

## 柳工 (000528.SZ)

2024年08月27日

# 混改、电动化、国际化三重逻辑共振，国内装载机龙头迈向世界一流

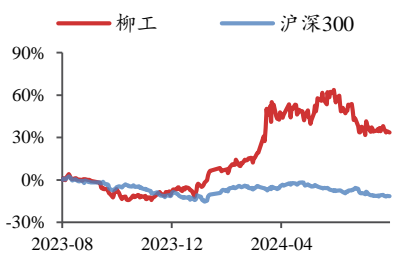
投资评级：买入（首次）

——公司首次覆盖报告

日期	2024/8/26
当前股价(元)	9.47
一年最高最低(元)	11.85/6.15
总市值(亿元)	187.41
流通市值(亿元)	136.43
总股本(亿股)	19.79
流通股本(亿股)	14.41
近3个月换手率(%)	143.05

孟鹏飞（分析师）	张健（分析师）
mengpengfei@kysec.cn	zhangjian1@kysec.cn
证书编号：S0790522060001	证书编号：S0790524060001

### 股价走势图



数据来源：聚源

### ● 国内装载机龙头迈向全球，盈利水平持续改善

公司产品覆盖土石方机械、工程机械零部件、预应力机械，2023年装载机行业第一，挖机国内市占率突破11%，有望持续受益于国内需求复苏与海外出口高增。我们预计公司2024-2026年实现归母净利润分别为13.40/17.91/22.53亿元，EPS分别为0.68/0.90/1.14元/股，当前股价对应PE分别为14.0/10.5/8.3倍，公司估值低于行业可比公司平均水平。公司是国内装载机龙头，锂电化、国际化、混改三重逻辑共振，公司挖掘机、装载机业务持续向好，首次覆盖，给予“买入”评级。

### ● 引领装载机电动化浪潮，推动多产品电动化率提升

装载机工况场景固定、设备相对集中、充电站建设难度较低，电动装载机环保属性强、全生命周期成本低，近年来发展迅速，工程机械协会数据显示，2024年5月全行业销售电动装载机1250台，同比增长408.13%。公司引领装载机电动化浪潮，电动装载机产品覆盖完善，未来有望持续受益。

### ● 历经二十余年全球化布局，出海加速公司成长

2002年，柳工开启全球化布局道路，截至2023年公司通过300多家经销商的2700多个网点为海外客户提供销售和服务支持。2023年公司在中国境外收入114.62亿元（yoy+41%），随着公司加速出海，未来成长有望加快。

### ● 混改+股权激励增强内生动力，发行可转债实现产能优化

2022年公司完成混改并整体上市，实现股权优化。2023年，公司发布股票期权激励计划，首次授予股票期权数量5314万份，激励对象覆盖公司核心员工，并设立业绩考核指标，大大激发员工积极性。2023年3月，公司发行可转债30亿元用于工厂升级、零部件产能扩张、“三化”研发，进一步增强整体制造能力，通过混改+股权激励+募资扩产，公司综合竞争力大大增强。

● **风险提示：**国内复苏不及预期；电装发展不及预期；海外拓展不及预期。

### 财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	26,480	27,519	30,771	35,187	41,006
YOY(%)	-7.7	3.9	11.8	14.4	16.5
归母净利润(百万元)	599	868	1,340	1,791	2,253
YOY(%)	-39.9	44.8	54.4	33.7	25.8
毛利率(%)	16.8	20.8	20.2	21.1	21.9
净利率(%)	2.3	3.2	4.4	5.1	5.5
ROE(%)	3.8	5.2	7.4	9.2	10.6
EPS(摊薄/元)	0.30	0.44	0.68	0.90	1.14
P/E(倍)	31.3	21.6	14.0	10.5	8.3
P/B(倍)	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、国内装载机龙头迈向全球，盈利水平持续改善.....	4
1.1、公司产品布局完善，挖掘机、装载机成长性凸显.....	4
1.2、加速开拓海外市场，盈利能力有所提升.....	6
1.3、研发投入保持较高水平，持续推动电动化、数字化发展.....	7
1.4、实控人为广西国资委，混改带来长期动能.....	9
2、工程机械板块：内需呈现复苏态势，海外出口保持高增长.....	9
2.1、国内工程机械或位于周期底部，景气度有望持续改善.....	10
2.2、海外市场空间广阔，加速出海打造新增长曲线.....	14
3、混改激发公司内生动力，电动化+国际化持续带来发展动能.....	17
3.1、引领装载机电动化浪潮，推动多产品电动化率提升.....	17
3.2、历经二十余年全球化布局，出海加速公司成长.....	19
3.3、混改+股权激励完善内部治理，发行可转债实现产能优化.....	20
4、盈利预测与投资建议.....	23
4.1、假设及财务预测.....	23
4.2、估值水平与投资建议.....	24
5、风险提示.....	24
附：财务预测摘要.....	25

## 图表目录

图 1：对比同行，柳工布局完善.....	5
图 2：2023 年公司营收同比增长 4%.....	6
图 3：2023 年公司归母净利润同比增长 45%.....	6
图 4：2021-2023 年公司土石方铲土机械收入占比超一半（单位：亿元）.....	6
图 5：2021-2023 年公司土石方铲运机械毛利率稳步提升（单位：%）.....	6
图 6：2023 年中国境外收入同比增长 41%.....	7
图 7：2023 年中国境外毛利率水平高于中国境内 12 个 pcts（单位：%）.....	7
图 8：2023 年公司毛利率与净利率均实现同比提升.....	7
图 9：2023 年公司销售费用率为 8.18%.....	7
图 10：公司研发费用投入保持不断提升.....	8
图 11：公司掌握电动化关键技术.....	8
图 12：公司掌握传动件、铸造件、高端液压件技术.....	8
图 13：公司实控人为广西国资委.....	9
图 14：工程机械下游需求包括地产、基建投资等.....	10
图 15：工程机械下游需求包括基建、地产、采矿等.....	10
图 16：2024 年以来房地产新开工在逐步筑底（单位：%）.....	11
图 17：2024 年以来基建投资保持增长（单位：%）.....	11
图 18：万亿国债催化下，水利基建投资规模有望高增.....	11
图 19：挖掘机械是工程机械景气度先行指标.....	12
图 20：2023 年挖机销量较 2020 年高点已下降 69%.....	13
图 21：2024 年 3 月-7 月挖机内销连续 5 月同比正增长.....	13
图 22：挖机主要分为大挖、中挖、小挖.....	13

图 23: 2022 年小挖占挖机销量结构比例高达 65% .....	14
图 24: 2022 年全球工程机械市场规模为 8710.9 亿元 .....	14
图 25: 2022 年中国工程机械市场空间约占全球市场 1/5 .....	15
图 26: 2020 年以来中国工程机械出口保持高速增长态势 .....	15
图 27: 陈列在柳州工业博物馆的轮式装载机 Z435 .....	17
图 28: 公司研发费用投入保持不断提升 .....	17
图 29: 2024 年 5 月电动装载机渗透率 12.7% .....	18
图 30: 电动装载机中 5 吨占比较高 .....	18
图 31: 电动装载机经济性凸显 .....	18
图 32: 公司电动装载机产品齐全 .....	19
图 33: 公司加快出海布局 .....	19
图 34: 柳工加快全球化布局 .....	20
图 35: 柳工通过混改实现股东利益、员工利益和企业利益的结合 .....	20
图 36: 混改完成后, 公司股权结构实现了优化 .....	21
表 1: 公司为全球领先的装载机龙头企业 .....	4
表 2: 公司设备覆盖土石方机械等 .....	4
表 3: 公司在多个领域实现了研发突破 .....	8
表 4: 工程机械产品种类较多 .....	9
表 5: 设备更新政策催化, 工程机械落后设备有望加速淘汰 .....	12
表 6: 2023 年我国工程机械产品出口一带一路区域占比较高 .....	15
表 7: 2021-2024H1 叉车与升降工作台出口数量保持稳步增长 .....	16
表 8: 电动装载机优势在于环保属性强且全生命周期成本低 .....	18
表 9: 公司拟向多为激励对象定向发行柳工 A 股普通股股票 .....	21
表 10: 公司设立股权激励计划业绩考核目标彰显对未来发展信心 .....	22
表 11: 公司发行可转债募资用于核心产能扩展 .....	22
表 12: 我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 307.71/351.87/410.06 亿元 .....	23
表 13: 公司估值低于行业可比公司平均水平 .....	24

## 1、国内装载机龙头迈向全球，盈利水平持续改善

### 1.1、公司产品布局完善，挖掘机、装载机成长性凸显

公司为全球领先的装载机龙头企业。1958年，527名上海工人响应号召支援广西工业建立“柳州建筑机械制造厂”，柳工前身建立。1966年，柳工成功研制出我国第一台轮式装载机Z435，并通过国家专业鉴定投产。1993年，柳工在深圳证券交易所成功上市。2001年，柳工成功研制出世界第一台高原型ZL50G轮式装载机。

公司不断加快国际化步伐。2002年，柳工提出建设“开放的、国际化的柳工”，并开始走访国际市场，逐步在海外建立营销网络，开启全球布局道路。2004年，柳工在澳大利亚建立首个海外子公司。2008年，柳工北美和拉美子公司成立。2010-2011年，柳工在欧洲、亚太、中东和南非分别成立子公司。2015年，柳工巴西工厂开业。2020年，柳工印度尼西亚公司开业。截至2023年，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16000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：公司为全球领先的装载机龙头企业

