

2024 年 09 月 05 日

工程机械 II

SDIC

行业专题

证券研究报告

行业筑底复苏，看好内外需同步改善

——工程机械 2024 半年报总结

投资评级 **领先大市-A**
维持评级

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

目 工程机械 2024 年半年报经营总结：从统计样本表现数据来看，

①**板块弹性强于大盘**：年初至 8 月 30 日沪深 300 涨幅 4.62%，年初至 5 月 16 日板块涨幅 24.22%，主要系业绩兑现、内需复苏、更新政策催化，随后涨幅受出口避险情绪影响 8 月 30 日回调至 1.94%；②**出口驱动收入增长**：2024 年 H1，板块收入 1727.4 亿元，同比+1.54%，其中板块海外收入同比+13.5%，占比 49.38%（建设机械、长龄液压、浙江鼎力、杭叉集团均无相关披露，在此剔除）；③**成本支撑利润弹性**：2024 年 H1，板块归母净利润 150.13 亿元，同比+9.37%，弹性强于收入系原料成本低位、市场结构优化、经营效率提升等因素共同促进；④**费用管控成效显现**：2024 年 H1，板块期间费用率 19.03%，同比+1.03pct，增长主要系汇兑收益减少导致财务费用同比+1.5pct，其余费用保持平稳或有所下降；⑤**经营质量显著优化**：2024 年 H1，板块经营性现金流 148.15 亿元，同比+219.63%，净现比为 0.99，风险管控措施效果明显。

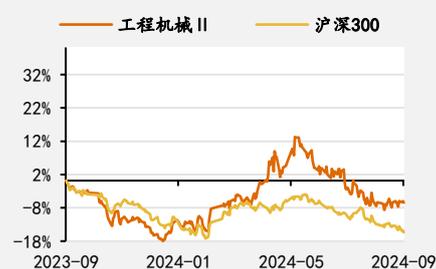
目 后市展望： β 窄幅波动预期不变，行业或仍以结构性 α 为主线。

内需方面：2024 年 1-7 月，挖机/起重机销量同比+6.23%、-20.57%，不同品类结构性内需差异仍存，其中挖机复苏主要系万亿国债下达催生小挖需求。展望下半年，伴随国内积压项目集中开工、设备更新政策落地，小挖增长以及中大挖增速转正的结构优化趋势有望延续，起重机与中大挖对应需求类似，降幅有望收窄。

出口方面：2024 年 1-7 月，挖机/起重机销量同比-12.28%、+4.31%，受海外库存等外部因素影响，不同品类出口表现由分化逐步趋于一致；行业整体出口额同比+3.89%，出口降速回归稳增长状态，不同区域市场表现的结构化差异渐显，新兴市场逐步成为增长主力。板块低波动背景下，我们判断出口增长驱动力正逐步由 β 切换为 α ，长期来看出口增速的快慢是 α 能力（产品、渠道、服务能力）的体现。展望下半年，由于低基数、新兴市场景气度向好等因素，以挖机为代表的品类出口有望迎来边际改善。

首选股票 目标价（元） 评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.6	-0.4	8.9
绝对收益	-0.3	-10.5	-6.6

郭倩倩 分析师

SAC 执业证书编号：S1450521120004

guoqq@essence.com.cn

高杨洋 分析师

SAC 执业证书编号：S1450523030001

gaoyy3@essence.com.cn

相关报告

出口回归稳态增长，把握区域结构机会——工程机械出海专题（一）	2024-08-12
工程机械设备更新政策落地，打开未来景气弹性空间	2024-04-16
2024 年工程机械专题策略：行业预期窄幅波动，关注利润弹性释放	2024-02-02
10 月挖机销量好于预期，整体仍处于承压阶段——2023 年 10 月挖机点评	2023-11-09
8 月挖机销量好于预期，内销降幅收窄——2023 年 8 月挖机点评	2023-09-08

投资建议：目前，工程机械板块处于内需筑底、出口渐稳阶段，板块 β 低波动，我们认为短期核心关注点仍在于 α 驱动的业绩弹性，需求在外(贸易摩擦不确定性)，成本在内(钢价下行确定性)，利润弹性预期仍有支撑；长期核心关注龙头企业①需求复苏，挖机先行；②出海竞争力提升。

(1) 综合整机厂环节建议关注：**业绩弹性边际改善【三一重工】【徐工机械】**；**出海弹性较强的【中联重科】【山推股份】**；**国企改革属性突出的【柳工】**等。

(2) 核心零部件环节建议关注**【恒立液压】【艾迪精密】【长龄液压】**等。

(3) 高空作业平台、叉车国际化、锂电化逻辑持续兑现凸显公司强 α 属性，成本低位系盈利水平的较好支撑。**估值底部，建议关注【浙江鼎力】【安徽合力】【杭叉集团】**。

风险提示：国内基建、矿山项目投资不及预期；国内设备更新政策落地不及预期；国内市场竞争加剧导致盈利能力下滑；海外市场开拓进度不及预期；国际贸易摩擦加剧导致国产品牌出海受阻；统计样本只能一定程度反映板块全貌，可能失真。

目 录

1. 工程机械：收入波动收敛，利润弹性持续释放.....	4
1.1. 市场表现：政策+需求+业绩催化下，板块弹性强于大盘.....	4
1.2. 成长性：出口拉动收入增长，成本支撑利润弹性.....	5
1.3. 盈利性：盈利能力提升由成本控制与经营效率共同驱动.....	7
1.4. 费用控制：控费成效有所显现，整体增长主要系受汇兑影响.....	8
1.5. 经营质量：高质量发展成为趋势，经营质量提升显著.....	9
2. 后市展望：β 窄幅波动，行业或将仍以结构性 α 为主线.....	9
2.1. 内需：需求筑底，结构性差异仍存.....	9
2.2. 出口：品类表现趋于一致，出口有望边际向好.....	10
3. 投资建议.....	13
4. 风险提示.....	13

