

三一重工(600031)

报告日期: 2025 年 01 月 08 日

以卡特彼勒为鉴，三一重工全球化、低碳化+数智化助力弯道超车

——三一重工深度报告

投资要点

- 卡特彼勒是全球工程机械龙头，全球化+多元化战略支撑业绩及市值节节攀升。**
 卡特彼勒是世界领先的建筑和采矿设备、非公路用柴油和天然气发动机、工业燃气涡轮机和柴油电动机车制造商。2023 年实现营收 4790 亿元，净利润 738 亿元；毛利率、净利率分别为 36.2%、15.4%。1987 年-2023 年，下游基建、房地产及矿业投资规模整体振荡向上，叠加降本增效举措，支撑卡特彼勒营收、净利润分别实现 14、55 倍的涨幅。
- 三一重工市值约是卡特彼勒的 10%，估值处于低位，未来成长空间广阔。**
 截止 2024 年 12 月 13 日，三一重工市值约 1403 亿元，为卡特彼勒市值（13379 亿元）的 10%。**营收方面：**2024 年前三季度三一重工营收 583.61 亿元，为卡特彼勒同期（3471.00 亿元）的 17%。**净利润方面：**2024 年前三季度三一重工净利润约 49.79 亿元，为卡特彼勒同期（571.29 亿元）的 9%。**归属母公司股东权益方面：**2024 年第三季度末三一重工归属母公司股东权益约 709.12 亿元，为卡特彼勒同期（1385.50 亿元）的 52%。三一重工 PB 的绝对值与卡特的比值均处于历史低位。**单看卡特彼勒工程机械板块，**若以 2024H1 各业务营收占比折算市值，则卡特工程机械业务市值约为 5352 亿元，三一重工市值是其 26%。2024H1 三一重工营业收入、营业利润分别为卡特彼勒工程机械板块的 41%、16%。
- 与三一重工相比，卡特业务更加多元均衡、高端市场北美区收入贡献近 50%。**
 卡特彼勒建筑工程、能源和交通、资源三大板块近 20 年均稳定贡献 90% 以上的营收，2023 年收入占比分别为 41%、42%、20%，产品和服务覆盖 191 个国家地区，其中北美地区贡献近 50%。2024 年上半年，三一重工业务集中于工程机械领域，区域上国外收入占比 60%，但北美、南美市场还有待开拓。
- 三一重工盈利能力仍有空间，营运能力提升显著，权益回报差距源于权益乘数**
盈利能力：2023 年国内周期下行筑底，三一重工净利率约 6.29%，卡特彼勒净利率约 15.41%，三一重工营业利润率整体不及卡特彼勒建筑工程部门。2013-2023 年间，两者变化趋势接近，三一重工平均净利率为 7.69%，略低于卡特彼勒的 8.64%，若国内下游需求企稳复苏，三一重工盈利能力强劲反弹可期。
营运能力：2023 年三一重工高质量发展战略卓有成效，应收账款、库存周转率整体改善，现金周转周期稳步缩短至 79 天，领先于卡特彼勒 167 天的水平。
权益回报：2013-2023 年卡特 ROE 中枢为三一的 2.7 倍，主要差距在权益乘数。
- 卡特对三一重工启示：注重产品研发，全球化、低碳化+数智化助力弯道超车。**
 三一重工注重研发投入，“三化”方面引领行业；**研发投入：**2013-2023 年公司研发支出占比总体高于 5%，2023 年研发费用约 59 亿元，研发投入行业领先；**全球化：**2023 年，国际销售收入约 432.6 亿元，同比大幅增长 18%，国际收入占营业收入比重 60%，国际化成果显著，海外市占率有望持续提升；**低碳化：**多款电动产品市场份额第一，电动搅拌车、自卸车、起重机销售实现重大突破，电动挖掘机、电动装载机重点布局，未来放量可期；**数智化：**推进数字化转型，提升运营效率、降低生产成本，减少生产人员数量，人均创收整体提升。
- 投资建议：**预计 2024-2026 年归母净利润为 62 亿、80 亿、98 亿元，同比增长 36%、30%、22%，对应 PE 为 21、16、13 倍。维持买入评级。
- 风险提示**
 - 1) 电动化进程低于预期；
 - 2) 国际局势不利于出口；
 - 3) 国内需求不及预期。

投资评级：买入(维持)

分析师：邱世梁
 执业证书号：S1230520050001
 qiushiliang@stocke.com.cn

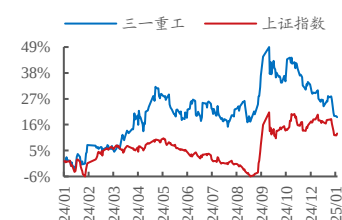
分析师：王华君
 执业证书号：S1230520080005
 wanghuajun@stocke.com.cn

分析师：胡飘
 执业证书号：S1230524040006
 hupiao@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥15.52
总市值(百万元)	131,531.66
总股本(百万股)	8,474.98

股票走势图



相关报告

- 1 《单三季度扣非业绩大增 311%超预期，中国工程机械龙头现金流大增》 2024.10.31
- 2 《8 月公司挖掘机销量大幅增长，非洲区亮眼，全球化持续推进》 2024.09.10
- 3 《上半年全球化持续推进，盈利能力与经营质量双提升》 2024.08.30

财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	74019	78650	89784	105658
(+/-) (%)	-8%	6%	14%	18%
归母净利润	4527	6171	8016	9795
(+/-) (%)	6%	36%	30%	22%
每股收益(元)	0.53	0.73	0.95	1.16
P/E	29	21	16	13
ROE	7%	9%	10%	11%

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 卡特彼勒：全球工程机械龙头	6
1.1 卡特彼勒：以工程机械为核心，横跨能源、交通等领域的制造业巨头	6
1.2 财务概况：1987-2023 年营收复合增速达 8.3%，盈利能力整体向上	7
1.3 股价复盘：1987 年以来累计涨幅 170 倍，成长性显著	7
1.4 发展复盘：美国农业、地产、基建及矿业叠加国际局势变化提供发展空间及机遇	8
1.4.1 1925 年前：农业机械化趋势下诞生，技术革命浪潮中发展	8
1.4.2 1926-1944 年：出口平滑国内需求萎缩，技术助力经济复苏后的快速恢复	9
1.4.3 1945-1980 年：战后重建催生全球需求，国际化、多元化为公司发展持续充能	10
1.4.4 1981-2000 年：疲软的全球经济及激烈的竞争压力下，积极开源节流穿越困境	12
1.4.5 2001 年至今：业务持续国际化、多元化布局，业绩与全球经济共振	14
2 三一 VS 卡特：业务全球化、多元化布局值得借鉴	18
2.1 市值对比：三一市值约是卡特的 10%，未来成长空间广阔。	18
2.2 营收规模：业务多元化与国际化使卡特营收规模更大	20
2.3 盈利能力：2023-2024 年内需筑底向上，三一重工盈利能力逐渐修复。	22
2.4 营运能力：2020-2023 年三一重工库存周转率比卡特彼勒更优	23
2.5 净资产收益率：由于权益乘数影响，卡特 ROE 中枢约为三一的 2.65 倍	24
3 卡特于三一重工的启示：全球化、低碳化、数智化助力弯道	25
3.1 全球化：布局全球，加快国际化步伐，打造专业的经销及售后服务体系	25
3.2 低碳化：抓住电动化趋势与机遇，把握弯道超车的历史机会	27
3.3 数智化：以数智化为基础，精细管理，强化穿越周期能力	29
3.4 保持研发投入的定力，积极推进多元化发展	30
4 投资建议：行业筑底复苏带动估值修复，看好龙头成长空间	31
5 风险提示	32

图表目录

图 1: 卡特彼勒部分产品示意图.....	6
图 2: 2023 年卡特营收 4790 亿元, 1987-2023 年 CAGR8.3%.....	7
图 3: 2023 年卡特净利润 738 亿元, 1987-2023 年 CAGR16.5%.....	7
图 4: 2023 年卡特毛利率、净利率分别为 36.2%、15.4%.....	7
图 5: 2023 年卡特 ROA、ROE 分别为 12.2%、58.5%.....	7
图 6: 卡特彼勒股价于 1987 年初至 2024 年 12 月 31 日实现累计涨幅近 170 倍.....	8
图 7: 19 世纪中期美国加州耕地面积激增.....	8
图 8: 20 世纪初期, 美国拖拉机行业产能迅速提升.....	9
图 9: 1929-1933 年, 美国农业产值萎缩拖累拖拉机产量下滑.....	9
图 10: 1929-1933 年, 美国固定资产投资规模迅速萎缩.....	9
图 11: 1929-1932 年, 卡特彼勒营业收入由 5200 万美元下滑至 1330 万美元.....	10
图 12: 1933-1936 年, 美国 GDP 年均复合增长 14%.....	10
图 13: 1933-1944 年, 美国固定资产投资迅速恢复.....	10
图 14: 1948-1960 年, 英国 GDP 年均复合增速近 7%.....	11
图 15: 1945-1980 年, 美国基建投资 CAGR 达 10.5%.....	11
图 16: 1956 年后, 美国道路建设投资迅速增长.....	11
图 17: 1945-1980 年, 美国住宅投资 CAGR 达 12.7%.....	11
图 18: 1951-1980 年, 卡特彼勒海外收入占比不断提升.....	12
图 19: 1951-1980 年, 美国实际 GDP 整体震荡向上.....	12
图 20: 1950-1981 年, 卡特彼勒产品矩阵持续丰富.....	12
图 21: 1981-2000 年, 美国基建年均复合增速放缓至 4.3%.....	13
图 22: 1981-2000 年, 美国房地产投资维持 7.2%的较高复合增速.....	13
图 23: 1985 年后, 日元兑美元快速贬值.....	13
图 24: 1980-1990 年, 卡特彼勒海外收入占比先降后升.....	13
图 25: 1992 年后, 卡特彼勒营收恢复增长.....	14
图 26: 1992 年后, 卡特彼勒扣非净利润扭亏为盈并快速增长.....	14
图 27: 2010 年美国基建投资降至局部低点, 整体增速放缓.....	15
图 28: 2006-2010 年, 美国住宅投资累计下滑幅度近 54%.....	15
图 29: 2010-2023 年, 美国矿业投资 CAGR 为-2.2%.....	15
图 30: 2001-2023 年, 卡特彼勒营收由 1693 亿提升至 4790 亿元.....	16
图 31: 卡特彼勒各市场增长不同步平滑总营收变化.....	16
图 32: 2001-2022 年, 卡特彼勒美国营收占比稳定高于 30%.....	16
图 33: 卡特彼勒各业务增长不同步平滑总营收变化.....	17
图 34: 2001-2023 年, 卡特净利润由 66.6 亿提升至 738.0 亿元.....	18
图 35: 卡特重组成本于 2017 年达峰 12.56 亿美元后逐步下降.....	18
图 36: 2024 年 12 月 13 日, 三一重工市值约为卡特彼勒的 10%, 市值比值处于历史低位.....	19
图 37: 2024Q1-3 三一重工归母净利润约为卡特彼勒的 8.5%.....	19
图 38: 12 月 13 日, 三一重工 PE (TTM) 约为卡特彼勒的 153%.....	19
图 39: 2024Q1-3 三一重工归母权益约为卡特彼勒的 51.2%.....	20
图 40: 截止 2024 年 12 月 13 日, 三一重工 PB (MRQ) 约为卡特彼勒的 21%.....	20
图 41: 2024 年第三季度三一重工营收约为卡特彼勒的 16.81%.....	20
图 42: 卡特彼勒前三大业务占总营收比例稳定高于 90%.....	21

图 43: 2023 年卡特彼勒建筑工程和能源交通营收占比超过 80%	21
图 44: 三一重工五类工程机械业务占总营收比例稳定高于 83%	21
图 45: 2023 年, 三一与卡特建筑工程部门营收比值为近 38%	21
图 46: 卡特彼勒经销商建设及销售区域覆盖已相对稳定	21
图 47: 2023 年, 卡特彼勒建筑工程业务全球各市场营收占比	21
图 48: 2013-2023 年三一重工海外收入 CAGR 达 16.6%	22
图 49: 2023 年三一重工海外业务中, 欧洲区域增长达到 37.97%	22
图 50: 2013-2023 年三一重工与卡特彼勒净利润率相近	22
图 51: 三一重工调整后营业利润率较卡特彼勒仍有追赶空间	23
图 52: 2023 年, 三一与卡特建筑工程营业利润比值为近 6%	23
图 53: 2013-2023 年, 卡特彼勒细分业务营业利润率	23
图 54: 2023 年, 三一、卡特应收账款周转率分别为 3.0、7.4 次	23
图 55: 2023 年, 三一、卡特库存周转率分别为 2.7、2.6 次	23
图 56: 2023 年, 三一、卡特应付账款周转率分别为 2.0、5.2 次	24
图 57: 2023 年, 三一、卡特现金周转周期分别为 79、167 天	24
图 58: 2013-2023 年, 卡特 ROE 波动中枢约为三一的 2.65 倍	25
图 59: 除 2014-2016、2022 年外, 三一净利润率落后并不明显	25
图 60: 2013-2023 年, 三一、卡特资产周转率整体差距不明显	25
图 61: 2016-2023 年, 卡特权益乘数稳定高于三一的 2 倍水平	25
图 62: 2022 年卡特彼勒制造工厂全球分布	26
图 63: 卡特彼勒经销商团队资本实力雄厚	26
图 64: 卡特彼勒经销商团队员工规模庞大	26
图 65: 2008-2023 年, 三一重工国际收入提升至 432.6 亿元	27
图 66: 三一重工国际收入平滑国内市场周期对总营收影响	27
图 67: 三一重工海外产能拓展历史	27
图 68: 三一重工新能源产品体系丰富	29
图 69: 2000 年推行精益生产后, 卡特彼勒营业利润率由 2001 年的 6.4% 提升至 2006 年的 11.9%	29
图 70: 三一重工灯塔工厂内部	30
图 71: 2013 年后三一重工人均创收整体提升, 2023 年略有下滑	30
图 72: 2023 年, 卡特彼勒研发费用率显著提升	30
图 73: 2003-2023 年, 三一重工总营收按业务板块拆分	31
图 74: 2003-2023 年, 三一重工挖机业务占比显著提升	31
图 75: 2013 年后, 三一研发支出占比基本高于 5% 且稳步提升	31
图 76: 2013-2022 年, 三一重工研发人员占比总体呈提升趋势	31
表 1: 2004-2011 年卡特彼勒部分收购案例	17
表 2: 2016-2023 年, 卡特彼勒与三一重工权益乘数比值稳定高于 2	24
表 3: 中央层面与电动非道路机械的相关政策与规定	28
表 4: 同类公司估值表	32
表附录: 三大报表预测值	33

1 卡特彼勒：全球工程机械龙头

1.1 卡特彼勒：以工程机械为核心，横跨能源、交通等领域的制造业巨头

卡特彼勒成立于 1925 年，总部位于美国伊利诺伊州，目前主要由四个业务部门和其他业务组成：

- (1) 建筑工程部门：负责为在基础设施、林业和建筑施工领域使用机械的客户提供支持，运营的品牌包括针对不同市场受众的 CAT、SEM 等，产品包括摊铺机、装载机、履带式挖掘机等 17 种主要设备、相关零部件及工装。
- (2) 资源部门：负责支持采矿和高强度施工的客户。除针对露天和地下采矿场景研发制造生产设备、液压系统和配套设备的软件外，还为客户提供车队、设备管理等技术服务。
- (3) 能源和交通部门：为石油和天然气、发电、船舶、铁路和工业应用领域的客户提供支持。运营品牌包括 MWM、Perkins、MaK 等。产品和服务包括适用于发电、工业应用、船舶、石油和天然气行业的集成往复式发动机、传动系统的解决方案，涡轮机及相关服务，柴油电动机车及相关服务，发动机和相关部件的再制造服务等。
- (4) 金融部门：为零售客户和经销商购买产品和服务提供金融服务。