时间	主要历程
1958年	柳工前身“柳州建筑机械制造厂”成立
1966年	成功研制出中国第一台轮式装载机Z435
1993年	柳工在深圳证券交易所上市
2001年	世界第一台高原型特种装载机-ZLG50G诞生
2004年	柳工在澳大利亚成立首个海外子公司，逐步开启全球布局道路
2008年	柳工北美和拉美子公司成立
2009年	柳工在印度建厂后轮式装载机开始投产
2012年	柳工收购完成波兰主要推土机制造商HSW下属民用工程机械业务及全资子公司Dressta
2014年	柳工在中国香港成立柳工机械香港有限公司
2015年	柳工巴西工厂开业
2019年	柳工成立英国直营公司
2020年	柳工混改落地，引入战略投资者，搭建员工持股平台

资料来源：中国经济周刊、开源证券研究所


公司产品覆盖土石方机械、其他工程机械与零部件、预应力机械等。

(1) 土石方机械：包括装载机、挖掘机、推土机、平地机、压路机、成矿用卡车，其中装载机占比最高，挖掘机其次。

(2) 其他工程机械与零部件：包括起重机械、混凝土机械、桩工机械、高空作业机械、工业车辆、农业机械。

(3) 预应力机械：建筑预应力。

表2：公司设备覆盖土石方机械等

分类	主要产品	主要功能	图示
土石方机械	挖掘机	挖掘各种土体或软石	

分类	主要产品	主要功能	图示
	装载机	用于装载和搬运松散物料	
	推土机	对土石方或散状物料进行切削或短距离搬运	
	平地机	整形和平整作业	
	压路机	压实作业，可以碾压沙性、半粘性及粘性土壤，路基稳定土及沥青混凝土路面层	
	矿用卡车	专为矿山和工程作业设计的非公路用车辆	
其他工程机械与零部件	起重机	用于港口、车间、电力、工地等地方的起重搬运机械	
	叉车	用来搬运和堆垛物品的工具	
	混凝土机械	对混凝土进行泵送和浇筑的专用汽车	
	高空作业平台	将作业人员、工具、材料等通过平台举升到一定位置进行施工、安装、维修等工作的专业高空作业设备	
	预应力机械	粗钢筋预应力张拉设备、高强钢丝束预应力张拉设备(群锚千斤顶)、钢绞线预应力张拉设备(群锚千斤顶)	——

资料来源：公司官网、公司公告、达峰能源投资集团公众号等、开源证券研究所

公司在工程机械产品布局上较为完整。从产品布局来看，柳工集团在工程机械产品类型上有 12 项布局，较为完善。

图1：对比同行，柳工布局完善

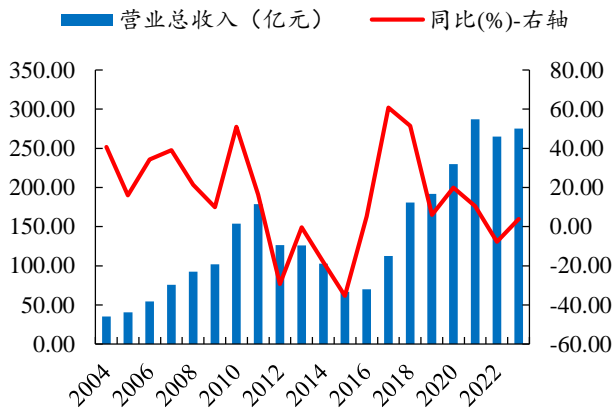
	挖掘机	装载机	推土机	起重机械	混凝土机械	桩工机械	路面机械	高空作业机械	矿山机械	环卫机械	农业机械	工业车辆(叉车)	应急救援装备	预应力机械	压实机械	油气管道设备	掘进机械
徐工机械	√	√		√	√	√	√	√	√	√	√						
三一重工	√			√	√	√	√										
中联重科	√			√	√	√		√	√		√		√				
柳工	√	√		√	√	√	√	√	√		√	√		√	√		
龙工	√	√					√					√					
山河智能	√					√		√	√							√	
山推股份		√	√		√		√		√		√						
浙江鼎力								√									
厦工机械	√	√					√			√		√					√

资料来源：各公司公告、龙工公司官网、厦门机械公司官网等、开源证券研究所

## 1.2、加速开拓海外市场，盈利能力有所提升

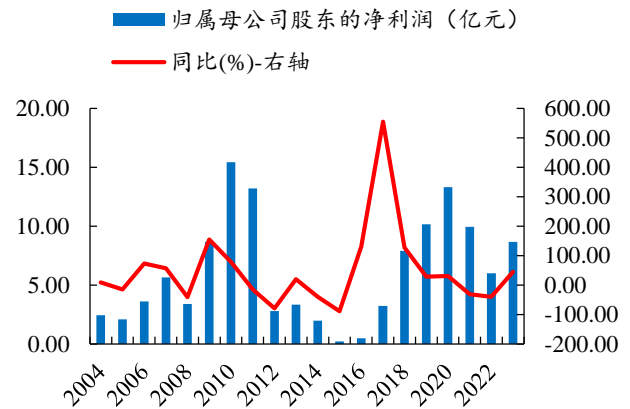
公司主营业务为工程机械产品的研发销售，其收入水平受宏观经济周期影响较大，属于典型周期性行业。2015-2021年受益于工程机械行业上行影响，公司收入由67亿元提升至287亿元，CAGR为28%，归母净利润由0.21亿元提升至9.95亿元，CAGR为90%。2022年，受国内工程机械行业下行影响，公司营收有所下降。2023年，公司加快开拓海外市场，出口实现高增，收入水平较2022年有所恢复。

图2：2023年公司营收同比增长4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

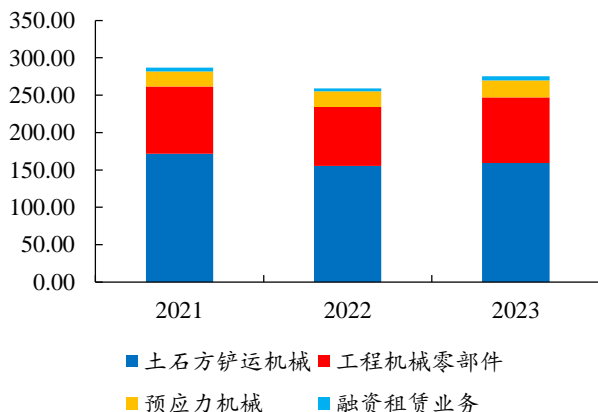
图3：2023年公司归母净利润同比增长45%



数据来源：Wind、开源证券研究所

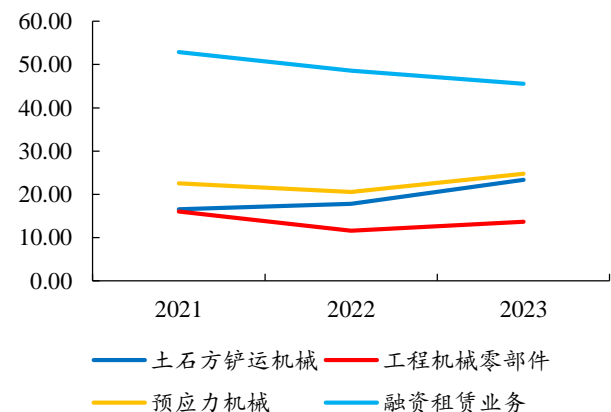
公司产品以土石方铲运机械为主，其毛利率水平稳步提升。2023年，公司土石方铲运机械、工程机械零部件、预应力机械、融资租赁业务收入分别为159.1/88.2/22.4/5.5亿元，土石方铲运机械收入占比超一半，2021-2023年毛利率逐步提升。

图4：2021-2023年公司土石方铲土机械收入占比超一半（单位：亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2021-2023年公司土石方铲运机械毛利率稳步提升（单位：%）

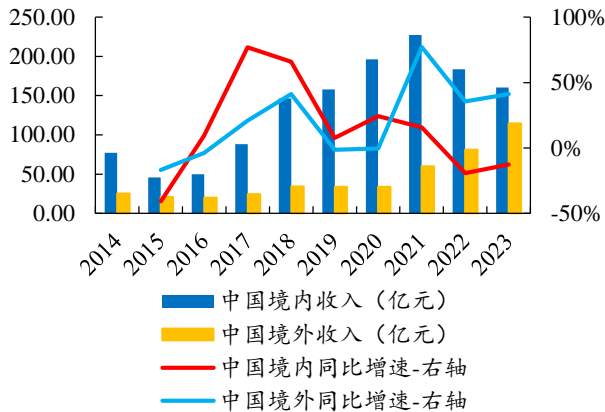


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司在中国境外收入保持高增，平滑中国境内行业周期。分区域看，2023年公司在境内、境外收入分别为160.57亿元、114.62亿元，同比增速分别为-13%、41%。我们可以发现，2022-2023年受国内行业周期影响，公司在境内收入出现

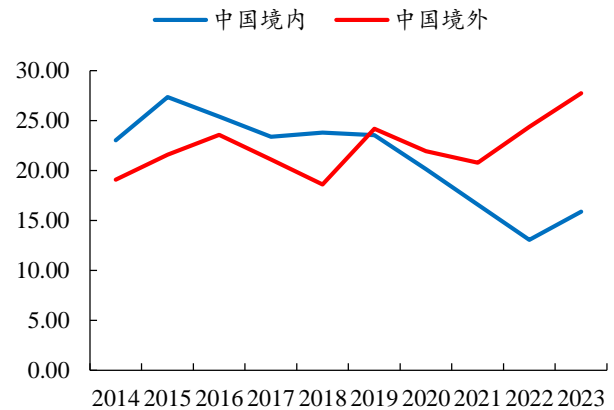
下滑，公司出海战略带动海外收入增长，有效平滑了国内行业周期带来影响，且海外毛利率水平更高。