目 录

图 1. 2023/8/30-2024/8/30 工程机械 II（中信）指数走势.....	4
图 2. 2023-2024 年 7 月挖机月度内销销量及同比增速.....	10
图 3. 2023-2024 年 7 月起重机月度内销销量及同比增速.....	10
图 4. 2023-2024 年 7 月挖机月度出口销量及同比增速.....	11
图 5. 2023-2024 年 7 月起重机月度出口销量及同比增速.....	11
图 6. 2021-2024 年工程机械行业出口额及增速.....	12
图 7. 2021-2024 年工程机械行业分区域出口额增速.....	12
表 1： 主要工程机械公司 2024Q1/2024Q2 涨跌幅及 2023Q1-2024Q2 基金持仓比例变化....	5
表 2： 工程机械板块跟踪公司 2024 年半年报业绩表现.....	6
表 3： 2024 年 H1 工程机械板块海外市场销售情况.....	6
表 4： 单季度收入：2024 年 Q1-2024 年 Q2 工程机械板块收入及增速比较（亿元）.....	7
表 5： 单季度归母净利润：2024 年 Q1-2024 年 Q2 工程机械板块归母净利润及增速比较 （亿元）.....	7
表 6： 2024 年 H1 工程机械板块毛利率、净利率情况.....	8
表 7： 2024 年 H1 工程机械板块期间费用表现情况.....	8
表 8： 2024 年 H1 工程机械板块经营性净现金流情况和净现比情况.....	9
表 9： 2023 年至 2024 年 7 月挖机内销分吨位月度表现.....	10
表 10： 2023 年至 2024 年 7 月挖机出口分吨位月度表现.....	11
表 11： 2021 年至 2024 年 1-7 月中国工程机械分品类出口增速表现.....	12
表 12： 工程机械板块重点公司盈利预测.....	13

1. 工程机械：收入波动收敛，利润弹性持续释放

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

1.1. 市场表现：政策+需求+业绩催化下，板块弹性强于大盘

我们以工程机械 II（中信）指数为参考，回顾近一年工程机械板块股价指数走势，2024 年初至 8 月 30 日，沪深 300 区间震荡，上涨 4.62%；工程机械板块波动较大，上涨 1.94%。但分阶段来看，2024 年初至 5 月 16 日，板块整体涨幅 24.22%，核心催化剂包括①年初预期业绩弹性释放；②挖机自 3 月起内销持续转正，需求预期边际向上；③设备更新政策陆续出台。然而，5 月中旬至今，板块指数持续下行，系全球贸易形势不确定性带来的避险情绪影响。

图1. 2023/8/30-2024/8/30 工程机械 II（中信）指数走势



资料来源：Wind，国投证券研究中心

工程机械整机厂股价涨幅居前，2024 年 Q2 获基金大幅加仓。①从 2024Q2 涨跌幅来看，综合整机厂涨幅最为突出，其中柳工/三一重工/山推股份/徐工机械股价分别增长 36.22%/14.78%/13.96%/12.42%；工业品出口链优势品种高空作业平台和叉车，代表性公司浙江鼎力、安徽合力 Q1、Q2，杭叉集团 Q1 股价均有 10%左右涨幅，但 5 月以来回调明显。②从 2024Q2 基金持股比例变化来看，相比年初，整合整机厂与叉车制造商获明显加仓，按比例增幅排序为柳工/安徽合力/徐工机械/山推股份/诺力股份。

表1：主要工程机械公司 2024Q1/2024Q2 涨跌幅及 2023Q1-2024Q2 基金持仓比例变化

细分赛道	证券代码	证券简称	24Q1 涨跌幅	24Q2 涨跌幅	基金持股比例（占流通股比例）					
					23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2
综合整机厂	600031.SH	三一重工	5.88%	14.78%	3.10%	7.16%	3.79%	7.14%	5.07%	11.47%
	000157.SZ	中联重科	25.73%	-6.46%	0.13%	2.48%	0.26%	4.53%	1.34%	8.51%
	000425.SZ	徐工机械	16.48%	12.42%	6.88%	17.72%	4.85%	9.54%	4.33%	17.76%
	000528.SZ	柳工	24.04%	36.22%	0.27%	12.26%	3.26%	16.52%	10.37%	34.04%
	000680.SZ	山推股份	67.41%	13.96%	0.00%	12.96%	7.85%	10.29%	9.35%	22.19%
	002097.SZ	山河智能	38.66%	-29.06%	0.00%	0.78%	0.00%	1.20%	0.30%	1.16%
	600815.SH	厦工股份	-12.64%	-17.45%	0.00%	0.13%	0.00%	0.01%	0.00%	0.00%
	600984.SH	建设机械	-14.40%	-25.86%	1.70%	3.52%	0.04%	3.70%	0.00%	0.80%
液压零部件	601100.SH	恒立液压	-8.32%	-5.70%	4.50%	6.63%	3.22%	6.30%	1.84%	6.01%
	603638.SH	艾迪精密	-2.34%	-10.87%	0.07%	1.63%	0.19%	1.36%	0.02%	1.21%
	605389.SH	长龄液压	-19.99%	-0.16%	7.93%	1.65%	1.37%	3.06%	0.89%	0.71%
高空作业平台	603338.SH	浙江鼎力	11.98%	7.19%	8.11%	14.20%	7.32%	15.98%	7.64%	15.63%
叉车	600761.SH	安徽合力	8.90%	11.91%	6.56%	14.34%	6.68%	16.89%	6.96%	21.00%
	603298.SH	杭叉集团	10.21%	2.04%	2.96%	8.72%	6.74%	12.33%	5.86%	9.40%
	603611.SH	诺力股份	0.85%	-7.93%	1.32%	17.60%	4.34%	9.18%	3.50%	14.46%

资料来源：Wind，国投证券研究中心（年报/半年报披露全部持仓，季报不完全披露）

1.2. 成长性：出口拉动收入增长，成本支撑利润弹性

从统计样本表观数据来看，2024 年上半年，工程机械板块实现营业收入 1727.4 亿元，同比+1.54%，实现归母净利润 150.13 亿元，同比+9.37%；在行业筑底阶段，行业整体收入、利润双双实现正增。**收入端来看：**剔除建设机械、长龄液压、浙江鼎力、杭叉集团 4 家未披露海外业务情况的企业，板块内需仍在筑底（同比-8.66%），外需持续增长（同比+13.5%）支撑行业整体收入稳健微增，与 2023 年不同的是，内外需增速均呈现朝向低波动收敛的趋势。**利润端来看：**弹性强于收入，盈利水平持续改善系①原料成本低位、市场结构优化、经营管理效率提升等因素促进，若考虑去年同期汇兑收益高基数，行业整体利润弹性可能更强。

