

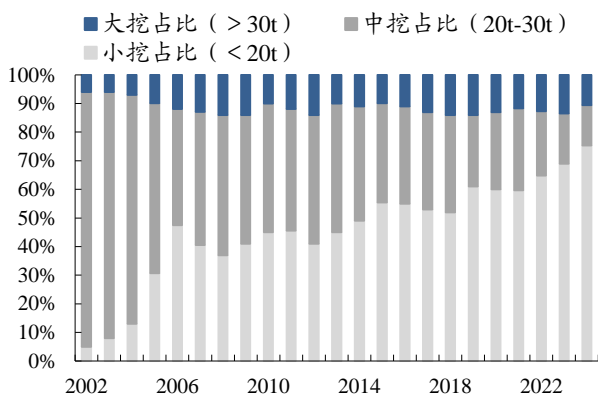
表3: 2024 年 3-5 月挖掘机内销数据转正

国内挖掘机行业月度销量数据【东吴机械】								
日期	①国内销量 (台)	①国内销量 yoy (%)	②出口销量 (台)	②出口销量 yoy (%)	挖机总销量 (台)	挖机总销量 yoy (%)	累计总销量 (台)	累计总销量 yoy (%)
2024/1	5421	57.7%	6955	-0.7%	12376	18.5%	12376	18.5%
2024/2	5837	-49.2%	6771	-32.0%	12608	-41.2%	24984	-21.7%
2024/3	15188	9.3%	9792	-16.2%	24980	-2.3%	49,964	-13.1%
2024/4	10782	13.3%	8040	-13.2%	18822	0.3%	68,786	-9.8%
2024/5	8518	29.2%	9306	-8.9%	17824	6.0%	86610	-6.9%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

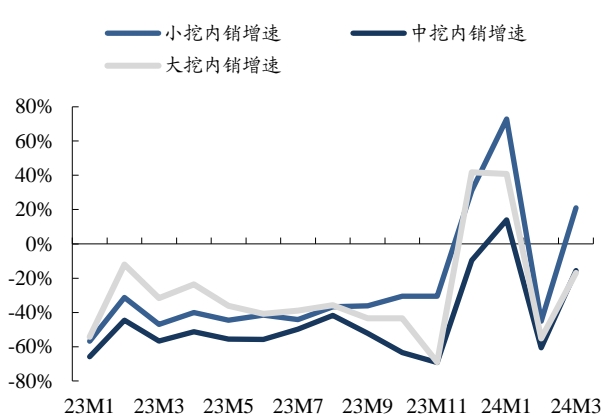
**新一轮上行周期中，小挖拉动作用显著。**小挖被广泛用于管道开挖、地基施工、公用事业、房屋维修、农林建设等市政工程中，其使用寿命较中大挖而言更短，且与房地产基建的相关性更低。从挖机销售结构上看，2009-2023 年小挖占比从 41%提升至 75%，使得行业寿命替换周期缩短。2024 年 3 月小挖销量增速为 21%，主要受益于更新周期已至&2023 年底万亿国债拉动的农村水利需求，小挖先于中大挖转正并拉动整体内销增长转正。随着小挖占比的持续提升和销量增长，行业更新需求有望得到修复。

图20: 国内挖掘机分吨位销售结构



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

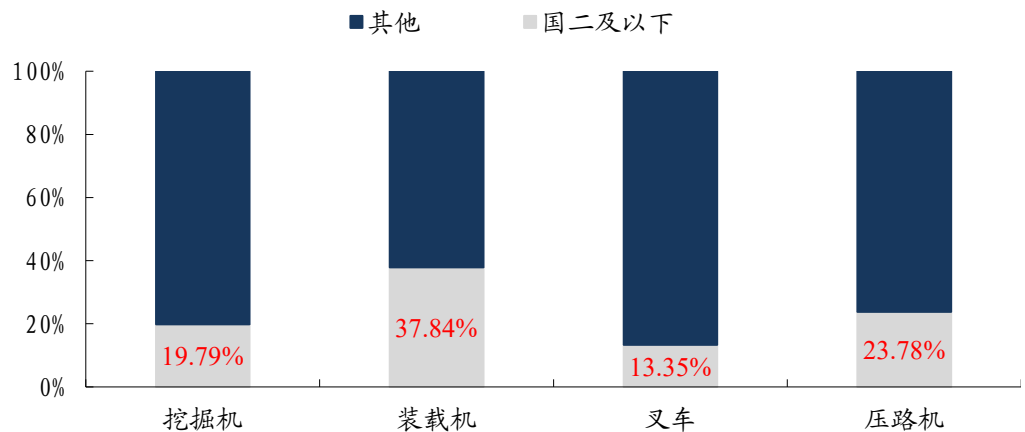
图21: 2023 下半年开始小挖内销增速高于中大挖



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**大规模设备更新政策驱动下，老旧设备出清有望加速。**住建部印发通知，更新淘汰使用超过 10 年以上的建筑施工工程机械设备，包括挖掘、起重、装载、混凝土搅拌等工程机械设备。据国家环保部门要求，2016 年 4 月 1 日起，停止制造、进口和销售装用国二发动机的整机，意味着 2016 年以前销售的挖掘机基本为国二以下产品，已接近 10 年使用寿命，符合政策更替条件。国二及以下标准的挖掘机、装载机、叉车、压路机保有量分别为 38.8 万、36.2 万、75.7 万、3.4 万台，占 2023 年保有量的 19.79%、37.84%、13.35%、23.78%。随着大规模设备更新政策的落地，老旧设备有望加速出清。

图22：2023 年国二及以下机型市场保有量占比



数据来源：Wind，中国工程机械工业协会，东吴证券研究所

## 2.2. 海外市场：市场空间广阔，看好国产品牌份额提升+品类拓展

**销量口径下，海外工程机械市场容量为国内三倍，出海拉平国内周期。**根据 AEM，2023 年海外核心品种装载机、挖掘机、高空作业平台销量分别为 27、48、17 万台，是国内销量的 4.8、5.4、1.3 倍，压路机、平地机等路面机械海外市场销量为国内的 8.3、15.1 倍。2023 年海外总体工程机械销量约 101 万台，是国内市场的 3 倍。

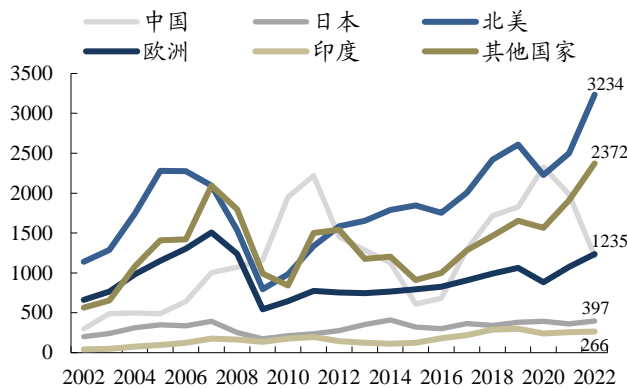
表4：2023 年海外与国内工程机械分品种销量对比（单位：台）

单位：台	海外	国内	倍数
装载机	270,500	56,552	4.78
压路机	53,399	6,422	8.32
挖掘机	481,106	89,980	5.35
摊铺机	1,464	1,022	1.43
起重机	16,926	53,946	0.31
高空作业平台	171,460	129,889	1.32
平地机	14,213	943	15.07
<b>合计</b>	<b>1,009,068</b>	<b>338,754</b>	<b>2.98</b>