图6：2023年中国境外收入同比增长41%



数据来源：Wind、开源证券研究所

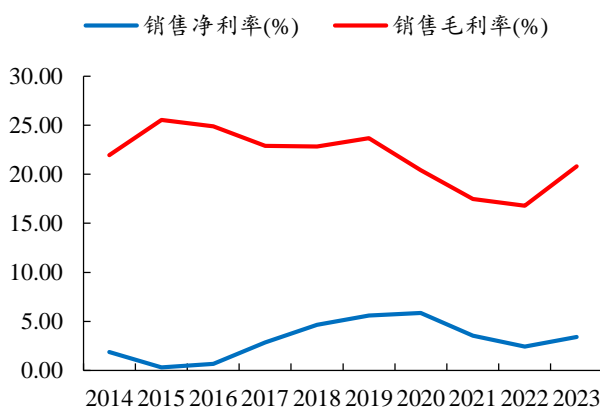
图7：2023年中国境外毛利率水平高于中国境内 12 个 pcts（单位：%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

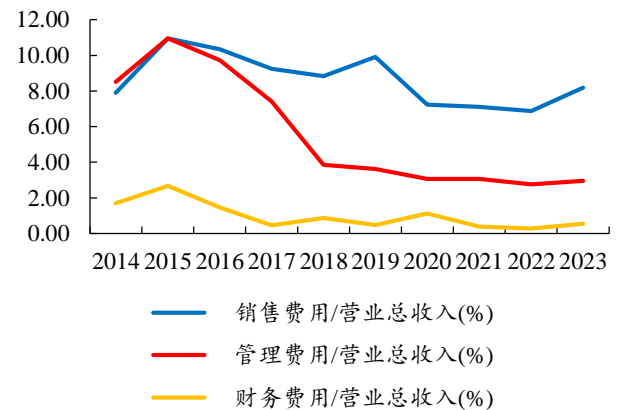
公司盈利能力有所提升。2023年，公司销售毛利率为 20.82%，同比提升 4.02 个 pcts，销售净利率为 3.42%，同比提升 0.98 个 pcts，2023 年公司盈利能力有所提升。费用率方面，2023 年公司销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 8.18%/2.96%/0.55%，销售费用率较高。

图8：2023年公司毛利率与净利率均实现同比提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2023年公司销售费用率为 8.18%

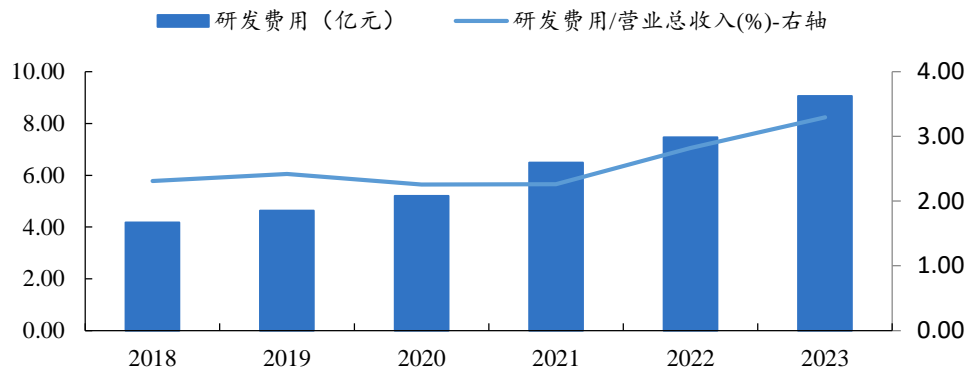


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.3、研发投入保持较高水平，持续推动电动化、数字化发展

公司研发费用投入不断提升。2018年-2023年公司研发费用由 4.18 亿元提升至 9.07 亿元，CAGR 为 16.8%，研发费用率水平由 2.31% 提升至 3.29%。根据公司 2023 年年报，公司近 5 年获得国家科技进步奖 3 项、鲁班奖 1 次、省部级科技奖 61 项。

图10：公司研发费用投入保持不断提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司坚持电动技术、智能化等关键技术研究，核心零部件产品同业领先。

(1) 电动化、智能化技术领先：公司成立 AI 技术&控制应用研究所、电动技术与产品研究院、大数据所&XR 技术应用中心，加快产品智能化及新技术应用。特别是突破电芯、电池管理系统等电动核心技术。

(2) 核心零部件产品领先：传动系统、铸造件、高端液压件等关键零部件打破进口依赖，实现零部件自研。

表3：公司在多个领域实现了研发突破

研发领域	具体成果
电动化、智能化关键技术研究	突破电芯、电池管理系统等电动核心技术，完成多项整机电动控制系统开发，牵头编制电动化装载机、挖掘机等 7 项行业标准。
传动系统研究	研发多款关键零部件，包括自动换挡变速箱总成、大型装载机液力变矩器、变速箱和驱动桥总成，掌握新一代静液压传动核心技术
铸造件研究	开发应用高强度覆膜砂技术，应用 3D 材料配方技术
高端液压件	核心液压件实现自制

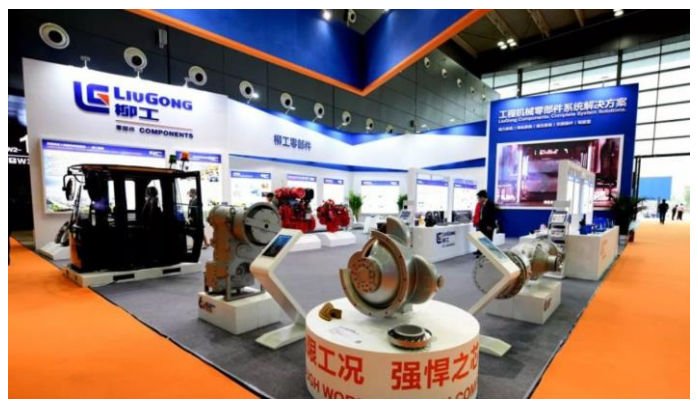
资料来源：柳工 2023 年年报、中国路面机械网、开源证券研究所

图11：公司掌握电动化关键技术



资料来源：第一工程机械网

图12：公司掌握传动件、铸造件、高端液压件技术



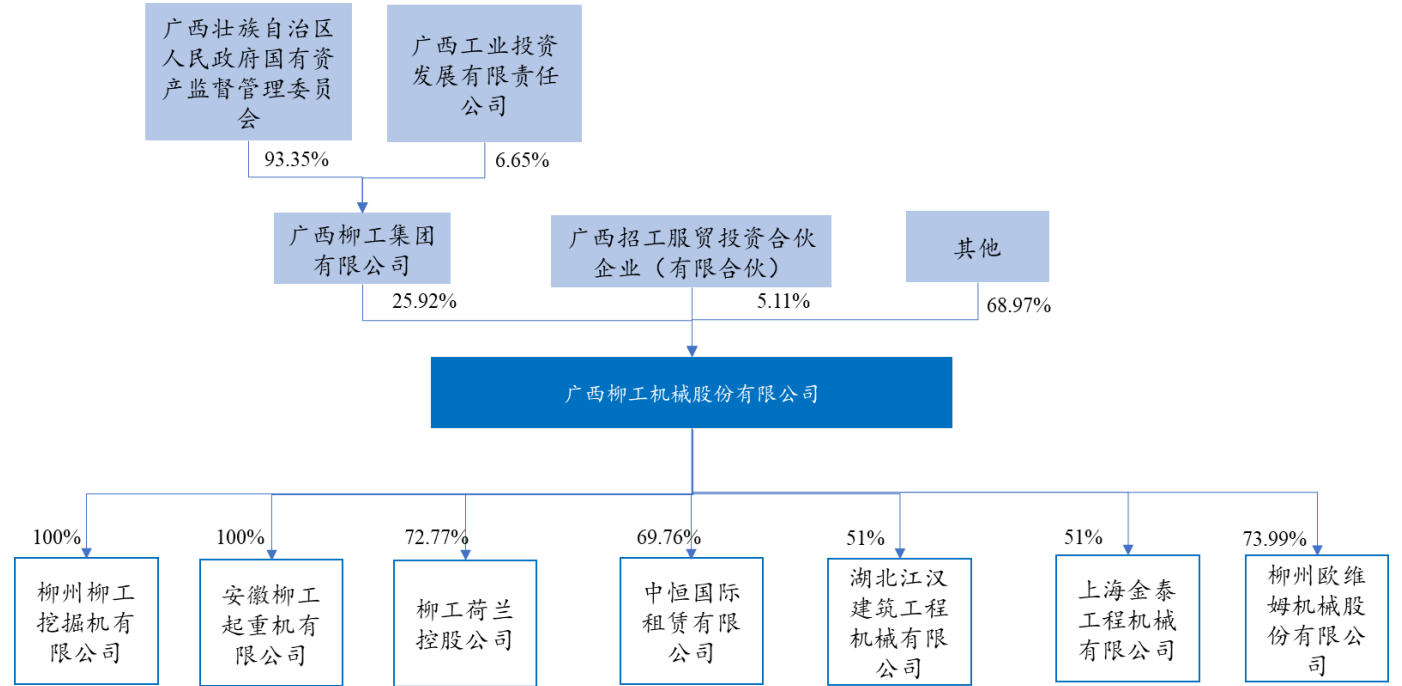
资料来源：中国路面机械网



## 1.4、实控人为广西国资委，混改带来长期动能

实控人为广西国资委。截至 2024Q1，公司控股股东为广西柳工集团有限公司，直接持有公司 25.92% 的股权，实际控制人为广西省国资委。公司全资子公司包括柳州柳工挖掘机有限公司（**挖掘机**）、安徽柳工起重机有限公司（**起重机**），控股子公司包括柳工荷兰控股公司（**欧洲区域**）、中恒国际租赁有限公司（**融资租赁**）、湖北江汉建筑工程机械有限公司（**施工升降机、塔式起重机**）、上海金泰工程机械有限公司（**特殊地下施工机电液一体化设备**）等。