从细分板块表现来看：

①**综合整机制造商收入表现持续分化，α 属性持续显现。**上半年，工程机械综合整机厂合计实现营业收入 1411.55 亿元，同比+0.22%；归母净利润 105.88 亿元，同比+8.75%。**从收入端来看，**营收增速表现相对突出的是山推股份，一方面系出口新市场、新产品贡献增量，另一方面，推土机内需底部推动内销增长；**从利润端看，**山推股份和柳工均表现较为突出，前者系收入高增带动，后者得益于国企改革促进盈利水平改善。

②**上游零部件制造商凭借多元化实现收入、业绩稳健增长。**上半年，代表性企业恒立液压收入、利润增速分别为 8.56%、0.71%，凭借挖机业务市占率提升、非挖新兴业务持续放量，公司收入表现略强于整机厂，而业绩弹性偏弱主要系汇兑收益高基数。

③**高机与叉车专业制造商收入保持增长，利润释放良好。**叉车、高机是当前典型的内需偏弱的出口导向型细分行业，凭借锂电化、国际化的发展逻辑，2024 年上半年收入端保持稳健增长。相比叉车公司收入个位数增长，浙江鼎力收入增速达到 24.56%，一方面系其外销占比更高，另一方面，上半年有美国子公司 CMEC 并表的增量贡献。而浙江鼎力利润增速仅为-0.88%，系汇兑损益、公允价值变动等非经营性因素。

表2：工程机械板块跟踪公司 2024 年半年报业绩表现

细分赛道	证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	23H1 收入 (亿元)	24H1 收入 (亿元)	yoy	23H1 归母 净利润 (亿元)	24H1 归母 净利润 (亿元)	yoy
综合整机厂	600031.SH	三一重工	1400.15	399.15	390.60	-2.14%	34.00	35.73	5.08%
	000157.SZ	中联重科	617.89	240.75	245.35	1.91%	20.40	22.88	12.15%
	000425.SZ	徐工机械	844.86	512.78	496.32	-3.21%	35.89	37.06	3.24%
	000528.SZ	柳工	221.41	150.36	160.60	6.81%	6.14	9.84	60.20%
	000680.SZ	山推股份	139.08	48.64	65.08	33.81%	3.02	4.18	38.49%
	002097.SZ	山河智能	64.80	37.50	36.41	-2.90%	0.37	0.34	-6.49%
	600815.SH	厦工股份	34.42	3.51	4.00	13.86%	-0.23	0.06	-125.79%
液压零部件	600984.SH	建设机械	29.92	15.71	13.18	-16.06%	-2.24	-4.21	88.21%
	601100.SH	恒立液压	624.55	44.52	48.33	8.56%	12.79	12.88	0.71%
	603638.SH	艾迪精密	117.62	11.44	13.86	21.12%	1.64	1.96	20.15%
高空作业平台	605389.SH	长龄液压	30.24	4.01	4.71	17.33%	0.55	0.66	19.29%
	603338.SH	浙江鼎力	305.94	30.98	38.59	24.56%	8.32	8.24	-0.88%
叉车	600761.SH	安徽合力	192.53	86.13	90.09	4.60%	6.58	8.03	22.08%
	603298.SH	杭叉集团	257.25	82.22	85.54	4.04%	7.82	10.07	28.67%
	603611.SH	诺力股份	43.90	33.51	34.72	3.61%	2.22	2.40	8.25%
合计			4924.54	1701.21	1727.40	1.54%	137.27	150.13	9.37%

资料来源：wind，国投证券研究中心（总市值为 2024 年 6 月 30 日数据）

分市场来看，综合整机厂内外销分化较大。出口弹性较强的有中联、山推、柳工，系区域结构使然，有新兴市场覆盖贡献增量；内销表现虽大部分企业下滑，但受影响程度不同系产品结构使然，起重机、混凝土等非土方机械占比较高的整机厂内销阶段性偏弱。

表3：2024 年 H1 工程机械板块海外市场销售情况

细分赛道	证券代码	证券简称	2024H1 海外收入 (亿元)	yoy	2024H1 内销收入 (亿元)	yoy
综合整机厂	600031.SH	三一重工	237.40	5.67%	153.21	-12.20%
	000157.SZ	中联重科	120.48	43.90%	124.88	-20.48%
	000425.SZ	徐工机械	219.01	4.80%	277.31	-8.72%
	000528.SZ	柳工	77.12	18.82%	83.48	-2.31%
	000680.SZ	山推股份	36.25	44.41%	28.83	22.51%
	002097.SZ	山河智能	21.54	6.81%	14.88	-14.19%
	600815.SH	厦工股份	1.42	-22.80%	2.58	54.04%
液压零部件	601100.SH	恒立液压	11.26*	15.29%	36.82*	6.67%*
	603638.SH	艾迪精密	2.79	53.23%	11.07	15.04%
叉车	600761.SH	安徽合力	34.89	20.52%	55.20*	-3.47%*
	603611.SH	诺力股份	20.65	4.28%	14.07	2.65%
工程机械行业整体			782.81	13.50%	802.33	-8.66%

资料来源：wind，国投证券研究中心

备注：恒立液压仅披露 24H1 海外收入增速；安徽合力仅披露 24H1 海外收入及增速；根据披露数据估算标*数据；建设机械、长龄液压、浙江鼎力、杭叉集团均无相关披露

从工程机械单季度表现趋势来看，收入增速降速系内外销高基数原因。2024 年 Q1-Q2，工程机械板块收入增速分别为 3.24%、0.05%，利润增速分别为 9.62%、9.17%，行业收入增速放缓系阶段性内外销高基数所致（2023 年 Q2 出口高增，叠加非土方机械内销高增），而利润弹性保持稳定。