数据来源：AEM，中国工程机械工业协会，东吴证券研究所

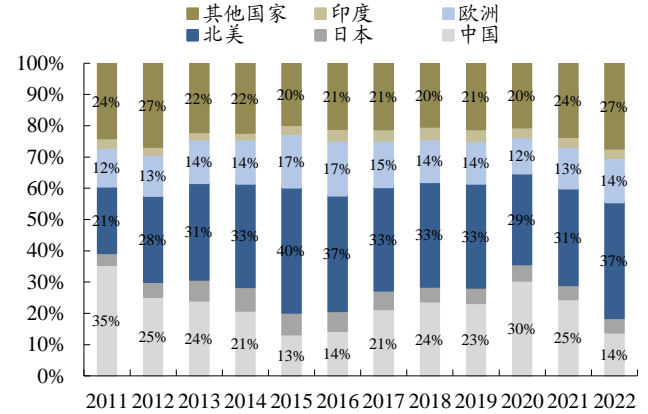
金额口径下，海外市场规模为国内三倍。从金额口径来看，2022 年全球工程机械市场空间约 8711 亿元。其中，北美市场为全球第一大市场，2022 年市场规模超 3000 亿元，占比为 37%，主要需求来自于房地产开发和油气开采；欧洲市场规模 1200 亿元，占比 14%为第二大市场，主要需求来自于西欧的建筑与东欧的资源品行业。2022 年中国市场房地产及基建投资下行导致份额下滑至 13.9%，2011-2022 年市场规模占比均值约 23%，除中国以外的全球市场规模为国内市场的 3 倍左右，海外市场空间广阔。

图23: 海外分市场工程机械市场规模 (亿元)



数据来源: Off-Highway, 东吴证券研究所

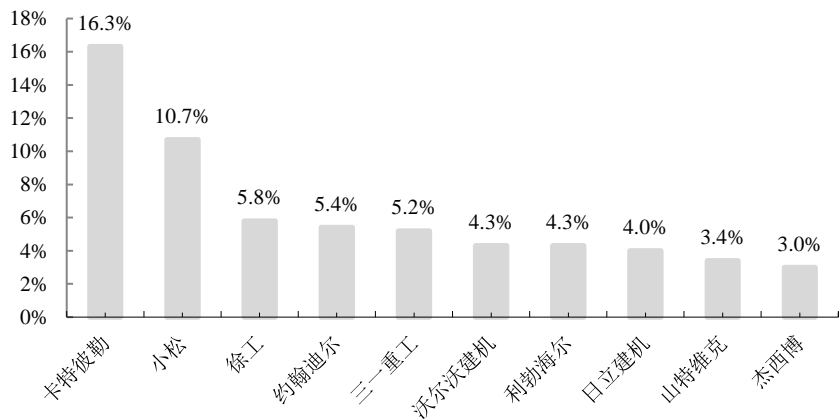
图24: 海外分市场工程机械市场规模占比



数据来源: Off-Highway, 东吴证券研究所

国产品牌份额较低，提升空间广阔。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《2023 全球工程机械制造商排行榜》，三一重工/徐工机械/中联重科全球份额分别仅 5.8%/5.2%/2.7%，低于卡特彼勒/小松 16.3%/10.7%，国产品牌份额提升空间广阔。

图25: 2023 年工程机械全球前十强份额



数据来源: KHL, 东吴证券研究所

品类拓展逻辑下，出口增速驱动力向低基数品类转移。从 2023 年以及 2024Q1 出口数据来看，挖掘机出口增速分别为-4%/-18%，在出口高基数及海外市场竞争格局变化背景下，出口增速转负；起重机出口增速分别为 42%/10%，虽保持正增长，但放缓趋势明显。相比之下，混凝土机械、高空作业平台等品类的出口基数较低，在国内厂商积极布局下实现了较快增长。在出口低基数品类的驱动下，总体出口收入仍有望保持高增长。

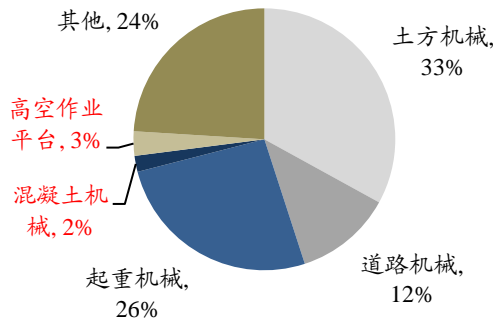
表5: 工程机械分产品出口同比增速情况

产品		2021	2022	2023	2024Q1
土方机械	挖掘机	97.0%	60.0%	-4.0%	-17.9%
	装载机	38.2%	24.9%	11.5%	0.1%
起重机械	起重机合计	61.3%	72.8%	41.6%	9.9%
	汽车起重机	54.5%	73.0%	35.1%	7.8%
	随车起重机	55.7%	83.1%	62.4%	16.5%
	履带起重机	104.4%	54.8%	23.9%	4.1%
	塔机	0.0%	0.0%	130.4%	67.5%
混凝土机械	混凝土泵车	100.9%	46.0%	12.2%	81.3%
	混凝土搅拌车	44.3%	31.2%	42.0%	40.9%
铲土运输机械	压路机	68.3%	25.1%	16.0%	-5.0%
	摊铺机	28.0%	12.6%	56.0%	76.7%
	平地机	93.2%	12.7%	-6.2%	1.1%
高空作业平台		140.4%	63.5%	7.2%	22.1%
叉车		73.8%	14.5%	12.1%	24.9%

数据来源: Wind, 中国工程机械工业协会, 东吴证券研究所

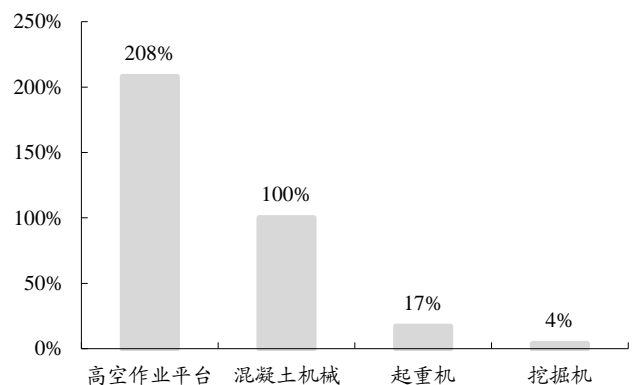
头部主机厂阿尔法显著，品类拓展带动出口高增。以徐工和中联为例，从 2024Q1 海外分产品收入和增速可以看出，虽然传统工程机械挖掘机和起重机的增速较低，但新兴业务板块如矿山机械、高空作业平台、工业车辆等品类由于基数低而实现了收入高速增长。在新兴业务板块的拉动下，即使 2024 年核心品类挖掘机的销量增速已经回落，但总体出口收入增速仍有保障。

图26: 2024Q1 徐工机械海外分产品收入占比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

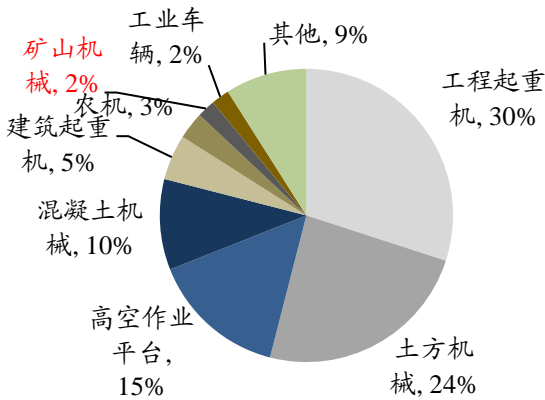
图27: 2024Q1 徐工机械海外分产品收入同比增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

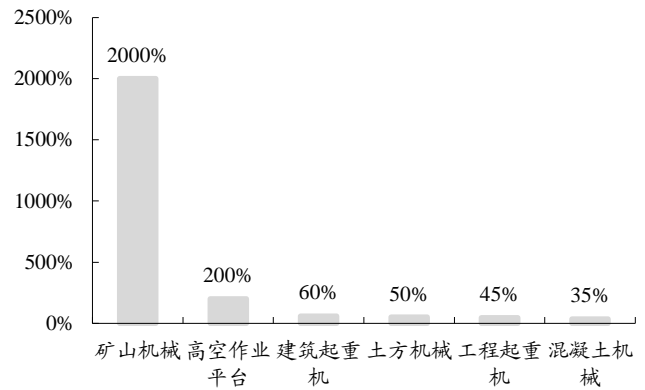


图28: 2024Q1 中联重科海外分产品收入占比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图29: 2024Q1 中联重科海外分产品收入增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

