

柳工 (000528)

证券研究报告

2024年06月16日

深耕细作强化优势产业，扬帆起航推进全球化拓展

混改开辟新局面，引领“中国造”走向世界：

公司起步于装载机，深耕工程机械领域60余年，拥有近30条产品线和完善的配套服务体系，为全球客户提供不同工况解决方案，有效支撑公司“全面解决方案”战略实施。

2019年开始进行混合所有制改革，柳工集团成为公司控股股东，实际控制人为广西国资委；公司在2022年完成整体上市后持续深化开展一系列变革，充分运用国内国际两个市场两种资源，2023年来持续实现收入、利润双增长，今年Q1收入、归母净利润同比分别+1.88%、+58.03%。

全球工程机械市场广阔，国内厂商拉开海外扩张大幕：

过去受惠于“一带一路”的持续拉动，我国工程机械通过工程承包的方式“搭车”出海，目前工程机械自主出海趋势明显，2022年我国工程机械出口金额同比增长30.20%至443.02亿美元，2023年海外市场仍维持较高景气度，出口金额为485.52亿美元，国内主机厂海外扩张成效显著；且海外市场毛利率显著高于国内，利润空间可观，海外市场已成为国内工程机械行业未来的主要增长动力之一。同时国内工程机械行业筑底回升，今年以来挖机内销已连续3月实现正增，后续有望延续回暖趋势，2024年行业有望进入稳定恢复阶段，进而进入新一轮上升通道。

公司研发创新拓展产品线，把握机遇开启国际化征程：

1) 公司始终坚持创新并持续投入，形成了完善的研发体系，开展多个研发项目，打造全球领先的装备制造研发实力和人才队伍；2) 公司积极布局海外市场，海外收入由2016年的20.17亿元增长至2023年的114.62亿元，2016-2023年CAGR为28.18%，2023年海外业务营业收入同比增长41.18%；3) 公司从装载机产品起步，2023年上半年电动装载机销量增长37%，市场占有率保持绝对第一；2023年挖掘机市占率超11%，同比提升了3~4个百分点；甘蔗收获机深度融入RCEP区域，广泛应用于中国、东南亚、西亚、中美洲等区域；柳工欧维姆布局预应力机械，引领技术高质量发展。

盈利预测：我们预计公司2024-2026年营收分别为301.89、354.05、421.02亿元，yoy分别为+9.7%、+17.28%、+18.91%；归母净利润分别为14.25、20.11、27.21亿元，yoy分别为+64.2%、+41.13%、+35.31%；首次覆盖并给予“买入”评级。

风险提示：政策风险，市场风险，汇率风险，原材料价格波动的风险，测算具有主观性风险，全球化进展不及预期风险，电动化拓展不及预期风险等。

投资评级

行业	机械设备/工程机械
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	11.3元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,964.20
流通A股股本(百万股)	1,425.94
A股总市值(百万元)	22,195.51
流通A股市值(百万元)	16,113.08
每股净资产(元)	8.67
资产负债率(%)	60.51
一年内最高/最低(元)	11.85/6.15

作者

朱晔 分析师
SAC执业证书编号：S1110522080001
zhuye@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	26,479.74	27,519.12	30,189.31	35,404.95	42,101.65
增长率(%)	(7.74)	3.93	9.70	17.28	18.91
EBITDA(百万元)	2,639.66	3,507.68	3,196.56	4,038.28	5,017.05
归属母公司净利润(百万元)	599.33	867.81	1,424.97	2,011.13	2,721.35
增长率(%)	(39.79)	44.80	64.20	41.13	35.31
EPS(元/股)	0.31	0.44	0.73	1.02	1.39
市盈率(P/E)	37.03	25.58	15.58	11.04	8.16
市净率(P/B)	1.41	1.34	1.26	1.17	1.06
市销率(P/S)	0.84	0.81	0.74	0.63	0.53
EV/EBITDA	2.19	2.36	5.22	3.97	3.05

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 混改开辟新局面，引领“中国造”走向世界.....	4
1.1. 深耕工程机械 60 余年，致力于打造“全面解决方案”	4
1.2. 混改调整股权结构，股权激励彰显发展信心	4
1.3. 持续拓展产品线，配套服务体系完善	5
1.4. 业绩迎来强劲增长，全球化运营能力再提升	7
2. 全球工程机械市场广阔，国内厂商拉开海外扩张大幕	9
2.1. 国内工程机械筑底回升，海外市场发展态势良好	9
2.2. 从“搭车”出海到“自主”出海，国内厂商加速海外扩张	11
2.3. 挖机需求筑底回升，国内工程机械有望进入上升通道	13
3. 公司研发创新拓展产品线，把握机遇开启国际化征程	15
3.1. 积极开展研发项目，打造创新研发硬核力	15
3.2. 扩展海外市场，推动海外业务高质量发展	16
3.3. 丰富产品线提升核心优势，产业布局协同更强	17
4. 盈利预测	19
5. 风险提示	20

图表目录

图 1：公司股权结构（截至 2024 年第一季度末）	4
图 2：柳工产品图例	5
图 3：公司 2011-2023 年工程机械行业销售量情况（万台）	6
图 4：公司 2011-2023 年工程机械行业生产量情况（万台）	6
图 5：2018-2024Q1 公司营业收入及增速（亿元，%）	7
图 6：2018-2024Q1 公司归母净利润及增速（亿元，%）	7
图 7：2018-2024Q1 公司销售毛利率及净利率	7
图 8：2018-2024Q1 公司 ROA 与 ROE	7
图 9：2023 年公司主营业务收入占比	8
图 10：2018-2024Q1 公司偿债能力情况	9
图 11：2018-2024Q1 公司经营性现金流情况（亿元）	9
图 12：2018-2024Q1 公司费用情况（亿元，%）	9
图 13：2018-2024Q1 公司研发费用情况（亿元，%）	9
图 14：挖机内销连续 3 月实现正增长，后续有望延续回暖表现（台）	10
图 15：中国工程机械市场销售额预测（亿美元）	10
图 16：全球工程机械销售金额变化趋势	10
图 17：2022 年各地区工程机械市场占比	10
图 18：我国挖机出口销量占比由 2020 年 10.6% 提升至 2023 年 53.9%	11
图 19：2020-2023 年国内工程机械进口、出口金额对比（亿美元）	11

图 20: 2023 年我国工程机械出口到各大洲统计	12
图 21: 2021-2023 年全国基础设施投资完成额（不含电力）累计同比	14
图 22: 2017-2024 年 3 月小松开工小时数及同比（小时/月）	14
图 23: 上海市率先发布关于公开征求《上海市鼓励国二非道路移动机械更新补贴资金管理 办法》意见的公告	14
图 24: 公司全球布局图	16
图 25: 2016-2023 年公司海外业务营收及增长（亿元，%）	17
图 26: 欧维姆全球布局图	19
表 1: 公司发展大事件	4
表 2: 首次授予的股票期权安排	5
表 3: 公司研发项目情况	6
表 4: 2020-2023 年公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）	8
表 5: 2023 年度全球工程机械 TOP10 企业	10
表 6: 2023 年我国工程机械出口国别（地区）前二十	12
表 7: 国内工程机械各主机厂的海外市场拓展	13
表 8: 公司研发体系及最新进展	15
表 9: 公司研发人员情况	15
表 10: 公司获得的奖项	16
表 11: 公司装载机七个第一	17
表 12: 2022 年挖掘机市场排名（台）	18
表 13: 公司甘蔗收获机明星产品	18
表 14: 欧维姆主要产品介绍	19
表 15: 公司未来 3 年业务拆分（亿元）	20

1. 混改开辟新局面，引领“中国造”走向世界

1.1. 深耕工程机械 60 余年，致力于打造“全面解决方案”

起步于装载机，厚积薄发打造民族企业。广西柳工机械股份有限公司是柳工集团的核心企业，于 1993 年改制后在 A 股上市，是中国工程机械行业和广西首家上市公司。自 1966 年推出第一台现代化轮式装载机起，经过几十年来的努力和创新，如今公司已成为全球电动化产品系列最多、技术最成熟的领先企业，运用丰富的产品线和完善的配套服务体系，为全球客户提供不同工况解决方案，有效地支撑公司“全面解决方案”战略的实施。