表4：单季度收入：2024年Q1-2024年Q2 工程机械板块收入及增速比较（亿元）

细分赛道	证券代码	证券简称	2024Q1 收入 (亿元)	yoy	2024Q2 收入 (亿元)	yoy	环比增速
综合整机厂	600031.SH	三一重工	178.30	-0.92%	212.30	-3.14%	19.07%
	000157.SZ	中联重科	117.73	12.93%	127.62	-6.50%	8.40%
	000425.SZ	徐工机械	241.74	1.18%	254.58	-7.04%	5.31%
	000528.SZ	柳工	79.39	1.88%	81.21	12.11%	2.30%
	000680.SZ	山推股份	30.69	29.39%	34.39	38.02%	12.05%
	002097.SZ	山河智能	16.62	-6.87%	19.79	0.71%	19.08%
	600815.SH	厦工股份	1.42	-18.82%	2.57	46.48%	80.75%
	600984.SH	建设机械	5.08	-21.68%	8.10	-12.11%	59.54%
液压零部件	601100.SH	恒立液压	23.62	-2.70%	24.71	22.05%	4.65%
	603638.SH	艾迪精密	6.32	0.36%	7.54	46.52%	19.33%
	605389.SH	长龄液压	2.25	10.46%	2.46	24.42%	9.07%
高空作业平台	603338.SH	浙江鼎力	14.52	11.53%	24.08	34.00%	65.83%
叉车	600761.SH	安徽合力	43.05	3.67%	47.04	5.45%	9.27%
	603298.SH	杭叉集团	41.72	6.17%	43.82	2.08%	5.05%
	603611.SH	诺力股份	17.51	3.66%	17.21	3.57%	-1.75%
合计			819.97	3.24%	907.43	0.05%	10.67%

资料来源：wind，国投证券研究中心

表5：单季度归母净利润：2024年Q1-2024年Q2 工程机械板块归母净利润及增速比较（亿元）

细分赛道	证券代码	证券简称	2024Q1 归母净 利润 (亿元)	yoy	2024Q2 归母净 利润 (亿元)	yoy	环比增速
综合整机厂	600031.SH	三一重工	15.80	4.53%	19.93	5.52%	26.11%
	000157.SZ	中联重科	9.16	13.06%	13.72	11.56%	49.84%
	000425.SZ	徐工机械	16.00	5.06%	21.05	1.89%	31.54%
	000528.SZ	柳工	4.98	58.03%	4.86	62.48%	-2.46%
	000680.SZ	山推股份	2.08	22.81%	2.11	58.39%	1.66%
	002097.SZ	山河智能	0.21	-31.49%	0.14	111.33%	-34.57%
	600815.SH	厦工股份	0.01	-109.67%	0.05	-136.44%	471.03%
	600984.SH	建设机械	-2.39	78.82%	-1.83	102.08%	-23.44%
液压零部件	601100.SH	恒立液压	6.02	-3.77%	6.86	5.00%	13.96%
	603638.SH	艾迪精密	0.88	13.76%	1.08	25.91%	22.61%
	605389.SH	长龄液压	0.33	26.19%	0.32	12.93%	-2.93%
高空作业平台	603338.SH	浙江鼎力	3.02	-5.40%	5.22	1.95%	72.78%
叉车	600761.SH	安徽合力	3.90	48.41%	4.13	4.59%	6.03%
	603298.SH	杭叉集团	3.79	29.68%	6.28	28.07%	65.80%
	603611.SH	诺力股份	1.15	10.53%	1.25	6.22%	8.23%
合计			64.95	9.62%	85.18	9.17%	31.15%

资料来源：Wind，国投证券研究中心

1.3. 盈利性：盈利能力提升由成本控制与经营效率共同驱动

从统计样本表现数据来看，2024年H1，工程机械板块整体毛利率、净利率分别为25.28%、9.02%，同比+0.53pct、+0.73pct。板块整体盈利能力改善，一方面系成本下行、产品与区域的双重结构优化驱动的毛利率提升，另一方面系经营效率提升驱动的费用下降。在15家样

本公司中，2024 年上半年毛利率同比提升的公司数为 11 家，龙头公司中柳工、恒立液压毛利率同比提升显著，除钢材等成本下行外，前者系土方机械与海外业务增长，后者系挖机回暖带动产能利用率提升、高毛利率新品放量。毛利率提升带动叠加板块整体经营管理效率的提升，净利率增幅超越毛利率。

表6：2024 年 H1 工程机械板块毛利率、净利率情况

细分赛道	证券代码	证券简称	2023H1 毛利率	2024H1 毛利率	2024H1 毛利率同比(pct)	2023H1 净利率	2024H1 净利率	2024H1 净利率同比(pct)
综合整机厂	600031.SH	三一重工	28.21%	28.24%	0.03	8.85%	9.42%	0.56
	000157.SZ	中联重科	27.90%	28.31%	0.42	9.22%	10.36%	1.14
	000425.SZ	徐工机械	22.86%	22.89%	0.03	6.85%	7.52%	0.67
	000528.SZ	柳工	20.14%	23.40%	3.27	4.12%	6.33%	2.21
	000680.SZ	山推股份	17.60%	16.84%	-0.76	6.26%	6.46%	0.20
	002097.SZ	山河智能	26.23%	26.57%	0.33	1.01%	0.51%	-0.49
	600815.SH	厦工股份	13.97%	24.39%	10.42	-5.80%	8.80%	14.60
	600984.SH	建设机械	12.97%	-2.40%	-15.37	-14.25%	-31.95%	-17.69
液压零部件	601100.SH	恒立液压	39.02%	41.64%	2.62	28.77%	26.69%	-2.09
	603638.SH	艾迪精密	32.32%	29.76%	-2.56	14.29%	14.17%	-0.12
	605389.SH	长龄液压	24.49%	27.56%	3.07	13.73%	15.62%	1.89
高空作业平台	603338.SH	浙江鼎力	34.40%	35.30%	0.90	26.84%	21.37%	-5.47
	600761.SH	安徽合力	19.76%	21.58%	1.83	8.48%	9.58%	1.09
叉车	603298.SH	杭叉集团	19.09%	21.41%	2.32	10.07%	12.53%	2.46
	603611.SH	诺力股份	22.34%	21.77%	-0.58	6.62%	6.81%	0.19
工程机械行业整体			24.74%	25.28%	0.53	8.28%	9.02	0.73