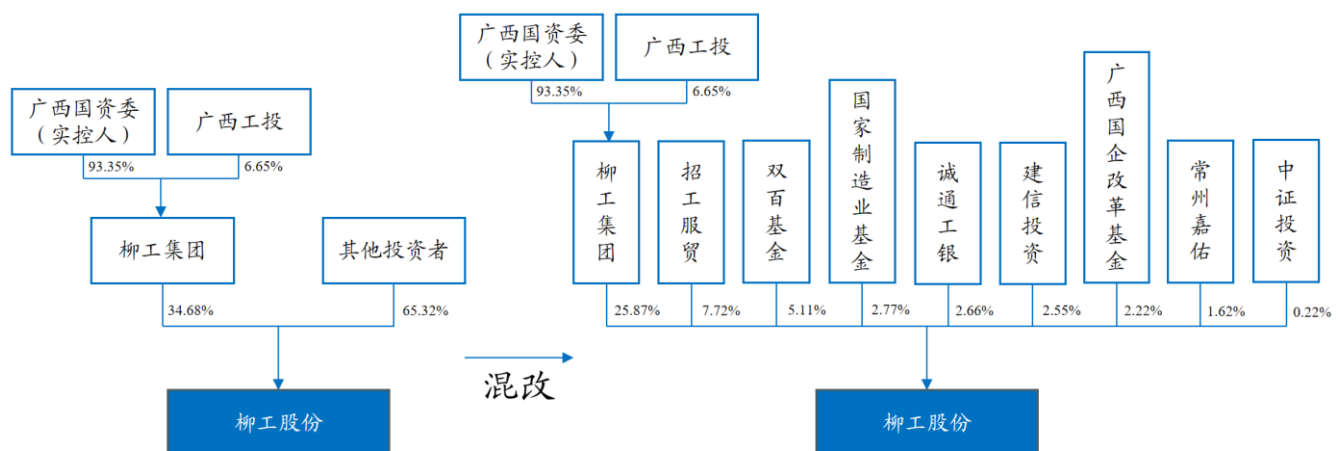
### 3. 成长性分析: 混改释放利润弹性, 装载机&挖掘机成长性凸显

#### 3.1. 混改释放利润弹性, 股权激励+可转债提升经营质量

##### 3.1.1. 坚持以“混”促“改”, 激发企业内生动力

实施混合所有制改革, 构建国企发展新模式。公司通过整合主业资产、推进员工持股、引入战略投资者、完善市场化经营机制等一系列举措, 完成了柳工股份、欧维姆等6家子公司整合进入广西柳工集团机械有限公司的战略目标, 并成功引入7家高质量战略投资者, 募集资金31.92亿元。与此同时开展员工持股, 实现股东利益、企业利益和员工利益的有机结合, 形成“中央和地方国企优势+市场化机制+战略伙伴协同”的国企改革发展新模式, 为建设国际化柳工注入新的市场活力和发展动力。

图30: 公司混改前后股权穿透图



数据来源: 公司吸收合并报告书, 东吴证券研究所

吸收合并柳工有限，综合实力显著提升。混改完成后，柳工股份吸收合并柳工有限及其持有的以欧维姆、中源机械、柳工农机、柳工压缩机、柳工建机五家为主的子公司，并于2022年整体上市。2018年到2021H1，各子公司营收、净利、毛利率和净利率总体呈上升趋势，协同效应明显。

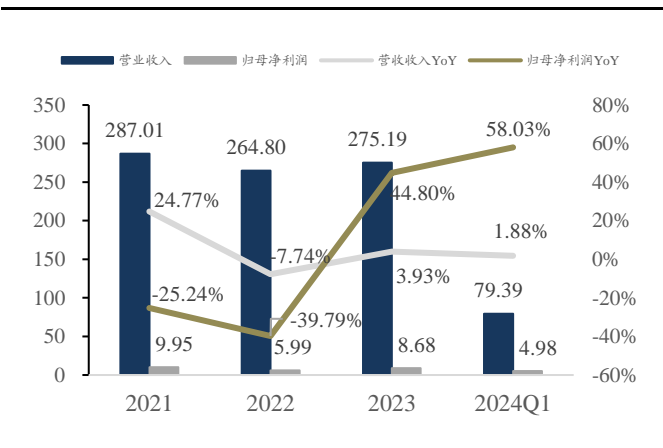
图31: 2021H1 被合并子公司基本情况

子公司	成立时间	持股比例	主营业务	2018-2020 营收 CAGR	营收 (亿元)	毛利率	净利润 (亿元)	净利率
中源机械	2002/4/8	100%	主要产品包括油箱、油管、摇臂、铲斗等液压附件和工程机械属具等。	4.9%	15.8	6.4%	0.52	5.2%
欧维姆	1981/11/12	77.9%	主要产品包括欧维姆品牌的斜拉索系统、锚具等预应力产品及工程橡胶制品等。	4.9%	11.5	6.7%	0.61	5.2%
柳工建机	2007/12/20	100%	主要产品包括车载泵、拖泵、臂架泵车、搅拌车和搅拌站等。	30.4%	1.2	-7.4%	-0.09	-7.4%
柳工农机	2016/2/22	99.6%	主要产品包括甘蔗收获机、拖拉机及甘蔗生产全程机械化配套机具等。	73.1%	0.9	5.6%	0.07	8.4%
柳工压缩机	2002/8/30	60.2%	主要产品包括移动式空气压缩机和活塞式压缩机（空气及特殊气体）等。	5.2%	0.2	3.8%	0.01	3.5%

数据来源：公司吸收合并报告书，东吴证券研究所

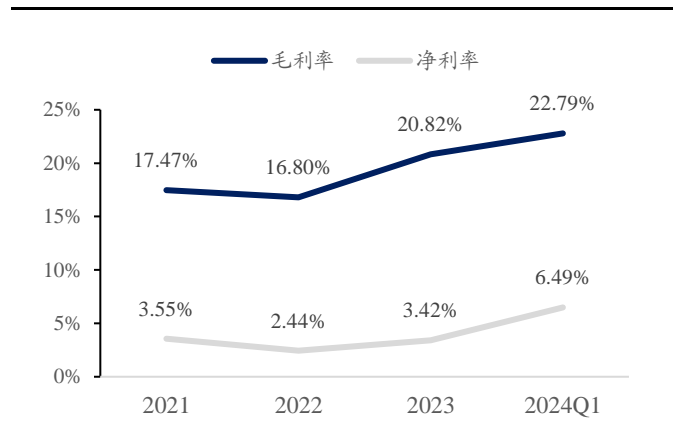
合并带来规模效应，盈利能力迎向上拐点。通过上述合并，柳工有限旗下建筑机械、农业机械、混凝土机械及工程机械生产配套资产整体注入公司，公司的主营业务进一步向上下游延伸拓展，综合实力显著加强。规模效应下，2022年开始各收入指标明显出现拐点，营收净利同比转正，毛利率、净利率快速修复。

图32: 公司归母净利润变动情况 (亿元)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图33: 2022 年公司盈利能力迎向上拐点



数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 3.1.2. 建立中长期激励机制，构建利益共同体

股票期权覆盖各类核心员工，有效激发员工工作积极性。2023年7月公司股票期权激励计划首次授予完成。此次股票期权实际授予数量5,314万份，占总股本比例3.00%；授予登记人数974名，激励对象主要包括公司董事、高管以及其他对公司经营业绩和未来发展有直接影响的核心业务、技术和管理骨干、技能能手以上的技术专家，覆盖面较广，有效绑定核心骨干及技术人员，激发员工工作积极性。公司设定期权行权价格为7.10元/份。首次授予日2023年6月26日，公司股价为7.49元/股，每份期权收益为0.39元。截至2024年6月2日，公司股价为10.63元，每份期权收益为3.53元，激励效果明显。