目前，公司在全球拥有 20 个制造基地，5 个研发基地，17 个区域配件中心，拥有 16,000 余名员工，已成为处在行业技术、生产和供应物流前沿的全球领先的装备与技术解决方案提供商。

表 1：公司发展大事件

时间	事件
1958 年	柳工机械成立
1966 年	柳工机械推出我国首台轮式装载机
1987 年	柳工引入卡特彼勒装载机技术
1993 年	柳工在深圳证券交易所上市
2000 年	世界第一台高原型特种装载机——ZLG50G 在柳工诞生，填补了全球空白
2004 年	柳工迈入路面机械行业；在澳大利亚成立首个海外子公司
2006 年	轮式装载机产量超过 100000 台
2015 年	柳工全球研发中心在柳州正式启用
2016 年	发布了垂直举升装载机，所采用的全新技术是柳工乃至中国工程机械史上的重要里程碑
2020 年	柳工 856E—MAX 电动装载机震撼问世，成功征服川藏铁路，引领行业发展方向
2021 年	柳工机械吸收合并柳工有限；行业首发三款无人驾驶装载机、挖掘机和压路机
2022 年	实现了混合所有制改革后的整体上市，产业结构与布局进一步优化完善
2023 年	海外收入首次突破百亿；加速推进智能制造，挖掘机智慧工厂建成投产，中源液压新工厂完成建设

资料来源：中国工程机械工业协会，甘肃瑞远柳工机械设备有限公司公众号，阿玛模塑公众号，慧聪工程机械网公众号，第一工程机械网公众号，天风证券研究所

1.2. 混改调整股权结构，股权激励彰显发展信心

进行混合所有制改革，广西国资委为实际控制人。2019 年柳工开始进行混合所有制改革，公司向柳工有限的全体股东柳工集团、招工服贸、双百基金、国家制造业基金、诚通工银、建信投资、广西国企改革基金、常州嘉佑及中证投资发行股份，吸收合并柳工有限，2022 年 3 月 4 日柳工有限完成登记并上市，柳工集团成为公司控股股东，实际控制人仍为广西国资委。

图 1：公司股权结构（截至 2024 年第一季度末）



资料来源: wind, 天风证券研究所

推行股权激励计划, 经营效率提高。2023年6月25日, 公司召开会议, 以7.10元/份的价格向974名激励对象授予约5314万份股票期权, 2023年7月13日, 公司完成首次授予股票期权的登记工作。在公司业绩层面, 对归母净利润、利润总额与经济增加值进行考核, 在个人业绩层面, 对工作目标和行为表现进行考核, 股权激励计划将多方面激发管理团队的积极性, 提高经营效率, 降低代理人成本, 带来的公司业绩提升将远高于因其带来的费用增加。

表 2: 首次授予的股票期权安排

阶段名称	业绩考核指标	行权比例
第一个行权期	2024年归母净利润收益率不低于6.0%,且不低于同行业平均业(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。	40%
第二个行权期	2025年归母净利润收益率不低于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。	30%
第三个行权期	2026年归母净利润收益率不低于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绩(或者对标公司75分位值);2026年经济增长值不低于7.0亿或集团下达的目标值。	30%

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

1.3. 持续拓展产品线, 配套服务体系完善

公司产品线丰富, 业务布局多元化。公司主营工程机械及关键零部件的研发、生产、销售和融资租赁, 现有近30条产品线, 产品包括含土方机械、起重机械、混凝土机械、桩工机械、高空作业机械在内的工程机械产品和工业车辆、农业机械、预应力等非工程机械产品。2022年, 公司加速产品开发, 新上市整机产品100余款, 并顺应行业发展需求推出多款电动产品, 拥有丰富的产品线和完善的配套服务体系, 业务布局多元化。

图 2: 柳工产品图例

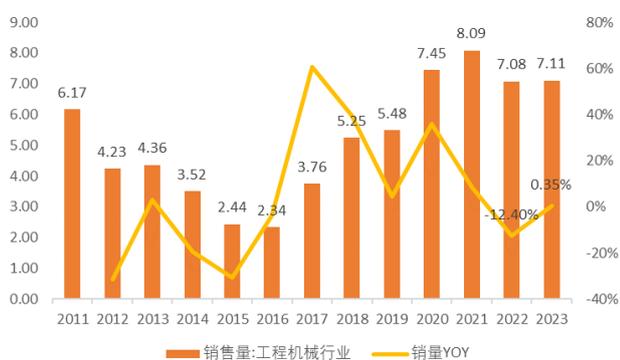


资料来源：公司官网，天风证券研究所

另外，柳工有限混合所有制改革后实现整体上市，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及横向拓展，优化产业结构、完善了产业布局。

土方机械地位突出，新产业新业务稳步发展。土石方机械产品中两大主导产品为装载机和挖掘机，其中装载机是公司核心竞争力的体现，2022 年国内市场占有率维持第一，全球销量稳居首位。2022 年受房地产投资增速下滑等因素影响，国内市场需求下滑，公司在工程机械行业的产销量均同比下降，但在 2023 年实现了回升，产销量达到 7.55 与 7.11 万台，同比增长 30.68%与 0.35%。

图 3：公司 2011-2023 年工程机械行业销售量情况（万台）



资料来源：iFinD，天风证券研究所

图 4：公司 2011-2023 年工程机械行业生产量情况（万台）



资料来源：iFinD，天风证券研究所

持续推出研发创新项目，确保公司新品高质量满足市场需求。公司借助技术创新平台及“双百工程”等政府资源，针对重点项目及关键技术开展产学研合作，加强技术研讨与交流，加快产品智能化及新技术应用领域步伐。目前公司已经突破电芯、电池管理系统等电动核心技术，并且装载机自主作业规划技术、无人驾驶压路机和智能化甘蔗收获机技术研究应用获得多个行业“零”的突破。

表 3：公司研发项目情况

研发项目名称	项目目的	预计对公司未来发展的影响
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。	解决客户痛点，提升柳工无人产品市场竞争力，提高公司品牌与影响力。
电动产品开发	响应国家双碳战略，为工程机械电动化创新奠定基础，带动三电等零部件企业的发展，支持地方产业转型升级。	拓展电动产品线，为客户提供更好的服务。
非道路机械国四产品开发	响应制造业绿色智能化高质量发展战略：稳固国内技术绝对领先的优势，拓展海外市场。	确保国内技术绝对领先；扩大市场占有率，销量达到国内/国际双第一，国际口碑踏入第二或第一梯队。
SC200W-LD 模块化井道智能升降机开发	行业内首次推出的智能井道施工升降机；逐步推进施工升降机产品全面智能化。	确保升降机业务在行业的技术及产品领先优势。
汽车起重机(OTTC) 机型开发	全面国际化战略落地，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	推进柳工起重机海外业务增长，俄罗斯市场对产品的高质量高要求，提升柳工起重

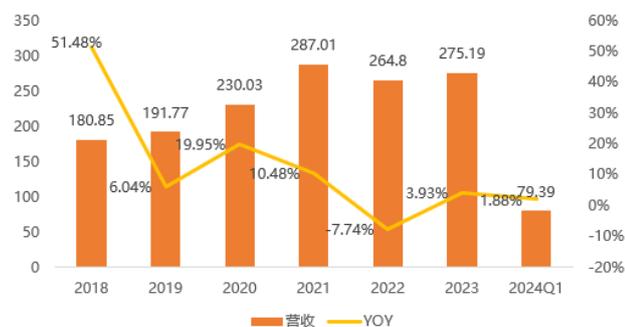
	俄罗斯市场突破。	机技术和质量，增强产品竞争力。
核心零部件新产品开发	进口核心零部件自主开发，提升国产化率，响应国家政策；不断满足客户及整机技术升级需求。	解决核心零部件的外购成本高、性能及可靠性不足的痛点问题，提升柳工挖机的市场竞争力，提高公司的品牌知名度。
无人压路机机群云控平台	实现贯穿自动化道路全套施工各阶段的施工工艺文件的生成、仿真、检验，提高施工效率和质量，降低成本和安全风险，实现智能化和自动化的施工管理。	促使公司在无人驾驶和自动化领域进步，提升公司的技术实力和市场竞争力。扩大道路领域的市场份额，吸引更多客户。
智慧矿山	加强安全管理领域的产品集成与融合，研发支持多语言并适应海外矿山客户的智慧矿山管理系统，提升柳工智慧矿山管理系统的竞争力。	提升对头部客户的价值创造，对海外客户提供全面的解决方案和产品，对公司海外销售提供支撑。
2100MPa 高强度、高疲劳钢丝拉索关键技术研究	研究高性能拉索，满足超大跨度桥梁的技术要求；提升公司钢丝拉索核心竞争力，占领行业技术高点。	符合拉索的发展需求，技术指标是目前行业最高水平，应用于马鞍山公铁两用长江大桥，巩固公司在业绩、技术上的领先地位。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.4. 业绩迎来强劲增长，全球化运营能力再提升