资料来源：Wind，国投证券研究中心

1.4. 费用控制：控费成效有所显现，整体增长主要系受汇兑影响

从统计样本表观数据来看，2024 年上半年，工程机械板块期间费用率 19.03%，同比 +1.03pct，其中销售、管理、财务、研发费用率分别为 4.79%、8.72%、4.19%、1.33%，同比 +0.01pct、-0.2pct、+1.5pct、-0.28pct。整体期间费用率增长主要系汇兑收益减少导致的财务费用增长，其余费用保持平稳或有所下降，期间费用控制成效有所显现。

表7：2024 年 H1 工程机械板块期间费用表现情况

证券简称	销售费用率		管理费用率		研发费用率		财务费用率		期间费用率		同比变化 (pct)
	2023H1	2024H1									
三一重工	7.48%	7.86%	10.46%	10.04%	7.20%	6.69%	-2.48%	0.67%	22.67%	25.26%	2.59
中联重科	7.04%	7.75%	10.17%	10.06%	6.59%	5.32%	-0.40%	0.57%	23.40%	23.70%	0.30
徐工机械	6.72%	6.31%	6.14%	6.08%	4.04%	3.58%	-0.62%	2.68%	16.28%	18.66%	2.38
柳工	7.28%	8.08%	5.53%	5.43%	3.00%	3.01%	0.09%	0.46%	15.89%	16.98%	1.09
山推股份	3.32%	3.00%	8.07%	5.76%	4.37%	3.31%	-0.80%	-0.22%	14.96%	11.85%	-3.11
山河智能	8.00%	8.07%	10.37%	11.17%	3.23%	2.95%	4.28%	4.35%	25.87%	26.54%	0.66
厦工股份	8.38%	6.38%	11.92%	10.75%	3.17%	3.29%	-0.55%	-0.05%	22.92%	20.36%	-2.56
建设机械	0.82%	0.93%	13.59%	14.71%	2.78%	2.60%	12.70%	16.10%	29.88%	34.34%	4.46
恒立液压	1.71%	2.08%	11.31%	11.52%	7.56%	6.92%	-6.67%	-2.11%	13.90%	18.42%	4.51
艾迪精密	4.32%	4.00%	9.02%	7.97%	4.68%	4.31%	1.35%	1.11%	19.37%	17.39%	-1.99
长龄液压	2.32%	2.06%	8.57%	8.20%	4.22%	4.00%	-2.00%	-1.38%	13.12%	12.88%	-0.24
浙江鼎力	3.14%	2.06%	6.03%	5.35%	3.58%	3.07%	-6.98%	-0.71%	5.77%	9.77%	3.99
安徽合力	3.27%	4.23%	7.05%	7.89%	4.78%	5.40%	-0.13%	-0.39%	14.97%	17.14%	2.17
杭叉集团	3.21%	3.78%	6.36%	7.20%	4.21%	4.88%	-0.66%	-0.42%	13.12%	15.44%	2.32
诺力股份	4.76%	5.30%	9.13%	8.60%	3.70%	3.58%	0.39%	-0.71%	17.97%	16.78%	-1.19
行业平均	4.78%	4.79%	8.92%	8.72%	4.47%	4.19%	-0.17%	1.33%	18.01%	19.03%	1.03

资料来源：Wind，国投证券研究中心

1.5. 经营质量：高质量发展成为趋势，经营质量提升显著

从样本表观数据来看，2021-2024 年，工程机械板块 H1 净现比分别为 0.86、0.68、0.34、0.99，净现比连续下降两年后 2024 年迎来显著改善回升。工程机械行业筑底背景下，整机厂加强对于客户质量和经营风险的控制，严格控制应收账款的总体规模与账龄结构，现金回款呈现显著提升的向好趋势。从工程机械五大主机厂来看，三一重工、徐工机械、柳工、山推股份净现比表现均迎来不同程度提升，中联重科净现比略有下滑主要系采购付款增加的短期影响。

表8：2024 年 H1 工程机械板块经营性净现金流情况和净现比情况

证券简称	经营性净现金流(单位: 亿元)				净现比			
	2021H1	2022H1	2023H1	2024H1	2021H1	2022H1	2023H1	2024H1
三一重工	97.88	29.86	4.02	84.38	0.97	1.13	0.12	2.36
中联重科	41.30	18.57	9.31	8.25	0.85	1.08	0.46	0.36
徐工机械	37.51	25.24	15.37	17.06	0.99	1.09	0.43	0.46
柳工	7.69	-3.90	-2.89	11.22	1.01	-0.81	-0.47	1.14
山推股份	6.36	-2.99	-0.85	2.30	4.14	-0.74	-0.28	0.55
山河智能	6.11	-14.98	-8.16	0.80	1.15	-43.95	-22.36	2.34
厦工股份	-2.23	0.11	-0.01	0.77	-32.42	-0.33	0.04	12.88
建设机械	-1.68	-1.61	-0.31	-0.23	-0.66	2.49	0.14	0.05
恒立液压	11.85	10.43	9.91	5.46	0.84	0.99	0.77	0.42
艾迪精密	1.52	0.86	0.24	1.46	0.45	0.70	0.14	0.74
长龄液压	0.51	-0.14	0.78	0.32	0.42	-0.20	1.42	0.49
浙江鼎力	-0.96	-0.22	8.50	8.77	-0.19	-0.04	1.02	1.06
安徽合力	-0.43	4.52	4.96	2.57	-0.11	1.05	0.75	0.32
杭叉集团	1.60	4.43	6.75	6.22	0.32	0.97	0.86	0.62
诺力股份	-2.26	0.16	-1.25	-1.21	-1.32	0.08	-0.56	-0.50
工程机械板块整体表现	204.75	70.35	46.35	148.15	0.86	0.68	0.34	0.99