图34：2023年公司向激励对象授予的股票期权分配情况（万股）

序号	姓名	高管岗位	授予总股数	授予数占比	总股本占比
1	曾光安	党委书记、董事长、首席执行官	211	3.6%	0.11%
2	黄海波	党委副书记、副董事长、执行董事	127	2.2%	0.07%
3	文武	执行董事、高级副总裁	159	2.7%	0.08%
4	黄祥全	高级副总裁	133	2.3%	0.07%
5	俞传芬	高级副总裁	127	2.2%	0.07%
6	罗国兵	高级副总裁	121	2.1%	0.06%
7	袁世国	副总裁	93	1.6%	0.05%
8	朱斌强	副总裁	84	1.4%	0.04%
9	肖小磊	副总裁	84	1.4%	0.04%
10	潘恒亮	副总裁	70	1.2%	0.04%
11	黄华琳	董事会秘书	64	1.1%	0.03%
对公司经营业绩和未来发展有直接影响的核心业务、技术和管理骨干、技能能手以上的技能专家(不超过963人)			4042	69.0%	2.07%
预留股数			540	9.2%	0.28%
合计			5854	100.0%	3.00%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

业绩考核指标聚焦经营质量，彰显公司发展信心。股票期权业绩考核指标为公司发展提供明确指引。2024-2026年度各年具体指标如下：利润总额与2022年相比增长分别不低于20%、35%和50%，归母净利润收益率不低于6.0%、6.5%和7.0%，同时均不低于同行业平均业绩。该授予条件以利润总额和ROE作为考核目标，对公司整体经营质量提出了较高要求，也凸显了公司对于未来发展前景的信心。

图35: 首次授予的股票期权各年度公司层面业绩考核指标情况

阶段名称	业绩考核指标
第一个行权期	2024 年归母净资产收益率不低于 6.0%，且不低于同行业平均业绩（或者对标公司 75 分位值）；2024 年利润总额比 2022 年增长不低于 20%，且不低于同行业平均业绩（或者对标公司 75 分位值）；2024 年经济增加值不低于 5.0 亿或达到集团下达的目标值。
第二个行权期	2025 年归母净资产收益率不低于 6.5%，且不低于同行业平均业绩（或者对标公司 75 分位值）；2025 年利润总额比 2022 年增长不低于 35%，且不低于同行业平均业绩（或者对标公司 75 分位值）；2025 年经济增加值不低于 6.0 亿或达到集团下达的目标值。
第三个行权期	2026 年归母净资产收益率不低于 7.0%，且不低于同行业平均业绩（或者对标公司 75 分位值）；2026 年利润总额比 2022 年增长不低于 50%，且不低于同行业平均业务（或者对标公司 75 分位值）；2026 年经济增加值不低于 7.0 亿或达到集团下达的目标值。

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

**公司强化经营质量管理，期待未来利润释放。**公司以 ROE、利润总额作为业绩指标，为公司注入市场化活力。我们以 ROE 目标作为测算基准，在海外拓展加速、国内周期上行背景下，参考上一轮上行周期资产扩张，假设 2024-2026 年归母净资产每年保守增长 10%，测算结果为 2024-2026 年公司归母净利润同比分别增长 25.7%/19.2%/18.5%，利润释放弹性较大。

图36: 基于股票期权业绩指标的未来利润预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
ROE①	3.85%	5.40%	6.00%	6.50%	7.00%
归母净资产（亿元）②	157.5	165.3	181.9	200.0	220.0
归母净资产 yoy③		4.98%	10.00%	10.00%	10.00%
归母净利润（亿元）④=①*②	5.99	8.68	10.91	13.00	15.40
归母净利润 yoy⑤	-39.8%	44.8%	25.7%	19.2%	18.5%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 3.1.3. 加码核心产能，发行可转债进一步提升公司综合竞争力

**募资 30 亿元用于工厂升级、零部件产能扩张、“三化”研发，综合竞争力进一步增强。**2023 年 3 月公司向不特定对象发行债券募资 30 亿元，用于工厂升级、零部件扩张产能及“三化”研发。其中，挖掘机项目投产后工厂将升级为智慧工厂且中大型挖掘机实现产能翻倍；装载机项目投产后布局大型装载机提升竞争力；中源液压业务新工厂全面投产后液压零部件产能大幅扩张，零部件自制率提升有助于降本增效。柳工挖掘机智慧工厂和中源液压项目有望于 2024 年 7 月投产，综合竞争力进一步增强。

图37: 可转债募集资金投资项目情况 (亿元)

项目名称	项目投资总额	拟使用募集资金投入额	项目说明	效果
柳工挖掘机智慧工厂项目	16.4	14.0	整合优化柳州地区两个挖掘机工厂, 打造智慧工厂, 建成后预计年产各类挖掘机 1.8 万台, 中大挖产能翻倍。	中大挖产能翻倍一方面有助于公司打开基建、房地产、矿山市场, 另一方面有助于产品结构优化提升盈利能力。
柳工装载机智能化改造项目	13.0	7.0	新增 3T 及大型矿用装载机, 减速机高端零部件等新业务, 建成后年产各类装载机 3.00 万台套, 平地机约 0.11 万台套, 并具备相关高端配套零部件自制能力。	大型装载机布局有助于提升公司国内外竞争力, 零部件自制有助于提高毛利率。
中源液压业务新工厂规划建设	4.7	2.4	搬迁原有液压附件生产线至挖掘机工厂所在工业园, 并实现产能扩充, 建成后预计年产各类工程机械液压附件约 15 万套, 相较于 2021 年末产能提升 3.5 倍。	液压零部件自制率提升, 有助于降本; 挖掘机新工厂和零部件工厂位于同一个工业园区, 节省物流成本。
工程机械前沿技术研发与应用项目	2.4	2.0	开展工程机械低碳化技术、智能化技术、数字化技术、新型基础件技术等方向的产品和技术研发。	面向国际化, 长期有望通过“三化”实现弯道超车
补充流动资金	4.6	4.6	/	/
合计	41.1	30.0	/	/

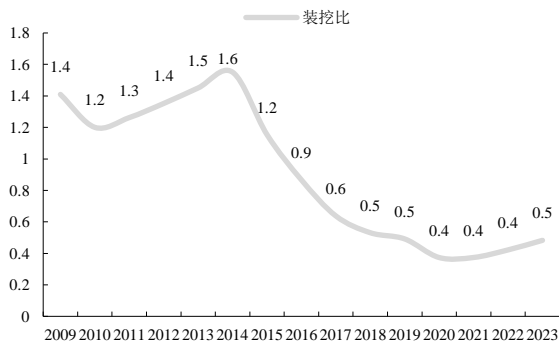
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 3.2. 引领全球装载机电动化进程, 挖掘机渠道变革逆势扩张

#### 3.2.1. 装载机: 稳居国内龙头地位, 电动化变革领跑者

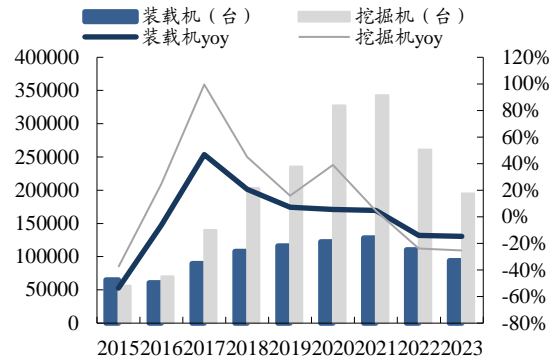
挖掘机替代装载机进程基本结束, 装载机市场规模趋于稳定。相比于装载机, 挖掘机更高的灵活性和更完备的功能性使其拥有更加广阔的应用场景; 但又由于装载机本身运输的集中性和针对性, 在港口矿山等大规模松散物料运输的环境下依然拥有不可替代性。以我国装挖机销售之比来看, 从 2013 年起装挖销量比开始迅速下滑, 至 2021 年前后这一趋势开始有所反弹, 挖掘机替代装载机进程已经基本结束, 装载机市场规模趋于稳定。2022-2023 年装载机销量降幅低于挖掘机, 有望提前迎来向上拐点。未来随着港口、矿山等应用场景日渐重要, 装载机份额甚至可能出现一定程度回暖。