收入利润双增，公司发展态势良好。2018-2023 年公司营业收入 CAGR 为 8.76%，2023 年公司实现营业收入 275.19 亿元，同比增长 3.93%。归母净利润在 2021-2022 年下跌后出现反弹，2023 年实现归母净利润 8.68 亿元，同比增加 44.80%。公司在 2022 年完成整体上市后持续深化开展一系列变革，充分运用国内海外市场，2023 年来持续实现收入、利润双增长，今年 Q1 收入、归母净利润同比分别+1.88%、+58.03%。

图 5：2018-2024Q1 公司营业收入及增速（亿元，%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：2018-2024Q1 公司归母净利润及增速（亿元，%）

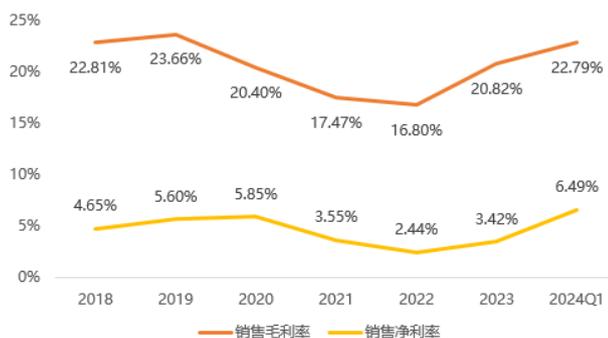


资料来源：wind，天风证券研究所

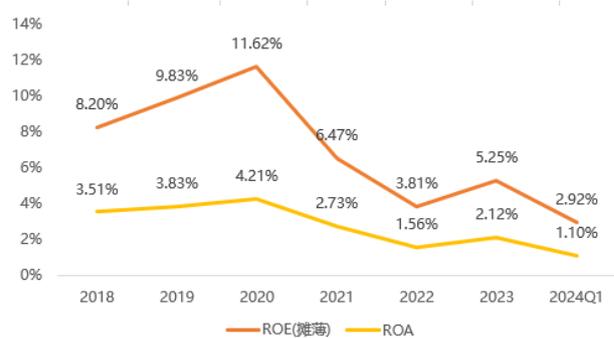
国内市场逐步恢复，盈利能力改善。22 年下半年以来随着外部环境趋于可控以及稳增长政策落地推进，行业降幅趋缓，毛利率与净利率有显著提升，分别达到 20.82%、3.42%，同比 +4.02pct、+0.98pct，今年一季度继续攀升。2018-2022 年 ROA 与 ROE 均先升后降，2023 年均有所回升，ROA 由 2022 年 1.56% 上升至 2.12%，ROE(摊薄)由 3.81% 上升至 5.25%；公司全产业链开源节流，推动降本、全方位增利效果显现，确保公司业绩稳定增长。

图 7：2018-2024Q1 公司销售毛利率及净利率

图 8：2018-2024Q1 公司 ROA 与 ROE



资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

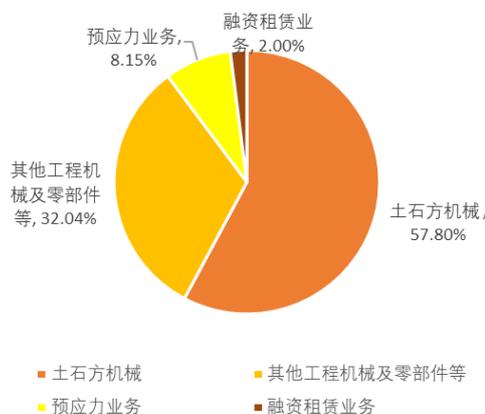
2022 年收入及盈利规模有所下滑, 2023 年有所改善。2022 年国内市场需求弱化、行业竞争加剧, 公司营业总收入及毛利率均同比下滑, 2023 年得益于海外业务的持续增长以及原材料采购价格下降, 二者均同比提升, 公司盈利状况进一步改善。公司主要板块为土石方机械, 2023 年营业收入占公司总收入比重最高, 为 57.8%, 贡献公司 159.06 亿的营收及 23.38% 的毛利率, 预应力机械周期性相对较弱, 收入规模同比基本持平, 融资租赁业务毛利率相对维持高位, 但由于收入规模较小, 2023 年仅占公司总收入的 2.00%, 对整体营业毛利率贡献有限。

表 4: 2020-2023 年公司主要板块收入和毛利率构成 (亿元、%)

	2020		2021		2022		2023	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
土石方机械	162.79	19.5	171.51	16.57	155.58	17.82	159.06	23.38
其他工程机械及零部件等	68.84	19.93	85.36	14.37	78.81	12.53	88.18	13.66
预应力业务	17.56	26.93	20.13	22.57	20.79	20.56	22.43	24.75
融资租赁业务	6.72	50.86	5.21	52.9	3.95	48.55	5.51	45.56
其他业务	3.88		4.8		5.66			
营业总收入/营业毛利率	259.79	21.28	287.01	17.47	264.8	16.8	275.19	20.82

资料来源: 公司公告, iFinD, 天风证券研究所

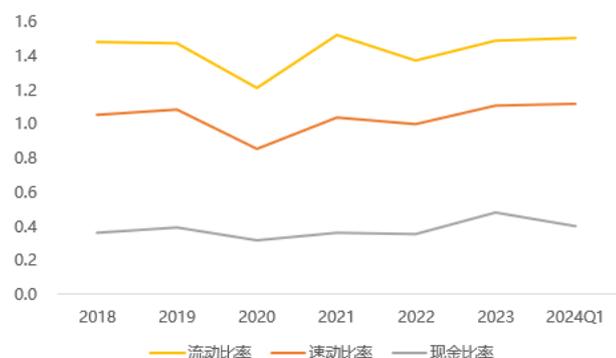
图 9: 2023 年公司主营业务收入占比



资料来源: iFinD, 天风证券研究所

偿债能力增强，经营性现金流明显改善。公司的流动比率、速动比率与现金比率在 2018-2023 年期间呈现小幅度波动，但整体比较稳定，2023 年各比率都有一定幅度的增加，分别为 1.49、1.11、0.48，偿债能力增强；从经营性现金流来看，整体改善明显，2022 年以来大幅增加，2023 年经营性现金流量达到 16.29 亿，同比增加 69.86%。

图 10：2018-2024Q1 公司偿债能力情况



资料来源：wind，天风证券研究所

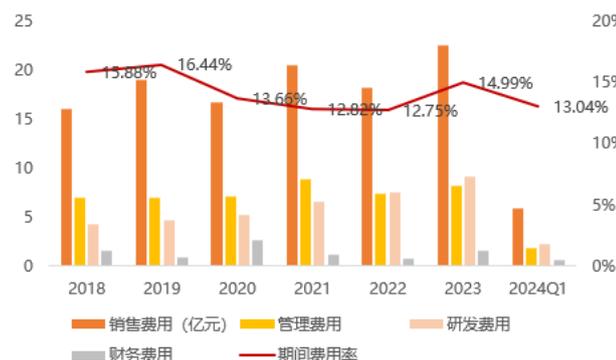
图 11：2018-2024Q1 公司经营性现金流情况 (亿元)