资料来源：Wind，国投证券研究中心

2. 后市展望：β 窄幅波动，行业或将仍以结构性 α 为主线

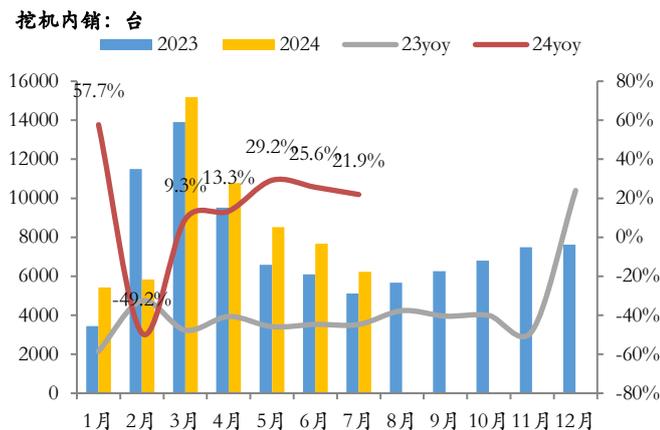
2.1. 内需：需求筑底，结构性差异仍存

2024 年 1-7 月，挖机国内销量 59641 台，同比+6.23%，挖机内销表现重回扩张区间。分吨位来看，小挖内销增速于 3 月转正，连续 5 个月实现高速增长，1-7 月累计增速 16.5%；中大挖内销增速也分别于 5 月、7 月转正，1-7 月累计增速分别为-13.92%、-16.98%。其中小挖由于销量占比较高，系驱动挖机内需复苏的主因，我们判断小挖连续多月高增主要系 2023 年末万亿增发国债下达，高标准农田建设、水利等项目催生小挖需求。

目前，工程机械主要品类内需呈现结构性分化。对比起重机来看（汽车吊、履带吊、随车吊合计），2024 年 1-7 月，起重机国内销量 20154 台，同比-20.57%。从趋势上看，起重机内销表现与中大挖内销走势基本一致，往往对应的是国内基建、地产、矿山的项目开工需求，整体表现虽有承压，但 2 月以来伴随开工向好，起重机降幅呈现逐步收窄的趋势。

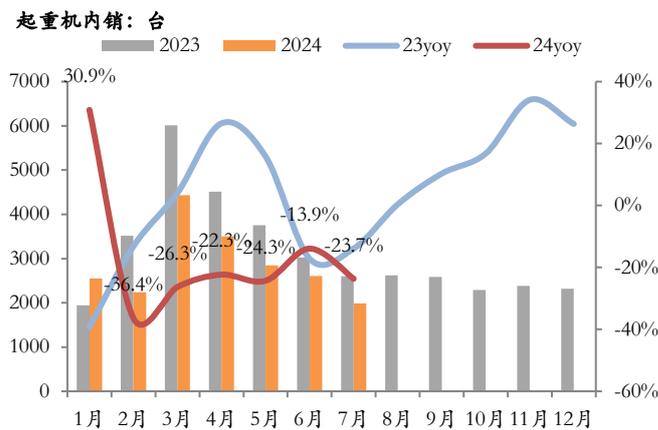
中短期内，我们判断随着矿山、基建积压项目的集中开工，以及大规模设备更新政策的持续落地，挖机内需复苏有望延续；并且伴随中大挖内销增速的转正，起重机等非土方类设备内需降幅有望进一步收窄。

图2. 2023-2024年7月挖机月度内销销量及同比增速



资料来源：中国工程机械工业协会，国投证券研究中心

图3. 2023-2024年7月起重机月度内销销量及同比增速



资料来源：中国工程机械工业协会，国投证券研究中心

表9：2023年至2024年7月挖机内销分吨位月度表现

销量：台	挖机分吨位（内销）			占比			yoy	
	小	中	大	小	中	大	中	大
202301	2340	629	468	68.08%	18.30%	13.62%	-65.89%	-54.21%
202302	7972	2177	1343	69.37%	18.94%	11.69%	-44.51%	-12.11%
202303	9494	2572	1833	68.31%	18.50%	13.19%	-56.76%	-31.73%
202304	6436	1705	1372	67.65%	17.92%	14.42%	-51.26%	-23.57%
202305	4424	1154	1014	67.11%	17.51%	15.38%	-55.56%	-36.23%
202306	3982	1111	1005	65.30%	18.22%	16.48%	-55.84%	-40.74%
202307	3333	1023	756	65.20%	20.01%	14.79%	-49.80%	-39.03%
202308	3724	1105	840	65.69%	19.49%	14.82%	-41.78%	-35.73%
202309	4413	1034	816	70.46%	16.51%	13.03%	-52.24%	-43.37%
202310	4952	996	848	72.87%	14.66%	12.48%	-63.45%	-43.47%
202311	5481	1129	874	73.24%	15.09%	11.68%	-69.24%	-69.07%
202312	5535	1133	957	72.59%	14.86%	12.55%	-9.58%	41.36%
23年合计	62086	15768	12126	69.00%	17.52%	13.48%	-53.73%	-37.19%
202401	4045	717	659	74.62%	13.23%	12.16%	13.99%	40.81%
202402	4379	856	602	75.02%	14.67%	10.31%	-60.68%	-55.17%
202403	11497	2169	1522	75.70%	14.28%	10.02%	-15.67%	-16.97%
202404	8229	1520	1033	76.32%	14.10%	9.58%	-10.85%	-24.71%
202405	6245	1387	886	73.32%	16.28%	10.40%	20.19%	-12.62%
202406	5414	1272	975	70.67%	16.60%	12.73%	14.49%	-2.99%
202407	4437	1006	791	71.17%	16.14%	12.69%	-1.66%	4.63%
24M1-7合计	44246	8927	6468	74.19%	14.97%	10.84%	-13.92%	-16.98%