图38: 2020 年以来挖掘机对装载机替代进入平台期



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

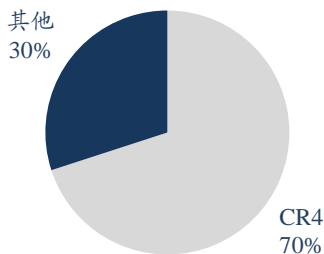
图39: 国内装挖机年销量与同比, 装机降幅趋缓



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

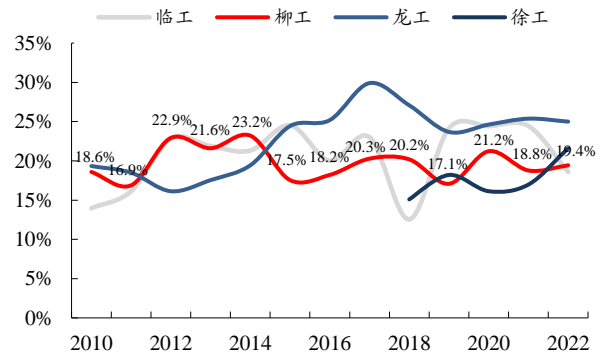
装载机为公司拳头产品, 多年市占率稳居第一。当前油装机市场竞争格局相对稳定, CR4 超 70%。柳工以装载机起家, 经过二十余年探索, 在传统油装机领域的技术成熟度、产品质量与稳定性、成本控制等方面都具有一定优势。2015-2016 年间由于柳工战略性侧重不同, 导致公司装载机份额下降至 15% 左右, 后续经过 7 年调整, 公司份额迅速回升, 2023 年市占率约 25%, 充分说明公司一流的产品竞争力与市场化能力。

图40: 2022 年国内装载机 CR4 超 70%



数据来源: 制造业排名数据库, 东吴证券研究所

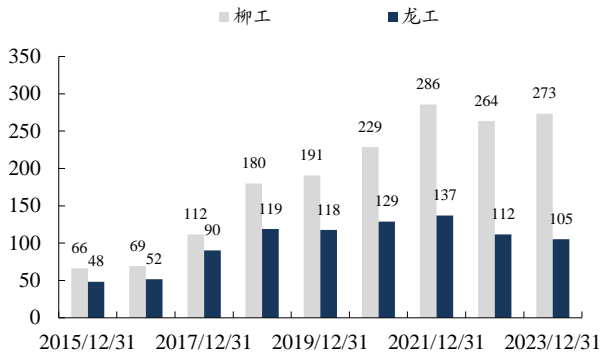
图41: 装载机头部企业市占率演变情况



数据来源: 中国工程机械工业协会, 东吴证券研究所

公司规模效应显著, 土石方机械产品矩阵协同效应凸显。相较于其他竞争对手, 柳工在企业规模上具有明显优势, 规模效应在降本增效上更为显著; 并且在产品矩阵方面, 柳工的土石方机械组合 (装载机+挖掘机+平地机+推土机) 更容易产生协同效应, 能够给予客户更多配套设备选择、适应更加多元的工程场景, 大型客户也更容易青睐产品矩阵齐全的“一站式”解决方案。

图42: 柳工与龙工销售规模对比 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图43: 公司在土石方机械领域产品矩阵完整

分类	品种	分类	品种
装载机业务群	混凝土机械	路面机械	铣刨机
	平地机		摊铺机
	装载机		压路机
挖掘机业务群	挖掘机	起重机&高机	高空作业设备
	小型机械		起重机
	林业机械	建筑起重机械	升降塔
压路机	吊塔		
矿山机械&推土机	推土机	工业车辆	正面吊
	大型设备		AGV
	矿卡		牵引车
	多轴钻机		叉车
桩工机械	双轮铤	农业机械	拖拉机
	双轮搅		糖料蔗产业链
	液压抓斗	预应力机械	预应力服务
	旋挖钻		预应力产品

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**电动化降本环保, 装机作业方式决定低电动化门槛。**电动化装挖机在经济与环保方面表现均优于传统能源装挖机。以装载机为例, 以每天开工 8 小时估算, 每台纯电动装载机每年可节约油费约 30-40 万元, 约 1-1.5 年可弥补电装机与油装机之间的价格差。装载机在作业方式、作业对象上与挖掘机存在显著不同, 装载机的轮动方式以及作业场景集中决定了装载机拥有更低的充电桩建造门槛。

图44: 挖掘机与装载机在作业特征上的对比

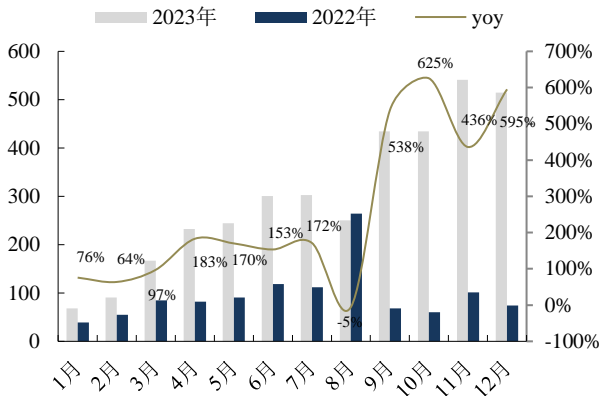
	挖掘机	装载机
作业方式	挖掘、装载、吊装、破碎、行走、拆楼、坡面平整、土石方等作业, 主要适用于定点范围内的作业, 挖掘能力较强。	装载、搬运、刮平、推运等作业, 由于能够进行较大距离的运转, 更适用于较大场地的作业。
作业对象	土壤、煤和岩石等。	土壤、砂石、石灰、煤炭等散状物料, 也可以对矿石、硬土等进行轻度铲挖作业。
作业场地集中度	挖掘机逐渐替代装载机, 作业分布广、较为分散, 集中度较低, 难以统一建造充电桩。	多在公路、铁路、港口、采石场等场合进行铲挖作业, 集中程度高, 便于选址建立充电桩。
行动方式	履带式为主, 液压系统, 行动较慢, 不便于往返充电桩充电。	轮式为主, 行动较为方便。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**国内电装迎来井喷式发展, 国外未来有望凭借电动化弯道超车。**由于国内电池技术领先&国内客户降本诉求强, 2023 年以来国内电装机迎来井喷式发展, 全年销量同比

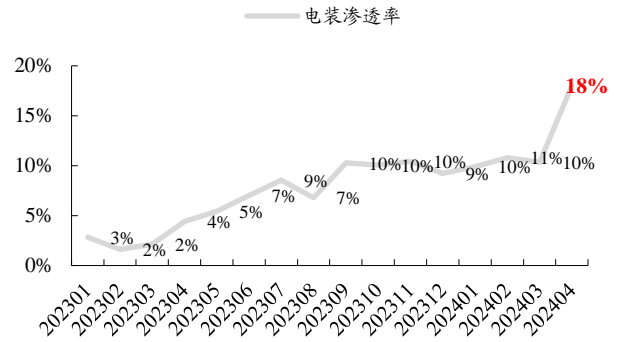
+210%，2023-2024 年电动装载机渗透率逐月提升，2024 年 4 月电装渗透率提升至 18%，同比+14pct。海外市场来看，由于柳工在海外电装渠道铺设节奏慢于国内，因此海外电装市场目前刚处于起步阶段。但海外市场环保要求严格，电动化趋势确定，国产品牌有望借助全球领先的电池产业实现对海外龙头企业的弯道超车。

图45: 2023 年国产电动装载机销量全年增幅达 210%



数据来源：中国工程机械行业协会，东吴证券研究所

图46: 2024 年 4 月电装渗透率达到 18%，同比+14pct



数据来源：中国工程机械行业协会，东吴证券研究所

公司目前已有纯电、换电、拖电、送电、混动、多动力等电动技术积累。(1) 纯电、换电、拖电：电动化探索从纯电开始，由于履带式产品不便于移动不便开发纯电，公司开发了换电产品，配合叉车可实现挖掘机换电；另外开发了越野换电机器人，同时突破了拖电技术。(2) 混动：大型工程机械往往 24 小时不间断作业，公司在此基础上拓展出了混动技术以保证续航。(3) 送电：在电源不方便运送的情况下，公司有专门用于运送电源的产品，包括大型送电车辆与小型随车送电。(4) 多动力：既可以使用纯电电池，也可以使用拖电与移动送电，通过机身匹配发动机实现设备转场。

图47: 柳工电动化技术路径开发情况

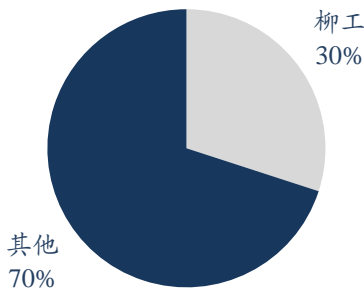


数据来源：公司官网，东吴证券研究所



布局电动化产品逾十年技术积淀深厚，合作宁德时代共领电装先锋。柳工投入电动产品研发至今已逾十年。公司从2014年开始涉及电动化叉车产品，于2019年顺应电动化、智能化趋势成立大数据所&AI研究所、电驱动研究所、属具研究所、电动所等，并于当年推出第一代纯电动产品(电动装载机 CLG856H-EV、电动挖掘机 CLG906E-EV 及 CLG922F-EV)等，至今已有强大的电动技术积淀。2023年国内电装市场上柳工市场份额已达30%，电装龙头地位基本确立。2022年9月26日，柳工与宁德时代签署超10年合作协议，宁德时代作为电池行业龙头，未来将在产品电动化给予柳工更大程度的支持。

图48: 2023年柳工电装产品市占率达30%



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图49: 柳工电动装载机产品矩阵

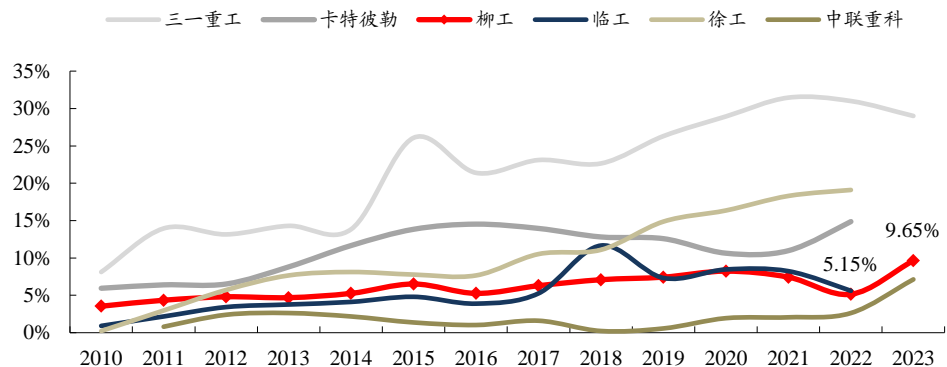
机型	额定载重	功率 (kW)	标准斗容 (m³)	产品示例	
小型装载机	820TE	2	60	1.2	
中型装载机	856E	5.5	180	3	
	870HE MAX	7.5	210	5	
	856HE MAX	5.8	185kN	2.7-5.6	
	862HE	6.5	190kN	2.7-5.6	
	860HE	6	185kN	3-6	
	870HE	7	200kN	3-7	

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

### 3.2.2. 挖掘机: 渠道变革引领逆流而上, 提前布局国四凸显竞争力

挖机份额逆势提升彰显挖机领域后劲。柳工在挖掘机领域起步较晚, 相较老牌挖掘机帝国而言柳工并不算挖机市场上的强势竞争者, 市场份额常年维持在5%上下。但2023年在挖机市场景气度显著下行、市场主要龙头市占率普遍下滑/持平的情况下, 柳工份额逆势蹿升4pct, 在挖机领域表现出强大的后劲。

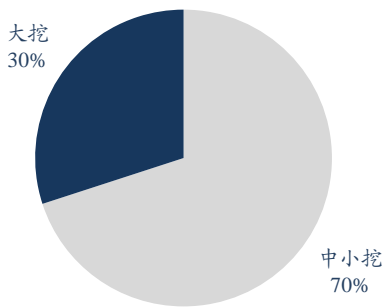
图50: 2023年柳工挖掘机市占率逆势提升4pct



数据来源: CME, 东吴证券研究所

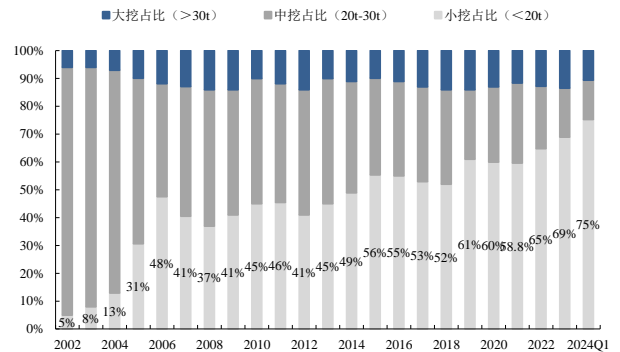
**渠道变革建立健康经销网络，小挖份额不断提升对标成熟市场。** 1) **渠道变革**：柳工从 2015 年起着手渠道改革，建立了健康、长期、优质的经销渠道网络，有助于市占率提升； 2) **挖机产品结构**：小中挖在公司挖掘机销量中占比约 70%，是公司挖掘机的主力机型。随着国家工业化迈入成熟阶段，房地产、基建等大型作业场景逐渐减少、随之而来的是小型作业场景日益增加，相应地对小挖需求提升。发达国家普遍小挖占比在 70%~80%，2024Q1 我国小挖占比 75%，基本已经对标发达国家。即使新一轮上行周期中受到更新替换周期影响，小中大挖占比可能出现波动，但长期来看小挖将会是未来的主力机型。公司目前已经在国内小挖市场占据重要地位，未来有望继续受益。