卡特彼勒依靠全球 500 多个制造、营销、物流、服务、研发和相关工厂，以及代理商网点服务全球客户。

图1：卡特彼勒部分产品示意图

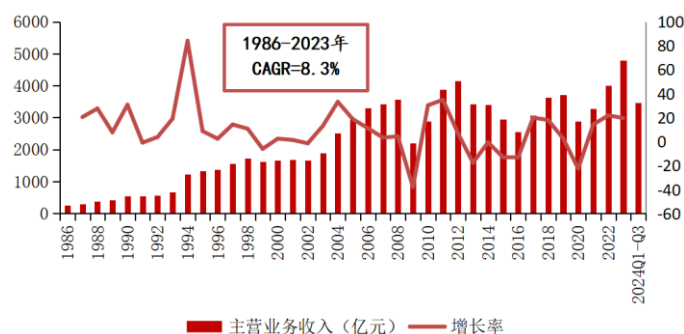


资料来源：卡特彼勒官网，浙商证券研究所

1.2 财务概况：1987-2023 年营收复合增速达 8.3%，盈利能力整体向上

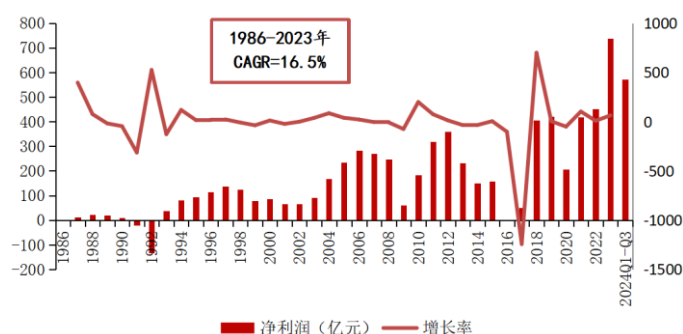
卡特彼勒 2023 年实现主营业务收入 4790 亿元，1987-2023 年间复合增速达 8.3%，整体振荡向上；2023 年实现净利润 738 亿元，1987-2023 年间复合增速达 16.5%，整体增长过程与营收相近但振幅更大、增速更快。

图2：2023 年卡特营收 4790 亿元，1987-2023 年 CAGR8.3%



资料来源：Bloomberg，浙商证券研究所

图3：2023 年卡特净利润 738 亿元，1987-2023 年 CAGR16.5%

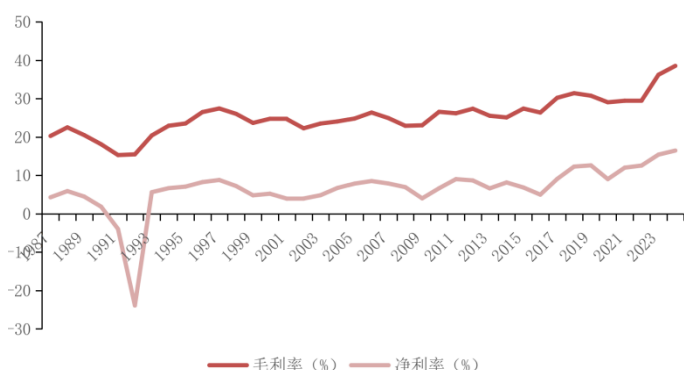


资料来源：Bloomberg，浙商证券研究所

卡特彼勒 2023 年毛利率达 36.2%，较 1987 年提升 15.9pct，提升过程呈现振荡向上态势；2023 年净利率达 15.4%，较 1987 年提升 11.1pct，提升幅度基本由毛利率贡献。

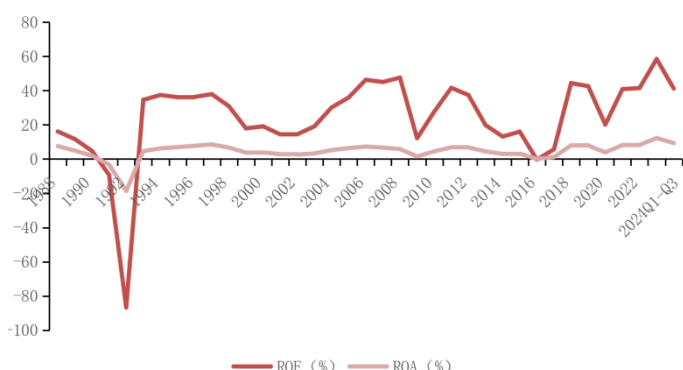
卡特彼勒 2023 年 ROA 达 12.2%，较 1988 年提升 4.8pct，1988-2022 年基本位于 1%-8%的区间内波动，2023 年有所上升；2023 年 ROE 达 58.5%，较 1988 年提升 42.4pct，1988-2022 年呈振荡向上态势。

图4：2023 年卡特毛利率、净利率分别为 36.2%、15.4%



资料来源：Bloomberg，浙商证券研究所

图5：2023 年卡特 ROA、ROE 分别为 12.2%、58.5%

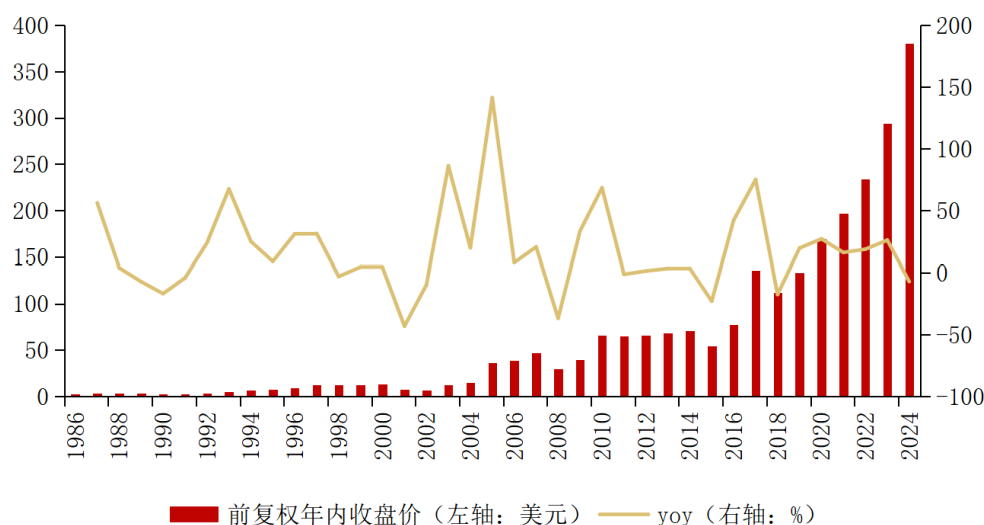


资料来源：Bloomberg，浙商证券研究所

1.3 股价复盘：1987 年以来累计涨幅 170 倍，成长性显著

卡特彼勒前复权股价自 1987 年初的 2.12 美元上涨近 170 倍至 2024 年 12 月 31 日的 362.76 美元，期间最大年度回撤为 2001 年的 43%。期间涨幅驱动因素主要包括卡特彼勒强劲的基本面、美国货币宽松趋势及股票回购计划。

图6：卡特彼勒股价于1987年初至2024年12月31日实现累计涨幅近170倍



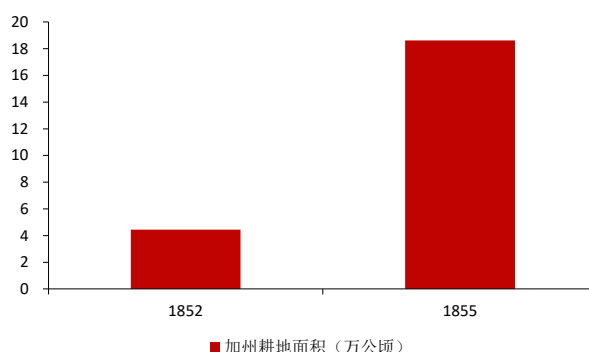
资料来源：Wind，浙商证券研究所。注：2024年为12月31日收盘价

1.4 发展复盘：美国农业、地产、基建及矿业叠加国际局势变化提供发展空间及机遇

1.4.1 1925年前：农业机械化趋势下诞生，技术革命浪潮中发展

顺应农业机械化趋势，卡特彼勒起源于美国加州。卡特彼勒成立于1925年，前身可分为霍尔特与贝斯特两家企业。19世纪50年代，淘金热下的移民潮使加州人口迅速增长。激增人口带来的食物需求，叠加适宜农业的气候，使加州农业发展迅速。加州耕地面积由1852年的4.45万公顷迅速扩大至1855年的18.62万公顷，为农业机械提供广袤市场。受农业工作影响，创始人之一的贝斯特致力于改进农具以提高生产效率。1889年，贝斯特结合蒸汽牵引机和联合收获机推出的蒸汽收获机耐用性大幅提升，成为农业机械化发展史中的里程碑之一。出身于林业家庭的另一创始人霍尔特由木制车轮行业切入车辆产品市场，于1890年制造了第一台蒸汽驱动试验拖拉机。1892年霍尔特制造公司成立，并出口蒸汽机至欧洲、墨西哥等地。

图7：19世纪中期美国加州耕地面积激增



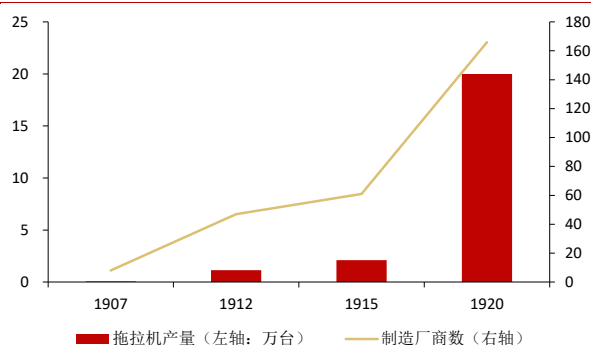
资料来源：《拖拉机史话》，浙商证券研究所

顺应技术革命浪潮，卡特彼勒前身于拖拉机行业后来居上。1904年，霍尔特结合冶金经验研制履带式拖拉机成功，通过增大接地面积提升了牵引力和地形适应能力，为后续开拓产品应用场景奠定基础。同期，霍尔特创造了“Caterpillar”的商标。1906年，霍尔特顺应汽油发动机的趋势推出汽油动力的履带式拖拉机，并成功应用在洛杉矶导水管工程。一战期间，近10000台霍尔特拖拉机对军用物资运输做出巨大贡献，使“Caterpillar”商标举世闻

名。汽油拖拉机诞生后，其优点迅速为农民察觉，快速替代了蒸汽拖拉机的市场。固守蒸汽拖拉机的企业在技术革命浪潮中湮灭。

行业拥挤度提升，叠加战后增量需求锐减，促成霍尔特与贝斯特合并成为卡特彼勒。汽油拖拉机的乐观应用前景吸引不同背景的制造商进入行业，主要分为五类：以生产汽油拖拉机为目的的创业企业、原来生产蒸汽拖拉机的企业、原来生产农机具的企业、汽车行业企业以及其他。美国拖拉机行业产量迅速攀升，由1907年的600台上升至1920年的20万台。1917年，资本实力雄厚的福特推出的福特森拖拉机大批量进入市场，其配套全部装备后仅售885美元，较行业主流裸机1000美元左右的售价低，压低了行业利润水平。战后军用需求消失及战时积累的存量设备转民用使拖拉机增量需求锐减。行业供需两侧骤变带来的经营压力促成1925年霍尔特公司与贝斯特公司合并，卡特彼勒拖拉机公司就此诞生。

图8：20世纪初期，美国拖拉机行业产能迅速提升

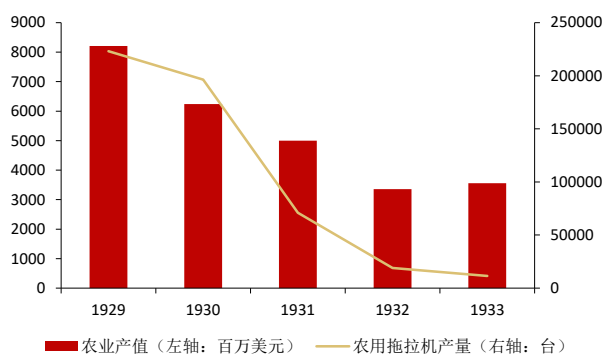


资料来源：《拖拉机史话》，浙商证券研究所

1.4.2 1926-1944年：出口平滑国内需求萎缩，技术助力经济复苏后的快速恢复

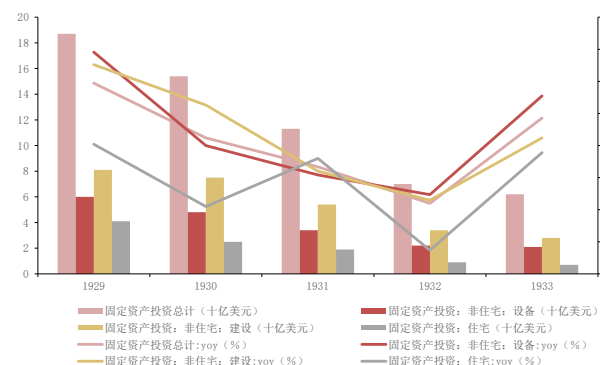
1929-1933年美国经济连续4年衰退，需求萎缩促使行业出清产能。经济萧条背景下，美国农业和固定资产投资规模持续萎缩。美国农业净产出由1929年的82亿美元下滑至1933年约36亿美元，CAGR约为-19%。农业萎靡拖累农用拖拉机产量持续下滑，1933年产量约为1929年产量的5%。固定资产投资规模自1929年高位187亿美元持续下滑至1933年的62亿美元，CAGR约为-24.1%。其中非住宅的设备、建设及住宅细分项期间CAGR分别为-23.1%、-23.3%、-35.7%。经济萧条背景下，缩水的销量向头部企业集中，行业出清中小厂产能。

图9：1929-1933年，美国农业产值萎缩拖累拖拉机产量下滑



资料来源：BEA,《拖拉机史话》，浙商证券研究所

图10：1929-1933年，美国固定资产投资规模迅速萎缩

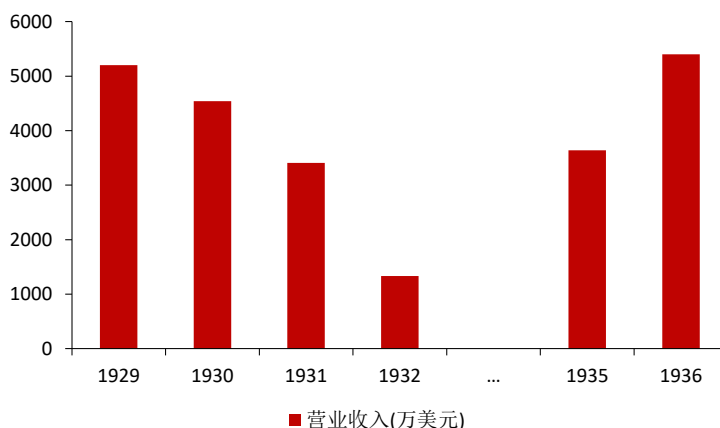


资料来源：BEA，浙商证券研究所

出口苏联缓冲国内需求下滑，维持研发拓展产品品类。大萧条期间，卡特彼勒营收由1929年的5200万美元一路下滑至1932年的1330万美元，CAGR低至-37%。尽管卡特彼勒1932年营收仅为1929年的26%，但这一表现仍大幅优于同期行业情况，主要原因系苏

联 20 年代后期农业机械化运动提供大量出口订单。危机期间，公司维持研发投入，1931 年结合收购的拉塞尔平地机推出业内首款巡路平地机。为配套自有产品线，公司主动向产业链上游发展，自主设计柴油机，于同年推出 60 型柴油拖拉机。自主研发柴油机的战略决定为后续业务多元化打下坚实基础。1933 年，公司柴油机产量超过 1932 年美国总产量。

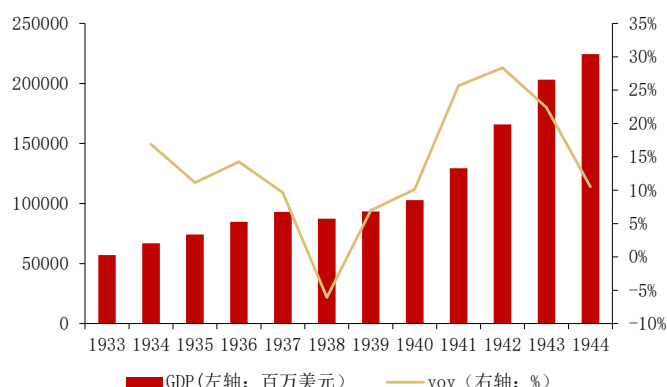
图11： 1929-1932 年，卡特彼勒营业收入由 5200 万美元下滑至 1330 万美元