资料来源：中国工程机械工业协会，国投证券研究中心

注释：小挖对应18.5吨以下；中挖对应18.5-28.5吨；大挖对应28.5吨以上

2.2. 出口：品类表现趋于一致，出口有望边际向好

目前，工程机械主要品类出口表现趋于一致，有望共同边际改善。

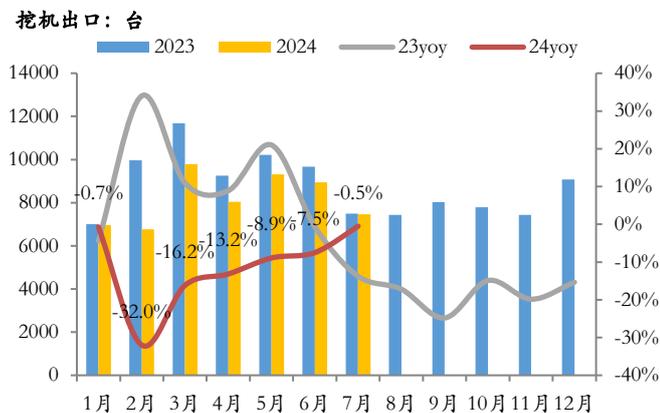
(1) 挖机：2024年1-7月，挖机出口销量57262台，同比-12.28%，降幅呈现逐月收窄趋势。分吨位来看，2024年挖机出口下滑同样系受小挖影响，中大挖出口表现相对稳定，1-7月小中大挖机出口累计增速分别为-23.23%、0.44%、-0.66%；随着小挖出口降幅收窄、中大挖出口于同比持平水平上下小幅波动，挖机出口降幅呈现逐月收窄的趋势。对比2023年来看，2023年挖机出口整体降幅为4%，出口增速由7月转负，下半年基数压力较小。

(2) 起重机：2024年1-7月，起重机出口销量9141台，同比+4.31%，窄幅波动增长。对比起重机来看（汽车吊、履带吊、随车吊合计），2023年，起重机出口销量14005台，同比+41.6%，较挖机出口下降的表现分化显著；从趋势上看，2023年7月以来，起重机出口表现与挖机趋势趋同，增速逐步放缓。我们判断小挖与其他非挖品类出口下滑，均系受海外库存、美元加息、全球市场景气度波动等因素影响，因而体现出一定的趋势一致性。

(3) 叉车、高机：2024年1-7月，叉车、高机实现出口销量270957、58475台，同比+19.64%、+26.16%，持续保持相对稳健的增长。叉车与高机作为电动化程度更高的工程/工业车辆，中国品牌锂电产品在海外的差异化竞争优势相对突出。

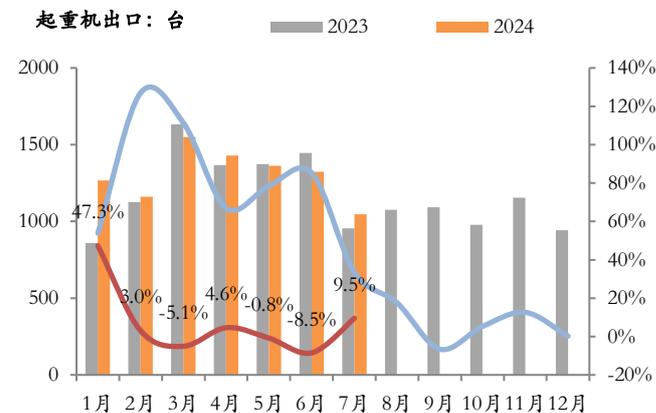
未来，随着新兴场景气度恢复、低基数等因素，我们判断以挖机为代表的工程机械主要品类出口有望迎来边际改善。

图4. 2023-2024年7月挖机月度出口销量及同比增速



资料来源：中国工程机械工业协会，国投证券研究中心

图5. 2023-2024年7月起重机月度出口销量及同比增速



资料来源：中国工程机械工业协会，国投证券研究中心

表10: 2023年至2024年7月挖机出口分吨位月度表现

销量: 台	挖机分吨位 (出口)			占比	yoy
	小	中	大		
202301	3428	2499	1079	48.93%	35.67%
202302	5720	2810	1428	57.44%	28.22%
202303	6504	3302	1873	55.69%	28.27%
202304	4714	2836	1709	50.91%	30.63%
202305	5197	3320	1700	50.87%	32.49%
202306	4814	3072	1782	49.79%	31.77%
202307	4217	2052	1225	56.27%	27.38%
202308	3755	2263	1418	50.50%	30.43%
202309	4199	2382	1439	52.36%	29.70%
202310	3742	2518	1528	48.05%	32.33%
202311	3387	2493	1560	45.52%	33.51%
202312	4098	3065	1910	45.17%	33.78%
23年合计	53775	32612	18651	51.20%	31.05%
202401	3277	2443	1235	47.12%	35.13%
202402	3004	2519	1248	44.37%	37.20%
202403	4694	3359	1739	47.94%	34.30%
202404	3653	2747	1640	45.44%	34.17%
202405	4332	3262	1712	46.55%	35.05%
202406	4110	2964	1868	45.96%	33.15%
202407	3489	2684	1283	46.79%	36.00%
24M1-7 合计	26559	19978	10725	46.38%	34.89%

资料来源：中国工程机械工业协会，国投证券研究中心

注释：小挖对应18.5吨以下；中挖对应18.5-28.5吨；大挖对应28.5吨以上

表11: 2021年至2024年1-7月中国工程机械分品类出口增速表现

产品	2021年		2022年		2023年		2024M1-7	
	销量	yoy	销量	yoy	销量	yoy	销量	yoy
挖机	68427	96.96%	109457	59.96%	105038	-4.00%	57262	-12.28%
装载机	34008	38.22%	42461	24.86%	47360	11.50%	32045	7.85%
起重机合计	5723	61.30%	9891	72.83%	14005	41.60%	9141	4.31%
汽车起重机	3182	54.54%	5504	72.97%	7438	35.10%	5361	10.38%
随车起重机	1605	55.67%	2938	83.05%	4772	62.40%	2696	-5.04%
履带起重机	936	104.37%	1449	54.81%	1795	23.90%	1084	1.59%
塔机	—	—	827	—	1905	130.40%	1126	-5.70%
压路机	5323	68.29%	6660	25.12%	7724	16.00%	5278	3.90%
摊铺机	119	27.96%	134	12.61%	209	56.00%	225	99.12%
平地机	5357	93.18%	6039	12.73%	5663	-6.20%	3915	11.63%
高空作业平台	43734	140.39%	71500	63.49%	76642	7.20%	58475	26.16%
叉车	315763	73.82%	361541	14.50%	405405	12.10%	270957	19.64%