图51：2023 年柳工小中挖产品销量占比达 70%



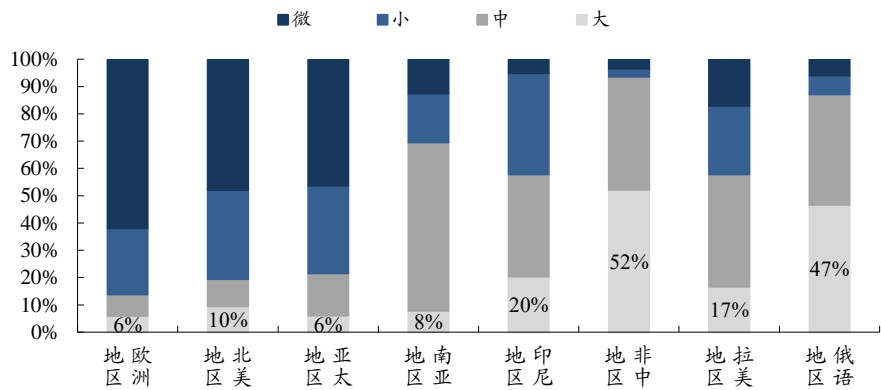
数据来源：公司定期报告，东吴证券研究所

图52：国内挖机产品销量结构



数据来源：Wind，东吴证券研究所

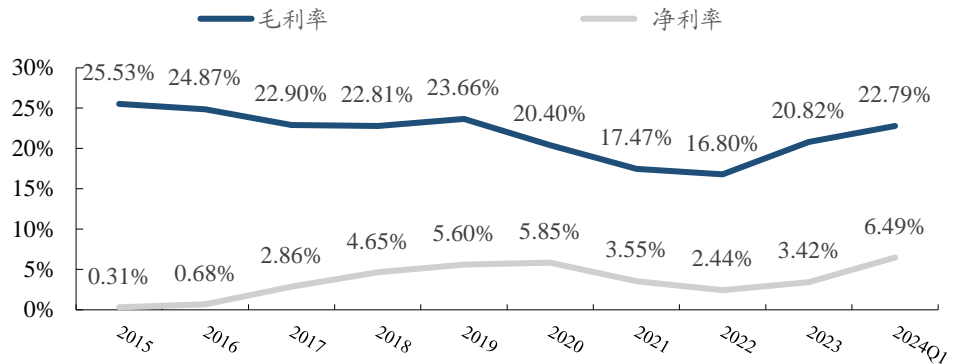
图53：2023 年 1-9 月海外市场挖掘机销售结构



数据来源：慧聪工程机械网，东吴证券研究所

**持续推进降本增效，小挖占比提升不影响毛利率上行。** 小中挖毛利率普遍低于大挖，行业内销售小挖并实现盈利的企业较少。但公司在混改后持续推进降本增效，在 2023-2024Q1 小挖销售占比持续提升情况下，毛利率和净利率水平持续向上。

图54: 公司 2023-2024Q1 盈利能力表现良好

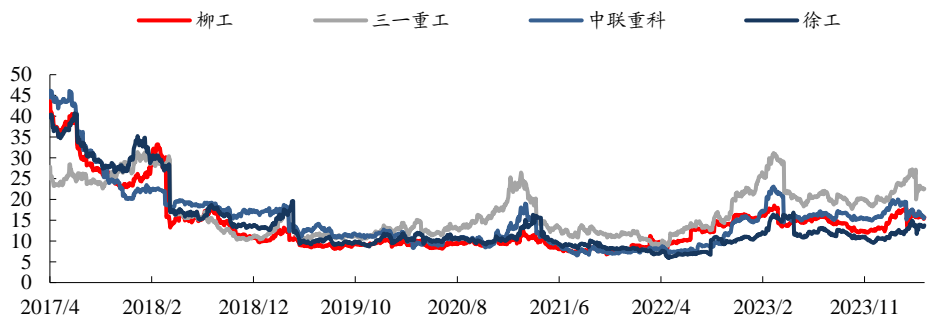


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 3.3. 柳工被低估的成长性: 不同估值体系下的高配置性价比

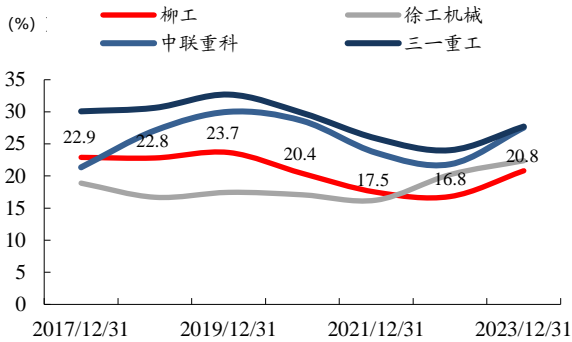
**PE 估值体系下, 柳工成长性存在被低估可能:** PE 估值法与股价和公司盈利能力显著相关, 低市盈率意味着企业股票价格成长性预期低于企业利润成长预期, 我们认为这样的企业存在被低估可能性。复盘上一轮周期 (2017~2023) 柳工与三大主机厂的市盈率与盈利能力, 我们发现柳工 PE 均值为 13.9 倍, 低于三大主机厂; 而从盈利能力来看, 柳工毛利率水平与民营龙头三一、中联并没有太大差距, 证明柳工股价相比于盈利能力而言长期在一定程度上被低估, 更具配置性价比。

图55: 柳工市盈率低于三大龙头主机厂



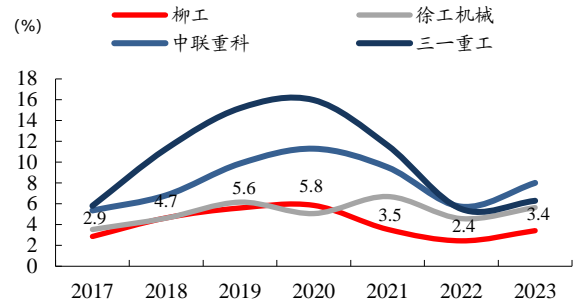
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图56: 公司逐步缩小与三大主机厂毛利率差距



数据来源: Wind、东吴证券研究所

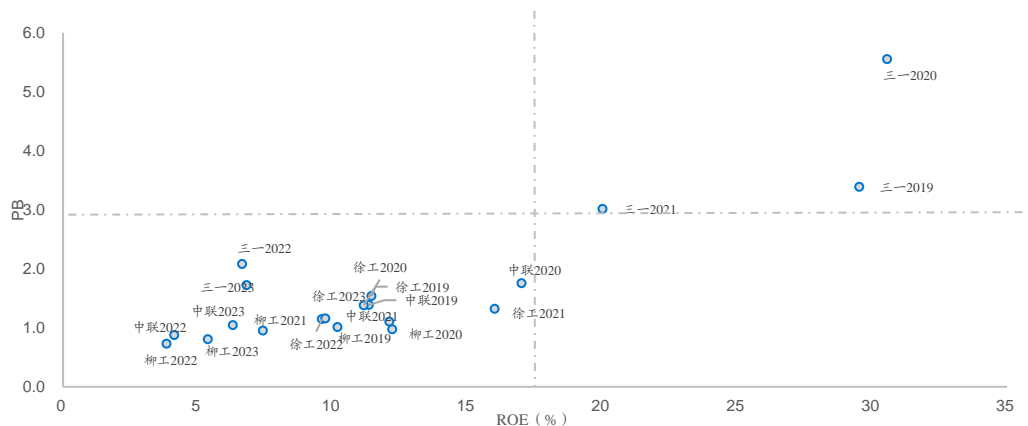
图57: 公司逐步缩小与三大主机厂净利率差距



数据来源: Wind、东吴证券研究所

**PB-ROE 估值体系下, 柳工具备高理论投资回报率。**从 2019-2023 年柳工与三大主机厂的 PB-ROE 散点图来看, 除了三一重工在 2019-2021 年行业上行周期被市场给予了与 ROE 相匹配的估值水平之外, 其余时点的工程机械板块主要上市公司基本都处于估值第三象限, 主要由于行业处在下行周期, 市场质疑行业成长逻辑。但我们认为, (1) **从行业面来看:** 当前正处在行业筑底期, 未来下行可能性不断缩减、成长性预期不断提升, 原有下行周期估值逻辑不再适用; (2) **从公司面来看:** 柳工目前正处在盈利水平修复上行期和电动化风口, 产品竞争力与市场竞争力都在不断提升, 参考 PB-ROE 第三象限估值逻辑, 应给予高成长性预期, 具备高配置性价比。

图58: 柳工与三大主机厂 2019-2023 年 PB-ROE 散点图



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

#### 4. 盈利预测与投资评级

#### 4.1. 盈利预测

预测公司 24 年-26 年主营业务收入分别为 306.6/354.3/416.7 亿元，分别同比增长 11.4%/15.6%/17.6%，分业务方面：

土石方铲运机械：23 年营收占比 57.80%，为公司主要收入来源，包括装载机、挖掘机及其他土方机械，产品矩阵出海叠加电动化趋势，凸显产品核心竞争力，毛利率持续改善，预计 24-26 年土石方铲运机械收入同比增长 9.8%/16.9%/20.3%。

其他工程机械及零部件：23 年营收占比 32.04%，包括起重机械、高空作业机械、工业车辆等，公司实施多品类&国际化拓展战略，积极布局起重机械、高平作业机械等新兴板块，加快出海进程，预计 24-26 年其他工程机械及零部件收入同比增长 15.0%/15.0%/15.0%。

预应力机械：23 年营收占比 8.15%，由柳州欧维姆公司负责，行业相对稳定，整合后渠道资源增多，预计 24-26 年预应力机械收入同比增长 10.0%/10.0%/10.0%。

融资租赁业务：23 年营收占比 2.00%，主要针对国内市场，发展前景广阔，预计 24-26 年融资租赁收入同比增长 5.0%/10.0%/10.0%。

公司混改后，规模效应明显，持续推进降本增效，盈利能力持续修复；公司小挖对标成熟市场，通过渠道变革夯实健康经销网络，深耕电动化领域，有望实现弯道超车，助力毛利率持续改善。预计 24-26 年毛利率为 21.28%/21.96%/22.82%。

图59：公司营业收入预测

公司业务分拆（单位：亿元）		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
土石方铲运机械	营业收入	155.58	159.06	174.69	204.20	245.68
	同比（%）	-9.29%	2.24%	9.83%	16.89%	20.32%
	毛利率（%）	17.82%	23.38%	23.74%	24.59%	25.71%
其他工程机械及零部件	营业收入	84.47	88.18	101.41	116.62	134.12
	同比（%）	-6.31%	4.40%	15%	15%	15%
	毛利率（%）	11.59%	13.7%	14.50%	15.00%	15.50%
预应力机械	营业收入	20.79	22.43	24.67	27.14	29.85
	同比（%）	3.28%	7.89%	10%	10%	10%
	毛利率（%）	20.56%	24.75%	25.00%	25.50%	25.50%
融资租赁业务	营业收入	3.95	5.51	5.79	6.37	7.01
	同比（%）	-24.18%	39.61%	5%	10%	10%
	毛利率（%）	48.55%	45.56%	50.00%	50.00%	50.00%
合计	营业收入	264.79	275.19	306.57	354.33	416.66
	同比（%）	-7.74%	3.93%	11.40%	15.58%	17.59%
	毛利率（%）	16.61%	20.82%	21.28%	21.96%	22.82%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 4.2. 投资建议

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为 14.6/19.4/27.3 亿元，同比分别+67.8%/33.1%/40.7%，当前市值对应 PE 分别为 15/11/8 倍。我们选取同行业国内综合实力较强的三一重工、徐工机械、中联重科和山推股份四家作为可比公司，2024-2026 年行业 PE 均值分别为 15/12/9 倍。我们看好公司拓品类&国际化拓展，出海及电动化驱动公司未来成长，叠加盈利能力修复，首次覆盖给予“买入”评级。

表6: 可比公司估值表 (截至 2024/6/7)

2024/6/7		市值 (亿)	归母净利润 (亿元)				PE			
代码	公司		2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2024
600031.SH	三一重工	1,371	45.3	62.84	84.93	113.20	30	22	16	12
000425.SZ	徐工机械	872	53.3	66.72	88.21	117.11	16	13	10	7
000157.SZ	中联重科	650	35.1	45.06	56.27	68.81	19	14	12	9
000680.SZ	山推股份	120	7.7	9.77	11.71	13.53	16	12	10	9
		行业均值					20	15	12	9
000528.SZ	柳工	215	8.7	14.6	19.4	27.3	25	15	11	8

数据来源：Wind，东吴证券研究所（以上盈利预测中，山推股份来自 Wind 一致预测，其他预测均来自东吴证券研究所）

## 5. 风险提示

- 1、国内行业需求回暖不及预期：国内工程机械属于周期性行业，若“大规模设备更新+行业自身更新”双重周期共振不及预期，公司将面临下游需求下降风险。
- 2、行业竞争加剧：工程机械行业下行期间，行业主机厂竞争加剧，公司销量和价格承压，面临挤占市占率和利润空间风险。
- 3、出海不及预期：当前公司依靠品类拓展和电动化出海抢占市场份额，出海受阻或进度不及预期将对公司财务状况造成不利影响。

## 柳工三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>33,275</b>	<b>41,079</b>	<b>31,452</b>	<b>39,238</b>	<b>营业总收入</b>	<b>27,519</b>	<b>30,657</b>	<b>35,433</b>	<b>41,666</b>
货币资金及交易性金融资产	10,486	10,288	17,276	19,117	营业成本(含金融类)	21,790	24,132	27,652	32,158
经营性应收款项	8,784	13,897	5,352	8,389	税金及附加	172	184	213	250
存货	8,482	10,941	4,179	6,480	销售费用	2,251	2,545	2,906	3,375
合同资产	208	250	96	151	管理费用	814	950	1,098	1,292
其他流动资产	5,315	5,703	4,548	5,102	研发费用	907	1,073	1,205	1,417
<b>非流动资产</b>	<b>13,303</b>	<b>12,870</b>	<b>12,356</b>	<b>11,850</b>	财务费用	152	238	245	36
长期股权投资	669	669	669	669	加:其他收益	240	245	283	333
固定资产及使用权资产	6,208	5,964	5,573	5,108	投资净收益	102	92	106	125
在建工程	586	293	147	73	公允价值变动	6	0	0	0
无形资产	1,451	1,451	1,451	1,451	减值损失	(786)	0	0	0
商誉	165	165	165	165	资产处置收益	180	92	106	83
长期待摊费用	14	14	14	14	<b>营业利润</b>	<b>1,177</b>	<b>1,964</b>	<b>2,611</b>	<b>3,680</b>
其他非流动资产	4,210	4,314	4,338	4,369	营业外净收支	33	(10)	(10)	(20)
<b>资产总计</b>	<b>46,578</b>	<b>53,949</b>	<b>43,808</b>	<b>51,088</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,209</b>	<b>1,954</b>	<b>2,601</b>	<b>3,660</b>
<b>流动负债</b>	<b>22,274</b>	<b>28,076</b>	<b>15,828</b>	<b>20,143</b>	减:所得税	268	371	494	695
短期借款及一年内到期的非流动负债	7,465	7,628	7,628	7,628	<b>净利润</b>	<b>942</b>	<b>1,583</b>	<b>2,107</b>	<b>2,965</b>
经营性应付款项	11,423	15,811	6,039	9,365	减:少数股东损益	74	127	169	237
合同负债	575	794	306	479	<b>归属母公司净利润</b>	<b>868</b>	<b>1,456</b>	<b>1,938</b>	<b>2,728</b>
其他流动负债	2,811	3,843	1,855	2,670	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.44	0.75	0.99	1.40
非流动负债	6,307	6,315	6,315	6,315	EBIT	1,076	2,192	2,846	3,696
长期借款	1,257	1,257	1,257	1,257	EBITDA	1,775	2,729	3,383	4,234
应付债券	3,001	3,001	3,001	3,001	毛利率(%)	20.82	21.28	21.96	22.82
租赁负债	76	76	76	76	归母净利率(%)	3.15	4.75	5.47	6.55
其他非流动负债	1,973	1,981	1,981	1,981	收入增长率(%)	3.93	11.40	15.58	17.59
<b>负债合计</b>	<b>28,581</b>	<b>34,391</b>	<b>22,143</b>	<b>26,458</b>	归母净利润增长率(%)	44.80	67.81	33.10	40.72
归属母公司股东权益	16,532	17,968	19,906	22,634					
少数股东权益	1,464	1,591	1,760	1,997					
<b>所有者权益合计</b>	<b>17,997</b>	<b>19,559</b>	<b>21,666</b>	<b>24,630</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>46,578</b>	<b>53,949</b>	<b>43,808</b>	<b>51,088</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,629	(186)	7,362	2,238	每股净资产(元)	8.42	9.16	10.15	11.55
投资活动现金流	(504)	368	144	121	最新发行在外股份(百万股)	1,951	1,951	1,951	1,951
筹资活动现金流	1,537	(392)	(548)	(548)	ROIC(%)	2.99	5.79	7.08	8.53
现金净增加额	2,677	(227)	6,958	1,811	ROE-摊薄(%)	5.25	8.11	9.74	12.05
折旧和摊销	699	537	538	538	资产负债率(%)	61.36	63.75	50.54	51.79
资本开支	(388)	82	96	63	P/E(现价&最新股本摊薄)	25.63	15.27	11.48	8.15
营运资本变动	(911)	(2,667)	4,372	(1,625)	P/B(现价)	1.35	1.25	1.12	0.99

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。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>