资料来源：wind，天风证券研究所

期间费用率较为平稳，研发投入持续增加。由于直营公司较多且均纳入合并报表范围，加之海外销售公司运营成本较高，公司销售费用较高，得益于公司加强期间费用管控，同时部分已计提三包费用到期转回，共同使得 2022 年期间费用率小幅下降，2023 年公司的期间费用率增长至 14.99%，其中销售费用率同比增长 1.3pct 至 8.18%，管理费用率同比增长 0.19pct 至 2.96%，财务费用率同比增长 0.27pct 至 0.55%，研发费用率同比增长 0.47pct 至 3.30%。公司不断打造创新研发硬核力，强化传统技术的研发能力，截止 2023 年底，公司累计拥有有效专利 2882 件，其中发明专利 882 件，软件著作权登记 227 项，研发费用占比突破 3%。

图 12：2018-2024Q1 公司费用情况 (亿元, %)



资料来源：wind，天风证券研究所

图 13：2018-2024Q1 公司研发费用情况 (亿元, %)



资料来源：wind，天风证券研究所

2. 全球工程机械市场广阔，国内厂商拉开海外扩张大幕

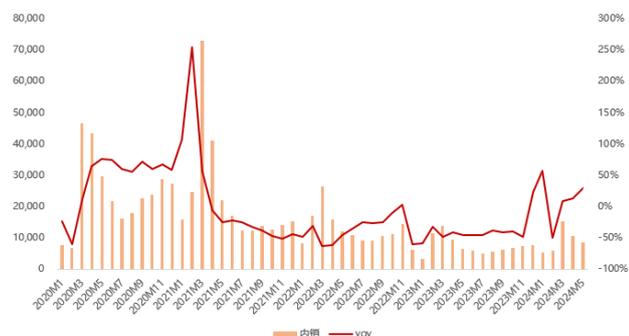
2.1. 国内工程机械筑底回升，海外市场发展态势良好

工程机械行业是国家装备制造业的重点产业之一，行业的发展与国民经济现代化发展和基础设施水平息息相关，根据中国工程机械工业协会的统计，工程机械包括铲土运输机械、

挖掘机械、起重机械、工业车辆、路面施工与养护机械、压实机械、桩工机械等。

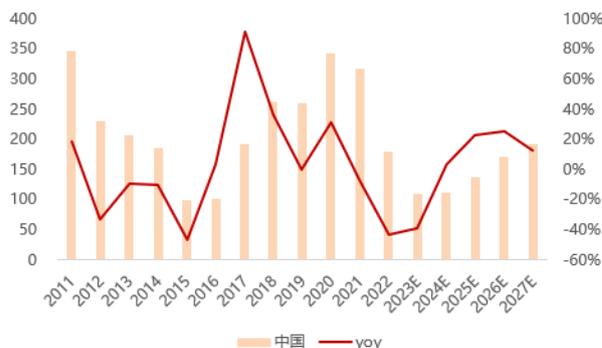
国内工程机械行业经历下行调整后有望逐步进入上升通道。2022 年下半年以来外部环境趋于可控以及稳增长政策落地推进，行业降幅趋缓，我们认为后续有望产生托底效应，加之内需的持续增长，2024 年行业有望进入稳定恢复阶段。

图 14: 挖机内销连续 3 月实现正增长, 后续有望延续回暖表现(台)



资料来源: 中国工程机械工业协会公众号, 天风证券研究所

图 15: 中国工程机械市场销售额预测(亿美元)



资料来源: Off-Highway Research, 天风证券研究所

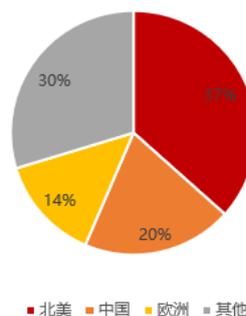
全球工程机械市场规模达新高, 北美市场保持高增。2022 年全球工程机械销售金额达新高, 2012-2022 年 CAGR 为 4.23%, 2021 年总销售额突破 8000 亿元, 2022 年达到 8710.9 亿元, 同比+7.7%。北美工程机械市场规模 3225.3 亿元, 占全球销售金额比重的 37%, 大部分时间为全球第一大区域市场, 中国比重下滑至 20%, 欧洲市场规模 1237 亿元, 占全球 14%, 近 10 年整体呈增长趋势; 印度等其他国家的市场规模合计 2634 亿元, 占比 30%左右。

图 16: 全球工程机械销售金额变化趋势



资料来源: Offhighway, 天风证券研究所

图 17: 2022 年各地区工程机械市场占比



资料来源: Offhighway, 天风证券研究所

全球工程机械行业格局较为稳定, 国产品牌市占率提升已经成为趋势。根据英国 KHL 集团发布的最新全球工程机械制造商 50 强排行榜 (Yellow Table 2023), 共计 10 家中国企业入榜, 全球入榜企业销售额合计 2,306 亿美元, 同比下降 0.90%, 但仍处于历史高位。

表 5: 2023 年度全球工程机械 TOP10 企业

企业	国家	销售额 (亿美元)	占比
卡特彼勒	美国	375.38	16.30%
小松	日本	246.48	10.70%

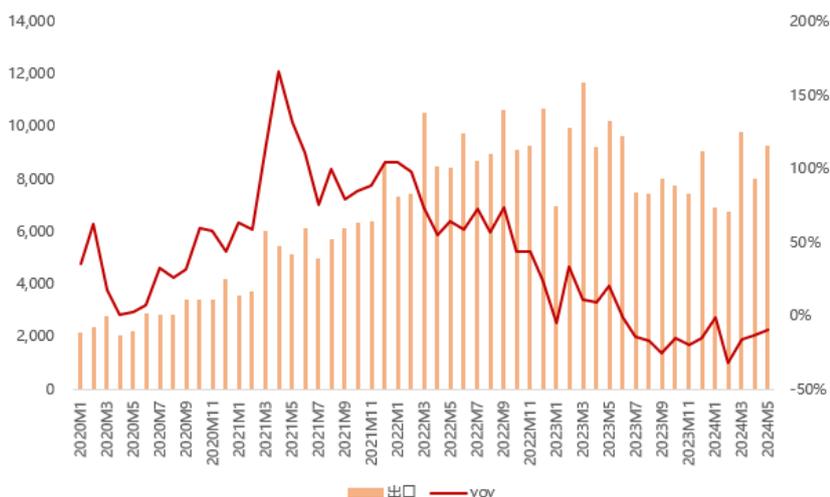
徐工集团	中国	134.07	5.80%
迪尔	美国	125.34	5.40%
三一重工	中国	118.82	5.20%
沃尔沃建筑设备	瑞典	99.07	4.30%
利勃海尔	德国	98.55	4.30%
日立建机	日本	92.3	4.00%
山特维克矿山与岩石技术	瑞典	77.69	3.40%
杰西博	英国	70	3.00%

资料来源：全球企业动态公众号，天风证券研究所

2.2. 从“搭车”出海到“自主”出海，国内厂商加速海外扩张

工程机械自主出海趋势明显，挖掘机出口量占比最大。海外市场面临俄乌冲突、全球通胀高涨等复杂局面，在低利率刺激下欧美基建和房地产投资繁荣，全球资源品价格大幅上涨带动矿山开采需求上升，叠加海外企业生产成本不可控、供货周期长等问题，给了我国工程机械企业拓展国际市场的机会。

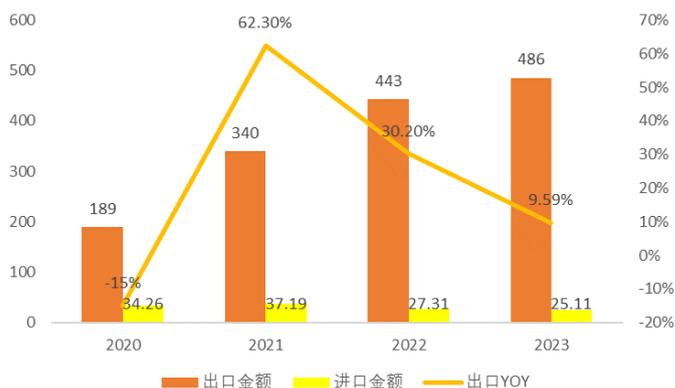
图 18：我国挖机出口销量占比由 2020 年 10.6% 提升至 2023 年 53.9%