资料来源: 中国工程机械工业协会, 国投证券研究中心

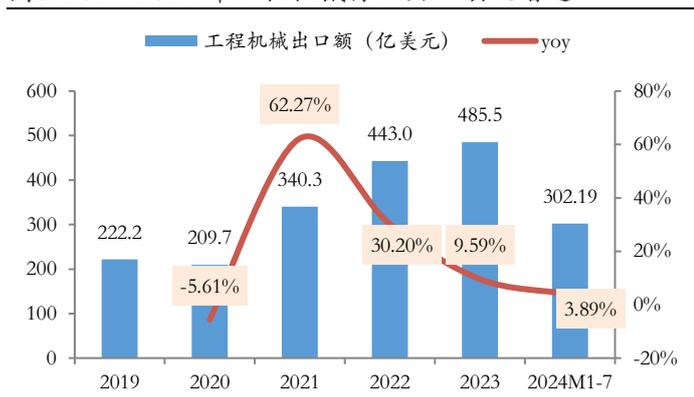
工程机械出口增长驱动力正逐步由 β 切换为 α , 重视区域结构性差异。

(1) 整体复盘来看, 我国工程机械出口最近的高增始于2021年, 彼时海外疫情后需求恢复, 但供应链紧张加剧了市场供不应求的状态, 根据中国工程机械工业协会统计, 2021年我国工程机械整体出口金额达到340.3亿美元, 同比+62.27%, 出现脉冲式高增; 2022-2023年逐年放缓系回归稳定增长的阶段, 因为海外作为多元化市场需求波动一般小于单一市场。

(2) 不同区域来看, 随着行业出口增速的放缓, 不同区域的出口表现由“共同增长”逐步分化为“有增有降”, 因此, 我们认为目前需要更加重视区域的结构性差异。从2024年分区域出口额增速来看, 非洲拉美、金砖国家等市场持续保持较快增长, 东盟市场随着印尼市场的逐步恢复增速实现转正, 北美、欧洲等传统市场表现相对较弱。总体来看, 新兴市场逐步成为我国工程机械行业出口增长的核心驱动力。

因此, 我们认为出口在回归正常发展态势的同时, 中国品牌出海的增长驱动力也由 β 向 α 切换。未来产品、渠道、服务能力是决定一家公司出口表现的更重要的因素, 长期来看出口增速的快慢是 α 能力的体现。

图6. 2021-2024年工程机械行业出口额及增速



资料来源: 中国工程机械工业协会, 国投证券研究中心

图7. 2021-2024年工程机械行业分区域出口额增速

区域	2021	2022	2023	2024M1-7
一带一路	60.00%	32.00%	24.10%	5.32%
金砖国家	86.90%	55.50%	35.90%	11.70%
东盟	68.60%	25.80%	-10.20%	0.61%
欧盟	69.50%	25.30%	-2.97%	-1.40%
非洲拉美	78.60%	36.40%	12.80%	24.40%
美加墨自贸区	—	—	-0.73%	-3.74%

资料来源: 中国工程机械工业协会, 国投证券研究中心

3. 投资建议

目前，工程机械板块处于内需筑底、出口渐稳阶段，板块β低波动，我们认为短期核心关注点仍在于α驱动的业绩弹性，成本低位下行叠加结构优化、国企改革仍是盈利改善的最好支撑；长期核心关注新一轮复苏下挖机敞口较大的综合整机厂与核心零部件环节，以及新兴业务不断扩张、出海竞争力较强的龙头企业。

(1) 综合整机厂环节建议关注：业绩弹性边际改善【三一重工】【徐工机械】；出海弹性较强的【中联重科】【山推股份】；国企改革属性突出的【柳工】等。

(2) 核心零部件环节建议关注【恒立液压】【艾迪精密】【长龄液压】等。

(3) 高空作业平台、叉车国际化、锂电化逻辑持续兑现凸显公司强α属性，成本低位系盈利水平的较好支撑。估值底部，建议关注【浙江鼎力】【安徽合力】【杭叉集团】。

表12：工程机械板块重点公司盈利预测

公司名称	收盘价 240904	营收 (亿元)				净利润 (亿元)				PE			
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
三一重工	16.35	740.2	809.8	913.1	1060.6	45.3	58.3	75.8	103.7	30.6	23.7	18.4	13.4
中联重科	6.03	470.7	566.1	667.1	782.1	35.1	45.9	60.8	72.1	14.9	11.4	8.6	7.3
徐工机械	6.30	928.5	966.0	1042.9	1158.0	53.3	64.9	77.0	96.7	14.0	11.5	9.7	7.7
柳工	9.36	275.2	304.1	345.3	404.3	8.7	15.1	20.8	26.8	21.3	12.2	8.9	6.9
山推股份	6.66	105.41	131.09	153.94	172.31	7.65	9.47	11.87	14.26	13.05	10.55	8.42	7.00
恒立液压	51.82	89.8	96.4	112.4	135.4	25.0	26.18	31.04	37.29	27.8	26.5	22.4	18.6
浙江鼎力	48.46	63.1	74.7	87.8	103.0	18.7	21.8	26.0	30.8	13.1	11.2	9.4	8.0
安徽合力	16.80	175.7	184.0	201.0	216.4	12.8	15.3	17.1	18.9	11.7	9.8	8.8	7.9
杭叉集团	17.38	162.7	170.7	186.7	207.3	17.2	20.1	21.8	24.7	13.2	11.3	10.5	9.2
诺力股份	15.66	69.63	75.41	83.37	92.91	4.58	5.22	6.07	7.18	8.81	7.72	6.65	5.62

资料来源：Wind，国投证券研究中心（按2024年9月4日收盘价计算，诺力股份、山推股份采用wind一致预期，其他公司使用国投证券研究中心盈利预测）

4. 风险提示

国内基建、矿山项目投资不及预期；国内设备更新政策落地不及预期；国内市场竞争加剧导致盈利能力下滑；海外市场开拓进度不及预期；国际贸易摩擦加剧导致国产品牌出海受阻；统计样本只能一定程度反映板块全貌，可能失真。

目 行业评级体系

收益评级:

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

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

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

风险评级:

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

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

目 分析师声明

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

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

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

目 免责声明

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

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

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

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

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

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034