资料来源：《拖拉机史话》，浙商证券研究所

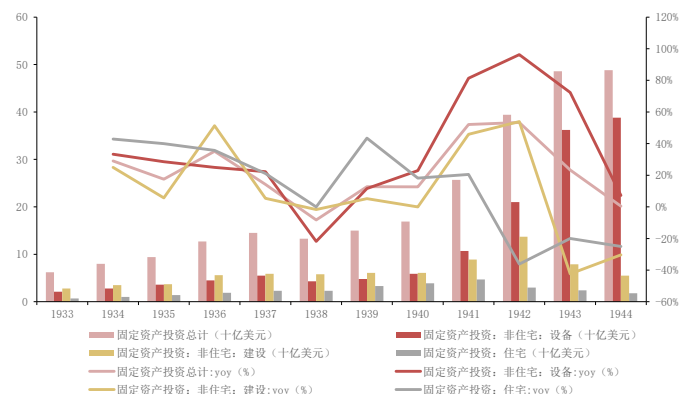
1933 年后新政拉动经济快速复苏，卡特彼勒抓住时机迅速恢复。1933 年后，在时任总统罗斯福推出的一系列政策刺激下，美国经济快速复苏，GDP 由 1933 年的低点 572 亿美元提升至 1936 年的 848 亿美元，CAGR 达 14%。同期，固定资产投资全面复苏，年均复合增速达 27%，其中住宅投资复苏速度最快，CAGR 达 39%。顺应经济复苏之势，卡特彼勒积极参与基建风潮，提供的设备协助完成了胡佛水坝、金门大桥等大型项目的建设。1936 年，公司营收达 5400 万美元，超过了 1929 年的高点 5200 万。1939 年二战爆发，战争需求使对非住宅设备的年投资规模由 1939 年的 48 亿美元提升至 1944 年的 388 亿美元，CAGR 达 52%。军方给卡特彼勒提供大量订单，促使公司的柴油发动机技术进一步成熟。

图12： 1933-1936 年，美国 GDP 年均复合增长 14%



资料来源：BEA，浙商证券研究所

图13： 1933-1944 年，美国固定资产投资迅速恢复



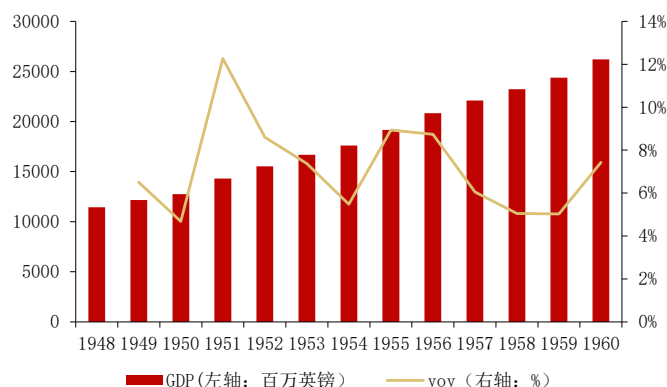
资料来源：BEA，浙商证券研究所

1.4.3 1945-1980 年：战后重建催生全球需求，国际化、多元化为公司发展持续充能

战后海外重建需求涌现，美国掀起建设热潮。二战后，欧洲、亚洲国家受战争影响百废待兴，亟需工程机械重建国家。1947 年，美国推出“马歇尔计划”，以金融、设备、技术等形式援助西欧各国。计划持续推行 4 个财年，合计援助 131.5 亿美元。西欧各国战后经济逐步复苏，大力重建国家。以英国为例，GDP 自 1948 年的 114 亿英镑提升至 1960 年的 262 亿英镑，CAGR 约 7%。二战结束后统计英国约 30% 的住宅受损，存在 75 万间住宅缺口。战后 10 年间，英国新建超 100 万间住宅。美国本土虽然免受战火荼毒，但战后的基建

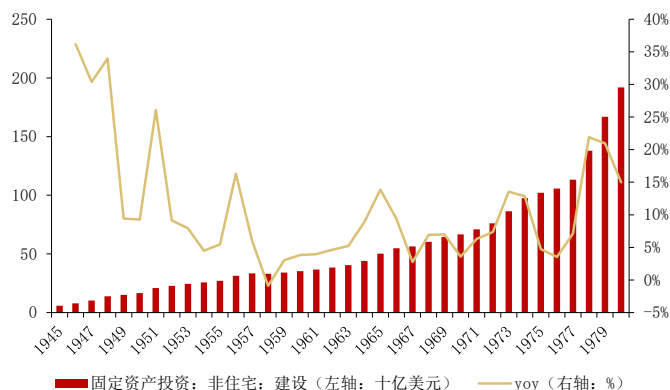
热潮大幅拉动工程机械需求。美国基建年投资总额由 1945 年的 58 亿美元提升至 1980 年的 1919 亿美元，CAGR 达 10.5%。1956 年推出的联邦资助公路法案标志着大规模高速公路建设的开始，建设初期预算为 250 亿美元，期间道路建设的年投资总额由 1956 年的 44 亿美元提升至 1980 年的 179 亿美元。美国住宅年投资总额同样快速增长，由 1945 年的 20 亿美元提升至 1980 年的 1321 亿美元，CAGR 达 12.7%。

图14: 1948-1960 年，英国 GDP 年均复合增速近 7%



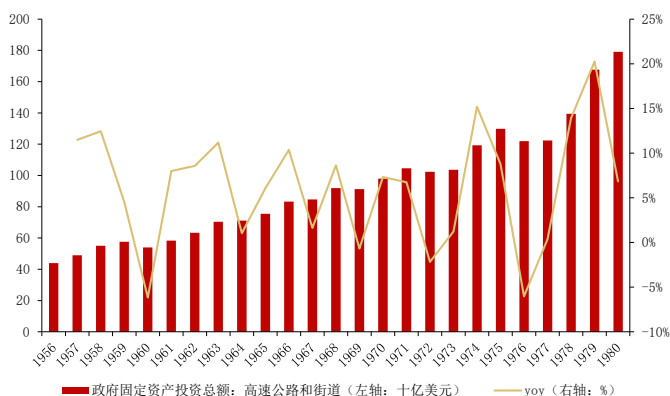
资料来源: ONS, 浙商证券研究所

图15: 1945-1980 年，美国基建投资 CAGR 达 10.5%



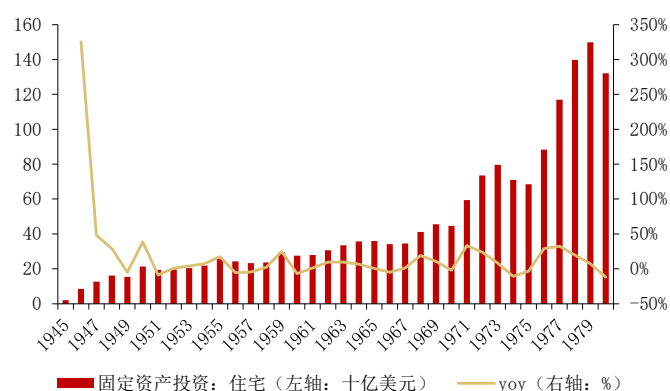
资料来源: BEA, 浙商证券研究所

图16: 1956 年后，美国道路建设投资迅速增长



资料来源: BEA, 浙商证券研究所

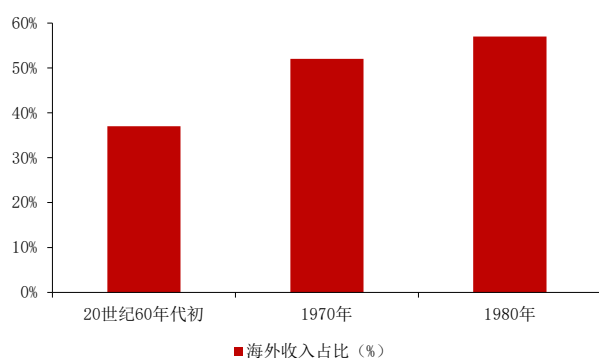
图17: 1945-1980 年，美国住宅投资 CAGR 达 12.7%



资料来源: BEA, 浙商证券研究所

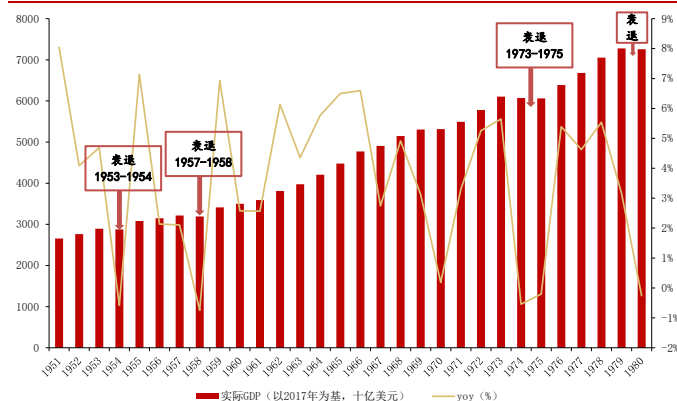
顺应趋势布局全球市场，国际化发展提供增长韧性。1946 年，战后重建需求将卡特彼勒订单累积量推向历史峰值。面对蓬勃发展的全球市场，卡特彼勒在扩充国内产能的同时，开始布局海外市场。1950 年，公司于英国成立了第一家海外子公司。1954 年公司进入巴西市场并于次年建设巴西圣保罗工厂。公司后续相继进入了澳大利亚、加拿大等市场，海外收入占比由 60 年代初期的 37% 提升至 1980 年的 57%。尽管战后美国经济整体向上，但在 1951-1980 三十年期间，美国经济仍经历了多轮衰退，实际 GDP 同比增速 5 年为负。凭借国际化赋予的增长韧性，卡特彼勒穿越周期，1946-1980 年营收年均增长率超 11%。

图18: 1951-1980年,卡特彼勒海外收入占比不断提升



资料来源:《卡特彼勒百年发展史》,《卡特彼勒之道》,浙商证券研究所

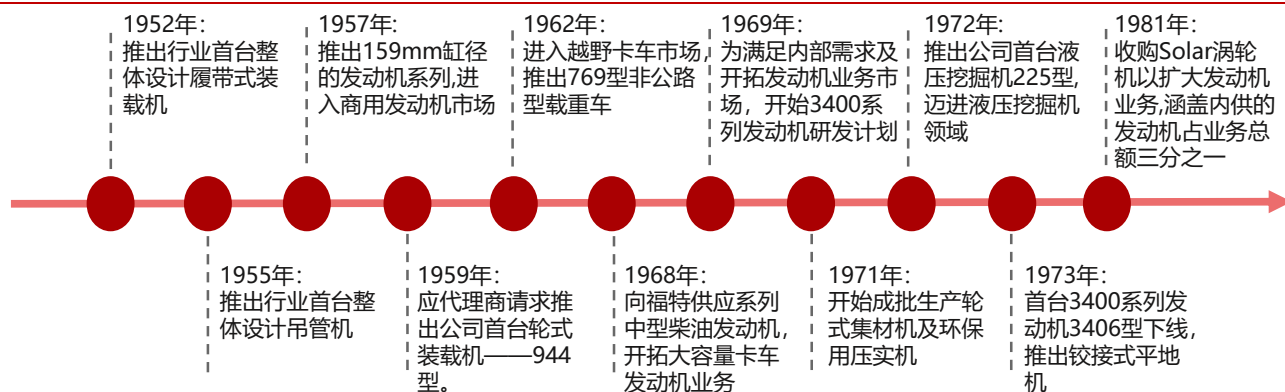
图19: 1951-1980年,美国实际GDP整体震荡向上



资料来源: BEA, 浙商证券研究所

以研发为基, 产品多元化为增长持续充能。战后蓬勃发展的市场为卡特彼勒研发提供资金基础。公司结合原有拖拉机附件研发了整体设计的履带式装载机、吊管机。1955年, 市场对油、气和水管道需求殷切, 公司推出的583型吊管机受众广泛。1957年, 公司结合近30年的发动机研发经验, 推出159mm缸径的发动机系列。公司发动机业务迈出由内供拓展至商用的第一步。公司产品矩阵持续丰富, 后续相继推出矿山卡车、集材机、环保用压实机等机械设备。1968年, 为满足内部土方机械不断增长的需求、配套新产品所需的先进动力设备及跻身卡车发动机市场, 公司组建了专攻发动机的研究小组, 希望采用尽可能多的通用零部件制造适用于工程机械、船舶、卡车等多领域设备的发动机。1969年, 3400系列发动机研发计划开始。1973年, 第一台3400系列发动机下线。1981年, 为扩展发动机业务, 公司收购了Solar涡轮机国际业务部。同年, 公司发动机销售额超20亿美元, 包含内供的发动机收入约占公司业务总额的三分之一。

图20: 1950-1981年, 卡特彼勒产品矩阵持续丰富

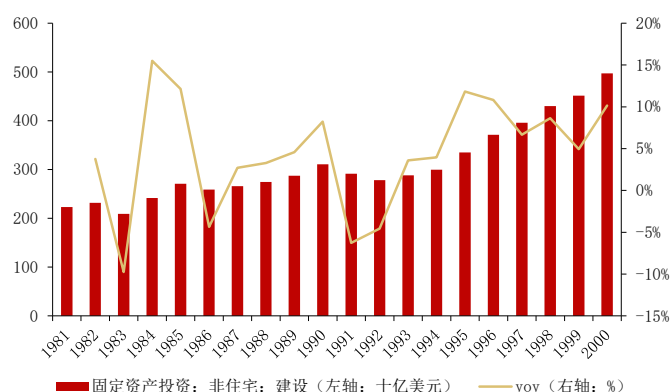


资料来源:《卡特彼勒百年发展史》, 浙商证券研究所

1.4.4 1981-2000年: 疲软的全球经济及激烈的竞争压力下, 积极开源节流穿越困境

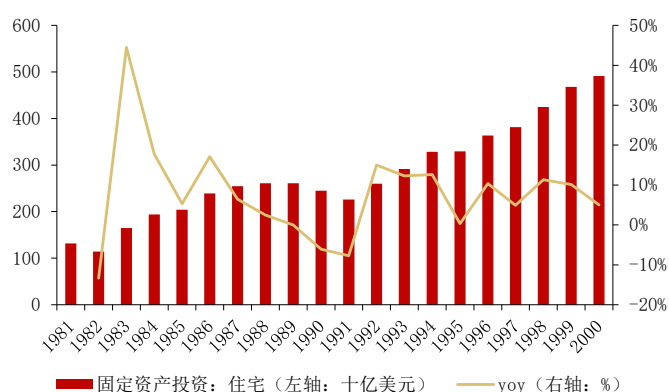
下游需求增长放缓及行业竞争加剧令经营陷入困境。1980年后, 下游行业景气度排序改变。美国基建初步饱和, 投资增速放缓, 1981-2000年非住宅建筑投资总额年均复合增速下滑至4.3%。同期房地产投资仍维持较高增速, 1981-2000年的复合增长率约为7.2%。房地产施工需求的兴起催生大量液压挖掘机需求。凭借低汇率下的价格优势及领先的液压技术, 小松产品竞争力强劲。全球石油价格及美国储贷机构破产潮等因素变化造成美国经济两度陷入衰退。80、90年代初, 美国非住宅建筑投资及住宅投资均被拖入负增长区间。需求下滑及竞争对手的挤压令卡特彼勒经营陷入困境。

图21: 1981-2000年, 美国基建年均复合增速放缓至4.3%



资料来源: BEA, 浙商证券研究所

图22: 1981-2000年, 美国房地产投资维持7.2%的较高复合增速



资料来源: BEA, 浙商证券研究所

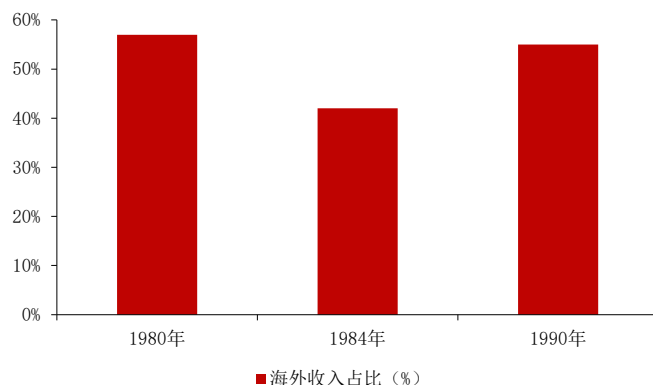
汇率骤变削弱竞争对手, 精细管理及研发推新助公司顺利脱困。1985年, 包括美日在内的五国签署广场协议, 日元兑美元由1984年的251:1升值至1987年的124:1。日元大幅升值削弱小松产品在日本以外市场的竞争力, 缓解卡特彼勒的经营压力。卡特彼勒积极开拓中国等发展中国家市场, 海外收入占比由1984年低点的42%回升至1990年的55%。80年代的经营困境令卡特彼勒意识到精细管理及迭代产品的重要性。1987年, 卡特彼勒投资18亿美元进行工厂现代化改造并开始关闭落后产能。工厂现代化提升降低了公司对人力的依赖, 减小了工人罢工运动对经营的负面冲击。1990年, 卡特彼勒解除功能体系并建立产品和地区营业部的组合体, 同时也建立了能将售后服务集中的支持部门。内部架构调整提升了对客户需求的响应速度并降低了服务成本。为追平液压技术差距, 卡特彼勒与三菱重工合作, 结合日本明石制作所及西德Eder的技术研发液压挖掘机, 1993年推出第一台312A型小型液压挖掘机。同年, 专营固定联接器的Menominee被收购成为全资子公司, 负责生产液压软管等。1995-1999年, 卡特彼勒成立采矿和建筑设备部, 在全球新开88家工厂, 收购横跨不同领域的20家公司, 推出244种全新或改良产品, 研发费用营收占比由1995年的3%提升至1998年的4%。研发推新驱动的开源及精细管理驱动的节流令1992年后营收恢复高速增长, 扣非净利润扭亏为盈后快速增长。