资料来源：中国工程机械工业协会公众号，天风证券研究所（注：单位：台）

国内工程机械行业向海外扩张，出口金额持续高增。工程机械逐渐摆脱进口依赖，进口金额由 2020 年的 34.26 亿美元降低到 2023 年 25.11 亿美元。出口金额逐年增加，2022 年我国工程机械出口金额同比增长 30.20% 至 443.02 亿美元，2023 年海外市场仍维持较高景气度，但在整体需求放缓、渠道去库存以及高基数等因素影响下，出口金额为 485.52 亿美元，增速回落至 9.59%。

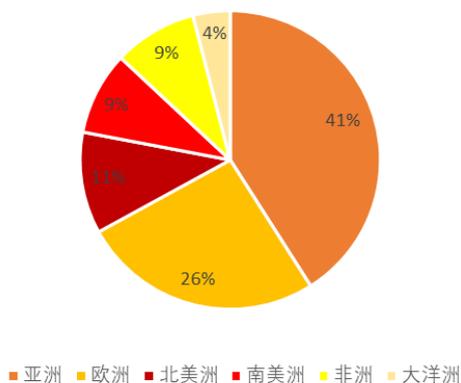
图 19：2020-2023 年国内工程机械进口、出口金额对比（亿美元）



资料来源: iFinD, 天风证券研究所

欧洲与亚洲为主要出口地区,占比合计近 70%。2023 年我国工程机械在对各大洲的出口中,对亚洲、欧洲、南美洲、非洲出口实现了正增长,对北美洲和大洋洲出口下滑。出口亚洲 196.49 亿美元,同比增长 7.61%,占比 41%;出口欧洲 126.89 亿美元,同比增长 22.2%,占比 26%。

图 20: 2023 年我国工程机械出口到各大洲统计



资料来源: 21sun 工程机械商贸网公众号, 天风证券研究所

受惠于“一带一路”的持续拉动,我国工程机械通过工程承包的方式“搭车”出海。2023 年,我国工程机械对“一带一路”沿线国家出口 210.55 亿美元,同比增长 24.1%,占总出口额的 47.2%,保持了较好增长势头。对各经济体的出口中,对东盟、欧盟和英国、美加墨自贸区三大经济体出口下降,而这三大经济体需求不振是我国工程机械产品出口下半年下滑的主要动力。

表 6: 2023 年我国工程机械出口国别(地区)前二十

国别(地区)	出口额(万美元)	同比%
俄罗斯联邦	605834	66.50
美国	427945	-7.51
印度尼西亚	230965	-15.00
日本	183433	-7.41
澳大利亚	179514	-2.95
印度	177998	20.30

巴西	146727	-4.87
比利时	126238	-13.20
沙特阿拉伯	123976	37.80
土耳其	113480	88.00
韩国	103826	-7.21
泰国	103067	-9.72
荷兰	96578	30.80
越南	92926	-35.70
菲律宾	92857	4.94
马来西亚	92078	10.80
墨西哥	91602	62.90
阿联酋	87425	51.70
英国	85863	-6.29
加拿大	84243	-5.70

资料来源：21sun 工程机械商贸网公众号，天风证券研究所

国内主机厂海外扩张成效显著，海外收入五年 CAGR 为 34%，且海外市场毛利率显著高于国内。2022 年七家国内工程机械厂商海外收入合计 935.21 亿元，其中三年、五年、十年 CAGR 分别为 42%、34%、15%，海外业务收入占比也在近两年有较大幅度的提升，2022 年七家厂商合计为 35.2%。另外，得益于国内制造业的显著成本优势，各家工程机械厂商在海外业务的毛利率水平基本都高于国内，2022 年整体海外毛利率为 24.63%，比国内的 19.41% 要高 5.22pct。

表 7：国内工程机械各主机厂的海外市场拓展

序号	公司	海外收入(亿元)				海外占总收入比重			2022 年海内外毛利率对比		
		2022	三年 CAGR	五年 CAGR	十年 CAGR	2012	2022	变化率	海外毛利率	国内毛利率	海外-国内
1	三一重工	365.71	37.18%	25.78%	15.39%	18.70%	45.20%	+26.59pct	26.36%	21.92%	4.44pct
2	徐工机械	278.38	55.21%	53.11%	15.27%	20.90%	29.70%	+8.75pct	22.33%	19.32%	3.01pct
3	中联重科	99.92	40.94%	33.40%	13.69%	5.80%	24.00%	+18.24pct	21.77%	22.02%	-0.25pct
4	柳工	81.19	33.70%	27.22%	9.92%	25.00%	30.70%	+5.69pct	24.38%	13.07%	11.31pct
5	山河智能	32.17	16.41%	43.60%	37.91%	6.70%	44.10%	+37.38pct	27.75%	16.31%	11.44pct
6	山推股份	43.95	57.60%	34.50%	6.42%	22.50%	44.00%	+21.47pct	22.48%	8.01%	14.47pct
7	浙江鼎力	33.88	59.66%	36.67%	34.38%	60.80%	62.20%	+1.42pct	33.68%	21.58%	12.10pct
合计	七家公司合计	935.21	42.13%	33.61%	14.54%	15.80%	35.20%	+19.44pct	24.63%	19.41%	5.22pct

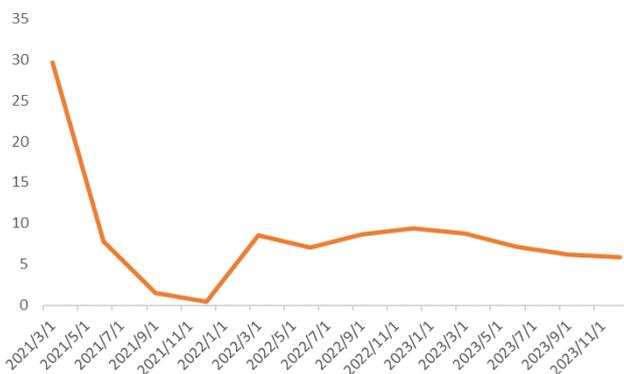
资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3. 挖机需求筑底回升，国内工程机械有望进入上升通道

工程机械行业下游涉及房地产、基础设施建设、电力、煤炭、铁矿石、水泥等众多领域，其中拉动作用较为明显的为房地产和基础设施建设行业，与宏观经济发展密不可分。此外，工程机械更新换代、老旧设备和高排放设备加速淘汰都是影响行业需求的重要因素。

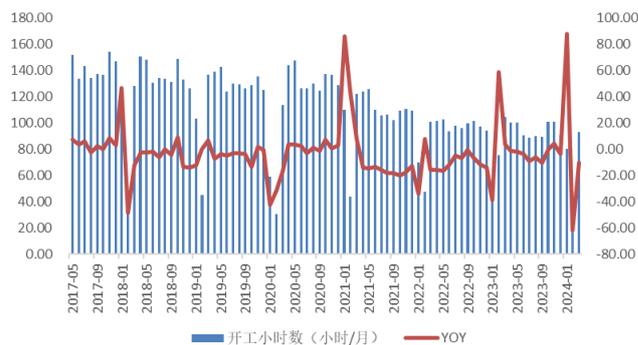
工程机械发展与宏观经济走势密切相关，2024 年国内工程机械需求有望改善。稳增长政策背景下，2024 年中央财政支出力度有望加大，万亿国债的提出进一步增加基建资金规模，预计 2024 年基建投资增速将稳定在较高水平，从需求端加快国内工程机械销量触底回升，板块整体迎来边际改善；2024 年 3 月的 CMI（中国工程机械市场指数）为 108.69，同比微增 1.09%，环比提高 15.66%，3 月前三周挖掘机开工小时数同比提高 14.65%，环比提高 215.29%，从数据上来看市场在筑底修复中。

图 21：2021-2023 年全国基础设施投资完成额（不含电力）累计同比



资料来源：iFinD，天风证券研究所

图 22：2017-2024 年 3 月小松开工小时数及同比（小时/月）



资料来源：iFinD，天风证券研究所

挖掘机内销转正，设备更新周期窗口或已临近。3月1日，国常会审议通过了《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》文件，明确重点行业设备、建筑和市政基础设施领域设备方向，工程机械是最直接的关联行业。据工程机械 CCM 了解，截止 2023 年，全国工程机械设备保有量约 1200 万台，其中挖掘机 10 年保有量 190 万台，装载机 10 年保有量 96 万台，这意味着未来淘汰更新或可成为中国工程机械行业发展的动力之一。

图 23：上海市率先发布关于公开征求《上海市鼓励国二非道路移动机械更新补贴资金管理办法》意见的公告

表 1 上海市国二非道机械更新补贴标准

(单位：万元)

机械类型	机械分级	补贴金额	参考特征参数 (燃油机械)	参考电池容量 (新能源)
叉车	小型	1.9	P<37kW	C>10kWh
	中型	2.6	37kW≤P<75kW	C>15kWh
	大型	13.8	75kW≤P<130kW	C>50kWh
	特大型	36	P>130kW	C>180kWh
挖掘机	微型	2	P≤10kW	C>6kWh
	中小型	3.6	10kW<P≤40kW	C>20kWh
	大型	13.8	40kW<P≤100kW	C>100kWh
	特大型	36	P>100kW	C>400kWh 或拖电
装载机	小型	11	P≤75kW	C>50kWh
	中型	15.6	75kW<P≤130kW	C>100kWh
	大型	23.4	P>130kW	C>200kWh
高空作业车	微型	1.2	P≤10kW	C>5kWh
	小型	8.1	P>10kW	C>15kWh
港作机械	轮胎起重机	60	P>130kW	C>300kWh
	空箱堆高机	60	P>130kW	C>300kWh
	集装箱正面吊	86.7	P>130kW	C>400kWh
机场地勤设备	飞机牵引车	30.3	P>70kW	C>130kWh
	行李传送车	10.8	P>37kW	C>50kWh
其他	小型	1.9	19kW≤P<37kW	C>10kWh
	中型	2.6	37kW≤P<75kW	C>15kWh
	大型	13.8	P>75kW	C>50kWh

资料来源：今日工程机械公众号，天风证券研究所

3. 公司研发创新拓展产品线，把握机遇开启国际化征程

3.1. 积极开展研发项目，打造创新研发硬核力

公司作为国家级创新企业，始终坚持加强核心技术攻关，坚持创新并持续投入，形成了完善的研发体系。目前，公司坚持技术引领，稳步走机械化、电动化、智能化发展路线，持续开展电动化、智能化和无人化工程机械新技术领域的探索研发，奋力突破电芯、电池管理系统等电动核心技术。

表 8：公司研发体系及最新进展

研发体系	最新进展
产品研发	<p>大吨位产品取得阶段性成果，行业最大吨位 CLG8250H 型轮式装载机、柳工最大吨位 CLG9125F 型履带式挖掘机首次面向全球发布。</p> <p>持续推进国四产品高水平研发、全面发布上市，截止 23H1 国四标准新产品已发布 123 个机型，凭借高效、可靠、节能、环保的表现全系列产品赢得客户高度认可。</p> <p>多款智能无人驾驶产品开发和技术研究齐头并进，面向搅拌站上料的无人驾驶装载机、无人驾驶挖掘机、无人驾驶压路机群、无人驾驶宽体车等重点项目成果显著。</p> <p>聚焦国四标准技术升级，国四标准、欧 V 标准的产品型谱覆盖进一步扩大。</p>
技术研发	<p>电动化动力技术和电池技术、挖掘机运动控制技术、多款控制平台、高强钢技术等研发取得重大进展。</p> <p>仿真平台升级及仿真 App 开发、大数据车联网 ROI 和 AIGC 智能客服等项目取得成功。</p>
核心零部件研发	<p>EPT1000 优化箱、EPT200 双档箱、冲压板焊桥等 9 款工程机械传动件研制成功。</p> <p>首台自主研制马达成功下线，变速控制阀系列、高压液压技术、工程机械属具系列研发均获得重要突破。</p>
研发能力	<p>成立华东研究院，柳工科学家队伍新增 13 名专家。</p> <p>广西柳工元象科技有限公司、广西工程机械低碳数智技术创新中心、广西工程机械新能源与自主作业重点实验室 3 家单位正式揭牌。</p>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

开展多个研发项目，提升公司长久竞争力。公司拥有中国土石方机械领域唯一的国家级工程技术研究中心，并在英国、美国、波兰、印度设立了研发机构，打造全球领先的装备制造研发实力和人才队伍，2023 年研发人员数量达到 1959 人，同比增长 23.83%，其中本科生有 1147 人，相对于 2022 年同比增长 7.49%，硕士 431 人，同比增长 19.39%，博士及以上有 17 人，同比增长 21.42%。

表 9：公司研发人员情况

	2021 年	2022 年	2023 年	2023 年变动比例
研发人员数量情况				
研发人员数量（人）	1207	1582	1959	23.83%
研发人员数量占比	7.05%	9.59%	11.76%	2.17%
研发人员学历结构				
本科	787	1,067	1,147	7.49%
硕士	296	361	431	19.39%
博士及以上	10	14	17	21.42%

研发人员年龄构成				
30岁以下	480	594	765	28.78%
30-40岁	514	676	777	14.94%
40-50岁	170	246	322	30.89%
50岁以上	43	66	95	43.93%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

持续抢占科技创新高地，科研创新成果丰硕。公司研发投入占比连年3%以上，近5年获得了国家科技进步奖3项、鲁班奖1次、省部级科技奖61项，2023年申请专利449件，其中发明专利申请113件，获得中国专利奖发明优秀奖3项。

表 10：公司获得的奖项

时间	奖项	成果
2023年	第二十四届中国专利优秀奖	自锁紧预应力锚固结构及竖向预应力锚
2023年	第二十四届中国专利优秀奖	装载机定变量液压系统
2023年	第二十四届中国专利优秀奖	挖掘机液压控制系统及控制方法
2019年	中国建设工程鲁班奖	攻克中国天眼“FAST项目”索网结构的关键技术难题
2019年	国家科学技术进步奖二等奖	混凝土结构非接触式检测评估与高效加固修复关键技术
2018年	国家科学技术进步奖二等奖	超500米跨径钢管混凝土拱桥关键技术
2014年	国家科学技术进步奖一等奖	现代预应力混凝土结构关键技术创新与应用

资料来源：中国工程机械信息网，广西国资公众号，柳工机械 LiuGong 公众号，天风证券研究所

3.2. 扩展海外市场，推动海外业务高质量发展

深度拓展国际业务，积极布局海外市场。公司董事会于2002年提出了“建设开放的、国际化的柳工”的战略后，柳工开始按照营销网络建设、研发制造本地化、投资并购三部曲的战略思维开展国际化业务，经过二十年的境外开拓经营，公司目前已进入深度国际化阶段。公司在海外设立了印度、波兰、巴西、印尼4家制造基地和印度、波兰、美国、英国4家海外研发机构，同时拥有多家包含整机、服务、配件、培训能力的营销公司，并通过300多家经销商的2,700多个网点为海外客户提供销售和服务支持。

图 24：公司全球布局图



资料来源：工程机械周刊公众号，天风证券研究所

海外业务毛利率较高，营业收入不断增长。2023 年柳工海外毛利率为 27.74%，比国内的 15.88%高 11.86pct。公司海外业务收入已由 2016 年的 20.17 亿元增长至 2023 年的 114.62 亿元，2016-2023 年 CAGR 为 28.18%，2023 年海外业务营业收入同比增长 41.18%。

图 25：2016-2023 年公司海外业务营收及增长（亿元，%）



资料来源：公司公告，iFinD，天风证券研究所

3.3. 丰富产品线提升核心优势，产业布局协同更强

发家于装载机，创新打造自强之路。公司从装载机产品起步，经过 60 余年的发展、沉淀，从单一的装载机产品制造厂商，发展成为拥有近 30 条产品线的国际化企业。目前公司不断强化装载机产品竞争力，聚焦大型机产品力、打造静液压装载机爆款产品，实现“全面国四，全面领先”的经营目标，2023 年上半年大型装载机销量增长 50%，电动装载机销量增长 37%，电动装载机市场占有率保持绝对第一。

表 11：公司装载机七个第一

时间	发展进程
1966 年 10 月 1 日	中国第一台现代化轮式装载机 Z435 在柳工诞生，创造了中国装载机历史的新纪元。
1971 年 7 月 1 日	中国第一台铰接式轮式装载机，也是中国 ZL 系列轮式装载机的基础产品——ZL50（当时的 Z450）在柳工诞生。
1976 年 1 月 27 日	中国第一台当时最大的轮式装载机——ZL90 在柳工诞生，研制成功的多项新技术，对行业的发展起了很大的促进作用。打破了大型装载机国际品牌垄断的格局。
1976 年 9 月 30 日	中国第一台矿用地下装载机——DZL50 在柳工诞生，为柳工及中国矿用地下装载机的发展打下了基础。
1987 年 12 月 31 日	中国第一台更新换代第二代产品——ZL50C 在柳工诞生，引导行业向高技术方向发展。
1999 年 9 月 30 日	中国第一台当时最大的轮式装载机 ZL100C 在柳工诞生。
2000 年 9 月 30 日	世界第一台高原型特种装载机—ZLG50G 在柳工诞生，填补了高原型装载机的国际空白。

资料来源：路面机械网公众号，天风证券研究所

挖掘机业务快速发展，市场占有率提高。2001 年，柳工从柳州康达公司收购了挖掘机业务，从 2004 年开始，柳工挖掘机进入快速发展期，2005 年在挖掘机全行业销量同比下降 14.2%

的背景下，柳工挖掘机逆势上扬，全国市场占有率提升至 2.9%，到 2023 年挖掘机国内市场占有率超 11%，同比提升了 3~4 个百分点。

表 12：2022 年挖掘机市场排名（台）

公司	销量	占比
三一	69864	26.7%
徐工	44570	17.1%
卡特	26336	10.1%
柳工	21306	8.2%
临工	20290	7.8%
山河智能	10514	4.0%
山重建机	7458	2.9%
现代	5515	2.1%
雷沃	5257	2.0%
中联重科	4922	1.9%
龙工	4631	1.8%
小松	3477	1.3%
其他	37160	14.2%

资料来源：制造业排名数据库公众号，天风证券研究所

非工程机械发展平稳，进军农业机械。非工程机械市场周期性较弱，总体发展处于平稳上升态势，可以平滑国内工程机械行业周期性。公司总部所在地位于广西，广西甘蔗产量全国排名第一，公司在重组完成后新增农业机械，并在甘蔗收获机成为中国第一品牌的基础上，深度融入 RCEP 区域，建立多个新渠道，将甘蔗收获机逐步导入东南亚，2022 年 12 月成功通过东南亚某糖厂作业测试，获得批量 S935 甘蔗收获机订单。目前，柳工的甘蔗收获机广泛应用于中国、东南亚、西亚、中美洲等区域。

表 13：公司甘蔗收获机明星产品

名称	特点	图片
S935T 履带式甘蔗收获机	国内同类产品功率最大、效率最高的甘蔗收获机，单台产品能替代近 500 名人工作业。	
S918T 履带式甘蔗收获机	配备康明斯 180 马力发动机，工作效率可达 20 吨/小时以上，杂质含量和甘蔗损耗量低，具备智能控制系统，维护成本低，使用寿命长	

资料来源：德国农业协会（DLG）公众号，天风证券研究所

预应力机械：柳工欧维姆勇攀中国预应力巅峰。欧维姆公司的前身是 1966 年创建的柳州市建筑机械厂，1995 年柳州欧维姆建筑机械有限公司正式成立，2010 年，柳工成为欧维姆公司的最大股东。目前，欧维姆拥有预应力锚具、工程缆索、橡胶减隔震三大产品板块，并提供施工特种装备、安装和管养服务等系统解决方案，公司主导产品先后荣获 5 项国家科技进步奖，2016 年“天眼”主体工程完工，欧维姆在其中承接了“天眼”骨架（反射面

索网工程)的工作, 2023年一年中, 公司实现了12项重大技术突破与成果转化。

表 14: 欧维姆主要产品介绍

产品类别	产品名称	介绍及优势	产品图片
锚具	YM15 OVM 锚具	在后张法结构中, 为保持预应力筋的拉力并将其传递到混凝土内部的锚固工具; 锚固效率系数高, 锚固性能稳定、可靠	
桥梁缆索	OVM250 钢绞线拉索	自主研发; 低应力使用状态下具有可靠的锚固性能, 优异的抗疲劳性能; 四层防护结构确保索体的防腐能力, 具有完善的防水、防渗漏结构; 具有化整为零的制索工艺以及可实现单根张拉、单根换索的简易安装工法	
预应力装备	OVM-SPT 预应力智能张拉设备	采用“互联网+云计算+大数据+自动控制”等多项技术, 实现预应力梁用施工的自动化、精细化、信息化、可视化、远程化控制和管理目标; 有效改善工程建设施工质量, 提高了工程结构使用寿命, 并降低运营后期工程检修维护费用	

资料来源: 欧维姆官网, 天风证券研究所

实力“出海”, 欧维姆引领技术高质量发展。目前欧维姆已经构建起覆盖亚洲、欧洲、非洲、大洋洲和南美洲的 50 多个国家和地区的营销网络, 先后参与了土耳其博斯普鲁斯海峡三桥、柬埔寨新水净华矮塔斜拉桥、巴拿马地铁三号线项目、格鲁吉亚 E60 高速项目等多项海外重大工程建设。2022 年, 欧维姆相关产品、技术国际订货量和收入同比增长超 32%, 创历史新高。

图 26: 欧维姆全球布局图



资料来源: 第一工程机械网公众号, 天风证券研究所

4. 盈利预测

我们认为工程机械行业端有望筑底回升, 进入新一轮上升通道; 同时公司端混改释放利润弹性, 国际化+电动化+拓品类助力未来业绩表现, 因此预计公司 2024-2026 年营收分别

为 301.89、354.05、421.02 亿元，yoy 分别为+9.7%、+17.28%、+18.91%；归母净利润分别为 14.25、20.11、27.21 亿元，yoy 分别为+64.2%、+41.13%、+35.31%；首次覆盖并给予“买入”评级。

表 15：公司未来 3 年业务拆分（亿元）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	181	192	230	287	265	275	302	354	421
土石方铲运机械	130.84	136.19	162.79	171.51	155.58	159.1	175.0	210.0	252.0
工程机械零部件				90.16	78.81	88.2	97.0	111.5	133.9
预应力机械				20.13	20.79	22.4	24.7	27.1	29.9
融资租赁业务	4.38	5.70	6.72	5.21	3.95	5.5	5.2	5.4	5.3
其他业务					5.66				
收入 yoy	60.6%	6.0%	19.9%	24.8%	-7.7%	3.9%	9.7%	17.3%	18.9%
土石方铲运机械	61.3%	4.1%	19.5%	5.4%	-9.3%	2.2%	10.0%	20.0%	20.0%
工程机械零部件					-12.6%	6.2%	10.0%	15.0%	20.0%
预应力机械					3.3%	7.9%	10.0%	10.0%	10.0%
融资租赁业务	23.0%	30.0%	17.9%	-22.5%	-24.1%	2.1%	-4.8%	2.7%	-1.0%
其他业务									
毛利率	22.81%	23.66%	20.40%	17.5%	16.8%	20.8%	22.4%	23.3%	24.2%
土石方铲运机械	20.54%	21.07%	18.75%	16.57%	17.82%	23.4%	26.0%	27.0%	28.0%
工程机械零部件				16.01%	11.59%	13.7%	14.0%	15.0%	16.0%
预应力机械				22.57%	20.56%	24.8%	25.0%	25.0%	25.0%
融资租赁业务	53.46%	48.96%	50.86%	52.90%	48.55%	45.6%	45.0%	45.0%	45.0%
其他业务					25.51%				
毛利润	41.26	45.38	46.92	50.15	44.50	57.30	68	83	102
土石方铲运机械	26.87	28.70	30.52	28.42	27.72	37.2	45.5	56.7	70.6
工程机械零部件	0.00	0.00	0.00	14.43	9.13	12.0	13.6	16.7	21.4
预应力机械	0.00	0.00	0.00	4.54	4.27	5.6	6.2	6.8	7.5
融资租赁业务	2.34	2.79	3.42	2.75	1.92	2.5	2.4	2.4	2.4
其他业务	0.00	0.00	0.00	0.00	1.44				

资料来源：wind，天风证券研究所

5. 风险提示

政策风险：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。

市场风险：公司国际化稳步发展，全球贸易保护主义抬头，大国博弈及全球政治经济的复杂性将给公司国际市场带来不确定性。国内外经济同步增长但仍存在不确定性，市场竞争加剧，大宗商品价格波动以及人工成本上升等因素，可能对公司销售规模和效益产生影响。

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

原材料价格波动的风险：公司原材料及零部件的成本可能受到多种因素的影响，如市场供求、供应商变动、替代材料的可获得性、供应商生产状况的变动及自然灾害等。

测算具有主观性风险：若国内行业需求回暖不及预期，行业竞争加剧等，则本文测算具有主观性风险。

全球化进展不及预期风险：当前公司依靠出海拓展抢占市场份额，全球化受阻或不及预期

将对公司财务状况造成不利影响。

电动化拓展不及预期风险：当前公司依靠电动化产品拓展抢占市场份额，全球化受阻或不及预期将对公司财务状况造成不利影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	7,234.70	10,352.63	7,751.40	9,116.99	10,227.96
应收票据及应收账款	7,825.88	8,305.10	8,466.73	9,235.75	9,476.10
预付账款	382.45	322.39	240.59	520.45	425.01
存货	7,987.97	8,482.38	9,740.23	11,369.79	13,455.54
其他	5,980.78	5,604.50	6,965.89	6,921.05	7,423.94
流动资产合计	29,411.78	33,067.01	33,164.84	37,164.03	41,008.55
长期股权投资	688.05	669.36	669.36	669.36	669.36
固定资产	4,901.82	6,119.83	6,425.86	6,681.90	6,887.93
在建工程	810.28	586.05	786.05	986.05	1,186.05
无形资产	1,554.62	1,451.35	1,380.59	1,309.84	1,239.08
其他	4,801.17	4,476.83	4,727.32	4,684.69	4,623.30
非流动资产合计	12,755.93	13,303.41	13,989.19	14,331.83	14,605.72
资产总计	42,257.99	46,578.04	47,154.03	51,495.87	55,614.27
短期借款	4,889.06	6,974.06	6,000.00	6,000.00	6,000.00
应付票据及应付账款	9,816.99	11,369.26	12,450.29	14,389.59	15,755.45
其他	6,047.78	3,355.79	5,348.04	6,088.28	6,329.38
流动负债合计	20,753.84	21,699.11	23,798.33	26,477.87	28,084.83
长期借款	1,560.17	1,257.20	1,000.00	1,000.00	1,000.00
应付债券	61.82	3,000.78	1,095.56	1,386.05	1,827.46
其他	1,972.90	2,049.25	2,169.67	2,063.94	2,094.29
非流动负债合计	3,594.89	6,307.23	4,265.23	4,449.99	4,921.75
负债合计	25,083.19	28,581.43	28,063.56	30,927.86	33,006.58
少数股东权益	1,427.49	1,464.45	1,512.67	1,594.62	1,723.25
股本	1,951.26	1,951.21	1,964.20	1,964.20	1,964.20
资本公积	6,019.03	6,039.15	6,049.89	6,049.89	6,049.89
留存收益	7,792.32	8,605.95	9,603.43	11,011.22	12,916.17
其他	(15.30)	(64.14)	(39.72)	(51.93)	(45.83)
股东权益合计	17,174.80	17,996.61	19,090.47	20,568.00	22,607.68
负债和股东权益总计	42,257.99	46,578.04	47,154.03	51,495.87	55,614.27
现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	646.86	941.63	1,424.97	2,011.13	2,721.35
折旧摊销	596.90	664.12	764.72	814.72	864.72
财务费用	163.40	503.58	119.41	105.91	64.05
投资损失	(80.11)	(109.01)	(100.00)	(100.00)	(100.00)
营运资金变动	(287.66)	(514.00)	(210.07)	(304.23)	(814.54)
其它	(80.62)	142.64	68.89	117.08	183.76
经营活动现金流	958.77	1,628.96	2,067.92	2,644.61	2,919.34
资本支出	1,919.77	1,446.92	1,079.58	1,305.73	1,169.65
长期投资	(170.60)	(18.69)	0.00	0.00	0.00
其他	(2,227.15)	(1,931.80)	(2,871.63)	(2,251.81)	(2,141.59)
投资活动现金流	(477.98)	(503.57)	(1,792.05)	(946.08)	(971.93)
债权融资	(3.90)	2,612.10	(2,477.09)	317.73	28.99
股权融资	(131.42)	(419.01)	(400.01)	(650.67)	(865.43)
其他	591.35	(656.53)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	456.03	1,536.56	(2,877.10)	(332.94)	(836.44)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	936.82	2,661.95	(2,601.22)	1,365.59	1,110.97

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	26,479.74	27,519.12	30,189.31	35,404.95	42,101.65
营业成本	22,030.57	21,789.82	23,429.07	27,141.46	31,918.28
营业税金及附加	127.93	172.33	181.14	212.43	252.61
销售费用	1,820.60	2,250.91	2,445.33	2,832.40	3,368.13
管理费用	732.65	813.70	845.30	955.93	1,136.74
研发费用	747.05	906.67	1,056.63	1,239.17	1,473.56
财务费用	74.98	151.84	119.41	105.91	64.05
资产/信用减值损失	(566.58)	(785.64)	(400.00)	(400.00)	(400.00)
公允价值变动收益	0.03	6.35	0.00	0.00	0.00
投资净收益	80.11	101.54	100.00	100.00	100.00
其他	664.26	935.06	0.00	0.00	0.00
营业利润	768.14	1,176.55	1,812.43	2,617.65	3,588.27
营业外收入	34.68	38.92	36.89	35.77	36.57
营业外支出	12.65	6.23	9.25	9.36	9.37
利润总额	790.17	1,209.24	1,840.07	2,644.06	3,615.46
所得税	143.30	267.61	346.20	515.86	710.36
净利润	646.86	941.63	1,493.86	2,128.21	2,905.11
少数股东损益	47.54	73.82	68.89	117.08	183.76
归属于母公司净利润	599.33	867.81	1,424.97	2,011.13	2,721.35
每股收益(元)	0.31	0.44	0.73	1.02	1.39
主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-7.74%	3.93%	9.70%	17.28%	18.91%
营业利润	-37.68%	53.17%	54.05%	44.43%	37.08%
归属于母公司净利润	-39.79%	44.80%	64.20%	41.13%	35.31%
获利能力					
毛利率	16.80%	20.82%	22.39%	23.34%	24.19%
净利率	2.26%	3.15%	4.72%	5.68%	6.46%
ROE	3.81%	5.25%	8.11%	10.60%	13.03%
ROIC	7.04%	10.28%	13.43%	18.16%	22.92%
偿债能力					
资产负债率	59.36%	61.36%	59.51%	60.06%	59.35%
净负债率	10.04%	7.62%	8.46%	3.27%	-1.53%
流动比率	1.37	1.49	1.39	1.40	1.46
速动比率	1.00	1.11	0.98	0.97	0.98
营运能力					
应收账款周转率	3.67	3.41	3.60	4.00	4.50
存货周转率	3.11	3.34	3.31	3.35	3.39
总资产周转率	0.64	0.62	0.64	0.72	0.79
每股指标(元)					
每股收益	0.31	0.44	0.73	1.02	1.39
每股经营现金流	0.49	0.83	1.05	1.35	1.49
每股净资产	8.02	8.42	8.95	9.66	10.63
估值比率					
市盈率	37.03	25.58	15.58	11.04	8.16
市净率	1.41	1.34	1.26	1.17	1.06
EV/EBITDA	2.19	2.36	5.22	3.97	3.05
EV/EBIT	2.82	2.91	6.86	4.97	3.69

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com