图13：公司实控人为广西国资委



资料来源：Wind、开源证券研究所。注释：股东数据截至 2024Q1，参控股公司数据截至 2023 年。

## 2、工程机械板块：内需呈现复苏态势，海外出口保持高增长

工程机械产品类别多样，下游需求对应基建、地产、采掘、工业。工程机械为用于建筑施工、土石方工程、公路工程、水利工程等工程项目中的机械设备，包括挖掘机、推土机、起重机、装载机、压路机、混凝土搅拌机、打桩机等。

表4：工程机械产品种类较多

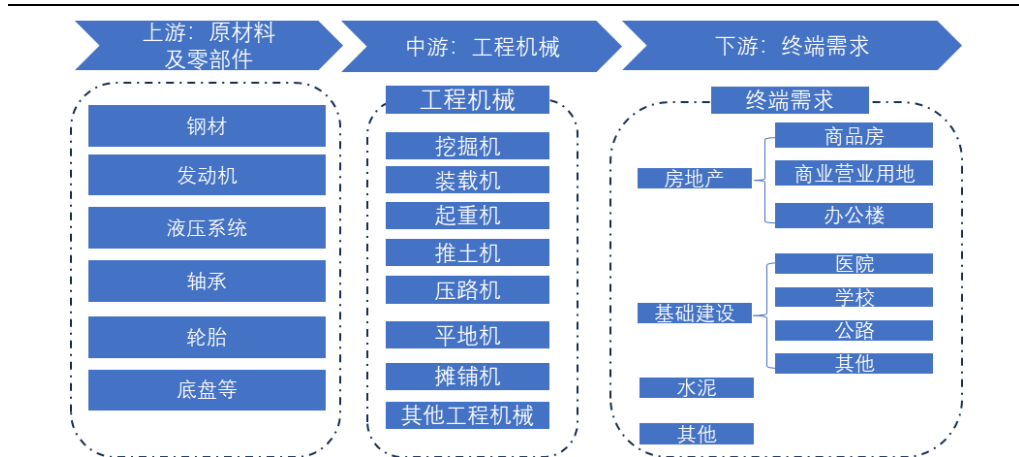
分类	种类
挖掘机械	斗挖掘机、多斗挖掘机、多斗挖沟机、滚动挖掘机、铣切挖掘机
铲土运输机械	推土机、铲运机、装载机、运输车、平板车和自卸汽车等
起重机械	如塔式起重机、自行式起重机、桅杆起重机、抓斗起重机等
工业车辆	叉车
压实机械	轮胎压路机、光面轮压路机、单足压路机、振动压路机、夯实机等
桩工机械	钻孔机、柴油打桩机、振动打桩机、破碎锤等
钢筋混凝土机械	混凝土搅拌车、混凝土搅拌钻、混凝土输送泵、混凝土搅拌运输车、混凝土喷射机、混凝土振动器、钢筋加工机械等
路面机械	平整机、道序清筛机等

分类	种类
凿岩机械	凿岩台车、风动凿岩机、电动凿岩机、内燃凿岩机和潜孔凿岩机等
其他工程机械	架桥机、气动工具（风动工具）等

资料来源：中商产业研究院、开源证券研究所

产业链上游包括原材料与零部件，中游为工程机械整机，下游为基础设施建设、房地产、采矿等领域。

图14：工程机械下游需求包括地产、基建投资等

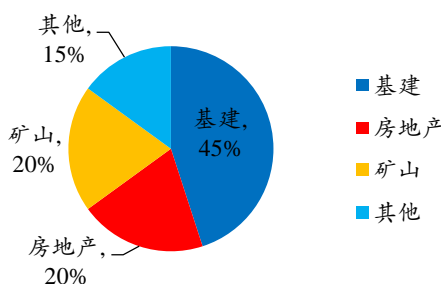


资料来源：中商产业研究院、前瞻产业研究院、开源证券研究所

## 2.1、国内工程机械或位于周期底部，景气度有望持续改善

工程机械下游需求包括基建、地产、采矿等。2022年，基建、地产、矿山占比分别约为45%、20%、20%，基建占比最高，地产次之。

图15：工程机械下游需求包括基建、地产、采矿等



数据来源：工程机械商贸网、开源证券研究所。注释：数据为2022年

基建投资保持增长，房地产逐步企稳，工程机械景气度持续向好。2024年2-6月，基建投资累计同比增速分别为8.96%、8.75%、7.78%、6.68%、7.70%，2024年上半年基建投资保持增长。地产方面，2024年6月，新开工、施工、竣工累计同比分别为-23.7%、-12.0%、-21.8%，仍处于逐步筑底阶段。

图16: 2024 年以来房地产新开工在逐步筑底(单位: %)

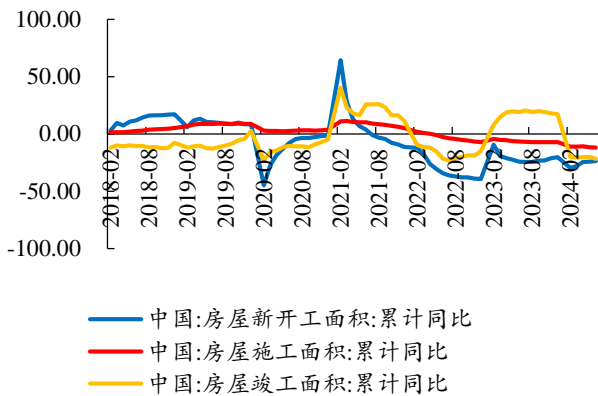
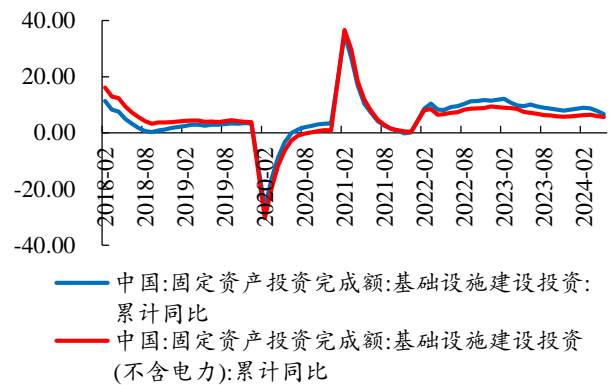


图17: 2024 年以来基建投资保持增长(单位: %)

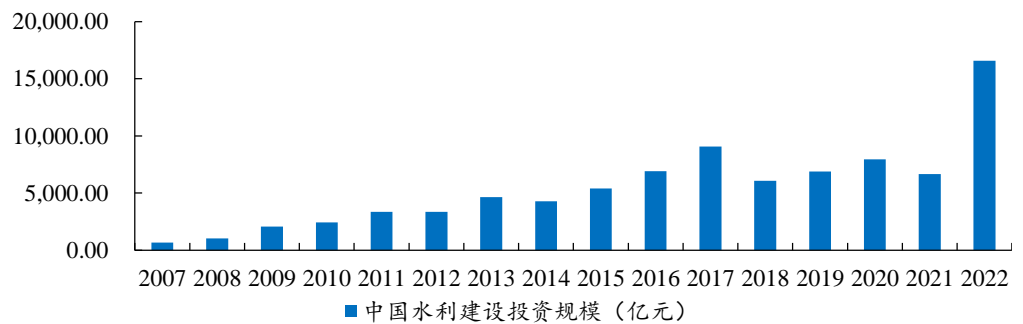


数据来源: Wind、开源证券研究所

数据来源: Wind、开源证券研究所

**万亿国债推动下,基建有望持续向好。**2023年10月25日,国新办举行国务院政策例行吹风会,中央财政决定在2023年四季度增加发行1万亿元国债,支持灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力的项目建设,增发的1万亿国债全部通过转移支付方式安排给地方使用,全部列为中央财政赤字,还本付息由中央承担,不增加地方偿还负担。国债资金投入使用后,将有利于带动国内需求,工程机械(中小型挖机)是城市市政工程建设、水利建设的重要设备,需求有望改善。

图18: 万亿国债催化下,水利基建投资规模有望高增



数据来源: Wind、开源证券研究所

**设备更新政策催化。老旧工程机械设备有望加快淘汰。**设备更新以旧换新政策持续发酵,预计将成为未来国家推动经济发展的重要国策,工程机械是设备更新重要的一环。2024年4月,工信部、国家发改委等七部门发布《推动工业领域设备更新实施方案》,明确提出“工程机械行业更新油压机、折弯机、工艺陈旧产线和在线检测装备等”。

**工程机械设备更新周期预计将在2024年至2025年上半年启动。**根据证券日报采访三一重工信息:“按以往经验,换机潮应在2023年开始,但由于国内工程机械开工小时数不足,预计国内市场的换机潮将会延后,设备更新上行周期预计在2024至2025年上半年启动”。