图23: 1985年后, 日元兑美元快速贬值



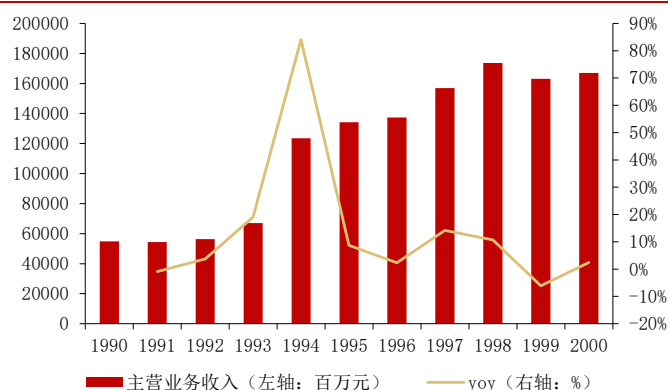
资料来源: IMF, 浙商证券研究所

图24: 1980-1990年, 卡特彼勒海外收入占比先降后升



资料来源: 《卡特彼勒之道》, 浙商证券研究所

图25: 1992年后,卡特彼勒营收恢复增长



资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

图26: 1992年后,卡特彼勒扣非净利润扭亏为盈并快速增长

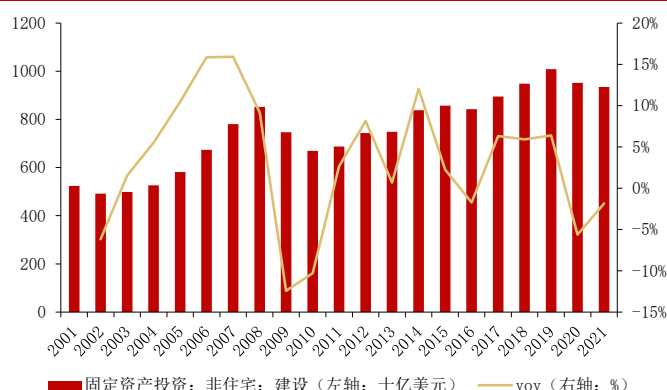


资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

1.4.5 2001年至今: 业务持续国际化、多元化布局, 业绩与全球经济共振

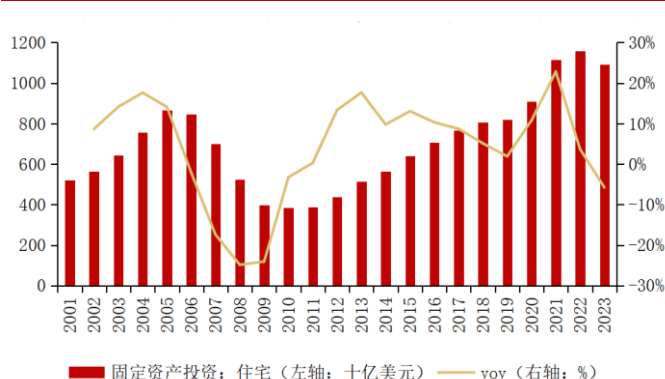
次贷危机抑制需求, 本土需求整体增速放缓。次贷危机前, 美国工程机械下游需求曾出现短暂的繁荣, 2001-2008年基建投资由5236亿美元提升至8520亿美元, CAGR达7.2%; 2001-2006年住宅投资由5195亿提升至8460亿, CAGR达10.2%; 2001-2008年矿业投资由513亿美元提升至1612亿美元, CAGR达17.8%。次贷危机爆发后, 下游需求出现不同程度的收缩, 其中住宅投资下滑幅度最大, 2010年仅3853亿美元, 为2006年峰值的45.6%。2010年后, 随美国经济复苏, 基建投资及住宅投资重回增长通道, 2010-2021年CAGR分别为3.1%、10.1%。受全球矿产价格影响, 矿业投资先扩张后收缩, 整体呈振荡式下降, 2010-2023年CAGR为-2.2%。

图27： 2010 年美国基建投资降至局部低点，整体增速放缓



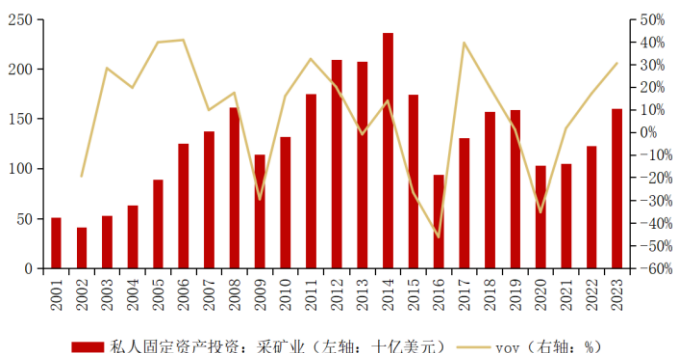
资料来源：BEA，浙商证券研究所

图28： 2006-2010 年，美国住宅投资累计下滑幅度近 54%



资料来源：BEA，浙商证券研究所

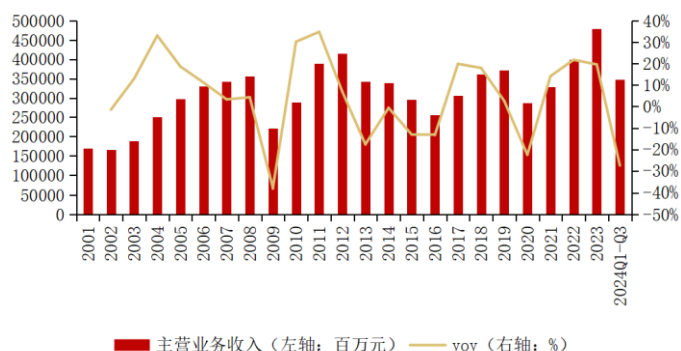
图29： 2010-2023 年，美国矿业投资 CAGR 为-2.2%



资料来源：BEA，浙商证券研究所

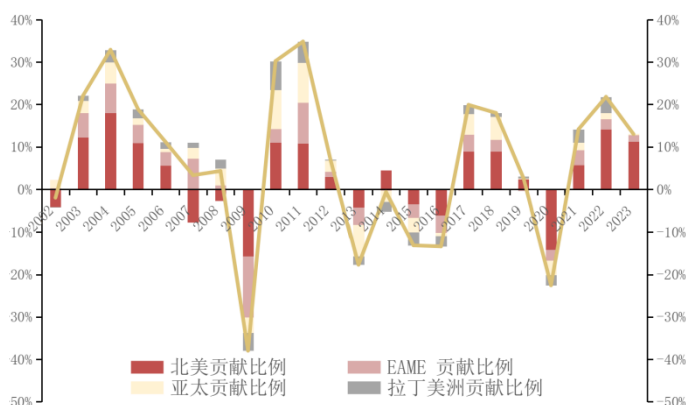
持续深化全球化布局，业绩同全球需求共振。2001-2023 年，卡特彼勒营收由 1693 亿人民币提升至 4790 亿人民币，期间变化和下游需求走势不完全同步但强相关。差异首先来源于卡特彼勒成熟的全球化业务布局。2001 年，卡特彼勒构建的经销商体系服务范围覆盖 172 个国家。针对重点市场，卡特彼勒持续加大产能及经销服务投入。为抓住中国市场机遇，2003 年起的 7 年间，卡特彼勒分多次收购了山工机械全部股权，于青岛设立研发中心以协助产品输入中国市场，扩大徐州工厂产能并于苏州建立后勤中心配套中国设备服务。在全球化的产能和经销体系支撑下，卡特彼勒营收受全球需求影响。按区域看，2007-2008 年，即使受疲软的美国房地产市场拖累，北美区域营收下滑，但在其他区域业务的支撑下，卡特彼勒总营收仍维持增长。2001-2023 年，美国区域业务贡献占比稳定高于 30%。美国作为卡特彼勒最大的国家市场，其需求是卡特彼勒营收的重要影响因素。

图30：2001-2023年，卡特彼勒营收由1693亿提升至4790亿元



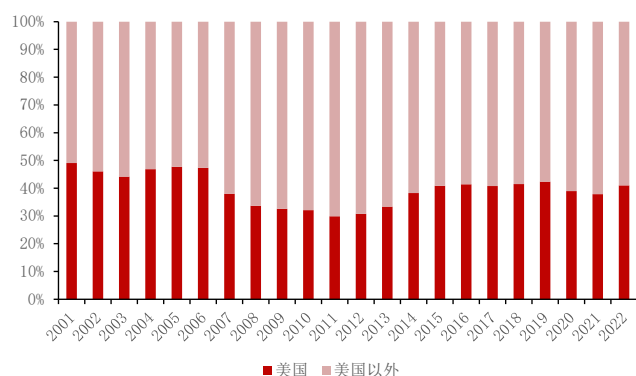
资料来源：Bloomberg，浙商证券研究所

图31：卡特彼勒各市场增长不同步平滑总营收变化



资料来源：Bloomberg，浙商证券研究所

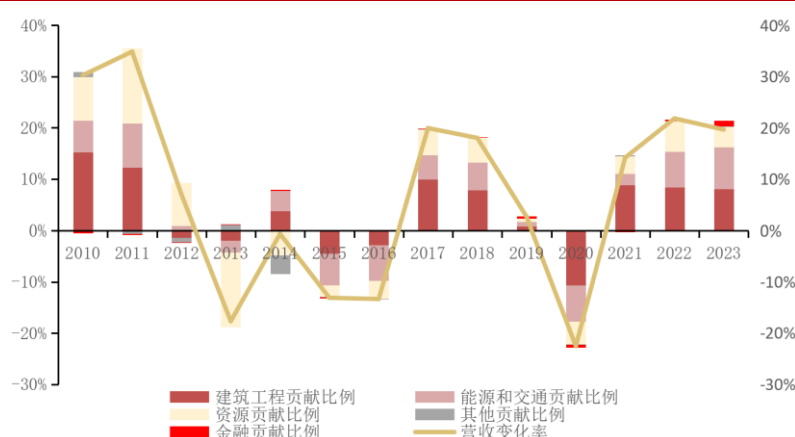
图32：2001-2022年，卡特彼勒美国营收占比稳定高于30%



资料来源：Bloomberg，浙商证券研究所

围绕优势拓展能力圈，业务多元化平滑营收周期性。2001年卡特彼勒业务框架基本分为机械设备、发动机和金融业务三部分。2003年，为回应环保监管要求，卡特彼勒推出在卡车发动机领域领先的ACERT技术。ACERT技术除减少卡特彼勒因排放限制支付的罚款外，还凭借多设备平台通用的特性促进了其他产品的销售。除依靠自研推动业务发展外，卡特彼勒还通过外部收购持续丰富产品线。2006-2011年间，卡特彼勒通过多次收购完善交通领域业务布局。2011年，卡特彼勒斥资88亿美元收购Bucyrus，成为矿山设备领域产品线最丰富的厂商。经过一系列收购扩张，卡特彼勒发展为横跨工程机械、矿山机械、柴油和天然气发动机、工业燃气轮机和柴电机车等多领域的制造业巨头。虽然下游多为周期行业，但各业务板块下游需求周期的错位仍为平滑卡特彼勒营收的周期性做出一定贡献。2014年，尽管受矿业投资前景萎靡拖累，卡特彼勒资源部门营收下滑，但建筑工程、能源和交通部门营收的增长支撑着卡特彼勒全年营收同比持平。

图33: 卡特彼勒各业务增长不同步平滑总营收变化



资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

表1: 2004-2011 年卡特彼勒部分收购案例

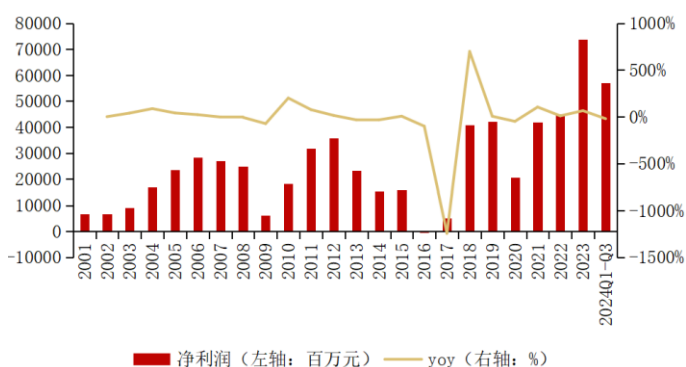
被收购标的	年份	收购金额 (百万美元)	被收购标的业务领域
Turbomach S.A	2004	41	Solar 经销服务商, 电力项目综合服务提供商
Parts and Accessories Distribution Business of MG Rover	2004	178	汽车零部件经销业务
Williams Technologies	2004	105	领先的汽车及中重型卡车自动变速箱、液力变矩器和发动机再制造商
Progress Rail Services	2006	1000	再制造机车、轨道车和轨道产品及服务的领先供应商
Large Components Business of Royal Oak Industries	2006	97	发动机缸体、缸盖、歧管和轴承盖的加工商
Franklin Power Products, International Fuel Systems	2007	165	公路轻型和中型卡车柴油发动机和发动机部件的再制造商, 柴油机零部件再制造商
Forestry Division of Blount International	2007	82	林业设备、装载机及附件供应商
Gremada Industries	2008	62	变速器、液力变矩器、最终传动装置及相关部件的再制造商
Lovat	2008	49	隧道掘进机制造商
JCS Company	2010	34	领先的离心铸造金属面密封件制造商
GE Transportation's Inspection Products Business	2010	46	热轮和热轴探测器等铁路相关部件供应商
FCM Rail	2010	97	美国最大的道路维护 (MOW) 设备租赁商之一
Electro-Motive Diesel	2010	901	商业铁路的柴油电力机车制造商及销售商, 也为船、海上陆上油井钻机及发电设备提供柴油发动机
Balfour Beatty's Trackwork Business	2011	60	特殊轨道及相关产品的设计和制造商

BucyrusInternational	2011	8800	矿山设备制造、销售商
PyrobanGroupLimited	2011	69	石油、天然气、工业和物料搬运市场防爆安全解决方案的领先供应商
MWMHoldingGmbH(MWM)	2011	774	可持续、天然气和替代燃料发动机的全球供应商

资料来源：卡特彼勒年报，浙商证券研究所

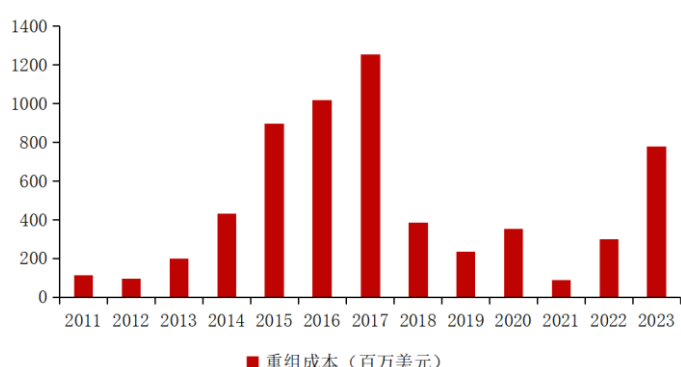
降本增效叠加灵活决策助力穿越周期。2001-2023 年，卡特彼勒净利润由 66.6 亿人民币提升至 738.0 亿人民币，期间经历三轮下滑。重资产运营带来的经营杠杆使利润变化趋势虽与营收基本一致，但整体波动较营收更为剧烈。为实现综合目标，卡特彼勒贯彻“6 sigma”的文化理念，基于事实、数据驱动的方法改进内部流程，追求业务项目质量提升及成本下降。面对 2008 年下游萎靡的需求，卡特彼勒压缩人员成本、减少资本开支，将业务重心转向降低渠道库存以维持公司和经销体系的健康运行。顺应 2009 年全球复苏的浪潮，卡特彼勒积极拓展业务，通过收购和自建的方式拓展产能以满足下游需求。2012 年，受全球需求恢复不及预期影响，卡特彼勒及时调整产能扩张步伐，针对已有产能进行优化重组。重组成本由 2012 年的 0.94 亿美元一路提升至 2017 年的峰值 12.56 亿美元。产能重组虽拖累公司 2016 年出现亏损，但为公司长远发展减轻负担。会计政策的调整及美国税制改革分别影响了公司 2014 年、2017 年的利润水平，加大了数据层面利润的波动。

图34： 2001-2023 年，卡特净利润由 66.6 亿提升至 738.0 亿元



资料来源：Bloomberg，浙商证券研究所

图35： 卡特重组成本于 2017 年达峰 12.56 亿美元后逐步下降



资料来源：卡特彼勒年报，浙商证券研究所

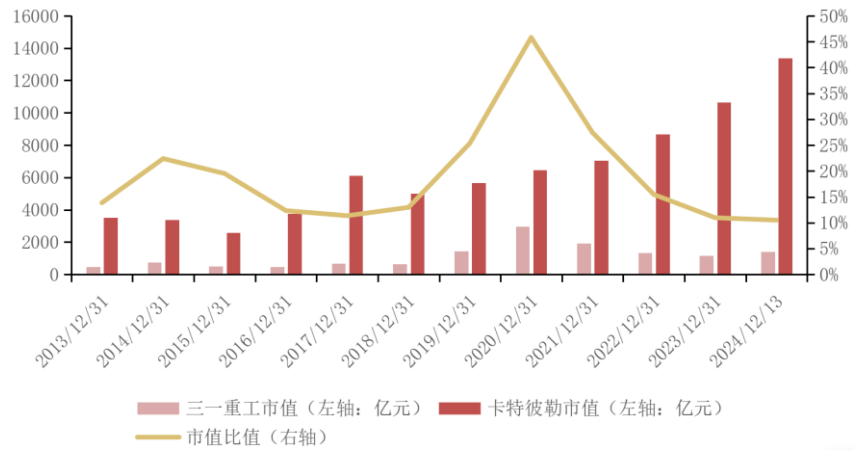
2 三一 VS 卡特：业务全球化、多元化布局值得借鉴

卡特彼勒与三一重工分别为全球、中国的工程机械龙头。在积极出海的行业背景下，卡特彼勒成长史可以被三一重工借鉴。

2.1 市值对比：三一市值约是卡特的 10%，未来成长空间广阔。

2024 年 12 月 13 日，三一重工市值约为 1403 亿元（人民币），卡特彼勒市值约为 13379 亿元（人民币），三一重工约为卡特彼勒的 10%。随着业务多元化、国际化程度提升，三一重工成长空间广阔。

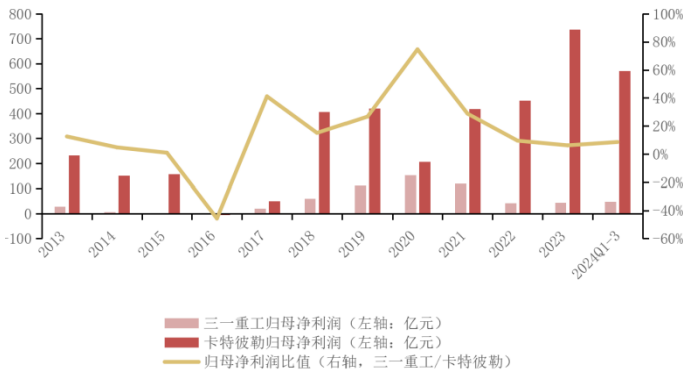
图36: 2024年12月13日,三一重工市值约为卡特彼勒的10%,市值比值处于历史低位



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

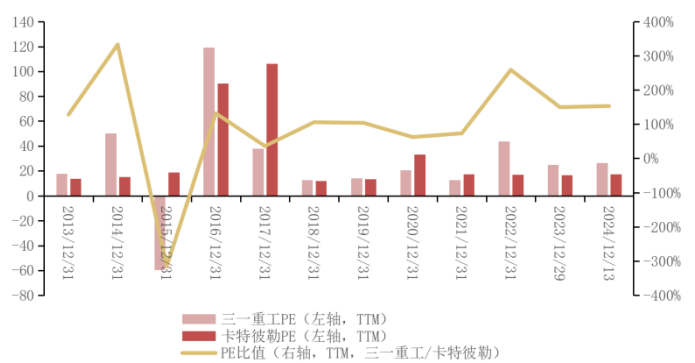
以利润为估值依据,三一重工相对卡特彼勒的市值差距主要源于利润差距。三一重工2023年归母净利润约45.3亿元,为卡特彼勒2023年归母净利润(738.2亿)的6.1%;三一重工2024年前三季度归母净利润约48.7亿元,为卡特彼勒2024年前三季度归母净利润(571.5亿)的8.5%。2024年12月13日,三一重工PE约26.3倍,为卡特彼勒PE(17.2倍)的153%。

图37: 2024Q1-3 三一重工归母净利润约为卡特彼勒的8.5%



资料来源: Wind, Bloomberg, 浙商证券研究所

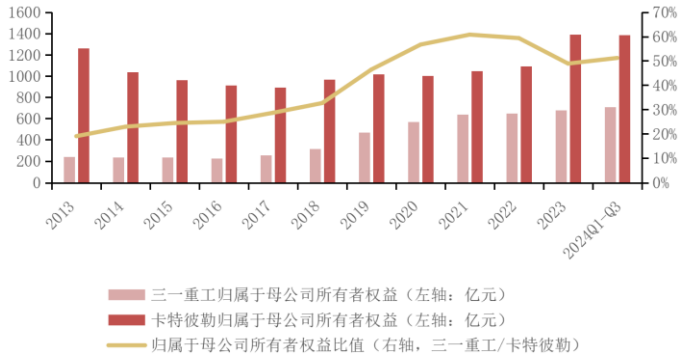
图38: 12月13日,三一重工PE(TTM)约为卡特彼勒的153%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

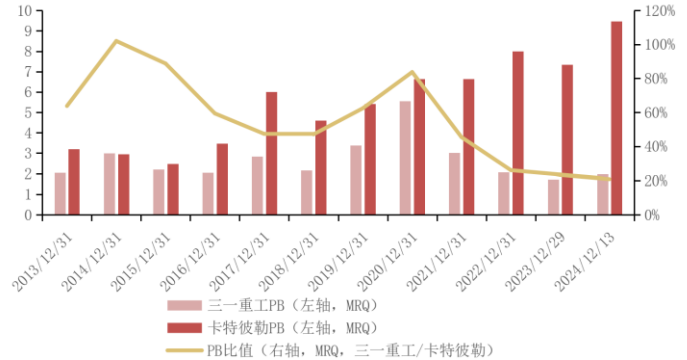
以归属于母公司所有者权益为估值依据,三一重工相对卡特彼勒的配置价值显著提升。三一重工2024年第三季度末归属于母公司所有者权益约709亿元,为卡特彼勒2024年第三季度末归属于母公司所有者权益(1385.5亿)的51.2%。2024年12月13日,三一重工PB约1.98倍,为卡特彼勒PB(9.47倍)的21.0%。根据历史数据,三一重工与卡特彼勒的PB比值处于历史底部水平。

图39: 2024Q1-3 三一重工归母权益约为卡特彼勒的 51.2%



资料来源: Wind, Bloomberg, 浙商证券研究所

图40: 截止 2024 年 12 月 13 日, 三一重工 PB (MRQ) 约为卡特彼勒的 21%

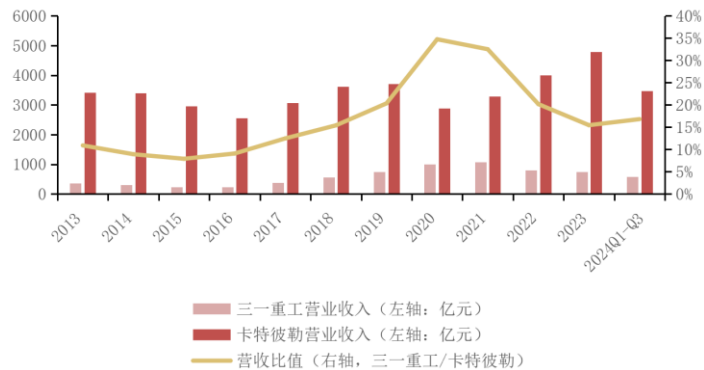


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.2 营收规模: 业务多元化与国际化使卡特营收规模更大

利润差距主要来源于营收规模差距。三一重工 2023 年营收 740.19 亿人民币, 卡特彼勒 2023 年营收 4790.00 亿人民币, 三一重工营收规模仅为卡特彼勒的 15.45%。增速角度看, 三一重工 2013-2023 年营收年均复合增长 7.90%, 卡特彼勒同期年均复合增长 3.81%。凭借较高的增速, 三一重工与卡特彼勒的营收规模差距在逐渐缩小, 两者的营收比值由 2013 年的 10.91% 提升至 2024 年第三季度的 16.81%。下游周期不同步导致营收比值在 2020 年达到近十年内的峰值 34.74% 后有所回落。

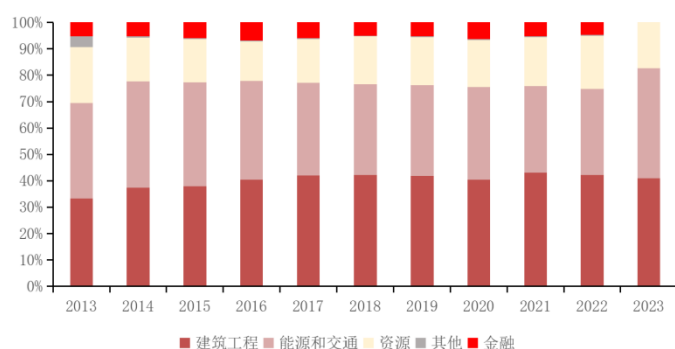
图41: 2024 年第三季度三一重工营收约为卡特彼勒的 16.81%



资料来源: Wind, Bloomberg, 浙商证券研究所

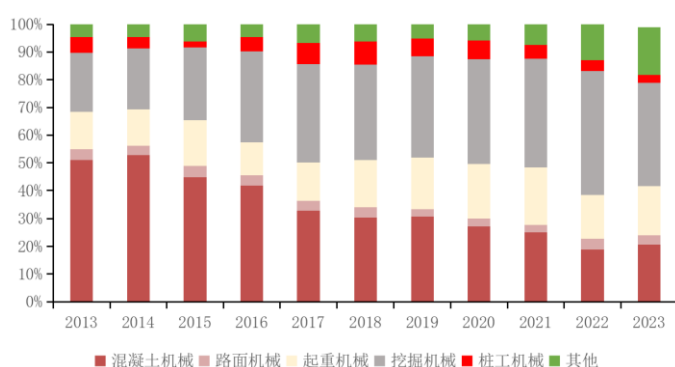
业务多元化差异是造成营收差距的原因之一。卡特彼勒营收主要由建筑工程、能源和交通及资源业务贡献, 三项业务占总营收比例稳定高于 90%。2023 年, 卡特彼勒的营收主要集中在建筑工程和能源交通两大板块, 这两个板块合计占比超过 80%。2013-2023 年, 三项业务各自占比相对稳定, 建筑工程业务占总营收比例由 33.3% 提升至 40.9%, 能源和交通业务比例由 36.2% 降低至 41.8%, 资源业务比例基本稳定在 20% 左右。三一重工营收主要由混凝土机械、路面机械等五类工程机械业务贡献, 2013-2023 年五项业务占总营收比例稳定高于 83%, 其中混凝土机械业务占总营收比例由 2013 年的 50.98% 下降至 2023 年的 20.69%, 挖掘机械由 2013 年的 21.22% 提升至 2023 年的 37.34%。与卡特对比, 三一重工业务集中于工程机械领域, 且工程机械设备覆盖范围相对狭窄。2020 年, 三一重工与卡特彼勒建筑工程部门营收比值达到局部高位近 86%。后受国内周期下行影响, 营收比值一路下滑, 2023 年为近 38%。

图42: 卡特彼勒前三大业务占总营收比例稳定高于90%



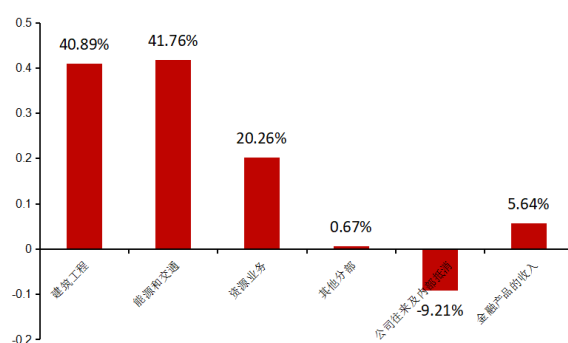
资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

图44: 三一重工五类工程机械业务占总营收比例稳定高于83%



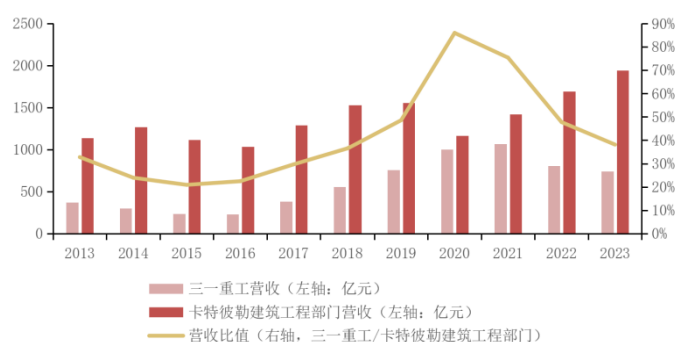
资料来源: 卡特彼勒年报, 浙商证券研究所

图43: 2023年卡特彼勒建筑工程和能源交通营收占比超过80%



资料来源: 卡特彼勒年报, 浙商证券研究所

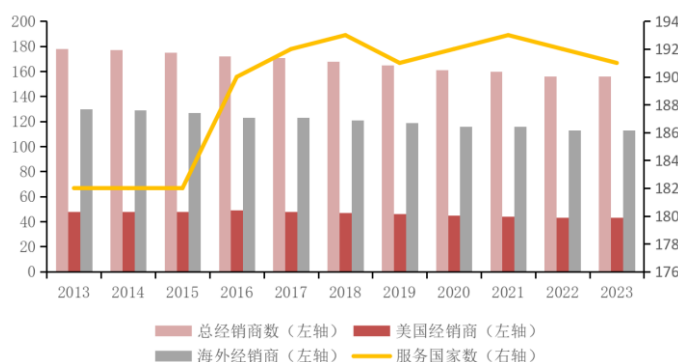
图45: 2023年, 三一与卡特建筑工程部门营收比值为近38%



资料来源: Wind, Bloomberg, 浙商证券研究所

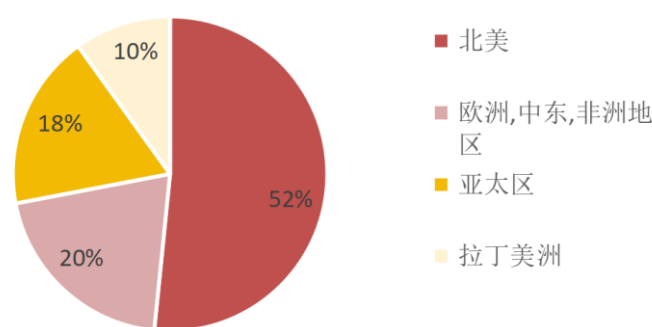
海外市场开拓差异是造成营收差距的另一原因。从经销商建设和销售区域覆盖看，卡特彼勒海外拓展相对充分，2013-2023年公司调整经销商架构，海外经销商数由2013年的130家小幅下降至2023年的113家，产品覆盖范围自2016年小幅提升至190个国家后，已步入成熟阶段，持续稳定在略超190个国家地区的水平。2023年，卡特彼勒在全球拥有156家经销商，产品和服务覆盖192个国家地区，其中建筑工程业务市场主要分为四大区域，北美地区贡献近52%营收，亚太及EAME各贡献约18%营收。三一重工仍处于开拓海外市场阶段，海外收入由2013年的近109亿提升至2023年的近433亿，CAGR达16.6%。2023年，三一重工海外业务实现了稳健增长，其中欧洲区域的增长最为显著，达到37.97%，亚澳、美洲和非洲区域也保持了不同程度的增长。

图46: 卡特彼勒经销商建设及销售区域覆盖已相对稳定



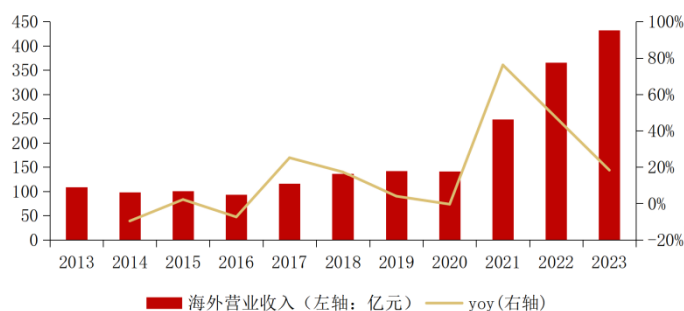
资料来源: 卡特彼勒年报, 浙商证券研究所

图47: 2023年, 卡特彼勒建筑工程业务全球各市场营收占比



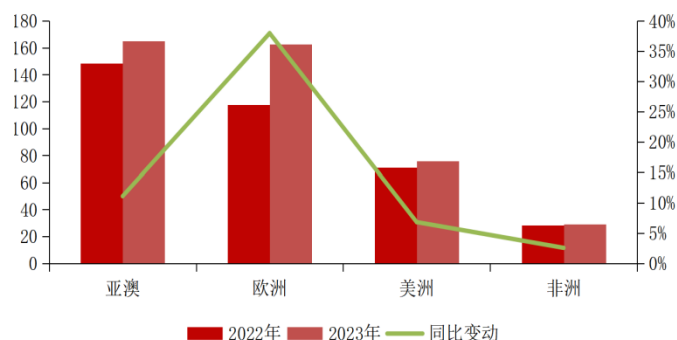
资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

图48：2013-2023年三一重工海外收入 CAGR 达 16.6%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图49：2023年三一重工海外业务中,欧洲区域增长达到 37.97%

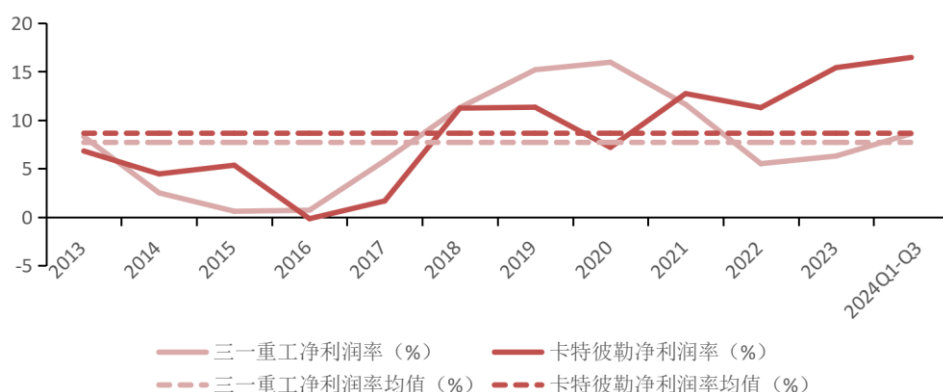


资料来源：三一重工年报，浙商证券研究所

2.3 盈利能力：2023-2024年内需筑底向上，三一重工盈利能力逐渐修复。

近十年净利润率相近，三一重工平均净利润率略低于卡特彼勒。三一重工2023年净利润率约为6.29%，同比上升0.79pct。卡特彼勒2023年净利润率约为15.41%，同比上升4.13pct。回顾2013-2023年，三一重工与卡特彼勒净利润率变化趋势相近，期间三一重工平均净利润率为7.69%，略低于卡特彼勒的8.64%。

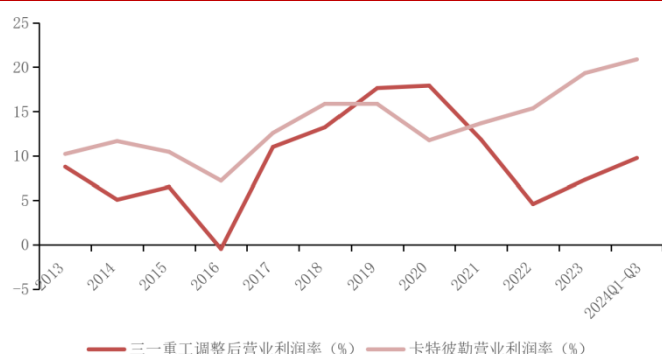
图50：2013-2023年三一重工与卡特彼勒净利润率相近



资料来源：Wind，Bloomberg，浙商证券研究所

三一重工盈利能力相较卡特彼勒仍有追赶空间。2016年，受需求持续萎缩影响，卡特彼勒营业利润率降至局部低位7%。2016年后，需求复苏推动营业利润率触底回升，2022年营业利润率达15.4%。为尽可能避免会计准则差异造成的指标不可比问题，三一重工的调整后营业利润由原营业利润加回财务费用并减去投资收益后得到。受国内市场需求周期影响，三一重工调整后营业利润率于2016年短暂下滑至-0.5%。2016年后，国内市场需求复苏驱动三一重工调整后营业利润率一路上行，2020年达到局部高位18%。2023年，国内市场需求有所好转，三一重工调整后营业利润率上升至7.3%。拆分卡特彼勒业务看，2023年三一重工与卡特彼勒建筑工程营业利润比值为近6%，较2020年高位的近110%大幅下滑，主要系营收规模存在差距及国内周期波动拖累三一营业利润率被卡特拉开差距所致；卡特彼勒金融部门、能源和交通部门营业利润率稳定处于较高水平，对整体营业利润率提供支撑作用。

图51: 三一重工调整后营业利润率较卡特彼勒仍有追赶空间



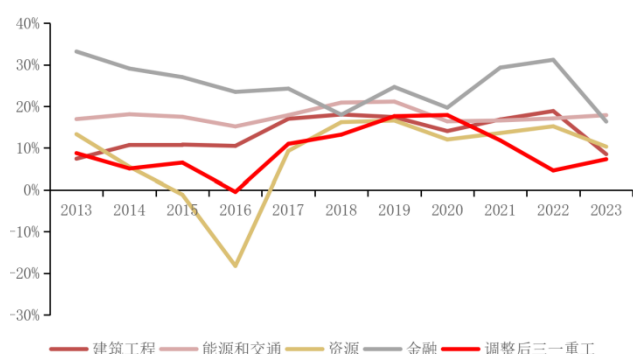
资料来源: Wind, Bloomberg, 浙商证券研究所

图52: 2023年,三一与卡特建筑工程营业利润比值为近6%



资料来源: Wind, Bloomberg, 浙商证券研究所

图53: 2013-2023年,卡特彼勒细分业务营业利润率

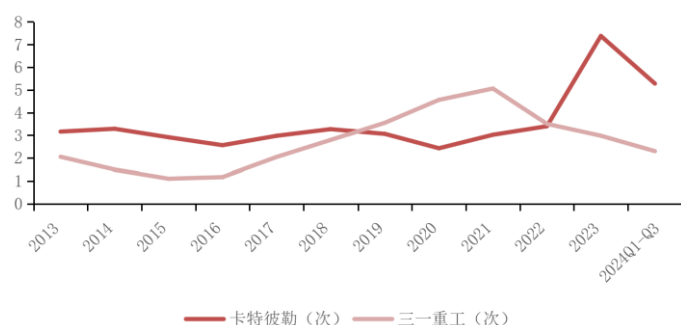


资料来源: Wind, Bloomberg, 浙商证券研究所

2.4 营运能力: 2020-2023年三一重工库存周转率比卡特彼勒更优

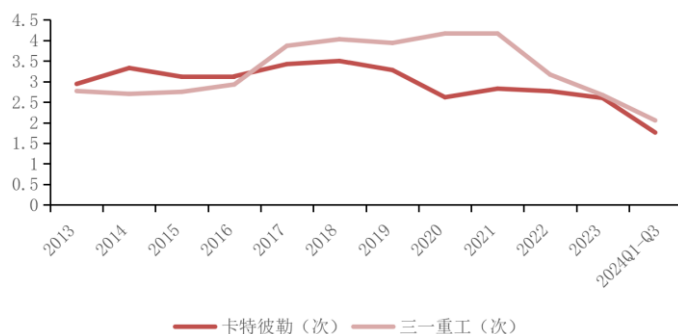
卡特彼勒资金运营效率稳定,三一重工资金运营效率整体提升。应收账款周转率方面,卡特彼勒2023年为7.4次,2013-2023年从2.4上升至7.4次;三一重工2023年为3.0次,2013-2021年间由低点1.1次提升至高点5.1次,近两年有所下滑。库存周转率方面,卡特彼勒2023年为2.6次,2013-2023年在2.6至3.5次间波动;三一重工2023年为2.7次,自2014年由2.7次提升至2017年3.9次后维持在4次左右的水平,2023年水平略有下滑。应付账款周转率方面,卡特彼勒2023年为5.2次,2013-2023年在4.9至6.3次间波动;三一重工2023年为2.0次,2013-2023年间由高点3.9次下降至低点2.0次,整体趋势向下。现金周转周期方面,卡特彼勒2023年为167天,2013-2023年在153至217天间波动;三一重工2023年为79天,自2015年318天一路下降至2021年18天,2023年周期有所延长。现金周转周期变化彰显三一重工高质量发展战略卓有成效。

图54: 2023年,三一、卡特应收账款周转率分别为3.0、7.4次



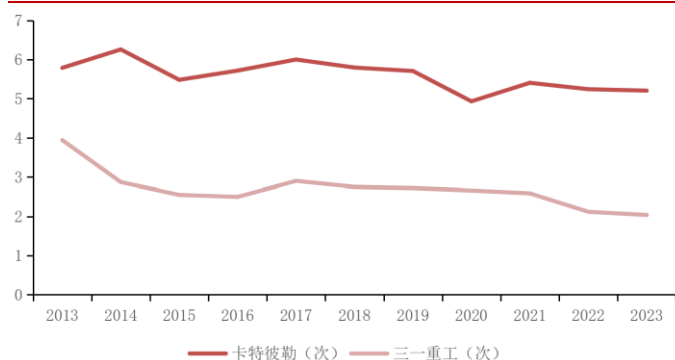
资料来源: Wind, Bloomberg, 浙商证券研究所

图55: 2023年,三一、卡特库存周转率分别为2.7、2.6次



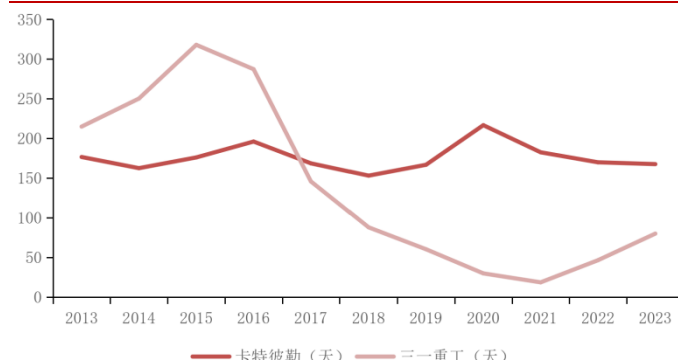
资料来源: Wind, Bloomberg, 浙商证券研究所

图56：2023 年，三一、卡特应付账款周转率分别为 2.0、5.2 次



资料来源：Wind, Bloomberg, 浙商证券研究所

图57：2023 年，三一、卡特现金周转周期分别为 79、167 天



资料来源：Wind, Bloomberg, 浙商证券研究所

2.5 净资产收益率：由于权益乘数影响，卡特 ROE 中枢约为三一的 2.65 倍

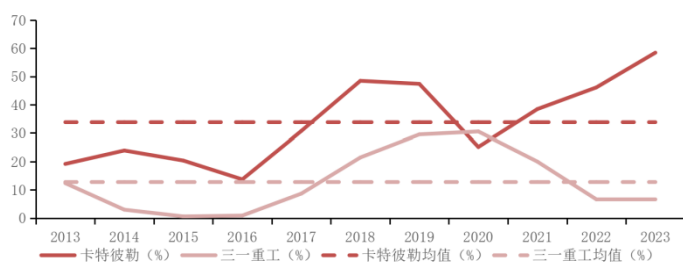
卡特彼勒 ROE 中枢约为三一重工 ROE 中枢的 2.65 倍，权益乘数是解释二者 ROE 差距的稳定因素。2023 年，三一重工、卡特彼勒 ROE 分别为 6.80%、58.45%。2013-2023 年，三一重工及卡特彼勒的 ROE 均表现为波动形态，三一重工波动中枢约为 12.78%，卡特彼勒波动中枢约为 33.82%。以杜邦分析视角拆分 ROE 进行差距分析发现：净利率率方面，除 2014-2016、2022 年受国内市场需求萎靡影响，三一重工显著低于卡特彼勒外，其余时间段净利率率差距并非 ROE 差距的关键影响因素；资产周转率方面，除 2014-2016 年三一重工略低于卡特彼勒外，其余时间二者差距不明显，于国内行业需求景气阶段三一重工表现明显优于卡特彼勒；权益乘数方面，2016-2023 年，卡特彼勒与三一重工的比值稳定高于 2，这说明权益乘数是 ROE 差距的关键驱动因素之一。

表2：2016-2023 年，卡特彼勒与三一重工权益乘数比值稳定高于 2

卡特彼勒	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
ROE (%)	19.20	23.94	20.38	13.71	30.73	48.47	47.39	25.17	38.46	46.13	58.45
净利率率 (%)	6.61	8.15	6.84	4.97	9.07	12.28	12.61	9.02	12.00	12.56	15.41
资产周转率(次)	0.64	0.65	0.58	0.50	0.60	0.70	0.69	0.53	0.63	0.72	0.79
权益乘数	4.53	4.52	5.17	5.48	5.65	5.61	5.48	5.24	5.06	5.09	4.49
三一重工	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
ROE (%)	12.38	2.98	0.60	0.90	8.68	21.47	29.53	30.56	20.01	6.64	6.80
净利率率 (%)	8.29	2.49	0.59	0.70	5.81	11.29	15.19	15.97	11.62	5.50	6.29
资产周转率(次)	0.58	0.48	0.38	0.38	0.64	0.85	0.92	0.92	0.81	0.54	0.48
权益乘数	2.74	2.66	2.67	2.71	2.48	2.32	2.16	2.15	2.20	2.31	2.19
卡特彼勒/三一重工	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
ROE	1.55	8.03	33.97	15.24	3.54	2.26	1.60	0.82	1.92	6.95	8.60
净利率率	0.80	3.27	11.59	7.10	1.56	1.09	0.83	0.56	1.03	2.28	2.45
资产周转率	1.10	1.36	1.52	1.33	0.94	0.83	0.75	0.58	0.78	1.34	1.65
权益乘数	1.66	1.70	1.93	2.02	2.27	2.42	2.53	2.44	2.30	2.20	2.05

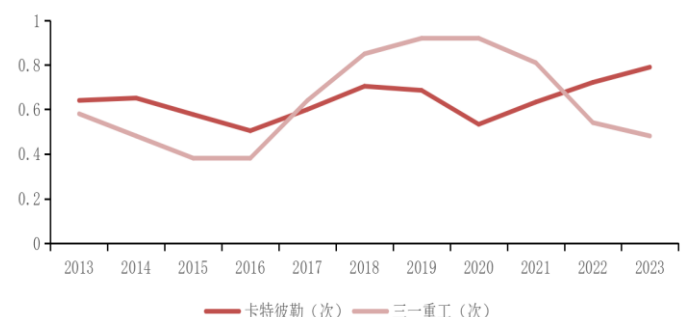
资料来源：Wind, Bloomberg, 浙商证券研究所

图58：2013-2023年，卡特 ROE 波动中枢约为三一的 2.65 倍



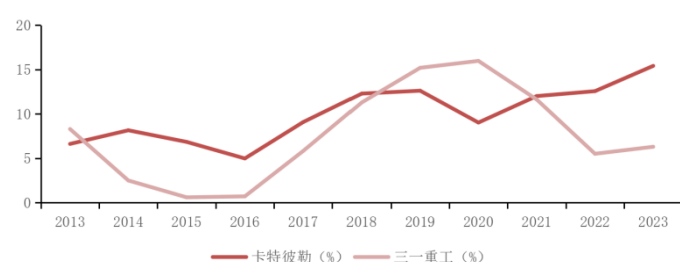
资料来源：Wind, Bloomberg, 浙商证券研究所

图60：2013-2023年，三一、卡特资产周转率整体差距不明显



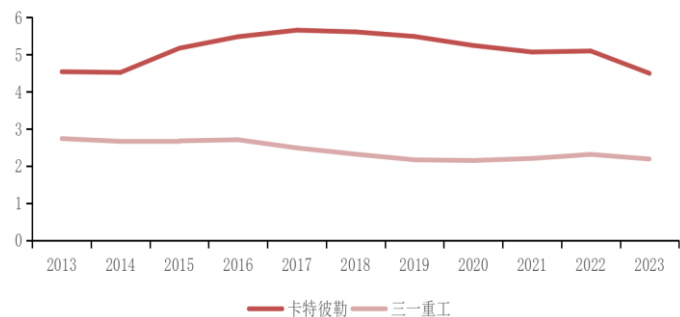
资料来源：Wind, Bloomberg, 浙商证券研究所

图59：除 2014-2016、2022 年外，三一净利润率落后并不明显



资料来源：Wind, Bloomberg, 浙商证券研究所

图61：2016-2023 年，卡特权益乘数稳定高于三一的 2 倍水平



资料来源：Wind, Bloomberg, 浙商证券研究所

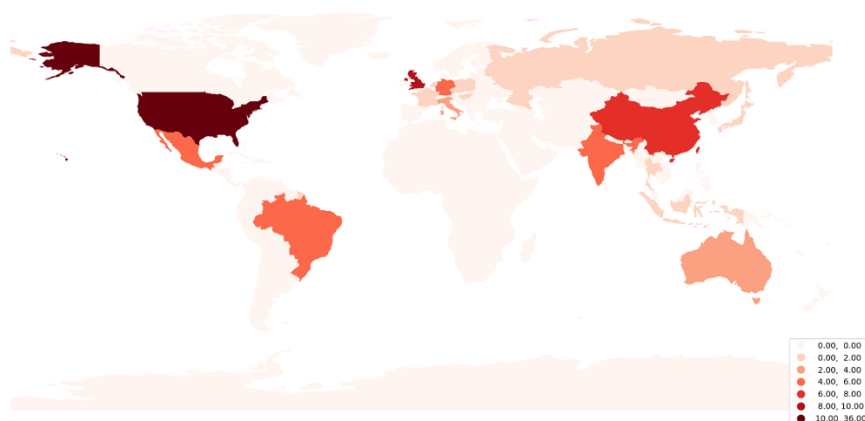
3 卡特于三一重工的启示：全球化、低碳化、数智化助力弯道

3.1 全球化：布局全球，加快国际化步伐，打造专业的经销及售后服务体系

全球化视野令卡特彼勒基业长青。卡特彼勒传承两家前身企业的出口布局，在大萧条期间依靠出口苏联缓冲本土下滑的需求。二战结束后，顺应全球化浪潮，卡特彼勒积极推进产能、渠道及售后服务的全球化布局。1950-1980 年间，卡特彼勒先后进入英国、澳大利亚、加拿大等发达国家，深入参与战后重建。1980 年后，中国、印度等发展中国家快速崛起。为摆脱发达国家日渐疲软的需求、抓住新兴市场，卡特彼勒根据不同市场需求设计针对性开拓方案。以中国为例，卡特彼勒在收购山工机械后就以“SEM”的品牌推出了更符合中国市场偏好的设备产品。顺应全球需求的动态变化，卡特彼勒已完成覆盖近 200 个国家的业务布局。

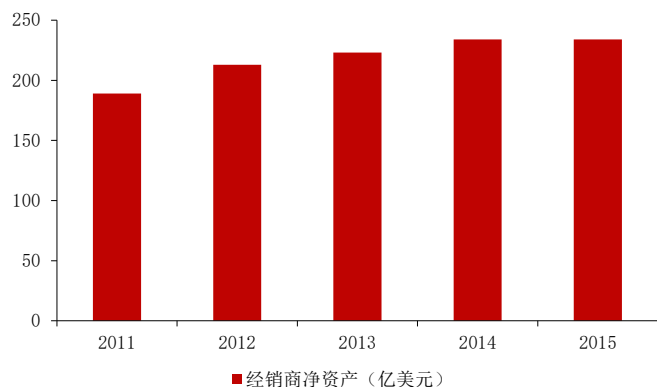
稳固的全球布局源于优质服务背后高效的货物流、稳健的资金流、全面的信息流。除销售前的服务外，工程机械售后的服务对用户至关重要，客户遇到故障时能否得到及时排查和解决能有效提升客户黏性。卡特彼勒经销商除销售设备外，还负责向客户提供零配件等售后服务和设备租赁、融资等金融服务。卡特彼勒建立了全球分布的设备生产线、零部件生产线、再制造中心及零部件分配中心。全球化的产能配套提高了货物在卡特彼勒和经销商间的流转效率，有助于经销商及时响应客户需求。售后服务及金融服务在需求萎靡时向经销商提供稳健的资金流。厚实的资本支持经销商组建团队、储备零部件以支持售后维修服务，并为经销商提供金融服务奠定资金基础。及时的售后服务和易得的金融服务有助于经销商开拓市场。卡特彼勒鼓励经销商向公司及时地反馈市场情况，并通过安排常驻经销商的员工了解客户和经销商的一线情况。经销商有权随时访问卡特彼勒的数据系统，追踪产品货运、客户满意度等重要信息。全面的信息流使卡特彼勒与经销商这一整体具备灵活应对全球市场周期变化的能力。

图62: 2022年卡特彼勒制造工厂全球分布



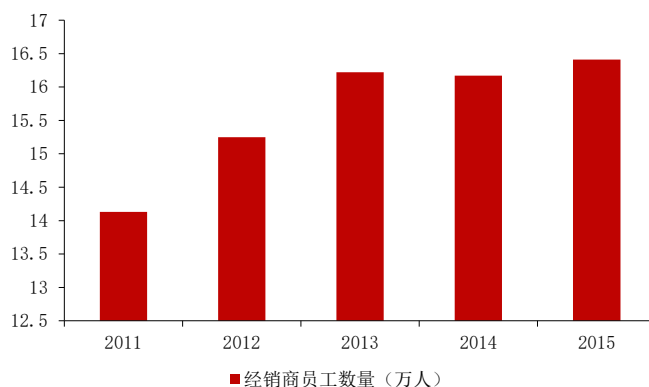
资料来源: 卡特彼勒年报, 浙商证券研究所

图63: 卡特彼勒经销商团队资本实力雄厚



资料来源: 卡特彼勒年报, 浙商证券研究所

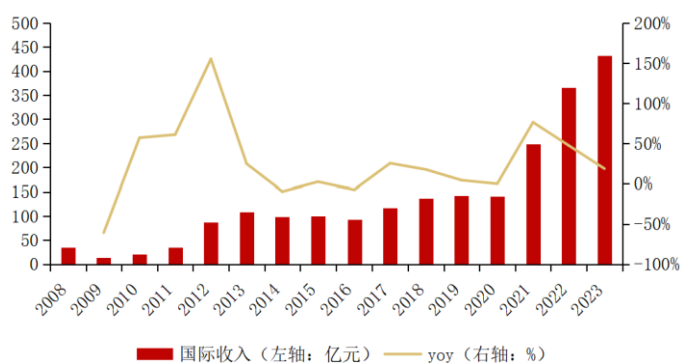
图64: 卡特彼勒经销商团队员工规模庞大



资料来源: 卡特彼勒年报, 浙商证券研究所

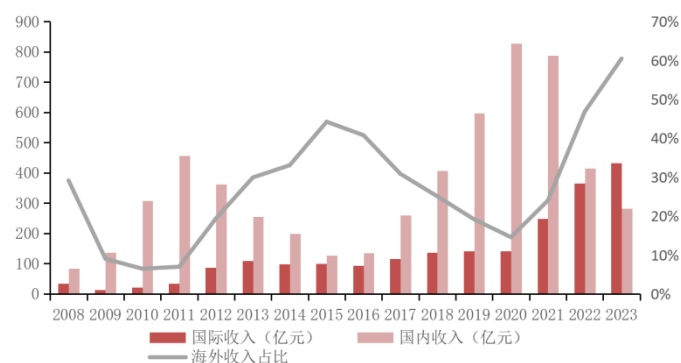
始于 2002 年的国际化发展道路助力三一重工平稳穿越周期。三一重工自 2002 年首次出口 4 台平地机到印度和摩洛哥开始, 大举进军国际市场。从早期的建立销售子公司, 到中期的海外直接投资建厂、设立研发中心, 再到后期的海外并购、发展战略合作伙伴等一系列措施, 三一重工逐步深化国际化战略, 国际市场收入从 2008 年的 34.6 亿提升至 2023 年的 432.6 亿。2012 年后, 国际市场收入维持在 100 亿以上的水平, 对三一重工穿越上一轮国内需求周期形成支撑。2020 年后, 国际市场收入增速提升, 大幅缓冲国内需求下滑对营收的冲击。国际市场推进速度提升有望帮助三一重工更平滑地穿越当下周期。

图65：2008-2023年，三一重工国际收入提升至432.6亿元



资料来源：Wind，浙商证券研究所

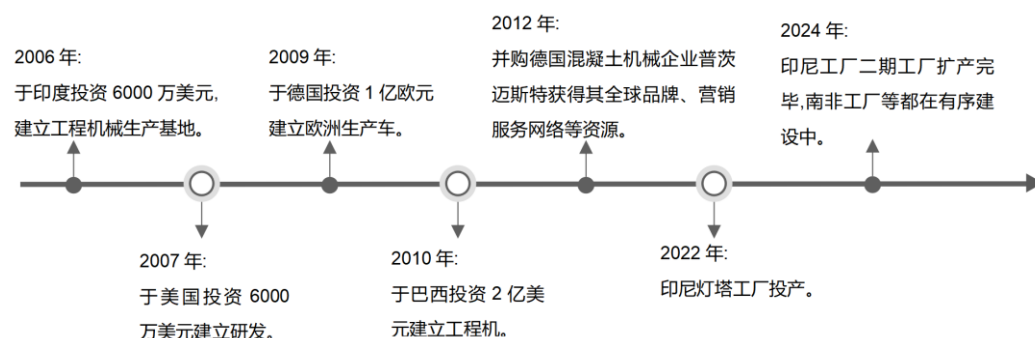
图66：三一重工国际收入平滑国内市场周期对总营收影响



资料来源：Wind，浙商证券研究所

三一重工依靠布局海外产能、搭建数字信息平台、制定服务标准的方式解决海外服务难题。为提供及时的设备销售、维护服务，三一重工积极布局海外产能。自2006年于印度投资建设首家海外生产基地起，三一重工已陆续完成5处海外产能布局，最新2024年上半年，公司印尼工厂二期工厂扩产完毕，南非工厂等都在有序建设中。除配套产能以保障海外业务拓展外，三一重工重视数字信息平台的搭建，2007年搭建ECC（企业控制中心）平台并逐步完善，目前可实现设备工况实时监控、远程排故。服务标准方面，三一重工率先提出“123”服务价值承诺、“110”服务速度承诺和“111”服务资源承诺，将服务做到无以复加的地步。公司提供24小时7天全年全球客户门户系统订购零部件及售后服务，快速有效地将备用零部件运至客户。

图67：三一重工海外产能拓展历史



资料来源：三一重工年报，浙商证券研究所

3.2 低碳化：抓住电动化趋势与机遇，把握弯道超车的历史机会

技术路线切换为行业后来者打破既有稳固格局创造机会。20世纪初期，通过结合已有的履带经验及汽油发动机的优势，卡特彼勒前身推出的汽油履带拖拉机在众多应用场景脱颖而出，抢占传统蒸汽拖拉机市场。20世纪80年代，小松凭借成熟的液压技术、较高的产品性价比向卡特彼勒市场发起冲击，迅速成长。

“双碳”目标下环保要求趋严驱动工程机械电动化发展，行业再度面临技术切换。美国EPA于1994年提出非道路移动机械排放标准的第一部法规Tier1，目前已迭代至Tier4版本。欧盟于1997年推出首部限排法规，目前已迭代至第五阶段。为响应2030年、2060年的碳达峰、碳中和目标，中国中央及地方政府推出一系列限排政策，如2020年生态环境部推出《非道路移动机械污染防治技术政策》，鼓励新能源技术在非道路移动机械上的应用。受各国环保要求趋严及执行速度提升影响，工程机械电动化转型迫在眉睫。卡特彼勒、小松等行业巨头均已开始电动化布局。以卡特彼勒为例，公司2018年后接连推出

R1300 装载机、300.9D 等纯电产品，并通过投资 LithosEnergy 电池公司强化电动产品开发能力。

表3: 中央层面与电动非道路机械的相关政策与规定

政策	日期	提出方	具体内容
“2030 碳达峰、2060 碳中和”	2020 年 12 月	习近平主席	我国在 2030 年要实现生产总值单位二氧化碳的排放比 2005 年的单位排放下降 65%，非化石能源的占比将提升到 25%左右
《中国移动源环境管理年报（2020）》	2020 年 8 月	生态环境部	工程机械在非道路移动源排放占比约为 60%~70%， “十四五”时期单位国内生产总值能耗和二氧化碳排放分别降低 13.5%、18%
《推动公共领域车辆电动化行动计划》	2020 年 9 月	工信部	鼓励有条件的地区或城市对新能源重卡研发或运营予以支持；拟通过中央基建投资补助等方式， 支持包括重卡在内的特色领域新能源汽车应用
《非道路移动机械污染防治技术政策》	2020 年 12 月	生态环境部	鼓励混合动力、纯电动、燃料电池等新能源技术在非道路移动机械上的应用 ，优先发展中小非道路移动机械动力装置的新能源化
《非道路柴油移动机械污染物排放控制技术要求》	2020 年 12 月	生态环境部	自 2022 年 12 月 1 日起，所有生产、进口和销售的 560kW 以下（含 560kW）非道路移动机械及其装用的柴油机应符合“国四”排放标准

资料来源：经济日报，工信部，生态环境部，浙商证券研究所

三一重工重视电动化趋势，组织架构调整、研发团队扩大及业务布局彰显转型决心。集团层面于 2020 年底成立了一一电动科技有限公司，主要负责新能源的自卸车和搅拌车研发，技术路线涵盖氢燃料、换电和纯电；各事业部同时进行各自产品的电动化研发，如三一重机主要负责挖掘机和装载机的电动化研发，泵送事业部主要负责混凝土搅拌车、自卸车等产品的电动化。公司研发团队规模迅速扩大，雄厚的研发力量支撑公司针对电池、电控、电驱、电子电气、控制算法和热管理等领域的布局。

产品积累及市场反馈凸显三一重工电动化行业领先地位。三一重工全面推进工程机械主机产品电动化，产品推新速度逐年提升，2023 年上半年上市超 40 款电动化产品，其中包含全电控旋挖产品、纯电伸缩臂履带起重机等全球首创，整体研发领先同行，在当前可商业化落地的电动化工程设备领域居于行业领先地位。公司电动化产品市场反馈积极，电动搅拌车、电动自卸车、电动起重机销售市占率均居行业首位。**借助本土完善的新能源产业链，三一重工有望在全球市场弯道超车。**

图68：三一重工新能源产品体系丰富

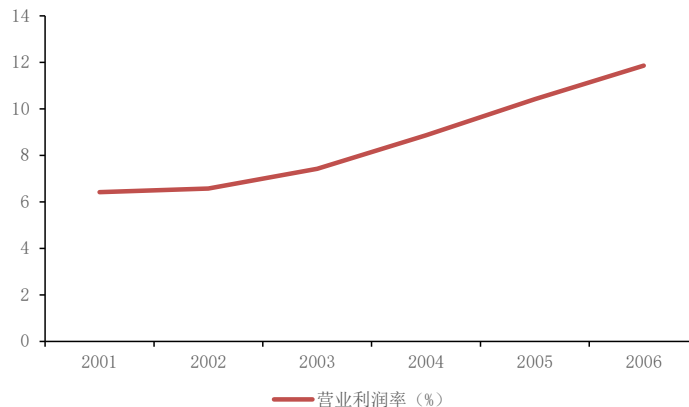


资料来源：公司官网，浙商证券研究所

3.3 数智化：以数智化为基础，精细管理，强化穿越周期能力

精细生产管理助力卡特彼勒穿越多轮周期。为走出 20 世纪 80 年代困境、提升产品长期竞争力，卡特彼勒推行“未来工厂”的现代化改造计划，主要措施包括零库存管理系统、工厂自动化、装配线机床设备电算化和网络化、柔性制造系统。1992 年，现代化改造计划实现 20% 的投资回报。面临 21 世纪初的业绩瓶颈，卡特彼勒逆势推行“6sigma”计划，提高生产精细化水平。2001 年后节节攀升的营业利润率部分反映精细生产成果。

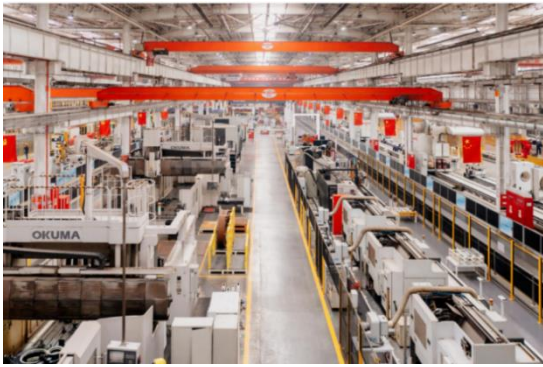
图69：2000 年推行精益生产后，卡特彼勒营业利润率由 2001 年的 6.4% 提升至 2006 年的 11.9%



资料来源：Bloomberg，浙商证券研究所

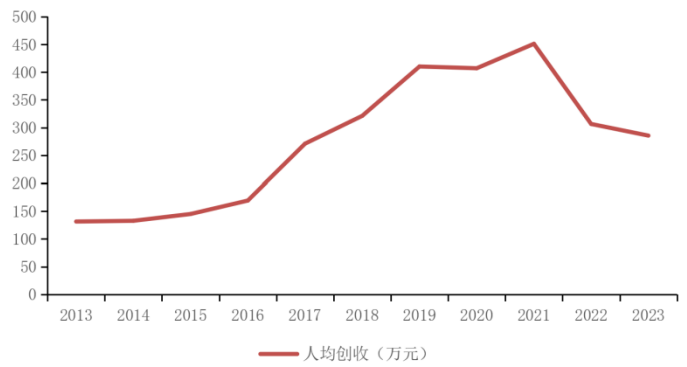
三一重工数智化转型锻造核心竞争力。三一重工积极推进数智化转型，研发管理方面，推进 PLM 系统应用，提升快速设计、快速验证能力；智能制造方面，截止 2022 年底，公司累计推进 31 家灯塔工厂建设，已实现 25 家灯塔工厂建成达产，其中长沙 18 号工厂利用柔性自动化生产等技术，实现产能扩大 123%、生产率提高 98%、单位制造成本降低 29%。数智化转型大幅提升人效，人均创收由 2013 年的 131 万提升至 2023 年的 285 万。

图70: 三一重工灯塔工厂内部



资料来源: 湖南日报, 浙商证券研究所

图71: 2013年后三一重工人均创收整体提升, 2023年略有下滑

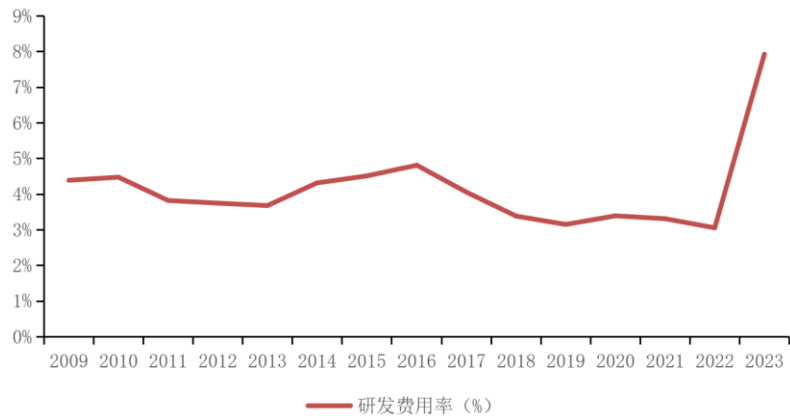


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

3.4 保持研发投入的定力, 积极推进多元化发展

传承百年的研发基因推动卡特彼勒筑起多元业务帝国。大萧条期间, 卡特彼勒逆势自主研发生产柴油发动机, 配套既有产品推出柴油拖拉机, 为后续发展发动机技术积累宝贵经验。20世纪50-80年代, 卡特彼勒在工程机械主机和发动机两端发力, 拓展主机产品线的同时推出适用于多设备平台的发动机。卡特彼勒庞大的主机设备销量为发动机的研发应用提供场景, 多平台适用的发动机降低主机设备生产成本并拓展能力边界。21世纪初, 卡特彼勒先进的发动机技术使公司在卡车领域居于领先地位。时至当下, 卡特彼勒已通过内部研发和外部收购的方式将业务进一步拓展至工业燃气轮机和柴电机车等领域。2009-2022年, 卡特彼勒研发费用率稳定高于3%, 2023年研发费用率显著提升。研发推动的卡特彼勒业务拓展史说明企业注重研发才能保持产品的竞争力, 并减小单一行业周期影响, 不断打破营收天花板。

图72: 2023年, 卡特彼勒研发费用率显著提升

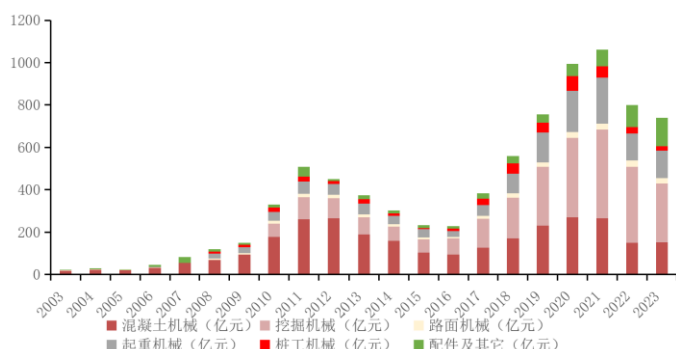


资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

多元发展业务、研发构筑壁垒的思路同样被三一重工坚定践行。1994年三一重工创立, 主攻混凝土机械。2000年, 三一重工混凝土机械国内份额第一。2006年后, 三一重工在混凝土泵车和路面机械的基础上, 陆续注入集团工程机械资产, 逐渐形成覆盖混凝土机械、路面机械、挖掘机械、桩工机械、起重机械、工业车辆等领域工程机械全产业布局。多元化业务发展下, 2003-2023年, 三一重工混凝土机械在实现11%的年均复合增速基础上, 占总营收比例自2003年的84%下降至2022年的27%, 多元化战略卓有成效。三一重工注重研发投入, 2013-2023年研发支出占营收比例基本高于5%。公司积极扩充研发团队, 技术人员占总职工比例由2013年的15%提升至2022年的28%。充足的研发投入保

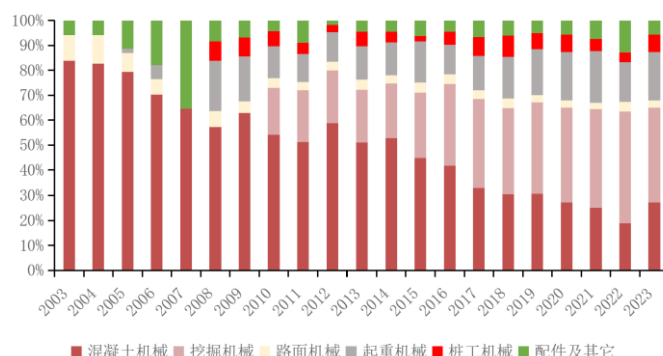
障了产品的竞争优势，2023 年三一重工挖掘机械国内市场上连续 13 年蝉联销量冠军，混凝土机械稳居全球第一品牌，起重机械、路面机械等市占率亦快速提升。

图73： 2003-2023 年，三一重工总营收按业务板块拆分



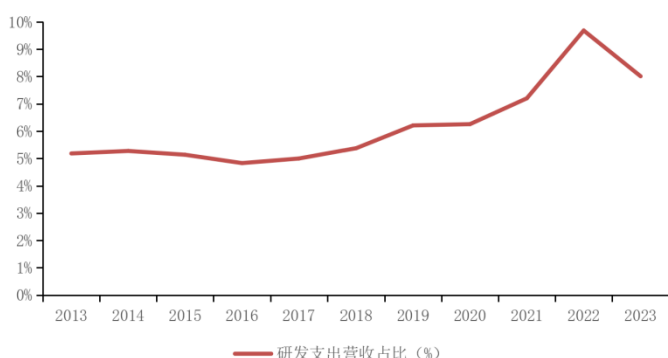
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图74： 2003-2023 年，三一重工挖机业务占比显著提升



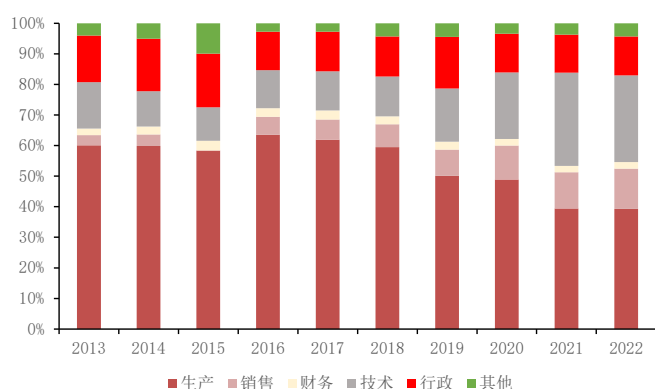
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图75： 2013 年后，三一研发支出占比基本高于 5%且稳步提升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图76： 2013-2022 年，三一重工研发人员占比总体呈提升趋势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

4 投资建议：行业筑底复苏带动估值修复，看好龙头成长空间

全球工程机械龙头卡特彼勒市值超万亿人民币。行业筑底复苏叠加估值修复，看好国内工程机械龙头成长空间。

短期来看，国内按挖掘机第 8-9 年为更新高峰期测算，预计 2024 年有望开启新一轮更新周期。随着房地产、基建政策持续利好，开工率有望上行，国内需求逐步改善。长期来看，工程机械龙头持续深化海外布局，三一重工 2020-2022 年挖掘机海外市占率分别约为 4%、6%、8%。配合逐渐完善的海外布局及电动化转型趋势，我国厂商海外市场空间发展潜力巨大，市占率有望进一步提升。因此，根据以上分析可推断，更新、内需、出口三重因素有望共振带动行业筑底复苏。此外，2025 年 1 月 3 日，三一重工 PB（MRQ）为 1.86，约为卡特彼勒（9.05）的 20.6%。三一重工 PB 指标的绝对水平及与卡特彼勒的比值代表的相对水平均处于历史低位，作为中国工程机械龙头，相比国内其他友商可带来估值溢价，未来随着行业逐步筑底向上，业绩估值有望双提升。预计 2024-2026 年归母净利润为 62 亿、80 亿、98 亿元，同比增长 36%、30%、22%，对应 PE 为 21、16、13 倍。维持买入评级。

表4: 同类公司估值表

	归母净利润 (亿元)				PE				当前市值(亿元)
	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
三一重工*	45.3	61.7	80.2	98.0	29.1	21.3	16.4	13.4	1,315
卡特彼勒	732.0	777.2	853.5	921.8	18.0	17.0	15.5	14.3	13,204
徐工机械	53.3	63.8	80.3	102.0	16.5	13.8	11.0	8.6	880
中联重科	35.1	40.8	53.0	66.1	17.2	14.8	11.4	9.1	604
恒立液压	25.0	26.3	31.0	37.0	27.2	25.9	21.9	18.3	680
浙江鼎力	18.7	21.2	25.6	30.3	17.6	15.5	12.8	10.8	329
柳工	8.7	15.4	20.7	26.7	26.5	15.0	11.1	8.6	230
山推股份	7.7	9.8	12.5	15.1	19.0	14.9	11.6	9.6	146
杭叉集团	17.2	20.3	22.6	25.6	14.2	12.0	10.8	9.5	244
安徽合力	12.8	14.6	16.9	19.5	11.9	10.4	9.0	7.8	152
中铁工业	17.4	18.3	19.6	21.1	9.7	9.2	8.6	8.0	169
艾迪精密	2.8	3.5	4.2	5.2	48.0	38.4	31.6	25.9	134
华铁应急	8.0	7.6	9.3	11.5	12.9	13.6	11.1	9.0	103
估值平均值					20.1	16.7	13.7	11.4	

资料来源: WIND, 浙商证券研究所, 截止 2025 年 1 月 7 日收盘价, *代表浙商研究所预测, 其余基于 WIND 一致预期

5 风险提示

1、电动化进程低于预期

工程机械的电动化目前正处于起步阶段。主要主机厂的产品目前仍处于研发、使用阶段, 存在一定的不确定性; 电动化产业链目前的配套能力仍处于开发阶段, 一旦市场需求大规模爆发, 产业链的供应能力在短期内或不足; 需求端大多数电动化的工程机械在经济性上还有提升空间, 短期内仍需要政策助力; 以上因素均有可能导致工程机械的电动化低于预期。

2、国际局势不利于出口

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一定程度的不确定性。

3、国内需求不及预期

工程机械行业与基础设施建设和建筑业投资等密切相关, 宏观政策和地产、基建投资增速的变化, 将对公司下游客户需求造成影响, 进而影响公司产品销售。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	97633	110506	124829	143195
现金	18072	39789	49252	60432
交易性金融资产	10849	10849	10849	10849
应收账款	24471	19627	21981	25436
其它应收款	3011	2527	3237	3834
预付账款	752	765	952	1054
存货	19768	15734	17797	20694
其他	20712	21215	20760	20896
非流动资产	53569	52268	52286	50985
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	2401	2324	2321	2349
固定资产	23453	22794	22021	21151
无形资产	4832	5034	5183	5301
在建工程	1364	1331	1065	852
其他	21519	20784	21696	21331
资产总计	151202	162774	177115	194180
流动负债	54415	59737	65123	71377
短期借款	4116	4811	4489	4472
应付款项	22693	26411	29874	34737
预收账款	0	0	0	0
其他	27607	28514	30760	32169
非流动负债	27614	27381	28181	29025
长期借款	23556	24056	24556	25356
其他	4059	3325	3625	3670
负债合计	82029	87118	93304	100403
少数股东权益	1133	1240	1380	1550
归属母公司股东权益	68040	74416	82432	92227
负债和股东权益	151202	162774	177115	194180

现金流量表

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	13363	21816	11022	11926
净利润	4606	6279	8155	9965
折旧摊销	2901	1854	1910	1967
财务费用	(463)	933	671	581
投资损失	177	(284)	(54)	(169)
营运资金变动	(11508)	9695	1784	1539
其它	17649	3341	(1445)	(1957)
投资活动现金流	(11250)	(943)	(983)	(878)
资本支出	(1213)	(805)	(506)	(505)
长期投资	(149)	70	3	(25)
其他	(9887)	(208)	(480)	(348)
筹资活动现金流	(2452)	844	(576)	132
短期借款	(424)	696	(322)	(17)
长期借款	1931	500	500	800
其他	(3959)	(352)	(754)	(651)
现金净增加额	(339)	21718	9463	11179

利润表

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	74019	78650	89784	105658
营业成本	52935	56193	63561	73908
营业税金及附加	424	354	404	475
营业费用	6218	6607	7183	8664
管理费用	2651	2517	2694	3381
研发费用	5865	5545	6285	7607
财务费用	(463)	933	671	581
资产减值损失	1258	393	449	528
公允价值变动损益	21	(115)	(47)	(81)
投资净收益	(177)	284	54	169
其他经营收益	759	995	900	928
营业利润	5343	7272	9444	11530
营业外收支	(26)	(25)	(31)	(28)
利润总额	5317	7247	9413	11502
所得税	710	968	1258	1537
净利润	4606	6279	8155	9965
少数股东损益	79	107	139	170
归属母公司净利润	4527	6171	8016	9795
EBITDA	9566	10427	12456	14477
EPS (最新摊薄)	0.53	0.73	0.95	1.16

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	-8.44%	6.26%	14.16%	17.68%
营业利润	12.06%	36.12%	29.87%	22.08%
归属母公司净利润	5.53%	36.31%	29.89%	22.19%
获利能力				
毛利率	28.48%	28.55%	29.21%	30.05%
净利率	6.22%	7.98%	9.08%	9.43%
ROE	6.70%	8.52%	10.05%	11.03%
ROIC	5.88%	7.02%	8.02%	8.70%
偿债能力				
资产负债率	54.25%	53.52%	52.68%	51.71%
净负债比率	35.95%	35.58%	33.29%	31.69%
流动比率	1.79	1.85	1.92	2.01
速动比率	1.43	1.59	1.64	1.72
营运能力				
总资产周转率	0.48	0.50	0.53	0.57
应收账款周转率	3.01	3.59	4.26	4.32
应付账款周转率	2.84	3.43	3.93	3.98
每股指标(元)				
每股收益	0.53	0.73	0.95	1.16
每股经营现金	1.58	2.57	1.30	1.41
每股净资产	8.02	8.78	9.73	10.88
估值比率				
P/E	29.05	21.31	16.41	13.43
P/B	1.94	1.77	1.60	1.43
EV/EBITDA	12.46	10.89	8.38	6.50

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>