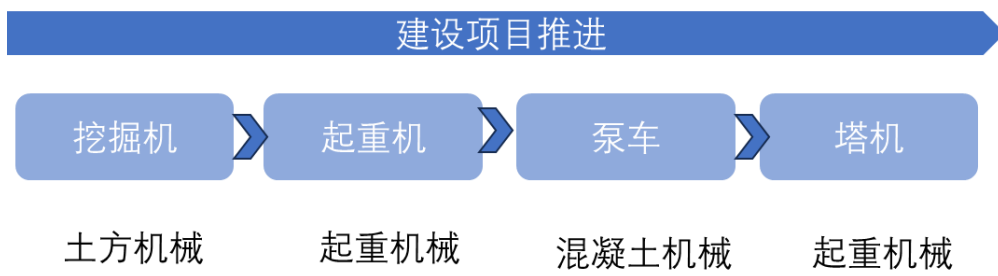
我们认为设备更新政策催化叠加工程机械更新周期到来,更新进度有望加快。

**表5：设备更新政策催化，工程机械落后设备有望加速淘汰**

时间	文件/会议	机构	核心内容
2024年2月23日	中央财经委员会第四次	中央财经委	推动新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新，有效降低全社会物流成本。
2024年3月1日	国务院常务会议	国务院	审议通过《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，要结合各类设备和消费品更新换代差异化需求，加大财税、金融等政策支持，更好发挥能耗、排放、技术等标准的牵引作用，有序推进重点行业设备、建筑和市政基础设施领域设备、交通运输设备和老旧农业机械、教育医疗设备等更新改造，积极开展汽车、家电等消费品以旧换新，形成更新换代规模效应。
2024年3月6日	十四届全国人大二次会议经济主题记者会	国家发改委	国家发改委主任郑栅洁表示随着中国高质量发展深入推进，设备更新需求不断扩大，初步估算设备更新将是一个5万亿的市场。
2024年3月27日	《推动工业领域设备更新实施方案》	工信部、国家发改委等七部门	针对工业母机、农机、工程机械、电动自行车等生产设备整体处于中低水平的行业，加快淘汰落后低效设备、超期服役老旧设备。农机行业更新柔性剪切、成型、焊接、制造生产技术及装备等；工程机械行业更新油压机、折弯机、工艺陈旧产线 and 在线检测装备等；

资料来源：中国政府网、大河财立方、开源证券研究所

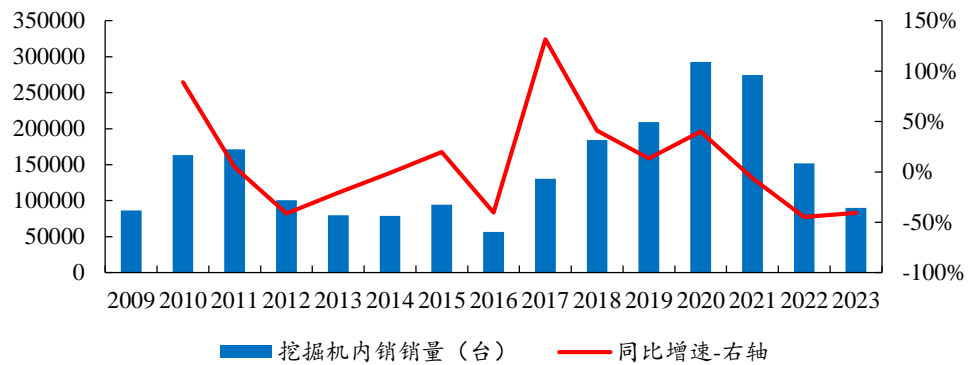
**挖掘机销量是跟踪工程机械行业景气度的先行指标。**在建设项目中，工程机械会按照先后顺序进行施工，首先是挖掘机、起重机、泵车、塔机，然后是路面机械、高空作业机械，最后才是美化和运输。因此，**挖掘机成为工程机械行业率先使用的产品，代表工程机械行业复苏的先行指标，一般领先3个月-1年时间不等，复苏滞后偏后周期产品包括汽车起重机、塔机等。**

**图19：挖掘机是工程机械景气度先行指标**


资料来源：法阁咨询微信公众号、开源证券研究所

2016-2020年，我国挖掘机内销不断增长，2021年地产新开工放缓叠加钢铁原材料价格上涨，挖机进入下行周期。2023年挖机整体内销9万台，较2020年销量高点29.29万台已经下降69.3%，挖机销量下降明显。

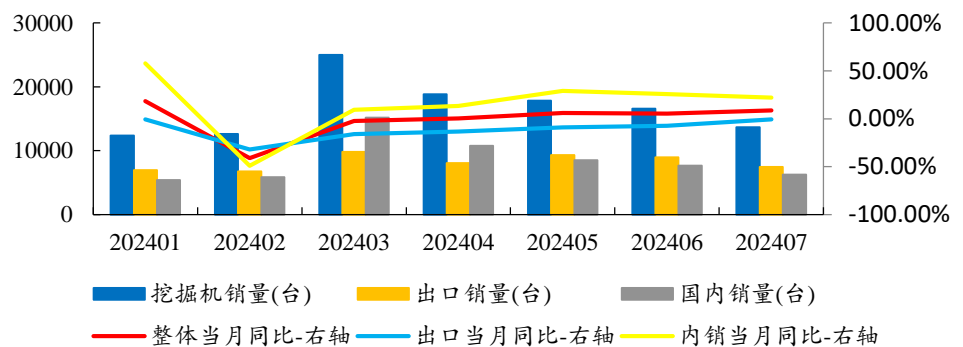
图20：2023年挖机销量较2020年高点已下降69%



数据来源：中国工程机械协会、前瞻产业研究院等、开源证券研究所

**2024年1-7月挖机内销复苏明显。**中国工程机械协会数据显示，2024年7月销售各类挖机13690台，同比增长8.6%，其中国内6234台，同比增长21.9%；出口7456台，同比下降0.51%。综合来看，2024年7月，挖机内销延续同比增长态势，出口降幅大幅收窄，我们预计出口增速有望在下半年实现转正。

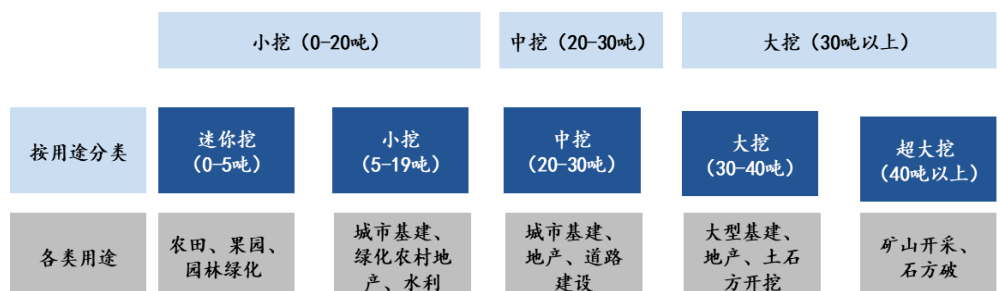
图21：2024年3月-7月挖机内销连续5月同比正增长



数据来源：中国工程机械协会公众号、开源证券研究所

挖机按照吨位和需求可以分为超大挖、大挖、中挖、小挖和迷你挖，其中超大挖主要用于矿山开采和岩石破碎，中大挖主要用于城市基建、地产、道路桥梁等，受地产、基建影响较大。小挖和迷你挖主要用于农林、绿化等小型项目，下游应用范围广泛。

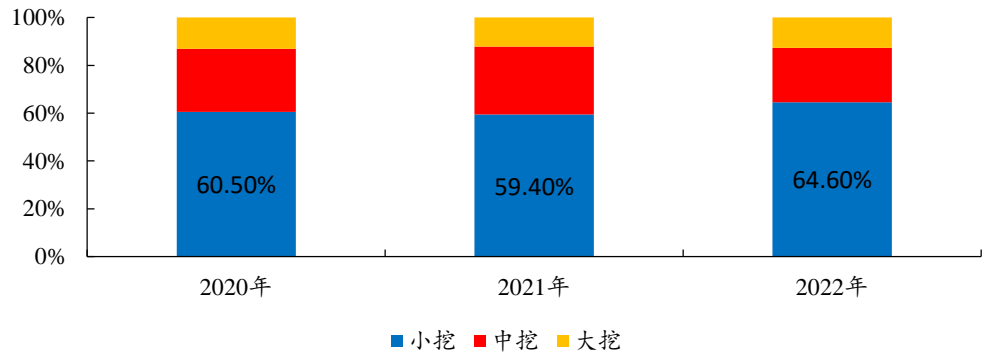
图22：挖机主要分为大挖、中挖、小挖



资料来源：华经产业研究院、开源证券研究所

分产品结构来看，小挖占比较高。中国工程机械工业协会统计数据显示，2024年1-5月小挖、中挖、大挖累计销量分别为53355、20979、12276万台，同比增速分别为-5.11%、-8.80%、-11.17%，大、中、小挖降幅均有所收窄。

图23：2022年小挖占挖机销量结构比例高达65%



数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

综上，我们认为2024年上半年，在地产行业下行态势下，挖机整体内销保持增长或与小挖占比较高有关，农田水利基建等有力带动了国内小挖需求。

展望2024年下半年，我们认为挖机内销低基数背景下，挖机内销数量增长有望延续。小挖方面，伴随水利专项债后续逐步到位，有望延续增长；中大挖方面，基建延续支撑作用，矿山需求亦有望回暖，或将带动大挖修复。

## 2.2、海外市场空间广阔，加速出海打造新增长曲线

全球工程机械市场空间约万亿规模。华经产业研究院数据显示，2022年全球工程机械市场整体规模为8710.9亿元，同比增长7.7%，2011-2022年期间复合年增长率为3.05%。

图24：2022年全球工程机械市场规模为8710.9亿元

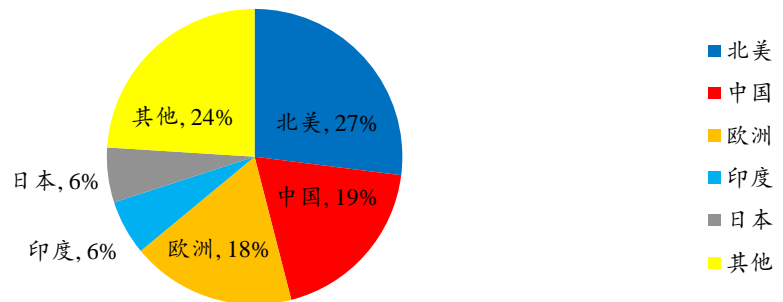


资料来源：华经产业研究院

分区域来看，按2022年销量显示，北美占比27%，为全球第一大市场；其次为中国，占比19%；第三大市场为欧洲，占比18%；印度、日本各占6%，其他占比

24%。因此，中国工程机械市场空间约占全球市场 1/5，海外空间是国内的数倍。

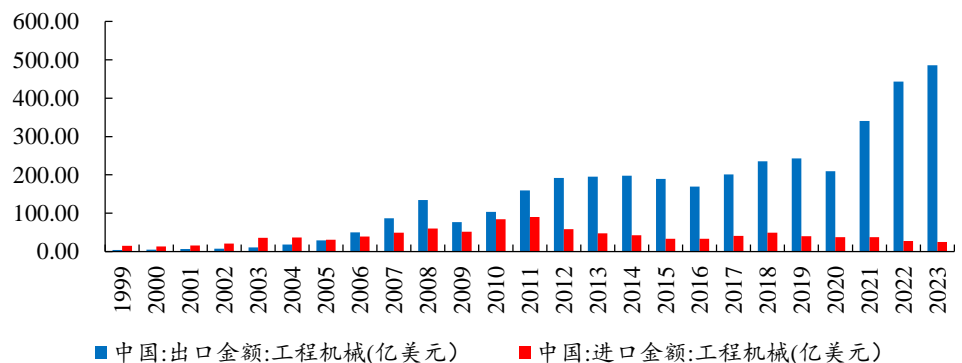
图25：2022 年中国工程机械市场空间约占全球市场 1/5



数据来源：唯万密封公司官网、开源证券研究所

我国工程机械出口延续增长态势。2022 年，我国工程机械出口金额 443.02 亿美元，同比增长 30.2%，保持增长态势。根据海关总署数据，2023 年我国工程机械出口 485.52 亿美元，同比增长 9.59%。

图26：2020 年以来中国工程机械出口保持高增长态势



数据来源：Wind、开源证券研究所

从 2023 年出口区域来看，出口一带一路沿线国家销售额为 292.57 亿美元，占比高达 60.12%，同比增长 18.84%。其次为 RCEP 国家（东盟十国、日本、韩国、澳大利亚、新西兰等 14 个国家），占比 24.59%，同比下降 7.44%。因此，我们可以发现我国工程机械出口正加速融入“一带一路”建设中。

此外，2023 年我国工程机械产品出口亚洲、欧洲的市场规模有所提升，表明我国也在逐步加强欧洲、亚洲等海外市场的布局。

表6：2023 年我国工程机械产品出口一带一路区域占比较高

大洲/地区	出口额 (亿美元)	占比	累计同比
一带一路	292.57	60.12%	18.84%
RCEP 国家（东盟十国、日本、韩国、澳大利亚、新西兰）	120.13	24.69%	-7.44%
亚洲	196.91	40.46%	8.71%

大洲/地区	出口额 (亿美元)	占比	累计同比
欧洲	127.54	26.21%	23%
北美洲	51.22	10.53%	-6.87%
拉丁美洲	45.39	9.33%	10.46%
非洲	44.77	9.20%	16.89%
大洋洲	20.79	4.27%	-2.86%

数据来源：慧聪工程机械网微信公众号、开源证券研究所

分产品来看，2024年1-6月，挖掘机/装载机/汽车起重机/升降工作平台/叉车出口数量增速分别为-13.8%、5.32%、8.20%、22.52%、19.63%，叉车与升降工作平台出口数量同比增速较高，挖掘机、装载机出口同比增速较2021-2023年有所承压。

**表7：2021-2024H1 叉车与升降工作台出口数量保持稳步增长**

产品大类	分产品	2021	2022	2023	2024H1
土方机械	挖掘机	97.00%	59.80%	-4.04%	-13.80%
	装载机	38.20%	24.90%	11.50%	5.32%
起重机械	汽车起重机	54.50%	73.00%	35.10%	8.20%
	随车起重机	55.70%	83.10%	62.40%	-3.95%
	履带起重机	105.00%	54.00%	23.90%	2.55%
铲土运输机械	压路机	68.30%	25.60%	15.50%	0.98%
	摊铺机	28.00%	12.60%	56.00%	84.26%
	平地机	93.20%	12.70%	-6.20%	9.05%
升降工作台	——	140.00%	63.40%	7.20%	22.52%
叉车	——	73.80%	14.50%	12.10%	19.63%

数据来源：中国工程机械工业协会公众号、创世蜜蜂公众号、开源证券研究所

综上，我们认为国内工程机械企业出海将具备广阔潜力，一方面，海外工程机械市场空间数倍于国内市场，国内工程机械企业出海具备广阔空间。另一方面，我国工程机械出口正加速“一带一路”等区域的开拓，拉丁美洲、非洲亦有开拓，欧洲、北美等发达地区市场空间更宽广，尽管国内企业目前在欧美市场市占率仍较低，但未来有望凭借锂电化与本地化建设逐步打开欧美市场。



## 3、混改激发公司内生动力，电动化+国际化持续带来发展动能

### 3.1、引领装机电动化浪潮，推动多产品电动化率提升

公司是我国装载机行业龙头企业。公司在1966年试制成功我国第一台Z435轮式装载机，2014年公司开启工程机械电动化研发，到2024年公司已拥有11条电动产品线。

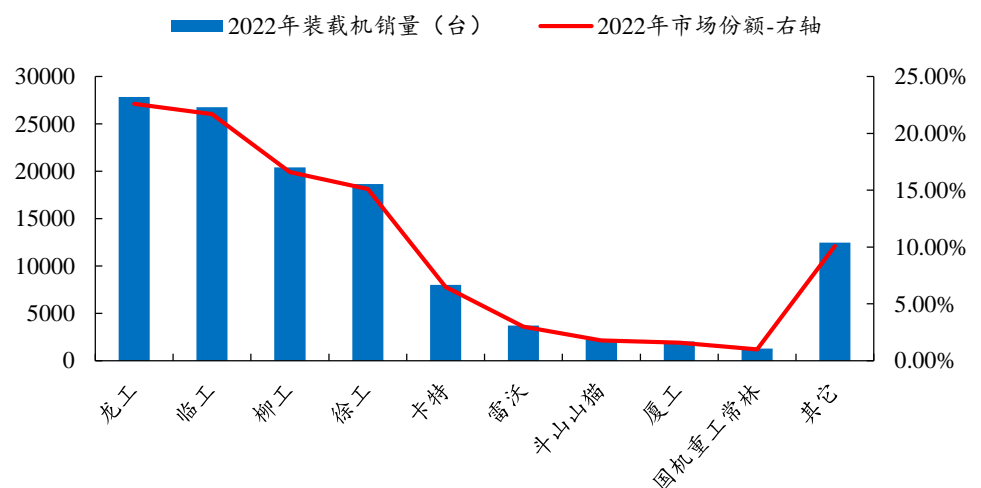
图27：陈列在柳州工业博物馆的轮式装载机 Z435



资料来源：人民网

国内装载机行业呈现柳工、龙工、临工、徐工四大寡头垄断格局，集中度较高且呈现增长态势。2022年，按销量来看，龙工、临工、柳工、徐工合计市占率为76%

图28：公司研发费用投入保持不断提升



数据来源：格物致胜 Wintelligence 公众号、开源证券研究所

**电动装载机渗透率不断提升。**根据工程机械协会数据显示，2024年5月，全行业共销售电动装载机1250台，电动化渗透率12.72%，同比增长408.13%。

图29：2024年5月电动装载机渗透率12.7%



资料来源：慧聪工程机械网公众号

图30：电动装载机中5吨占比较高



资料来源：慧聪工程机械网公众号

由于装置机工况场景固定、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。易充电+成本低等优势，有力驱动电装渗透率的加快。

表8：电动装载机优势在于环保属性强且全生命周期成本低

优势项	具体内容	劣势项	具体内容
环保	电动装载机不产生尾气排放，对环境更加友好	续航里程有限	电动装载机的续航里程通常比燃油装载机短，需要更频繁地充电
能耗低	电动装载机的能耗比燃油装载机低，可以降低使用成本	充电时间长	电动装载机的充电时间通常比燃油装载机长，需要更多的时间来充电
噪音低	电动装载机的噪音比燃油装载机低，对周围环境和人员的影响更小	初始投资高	电动装载机的初始投资通常比燃油装载机高，因为它的电池和电机等部件成本较高
维护成本低	电动装载机的维护成本比燃油装载机低，因为它没有发动机和相关部件	重量大	电动装载机的电池和电机等部件重量较大，可能会影响其承载能力和灵活性
操控性好	电动装载机的操控性比燃油装载机好，因为它的动力响应更快，更容易控制	受环境影响大	电动装载机的性能受环境温度和湿度等因素的影响较大，在极端环境下可能会影响其工作效率

资料来源：德州加蓝新能源有限公司公众号、开源证券研究所

图31：电动装载机经济性凸显

5吨电动装载机经济性测算

	柴油版5T机型	电动版5T机型
工作时长	3000小时/年	3000小时/年
每小时能耗	14升	40度
能耗单价	8元/升	0.6元/度
年能耗费用	33.6万	7.2万
保养成本	2.5万	1.5万
维修成本	1.4万	0.6万
年使用成本	37.5万	9.3万
<b>5年总费用</b>	<b>187.5万</b>	<b>46.5万</b>

资料来源：中国工程机械商贸网

公司在电装产品布局多年。公司在电动化产品布局较早，已成立专门团队研究电动化核心技术。根据公司公告，截至2023年9月，公司电动装载机国内市占率已超过50%，2023年柳工电装产品销量同比增长67%。

图32：公司电动装载机产品齐全

 <p>额定载重量: 2000 kg 额定功率: 60 kW 标准斗容: 1.2 m³</p> <p><b>820TE</b></p>	 <p>额定载重量: 5500 kg 额定功率: 180 kW 标准斗容: 3 m³</p> <p><b>856E</b></p>	 <p>额定载重量: 5800 kg 工作质量: 19800 kg 最大掘起力: 185 kN</p> <p><b>856HE MAX</b></p>
 <p>额定载重量: 6000 kg 工作质量: 19075 kg 最大掘起力: 185 kN</p> <p><b>860HE</b></p>	 <p>额定载重量: 6500 kg 工作质量: 20100 kg 最大掘起力: 190 kN</p> <p><b>862HE</b></p>	 <p>额定载重量: 7000 kg 工作质量: 23000 kg 最大掘起力: 200 kN</p> <p><b>870HE</b></p>
 <p>额定载重量: 7500 kg 额定功率: 210 kW 标准斗容: 5 m³</p> <p><b>870HE MAX</b></p>		

资料来源：公司官网

### 3.2、历经二十余年全球化布局，出海加速公司成长

公司历经二十多年布局，推动全球版图建设。2002年，公司提出“建设开放的、国际化的柳工”战略，正式布局出海，2003年公司首家海外经销商与摩洛哥合作。2007年，公司印度公司正式成立，为公司海外第一家公司。

图33：公司加快出海布局



资料来源：广西国资微信公众号

柳工在国际化领域处在行业的领先地位。公司全球拥有16000多名员工，300多家经销商、30家海外子公司和机构、5个全球研发基地，产品远销170多个国家和地区，国际业务覆盖“一带一路”沿线85%的国家。

图34：柳工加快全球化布局

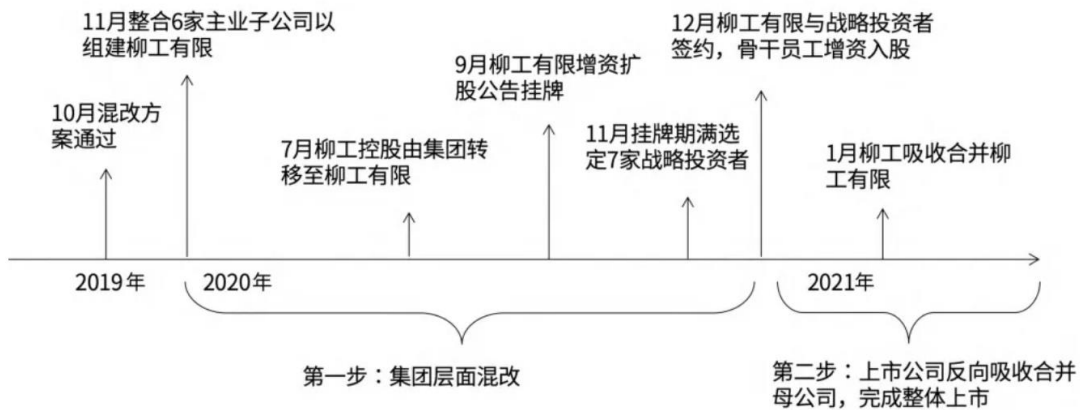


资料来源：第一工程机械网

### 3.3、混改+股权激励完善内部治理，发行可转债实现产能优化

**混改添动力。**2019年，公司响应广西国企混改，整合6家主业子公司的资产组建柳工有限。2020年7月，集团向柳工有限两次无偿划转股份(占柳工股份34.67%)，柳工有限成为公司控股股东。2020年11月，柳工有限增资控股，遴选招商局资本、国新双百基金、国家制造业基金等7家战略投资者，7家战投签订总额31.92亿元的柳工有限增资扩股及股权转让协议，公司1274名骨干员工以2.23亿元增资进入柳工有限。2021年，筹措柳工股份吸收合并混改主体柳工有限，完成股东利益、企业利益和员工利益的有机结合，构建了央国企+市场化+战略合作伙伴的国企改革发展新模式，为柳工走向世界奠定了基础。

图35：柳工通过混改实现股东利益、员工利益和企业利益的结合

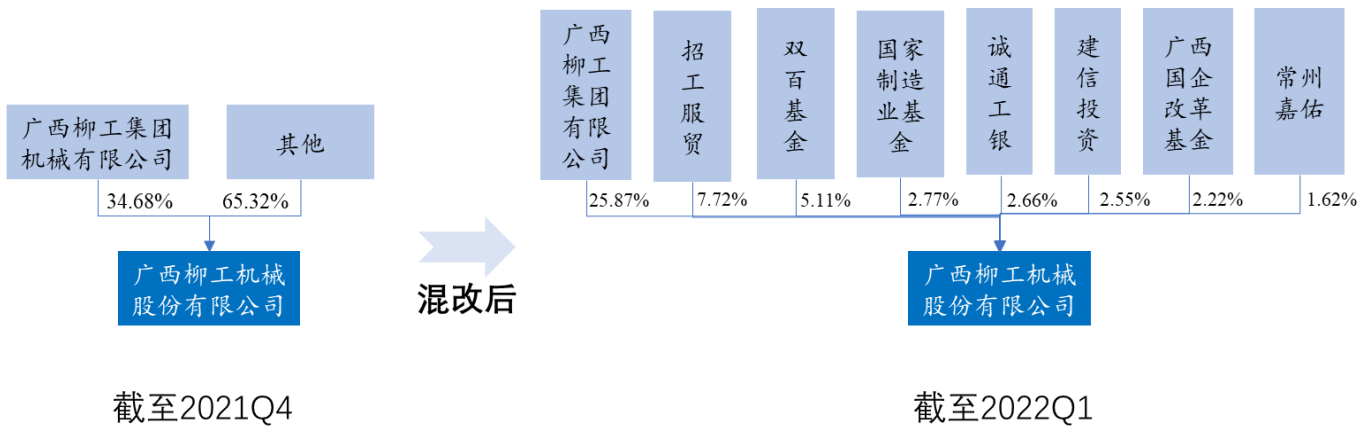


资料来源：管理会计体系研究中心

混改完成后，公司股权结构实现了优化。本次混改完成后，公司股权结构由原

来柳工集团（实际控制人广西国资委）单一大股东变成多股东结构。整体上市后，战投股东代表进入董事会、监事会，大幅提升公司市场化程度，且战投股东不少下属产业与公司属于上下游关系，有望形成良好协同效应。

图36：混改完成后，公司股权结构实现了优化



资料来源：公司公告、开源证券研究所

2023年发布股票期权激励计划，覆盖各类核心员工，有效激发员工工作积极性。2023年7月，公司发布《关于2023年股票期权激励计划首次授予完成的公告》，首次授予股票期权数量5314万份，授予登记人数974名，激励对象包括公司董事、高管以及其他队公司经营业绩和未来发展有直接影响的骨干和技术人员。公司设定期权行权价格为7.10元/份。

表9：公司拟向多为激励对象定向发行柳工A股普通股股票

序号	姓名	高管岗位	授予总股数(万股)	占总授予量比例	占总股本比例
1	曾光安	党委书记、董事长、首席执行官	210.736	3.60%	0.11%
2	黄海波	党委副书记、副董事长、执行董事	127.0614	2.17%	0.07%
3	文武	执行董事、高级副总裁	158.8268	2.71%	0.08%
4	黄祥全	高级副总裁	133.2596	2.28%	0.07%
5	俞传芬	高级副总裁	127.0614	2.17%	0.07%
6	罗国兵	高级副总裁	120.8633	2.06%	0.06%
7	袁世国	副总裁	92.9718	1.59%	0.05%
8	朱斌强	副总裁	83.6746	1.43%	0.04%
9	肖小磊	副总裁	83.6746	1.43%	0.04%
10	潘恒亮	副总裁	69.7288	1.19%	0.04%
11	黄华琳	董事会秘书	64.3055	1.10%	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)			4041.5208	69.04%	2.07%
预留股数			540.0991	9.23%	0.28%
合计			5853.7837	100.00%	3.00%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

业绩考核目标彰显对公司发展的信心。公司股权激励计划中将归母净资产收益率、利润总额增速作为考核的目标，表明公司对经营质量的重视。

**表10：公司设立股权激励计划业绩考核目标彰显对未来发展信心**

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绩(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。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

发行可转债募资加码核心产能，进一步提升公司综合竞争力。2023年3月，公司向不特定对象发行可转债募资30亿元，用于工程升级、零部件扩产产能以及“三化”研发。

**表11：公司发行可转债募资用于核心产能扩展**

项目名称	项目投资总额 (亿元)	拟使用募集资金 投入额(亿元)	项目说明
柳工挖掘机智慧工厂项目	16.4	14	拟整合优化柳州地区两个挖掘机工厂，集中打造挖掘机智慧工厂，建成后预计可实现年产各类挖掘机1.8万台。
柳工装载机智能化改造项目	13	7	新增3T及大型矿用装载机，减速机高端零部件等新业务，建成后将成为国内乃至全球智能化程度领先的工程机械综合产业基地，项目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。
中源液压业务新工厂规划建设 项目	4.7	2.4	拟将广西中源机械有限公司原有液压附件生产线进行整体搬迁，并在此基础上进行产能扩充、技术改造与自动化升级，项目建成后预计可实现年产各类工程机械液压附件约15万套。
工程机械前沿技术研发与应 用项目	2.4	2	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，把全球研发中心打造成世界一流的创新组织
补充流动资金	4.6	4.6	
合计	41.1	30	

资料来源：公司公告、开源证券研究所

## 4、盈利预测与投资建议

### 4.1、假设及财务预测

公司为国内装载机龙头，混改+电动化+国际化三重逻辑推动发展。公司装、运机械电动化趋势明显，发展空间广阔。国际化方面，深度布局北美、欧洲、东南亚、拉美等地区，并持续拓展中东等区域，加快出海战略推进。此外，公司通过混改+股权激励激发整体能动性，长期发展动力足。

**土石方铲运机械方面**，包括装载机、挖掘机以及其他土方机械，2024年3-7月国内挖机销量连续5个月同比为正，挖机国内景气度复苏明显，装载机亦有复苏趋势，且装载机电动化率逐步提升，公司作为国内装载机行业龙头，有望持续受益。我们预计2024-2026年公司土石方铲运机械收入增速分别为9%、15%、20%，考虑海外收入占比有望持续提升，预计毛利率分别为24%、25%、25.7%。

**其他工程机械及零部件方面**，包括起重机械、高空作业机械、工业车辆等，考虑公司高机、叉车出口基数比较低，未来有望保持高增，我们预计2024-2026年公司其他工程机械及零部件收入增速分别为18%、15%、13%，考虑海外收入占比有望持续提升，预计毛利率分别为14%、15%、15.7%。

**预应力机械**，2022-2023年收入增速相对比较低，我们预计2024-2026年收入增速分别为8%、8%、8%，毛利率均保持25%。

**表12：我们预计公司2024-2026年营业收入分别为307.71/351.87/410.06亿元**

单位：亿元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
合计					
收入	264.80	275.19	307.71	351.87	410.06
增速	-7.74%	3.93%	11.82%	14.35%	16.54%
毛利率(%)	16.80	20.82	21.11	21.98	22.70
毛利	44.49	57.30	64.96	77.34	93.08
土石方铲运机械					
收入	155.58	159.06	173.38	199.38	239.26
增速	-9.29%	2.24%	9.00%	15.00%	20.00%
毛利率(%)	17.82	23.38	24.00	25.00	25.70
毛利	27.72	37.19	41.61	49.85	61.49
其他工程机械及零部件					
收入	78.81	88.18	104.05	119.66	135.22
增速	-12.59%	11.89%	18.00%	15.00%	13.00%
毛利率(%)	11.59	13.66	14.00	15.00	15.70
毛利	9.13	12.05	14.57	17.95	21.23
预应力机械					
收入	20.79	22.43	24.22	26.16	28.26
增速	3.28%	7.89%	8.00%	8.00%	8.00%
毛利率(%)	20.56	24.75	25.00	25.00	25.00
毛利	4.27	5.55	6.06	6.54	7.06
融资租赁业务					

单位：亿元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	3.95	5.51	6.061	6.6671	7.33381
增速	-24.18%	39.49%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率(%)	48.55	45.56	45.00	45.00	45.00
毛利	1.92	2.51	2.73	3.00	3.30

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4.2、估值水平与投资建议

我们选取工程机械整机及零部件相关公司三一重工、中联重科、徐工机械、恒立液压作为可比公司，2024-2026年可比公司平均PE分别为17.3/13.9/11.2倍。我们预计公司2024-2026年实现归母净利润分别为13.40/17.91/22.53亿元，EPS分别为0.68/0.90/1.14元/股，当前股价对应PE分别为14.0/10.5/8.3倍，公司估值低于行业可比公司平均水平。公司是国内装载机龙头，锂电化、国际化、混改三重逻辑共振，公司挖掘机、装载机业务持续向好，首次覆盖，给予“买入”评级。

表13：公司估值低于行业可比公司平均水平

证券代码	证券简称	收盘价(元)	归母净利润增速(%)				EPS (元/股)				PE (倍)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600031.SH	三一重工	16.01	5.5	35.0	29.3	27.0	0.53	0.72	0.93	1.18	25.8	22.2	17.2	13.5
000157.SZ	中联重科	6.46	52.0	29.8	28.2	22.5	0.40	0.52	0.67	0.82	16.2	12.3	9.6	7.8
000425.SZ	徐工机械	6.75	23.5	26.6	26.1	27.1	0.45	0.57	0.72	0.91	12.1	11.8	9.4	7.4
601100.SH	恒立液压	46.48	6.7	9.8	18.0	18.9	1.86	2.05	2.41	2.87	29.3	22.7	19.3	16.2
可比公司平均											17.3	13.9	11.2	
000528.SZ	柳工	9.47	44.8	54.4	33.7	25.8	0.44	0.68	0.90	1.14	21.6	14.0	10.5	8.3

数据来源：Wind、开源证券研究所。注释：除柳工盈利数据为开源证券预测，其余为Wind一致预期，收盘价截至2024年8月26日

## 5、风险提示

**国内复苏不及预期：**若国内基建投资不及预期或地产复苏不及预期，挖机内销增长可能不及预期；

**电装发展不及预期：**若电动化装载机渗透率发展不及预期，公司电装业务可能受影响；

**海外拓展不及预期：**若公司出海战略发展不及预期，则公司海外拓展可能进度不及预期。



**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	29502	33275	34151	42269	45694
现金	7235	10353	11576	13237	15426
应收票据及应收账款	7826	8305	6372	11428	10090
其他应收款	1090	1457	1390	1865	1929
预付账款	382	322	466	435	615
存货	7988	8482	10074	10900	13297
其他流动资产	4982	4355	4273	4403	4336
<b>非流动资产</b>	12756	13303	13642	14142	14761
长期投资	688	669	767	859	933
固定资产	4904	6120	6292	6623	7147
无形资产	1555	1451	1490	1545	1535
其他非流动资产	5609	5063	5093	5116	5146
<b>资产总计</b>	42258	46578	47794	56411	60455
<b>流动负债</b>	21488	22274	23232	31070	33749
短期借款	4889	6974	8671	10974	13995
应付票据及应付账款	9817	11369	8979	15148	13291
其他流动负债	6782	3931	5581	4948	6463
<b>非流动负债</b>	3595	6307	5538	4776	4043
长期借款	1622	4258	3489	2727	1994
其他非流动负债	1973	2049	2049	2049	2049
<b>负债合计</b>	25083	28581	28770	35846	37793
少数股东权益	1427	1464	1540	1650	1808
股本	1951	1951	1951	1951	1951
资本公积	6019	6039	6039	6039	6039
留存收益	7792	8606	9563	10830	12380
<b>归属母公司股东权益</b>	15747	16532	17484	18915	20854
<b>负债和股东权益</b>	42258	46578	47794	56411	60455

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	959	1629	1296	1772	1689
净利润	647	942	1415	1901	2412
折旧摊销	597	664	633	711	807
财务费用	75	152	213	302	284
投资损失	-80	-102	-135	-124	-110
营运资金变动	-852	-929	-1174	-1406	-2153
其他经营现金流	572	902	344	388	450
<b>投资活动现金流</b>	-478	-504	-781	-1017	-1232
资本支出	715	794	874	1119	1351
长期投资	-86	-256	-98	-91	-75
其他投资现金流	322	546	192	194	193
<b>筹资活动现金流</b>	456	1537	-989	-1396	-1289
短期借款	-263	2085	1697	2302	3022
长期借款	-1243	2636	-769	-762	-733
普通股增加	476	0	0	0	0
资本公积增加	-4108	20	0	0	0
其他筹资现金流	5595	-3204	-1917	-2937	-3578
<b>现金净增加额</b>	937	2677	-474	-641	-832

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	26480	27519	30771	35187	41006
营业成本	22031	21790	24549	27748	32013
营业税金及附加	128	172	163	183	222
营业费用	1821	2251	2154	2287	2665
管理费用	733	814	923	1020	1230
研发费用	747	907	923	1056	1230
财务费用	75	152	213	302	284
资产减值损失	-206	-254	-207	-258	-319
其他收益	290	240	282	265	269
公允价值变动收益	0	6	3	5	4
投资净收益	80	102	135	124	110
资产处置收益	18	180	53	65	79
<b>营业利润</b>	768	1177	1712	2334	2973
营业外收入	35	39	42	37	38
营业外支出	13	6	10	10	10
<b>利润总额</b>	790	1209	1745	2362	3002
所得税	143	268	330	461	590
<b>净利润</b>	647	942	1415	1901	2412
少数股东损益	48	74	75	110	159
<b>归属母公司净利润</b>	599	868	1340	1791	2253
EBITDA	1573	2266	2780	3527	4342
EPS(元)	0.30	0.44	0.68	0.90	1.14

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-7.7	3.9	11.8	14.4	16.5
营业利润(%)	-38.0	53.2	45.5	36.3	27.4
归属于母公司净利润(%)	-39.9	44.8	54.4	33.7	25.8
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	16.8	20.8	20.2	21.1	21.9
净利率(%)	2.3	3.2	4.4	5.1	5.5
ROE(%)	3.8	5.2	7.4	9.2	10.6
ROIC(%)	3.1	4.3	5.5	6.6	7.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	59.4	61.4	60.2	63.5	62.5
净负债比率(%)	16.5	13.4	13.1	11.7	11.2
流动比率	1.4	1.5	1.5	1.4	1.4
速动比率	0.8	0.9	0.9	0.9	0.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	3.8	3.5	4.3	4.1	3.9
应付账款周转率	4.0	3.7	4.1	4.0	4.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.30	0.44	0.68	0.90	1.14
每股经营现金流(最新摊薄)	0.48	0.82	0.65	0.90	0.85
每股净资产(最新摊薄)	7.96	8.30	8.78	9.51	10.49
<b>估值比率</b>					
P/E	31.3	21.6	14.0	10.5	8.3
P/B	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	14.4	9.8	8.1	6.3	5.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn