

柳工 (000528.SZ)

买入 (维持评级)

公司深度研究

证券研究报告

以改革促发展，新柳工扬帆起航

投资逻辑：

以改革促发展，利润释放亮眼。(1) 股权、产品之变：“混改”后，公司吸收合并柳工有限实现整体上市，优化股权同时注入预应力、工程机械零部件、农机等弱周期品种。(2) 激励之变：公司 23 年开启第二轮股权激励，激励股数 5854 万股，行权价格为 6.9 元/股，并对 ROE、利润做出要求。公司改革经营管理、提质增效，24H1 制造成本、采购成本降幅达 3.4%、4.3%，推动 24H1 公司净利率提升至 6.3%，相对 22 年提升 4.1pct。

工程机械内外需有望共振向上。(1) 国内：24 年全年挖机内销达 10.05 万台，同比+11.7%，挖机内销恢复正增长。我们测算，25-27 年挖掘机更新需求为 14.3、19.5、24.9 万台，更新需求和小挖需求增长有望继续支撑挖机内销增长，其余后周期品种有望跟随挖掘机陆续企稳回暖。(2) 海外：成熟市场受大选抑制的需求有望陆续释放，欧洲率先开启降息需求有望逐步回暖；新兴市场，东南亚需求开始拐点向上，拉美受经济刺激政策拉动，有望维持增长，看好 25 年国内、海外需求共振向上。

挖掘机尽显 α，“三化”注入增长引擎。挖掘机：公司推进挖掘机零部件模块化、标准化，以及持续的渠道生态打造，在大、中、小挖均跑赢行业，23、24 年挖掘机市占率持续提升。全球化：24H1 公司海外收入达 77.1 亿元，同比+18.8%，收入和毛利占比分别提升至 48.0%、59.7%，公司海外布局进入收获期。23 年公司全球市占率仅 1.6%，成长空间仍较大，在海外需求边际向好背景下，看好公司海外保持高增长，预计 24-26 年公司海外收入为 130.3/148.5/169.7 亿元，同比+17.0%/14.0%/14.3%。电动化：电动装载机 5 年生命周期相对传统能源产品具有较高性价比，24H1 公司电装销量同比+159%，市占率保持行业领先地位，有望受益于装载机电动化进程。多元化：公司积极布局矿山机械、农机、高机等成长板块，24H1 矿山机械收入同比+71%、24H1 高机国内销量优于行业 27%，海外销量同比+138%，新兴业务有望为公司注入增长引擎。

盈利预测、估值和评级

我们预计 24-26 年公司营收为 301.35/350.27/407.86 亿元、归母净利润为 13.71/21.41/28.82 亿元，对应 PE 为 16/10/8 倍。给予公司 25 年 14 倍 PE，对应目标价 14.85 元，维持“买入”评级。

风险提示

挖掘机国内需求不及预期；海外市场竞争环境恶劣风险；原材料上涨风险；汇率波动风险。

机械组

分析师：满在朋 (执业 S1130522030002)

manzaipeng@gjzq.com.cn

分析师：倪赵义 (执业 S1130524120001)

nizhaoyi@gjzq.com.cn

联系人：刘民喆

liuminzhe@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：11.04 元

目标价 (人民币)：14.85 元

相关报告：

1.《柳工公司点评：24 年利润高增，受益内需周期上行》，2025.2.4

2.《柳工公司点评：25 年经营计划再彰显业绩高增决心》，2024.12.28

3.《柳工公司点评：土方机械持续复苏，带动盈利能力提升》，2024.10.23



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	26,480	27,519	30,135	35,027	40,786
营业收入增长率	-7.74%	3.93%	9.51%	16.23%	16.44%
归母净利润(百万元)	599	868	1,371	2,141	2,882
归母净利润增长率	-39.79%	44.80%	58.04%	56.13%	34.60%
摊薄每股收益(元)	0.307	0.445	0.679	1.060	1.427
每股经营性现金流净额	0.49	0.83	1.06	1.63	2.07
ROE(归属母公司)(摊薄)	3.81%	5.25%	7.97%	11.45%	14.11%
P/E	19.18	15.15	16.25	10.41	7.73
P/B	0.73	0.80	1.29	1.19	1.09

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

1. 工程机械老牌劲旅，以改革促发展	5
1.1 以改革促发展，协同效应提升、周期性弱化	5
1.1.1 股权之变：引入战投、员工持股平台，配套“三能一机制”改革	5
1.1.2 产品结构之变：降低土方机械收入占比，平滑周期波动	5
1.1.3 考核之变：股权激励考核 ROE、利润	6
1.1.4 可转债加码智慧工厂	7
1.2 改革效果显现，利润释放亮眼	7
2. 工程机械内外需有望共振向上	9
2.1 国内：挖机进入常态化增长，更新周期有望支撑需求持续复苏	9
2.1.1 小挖带动下，挖机内销进入常态化增长	9
2.1.2 更新周期有望对行业需求形成支撑	10
2.2 海外：海外需求有望回暖，看好工程机械出口持续扩张	11
2.2.1 景气度：欧美需求有望企稳，东南亚、拉美等地区景气度向上	11
2.2.2 工程机械出口具备韧性，看好海外需求回暖下出口继续增长	14
3. 挖掘机尽显 α，“三化”注入增长引擎	16
3.1 挖掘机市占率持续提升，有望直接受益内需增长	16
3.2 全球化：海外需求边际向好&市占率仍较低，看好公司海外高增长	17
3.3 电动化：装载机电动化蔚然成风，龙头强势领跑	19
3.3.1 需求、供给同频，电动装载机渗透率扩张	19
3.3.2 公司电动装载机市占率第一，强势领跑电动化趋势	22
3.4 多元化：矿机、农机、高机有望持续注入增长活力	23
4. 盈利预测与投资建议	26
4.1 盈利预测	26
4.2 投资建议	27
5. 风险提示	27

图表目录

图表 1： 混改&吸收合并前后公司股权结构对比	5
图表 2： 柳工集团实施“三能一机制”的市场化改革，激发市场化经营活力	5
图表 3： 拓展预应力、农机、矿机等业务	6
图表 4： 公司收入结构更加多元化	6
图表 5： 24H1 预应力机械毛利率提升至 25.4%	6
图表 6： 2023 年的股权激励考核 ROE，激励规模更大	6



图表 7: 可转债加码智慧工厂、研发能力	7
图表 8: 24Q1-Q3 公司营收同比+8.2%	7
图表 9: 吸收合并后公司营收增速表现出 α	7
图表 10: 24Q1-Q3 公司净利率提升至 5.9%	8
图表 11: 海外业务占比提升拉动整体毛利率上行	8
图表 12: 24Q1-Q3 公司归母净利润同比+59.8%	8
图表 13: 24Q1-Q3 公司归母净利润逐季度增速接近 60%	8
图表 14: 公司管理费用率处于可比公司低位	8
图表 15: 公司销售费用率仍有压降空间	8
图表 16: 24 年挖机内销实现正增长	9
图表 17: 24 年 M8-M12 小松开工小时数连续同比转正	9
图表 18: 小挖主要应用领域为农村、绿化、水利等	9
图表 19: 24 年小挖内销增速更高	10
图表 20: 24 年水利基建投资上行	10
图表 21: 小挖内销占比仍有提升空间	10
图表 22: 24H1 欧洲、北美地区小挖销量占比超 80%	10
图表 23: 更新需求有望支撑国内挖掘机中长期需求	11
图表 24: 老旧设备有望加速出清	11
图表 25: 海外工程机械需求连续下滑两年	11
图表 26: 24 年海外工程机械需求仍处下行期	11
图表 27: 欧洲地区工程机械需求已经波动下行 2 年	12
图表 28: 北美地区工程机械需求已下行近 1 年	12
图表 29: 欧美市场有望陆续开始筑底企稳	12
图表 30: 24 年东南亚工程机械需求开始触底回暖	13
图表 31: 24 年下半年东南亚工程机械需求加速增长	13
图表 32: 24 年下半年印尼地区工程机械需求加速增长	13
图表 33: 24 年巴西建筑和土方机械进入增长区间	14
图表 34: 预计 24 年巴西工程机械销量同比+8.8%	14
图表 35: 巴西工程机械闲置率降至 11%	14
图表 36: 巴西“加速增长计划”有望拉动工程机械需求	14
图表 37: 2023、24 年工程机械出口具备韧性	15
图表 38: 中国工程机械在美国市占率仍较低	15
图表 39: 中国工程机械品牌在欧洲仍有较大提升空间	15
图表 40: 中国工程机械在南美已经站稳脚跟	16
图表 41: 中国工程机械在亚洲地区竞争力强	16



图表 42:	22 年 1-9 月公司小微挖销量占比近 65%	16
图表 43:	23、24Q1 公司挖机销量增速明显优于行业	16
图表 44:	2023 年公司国内挖掘机市占率提升至 11%	17
图表 45:	24Q1 公司挖掘机（行业）市占率达 12.4%	17
图表 46:	小挖销量增长，但并未压制毛利率增长	17
图表 47:	公司层层递进推动全球化建设	17
图表 48:	高毛利的海外业务占比提升，成为公司利润释放的核心因素	18
图表 49:	公司全球市占率仍较低	18
图表 50:	海外需求边际向好，公司有望继续乘势扩张海外市场	19
图表 51:	2023-24 年部分新能源工程机械政策梳理	19
图表 52:	5 年生命周期下电动装载机成本更优	20
图表 53:	电池、电芯价格长周期下行	21
图表 54:	25 年 1 月电池级碳酸锂价格降至 7.7 万元/吨	21
图表 55:	晋工电动装载机在钢厂推广	21
图表 56:	装载机下游为基建、采矿、水利等	21
图表 57:	公司电动装载机性能对标或超越同吨位燃油装载机	21
图表 58:	2024 年电动装载机销量保持高增长	22
图表 59:	24 年电动装载机渗透率提升至 10%以上	22
图表 60:	经历长时间积淀，公司电装进入放量期	22
图表 61:	24 年 1-6 月行业电动装载机销售以 5 吨产品为主	22
图表 62:	公司覆盖 2-7 吨电动装载机	23
图表 63:	2023 年国内电动装载机市场份额集中	23
图表 64:	工程机械厂商拓展矿山机械具备一定技术积累	23
图表 65:	公司矿山机械主要覆盖矿用挖掘机、矿用装载机、矿卡等露天采矿设备	24
图表 66:	24H1 公司矿用宽体车国内、海外销量高增	24
图表 67:	公司在大型矿山客户持续取得突破	24
图表 68:	公司农机覆盖甘蔗收获机、拖拉机以及其他农机具	25
图表 69:	2023 年广西甘蔗产量占全国 69.1%	25
图表 70:	2024 年大中型拖拉机产量占比达 71.1%	25
图表 71:	公司具备大型拖拉机生产能力	25
图表 72:	高空作业平台租+售平台双轮驱动	26
图表 73:	22、23 年公司高机增速维持 100%以上	26
图表 74:	盈利预测	27
图表 75:	可比公司估值	27



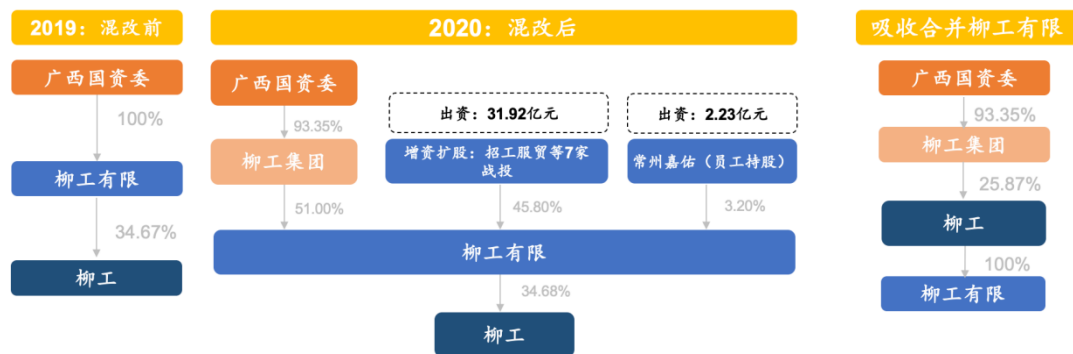
1. 工程机械老牌劲旅，以改革促发展

1.1 以改革促发展，协同效应提升、周期性弱化

1.1.1 股权之变：引入战投、员工持股平台，配套“三能一机制”改革

混改+吸收合并，健全治理机制、加强员工与公司利益绑定。2020 年柳工有限混改，引入战投、员工持股平台，2021 年柳工发行股份吸收合并柳工有限，优化上市公司股权结构，实现向平台型公司转型。

图表1：混改&吸收合并前后公司股权结构对比



来源：公司公告，iFinD，国金证券研究所

“三能一机制”改革配套混改，激发管理层和员工活力。在混改&吸收合并后，公司针对经理层、员工、薪酬、考评机制进行改革：1) 任期制契约化，推动干部能上能下：公司推动经理层人员任期制、契约化管理，并完善选拔、考核等机制，优化管理层进出通道；2) 畅通员工通道，坚持人员能进能出：精简总部职能部门、分层盘点人才，持续优化中层管理人员结构；3) 薪酬差异化与激励多元化，坚持收入能增能减：公司对高管薪酬采用“基本薪酬+绩效薪酬+任期激励+股权激励”，研发及营销人员注重市场化激励，并在子公司实施超额利润分享计划；4) 绩效管理变革，深化绩效考评机制：注重理顺考核机制，并加强绩效的刚性兑现。

图表2：柳工集团实施“三能一机制”的市场化改革，激发市场化经营活力



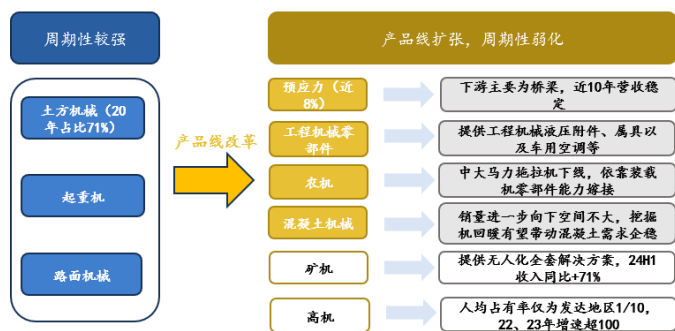
来源：国资委，混改风云公众号，国金证券研究所

1.1.2 产品结构之变：降低土方机械收入占比，平滑周期波动

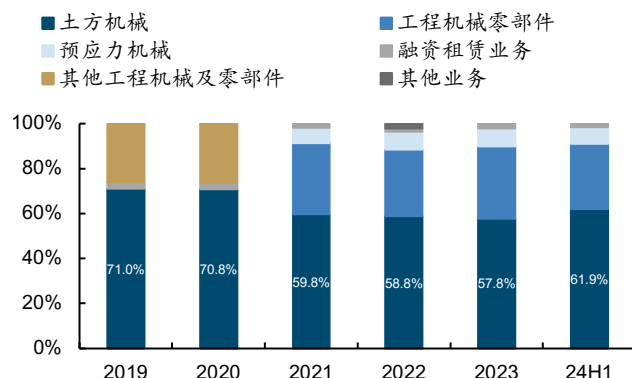
注入预应力、农机业务，内延拓展高机、矿山机械，平滑周期波动。2020 年公司土方机械收入占比达近 71%，其他业务还包括起重机等，整体收入周期性较强。2021 年完成柳工有限资产交割后，注入了预应力、农机等业务，同时内部拓展矿机、高机等成长板块，21 年公司土方机械收入占比降至 59.8%，相对 20 年降低 11pct，收入周期性有望得以弱化。



图表3：拓展预应力、农机、矿机等业务



图表4：公司收入结构更加多元化

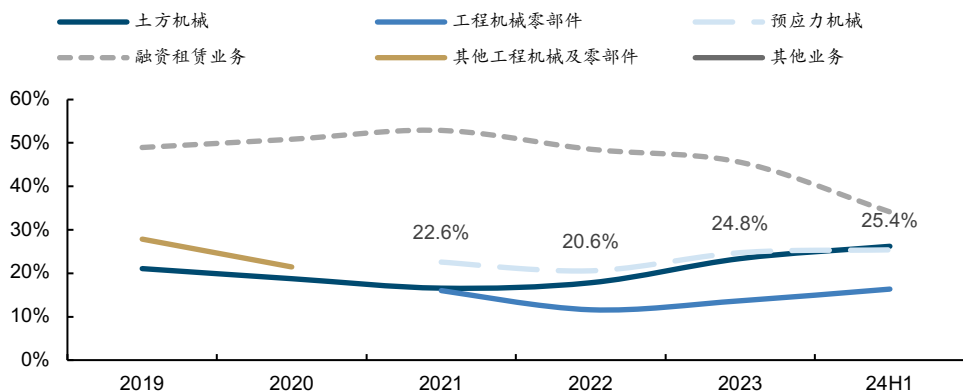


来源：公司公告，iFind，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所

协同效应开始显现。公司吸收合并柳工有限后，加入了预应力、工程机械零部件（中源机械），公司不仅消除了零部件制约，并能够依靠上市公司资源与被并入业务形成协同效应。24H1 预应力机械、工程机械零部件毛利率提升至 25.4%、16.4%，相对 21 年提升 2.8pct、0.3pct。

图表5：24H1 预应力机械毛利率提升至 25.4%



来源：iFind，国金证券研究所

1.1.3 考核之变：股权激励考核 ROE、利润

2023 年的股权激励注重 ROE、利润考核，并且激励规模更大。2023 年公司发布股权激励，激励股数 5854 万股，占当时总股本的 3%，行权价格为 6.9 元/股。该股权激励要求 24-26 年归母净利润收益率不低于 6.0%/6.5%/7.0%、利润增速不低于 20%/35%/50%（以 22 年为基数）。

图表6：2023 年的股权激励考核 ROE，激励规模更大

年份	激励对象	激励规模	归属期	业绩考核目标		解除限售比例
2018.12	董事、高级管理人员、技术专家等 1656 人	1396.51 万股，3.37 元/股，占总股本 0.96%	第一个（2019）	每股收益 ≥ 0.61 元/股	扣非净利润增长率 $\geq 200.84\%$ （以 2017 为基数）	40%
			第二个（2020）	每股收益 ≥ 0.67 元/股	扣非净利润增长率 $\geq 230.85\%$ （以 2017 为基数）	30%
			第三个（2021）	每股收益 ≥ 0.74 元/股	扣非净利润增长率 $\geq 263.89\%$ （以 2017 为基数）	30%
2023.6	董事、高级管理人员、技术专家等 974 人	5854 万股；6.9 元/股；占总股本 3%	第一个（2024）	归母净利润收益率 $\geq 6.0\%$	利润总额 $\geq 20\%$ （以 2022 为基数）	40%
			第二个（2025）	归母净利润收益率 $\geq 6.5\%$	利润总额 $\geq 35\%$ （以 2022 为基数）	30%
			第三个（2026）	归母净利润收益率 $\geq 7.0\%$	利润总额 $\geq 50\%$ （以 2022 为基数）	30%

来源：公司公告，国金证券研究所



1.1.4 可转债加码智慧工厂

公司在行业下行周期，前瞻布局产能。根据公司可转债募集说明书数据，2023 年 3 月公司发布可转债募投 30 亿元，转股价为 7.87 元/股，分别扩充挖掘机、装载机、液压件产能 1.8 万台、3 万台、15 万个/年。

图表7：可转债加码智慧工厂、研发能力

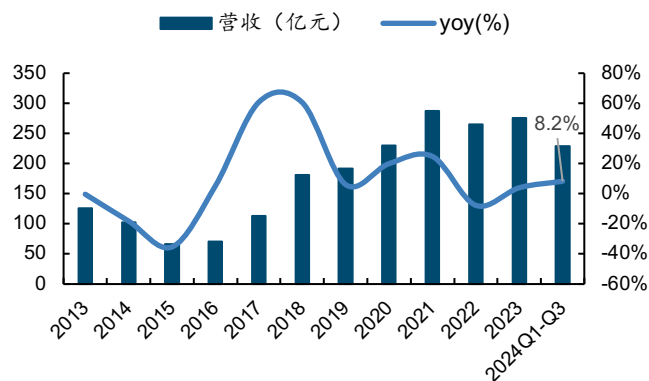
	项目名称	项目投资金额（万元）	募投金额（万元）	产能规划/简介
1	柳工挖掘机智慧工厂项目	163794	140000	集中打造挖掘机智慧工厂，建成后产能挖掘机 1.8 万台/年
2	柳工装载机智能化改造项目	130000	70000	产能规划装载机 3 万台/年
3	中源液压业务新工厂规划建设项目	47200	24000	产能规划工程机械液压附件 15 万个/年
4	工程机械前沿技术研发与应用项目	24433	20000	提升研发能力
5	补充流动资金	46000	46000	补充流动资金

来源：公司公告，国金证券研究所

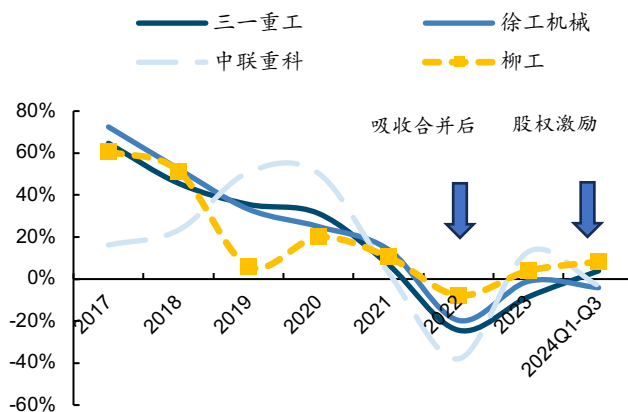
1.2 改革效果显现，利润释放亮眼

内外求索，公司营收增速在下行期表现优于行业。公司持续推进改革，对内培育矿山机械、农机、高机等新兴业务，推动升级客户结构、优化渠道效率；向外因地制宜进行海外区域及产品结构调整，内外求索推动 22-24Q1-Q3 公司营收增速优于行业。

图表8：24Q1-Q3 公司营收同比+8.2%



图表9：吸收合并后公司营收增速表现出α



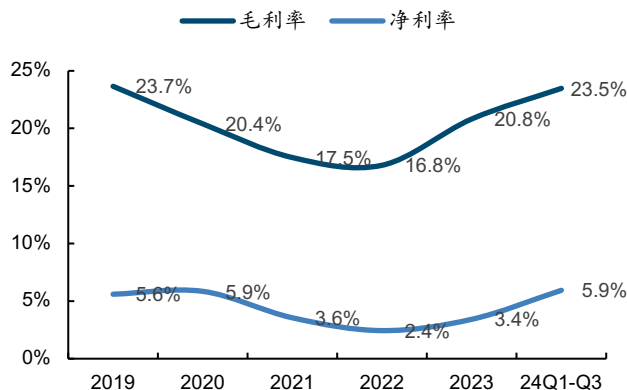
来源：iFinD，国金证券研究所

来源：iFinD，国金证券研究所

国企改革效果显现，盈利能力持续上行。1) 全价值链降本控费：公司采取零部件标准化和模块化等措施降本，24H1 制造成本降幅 3.4%，采购成本降幅 4.3%；2) 产品结构优化：加速电动化产品突破，推动中大型产品销售；3) 市场结构优化：高毛利的海外业务占比提升，拉动整体盈利能力上行；4) 客户结构优化：公司持续推动客户结构优化，大客户占比提升，24H1 公司大客户占比提升 6%。多因素作用，公司盈利能力持续优化，24Q1-Q3 净利率提升至 5.9%，相对 22 年提升 3.5pct。

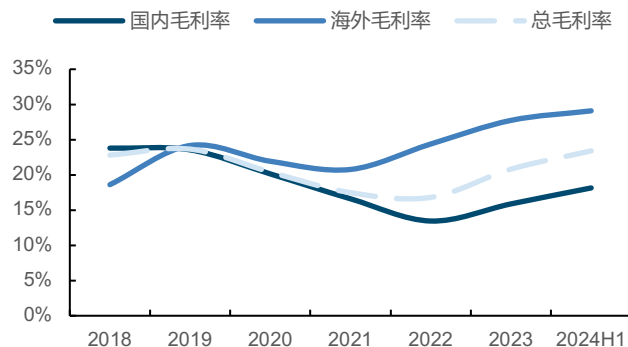


图表10：24Q1-Q3 公司净利率提升至 5.9%



来源：iFind，国金证券研究所

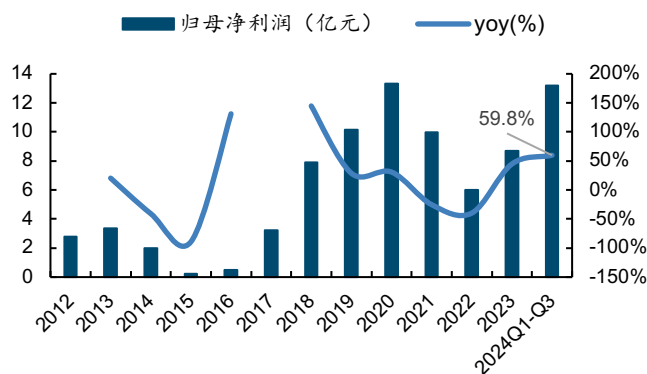
图表11：海外业务占比提升拉动整体毛利率上行



来源：iFind，国金证券研究所

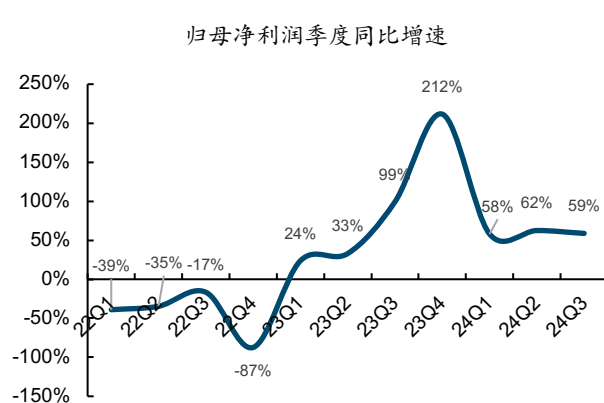
营收增长、盈利能力提升，推动利润加速释放。如上文所述，公司施行国企改革一系列措施，包括优化渠道、强抓降本、加大海外拓展等，24Q1-Q3 实现营收、盈利能力双增，共同推动利润加速释放，24Q1-Q3 公司归母净利润达 13.2 亿元，同比+59.8%。

图表12：24Q1-Q3 公司归母净利润同比+59.8%



来源：iFind，国金证券研究所

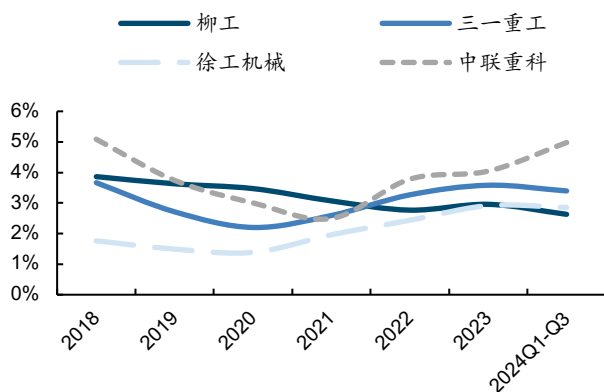
图表13：24Q1-Q3 公司归母净利润逐季度增速接近 60%



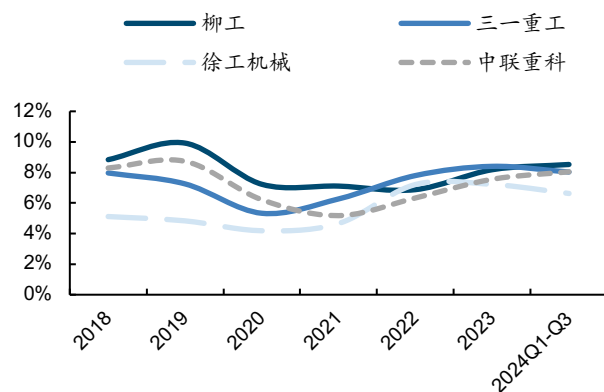
来源：iFind，国金证券研究所

公司管理费用率处于可比公司低位，销售费用率仍有压降空间。22-24Q1-Q3 公司管理费用率维持 3%及以下，处于可比公司低位水平。24Q1-Q3 公司销售费用率为 8.5%，高于可比公司，预计随着国企改革推进，销售费用率压降有望进一步拉动净利率上行。

图表14：公司管理费用率处于可比公司低位



图表15：公司销售费用率仍有压降空间





来源：iFinD，国金证券研究所

来源：iFinD，国金证券研究所

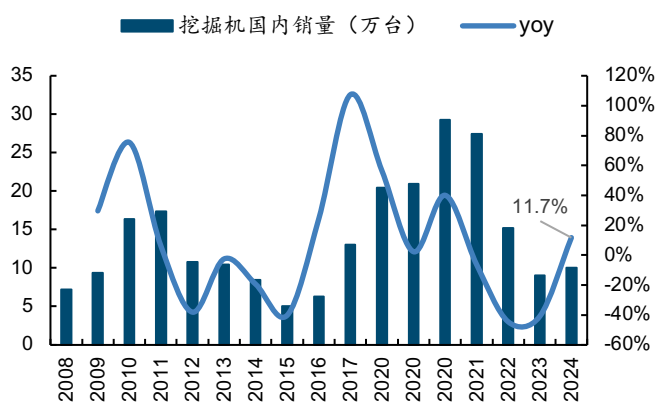
2. 工程机械内外需有望共振向上

2.1 国内：挖机进入常态化增长，更新周期有望支撑需求持续复苏

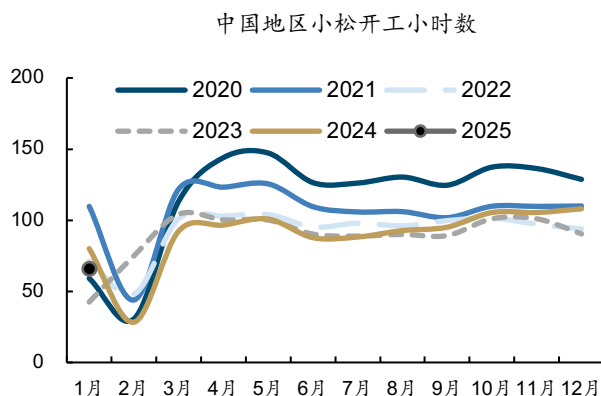
2.1.1 小挖带动下，挖机内销进入常态化增长

挖掘机内销进入常态化增长，开工景气度提升。国内挖机销量从24年3月开始出现拐点，24年全年挖机内销实现10.05万台，同比+11.7%。25年1月挖机内销5405台，同比-0.3%，在春节假期影响一周左右的情况下，销量同比基本持平，挖机内销景气度仍较高。并且24年M8-M12中国地区小松开工小时数连续5个月同比转正，并且在1月受春节假期影响下，25年1月小松开工小时数达66.2小时，表现优于同受春节假期影响的23年1月和24年2月，开工景气度有所回暖，挖掘机内销进入常态化增长。

图表16：24年挖机内销实现正增长



图表17：24年M8-M12小松开工小时数连续同比转正



来源：中国工程机械工业协会，国金证券研究所

来源：小松公告，iFinD，国金证券研究所

小挖下游主要应用领域为农村、绿化、水利。根据华经产业研究院，大挖（30吨以上）下游应用领域为大型基建、土石方开挖、矿山、地产等；中挖（20-30吨）下游应用领域为地产、道路建设、城市基建等；小挖应用领域较为广泛，包括农田、园林绿化、农村建设、水利，机器替人的逻辑较强。

图表18：小挖主要应用领域为农村、绿化、水利等

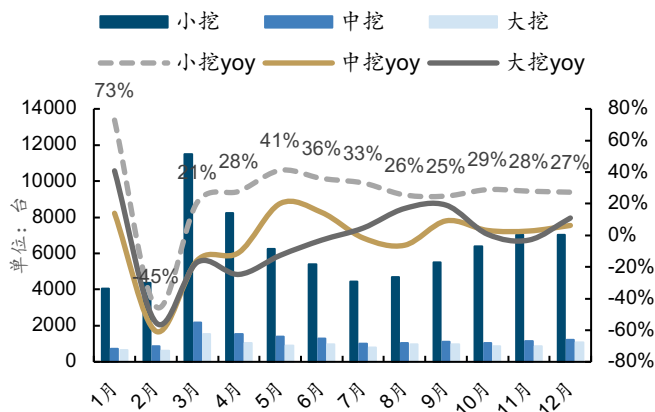


来源：华经产业研究院，国金证券研究所

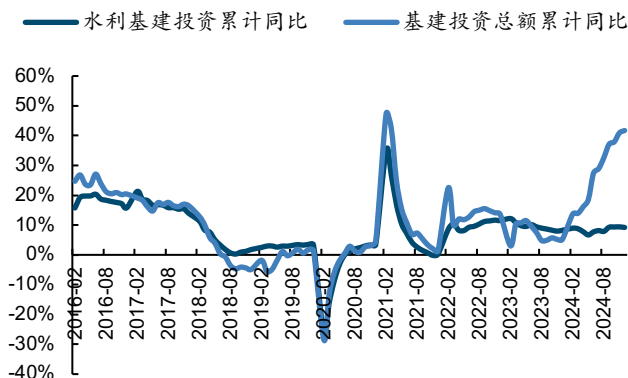
水利工程等非房地产需求及机器替人需求支撑，或是小挖内销增长的长逻辑。24年小、中、大挖内销增速分别为20.6%、-8.1%、-7.7%。24年挖机内销增长得益于小挖增长，而小挖增长又主要是小挖下游水利、土地整改以及机器替人需求带动。



图表19：24 年小挖内销增速更高



图表20：24 年水利基建投资上行

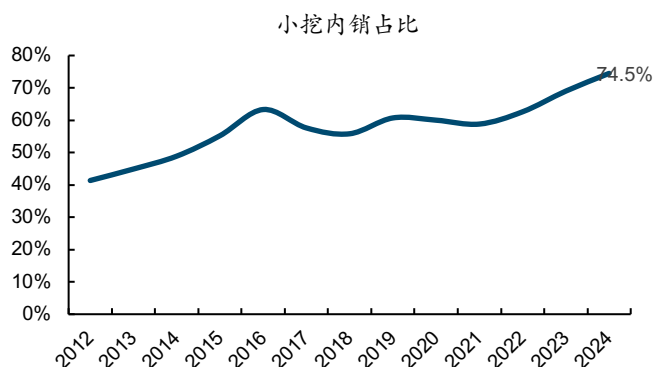


来源：中国工程机械工业协会，iFinD，国金证券研究所

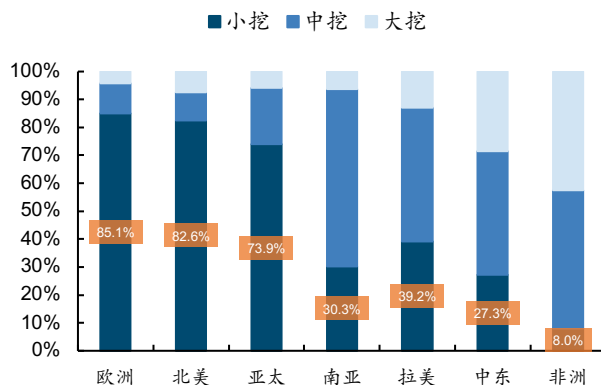
来源：国家统计局，iFinD，国金证券研究所

24H1 欧洲、北美小挖销量占比达 85.1%、82.6%，国内小挖占比仍有提升空间。根据慧聪工程机械网数据，欧洲、北美为发达地区，基建、房地产等需求较为平稳，小挖主要需求来自机器替人，24H1 小挖销量占比分别为 85.1%、82.6%。24 年国内小挖销量占比为 74.5%，并且国内已经经历了房地产、大型基建占据挖机主要需求的时期，正向欧美发达地区的需求特性靠近，中远期来看，国内小挖销量占比仍有提升空间。

图表21：小挖内销占比仍有提升空间



图表22：24H1 欧洲、北美地区小挖销量占比超 80%



来源：慧聪工程机械，中国工程机械工业协会，iFinD，国金证券研究所

来源：慧聪工程机械，国金证券研究所

2.1.2 更新周期有望对行业需求形成支撑

更新周期：根据挖掘机更新周期为 8 年左右测算，25、26、27 年国内挖掘机更新需求为 14.3、19.5、24.9 万台。核心假设：

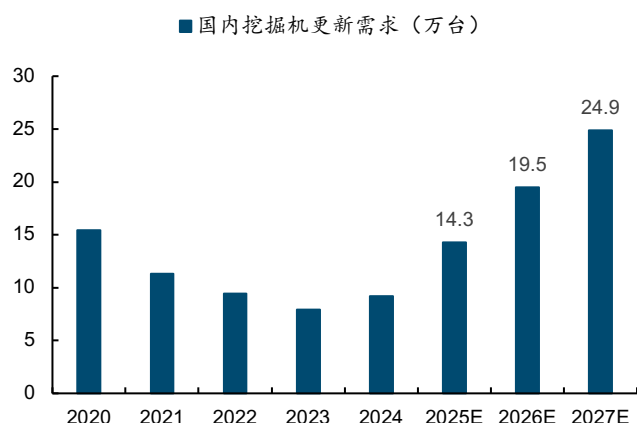
(1) 更新周期：挖掘机更新周期为 8 年左右，假设 T+7、T+8、T+9 更新比例为 30%、30%、40%；

(2) 历史销量：考虑到国内 2020 年及之前进口挖掘机数量均保持 1 万台/年以上，纳入计算更新周期的挖机存量=工程机械行业挖掘机内销+挖掘机进口，在不考虑设备淘汰的情况下进行计算。

设备更新政策推进，有望加速老旧设备出清，带动更新需求向新机订单传导。今年住房城乡建设部印发《推进建筑和市政基础设施设备更新工作实施方案》，提到重点任务之一是建筑施工设备更新，按照《施工现场机械设备检查技术规范》(JGJ160)等要求，更新淘汰使用超过 10 年以上高污染、能耗高、老化磨损严重、技术落后的建筑施工工程机械设备，包括挖掘机、装载机、混凝土搅拌车、升降机、推土机等设备(车辆)。



图表23：更新需求有望支撑国内挖掘机中长期需求



来源：中国工程机械工业协会，国金证券研究所

图表24：老旧设备有望加速出清

保有量(万台)	挖掘机	装载机	叉车	压路机
国二及以下	38.8	36.2	75.7	3.4
国三及以上	157.3	59.5	491.3	10.9
总计	196.1	95.7	567.0	14.3
国二及以下保有量占比	19.8%	37.8%	13.4%	23.8%
国三及以上保有量占比	80.2%	62.2%	86.7%	76.2%

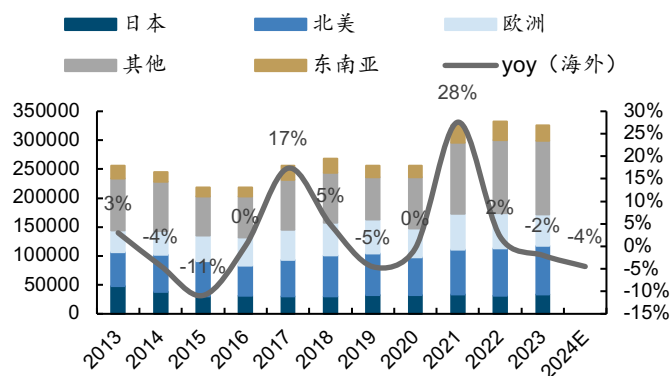
来源：建筑机械杂志，国金证券研究所 注：统计时间为2023年

2.2 海外：海外需求有望回暖，看好工程机械出口持续扩张

2.2.1 景气度：欧美需求有望企稳，东南亚、拉美等地区景气度向上

海外工程机械需求已连续下滑两年。根据小松财报预测，受欧美地区需求下滑影响，海外工程机械整体需求已经连续下滑2年。参考历史周期波动规律，下行周期预计在未来1-2年结束，看好明年海外需求逐步修复。

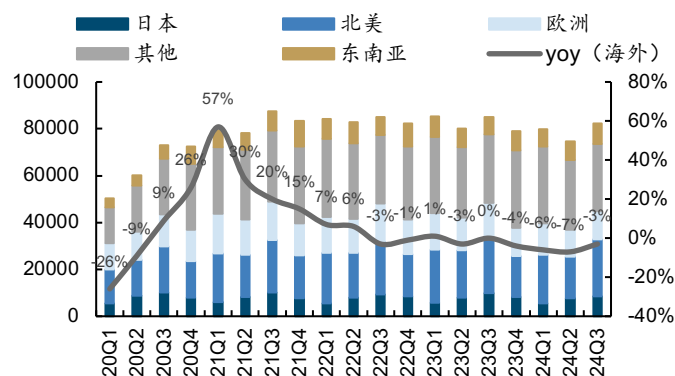
图表25：海外工程机械需求连续下滑两年



来源：小松财报，国金证券研究所

注：海外工程机械销量增速根据小松统计的7大工程机械需求计算得出

图表26：24年海外工程机械需求仍处下行期



来源：小松财报，国金证券研究所

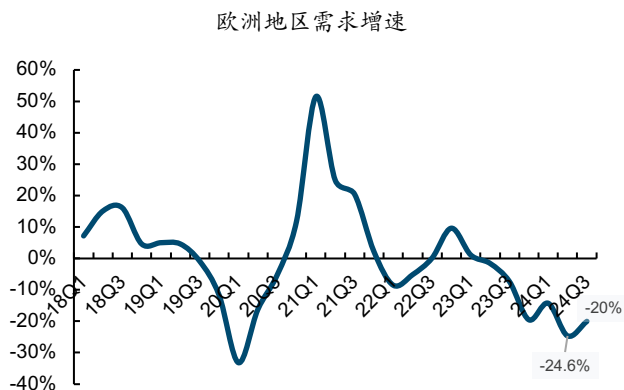
注：1) 海外工程机械销量增速根据小松统计的7大工程机械需求计算得出；2)

小松Q1统计口径为4-6月

欧美市场：24年欧美地区下行幅度超过海外整体水平。小松财报数据显示，24年10-12月北美地区工程机械需求景气度出现回暖迹象；欧洲地区下行早于北美地区，需求下行已持续两年，24年10-12月需求同比-20%，下滑有所收窄。



图表27：欧洲地区工程机械需求已经波动下行2年



图表28：北美地区工程机械需求已下行近1年



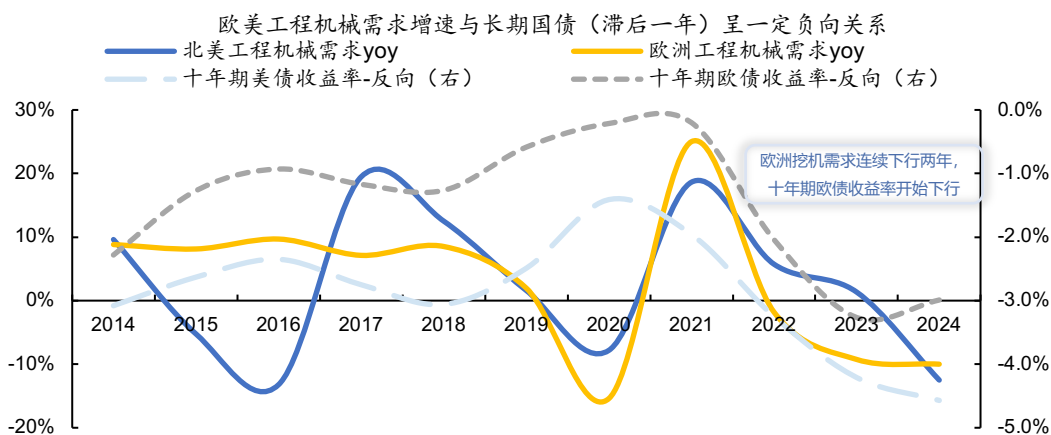
来源：小松财报，国金证券研究所 注：1) 欧洲工程机械销量增速根据小松统计的7大工程机械需求计算得出；2) 小松Q1统计口径为4-6月

来源：小松财报，国金证券研究所 注：1) 北美工程机械销量增速根据小松统计的7大工程机械需求计算得出；2) 小松Q1统计口径为4-6月

复盘欧美市场工程机械需求增速与十年期国债收益率，我们发现欧美地区工程机械需求增速与十年期国债收益率（滞后一年）呈现一定负向关系，主要系降息→降低开工利息→刺激开工需求→刺激工程机械需求。

25 年欧美地区需求或将企稳。欧洲已经启动了第一轮降息，未来可能还会有多轮降息的动作，欧洲市场的需求可能在未来一年逐步稳定下来。美国市场由大选影响的工程机械采购需求有望陆续释放，但需求恢复强度仍需关注降息情况。

图表29：欧美市场有望陆续开始筑底企稳

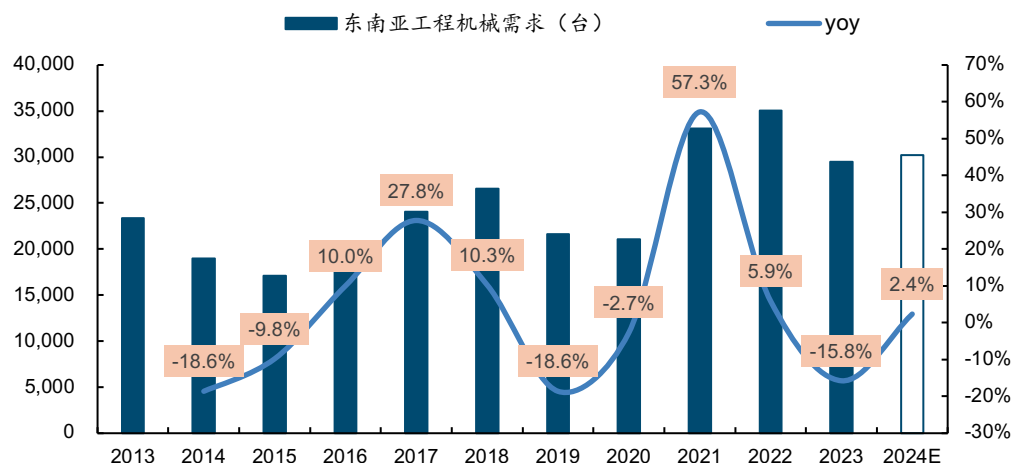


来源：小松财报，美联储，欧洲央行，国金证券研究所

东南亚为工程机械新兴市场，存在较为明显周期性（周期大概在4-5年）。根据小松财报显示，23年东南亚市场工程机械需求同比下滑15.8%，随着24年下行结束，预计25-26年东南亚工程机械需求有望进入增长区间。



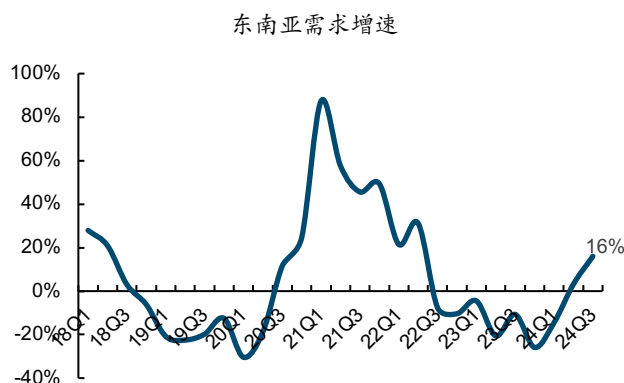
图表30：24 年东南亚工程机械需求开始触底回暖



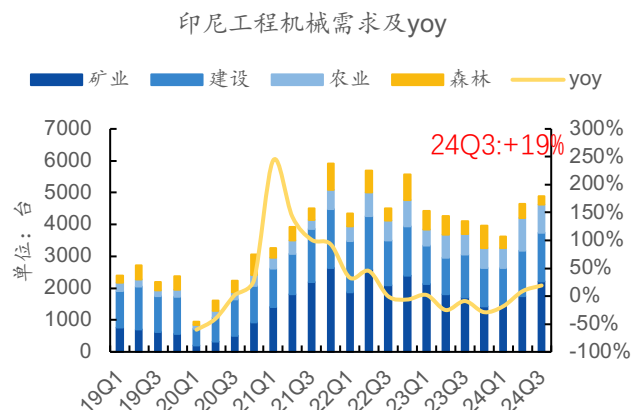
来源：小松财报，国金证券研究所

短期来看，印尼市场需求同比转正，带动东南亚市场开始回暖。根据小松财报，24 年下半年主力地区印尼矿业、建筑市场的需求加速增长，该地区 24 年 10-12 月工程机械需求同比+19%。得益于印尼市场的恢复，同期东南亚地区需求同比+16%，需求加速扩张。

图表31：24 年下半年东南亚工程机械需求加速增长



图表32：24 年下半年印尼地区工程机械需求加速增长



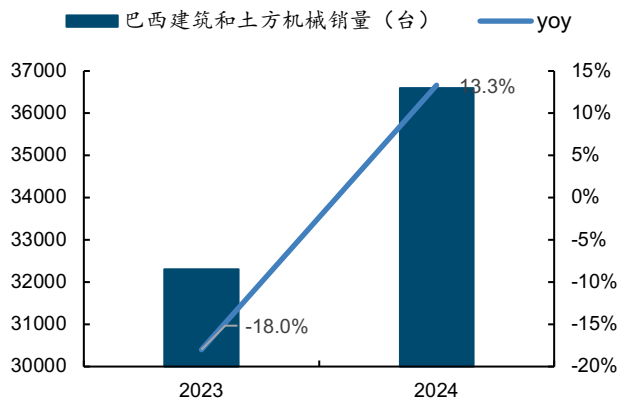
来源：小松财报，国金证券研究所 注：1) 东南亚工程机械销量增速根据小松统计的 7 大工程机械需求计算得出；2) 小松 Q1 统计口径为 4-6 月

来源：小松财报，国金证券研究所 注：1) 印尼工程机械销量增速根据小松统计的 7 大工程机械需求计算得出；2) 小松 Q1 统计口径为 4-6 月

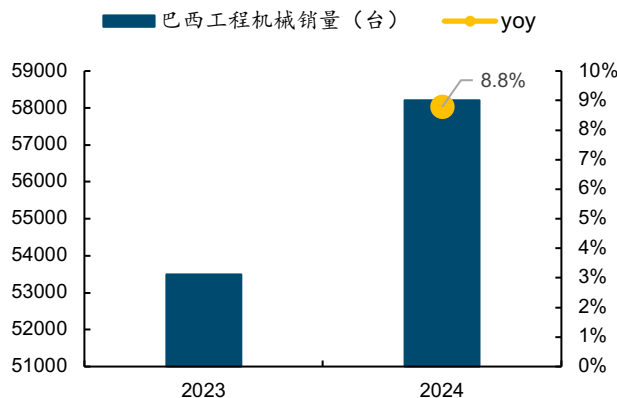
2024 年巴西工程机械需求回暖。巴西是拉美地区工程机械主力市场，拉美需求景气度一定程度取决于巴西。根据巴西建设与矿业技术协会预测，受益于基建项目增加和巴西房地产需求增加，24 年巴西建筑和土方机械、工程机械销量预计为 3.67 万台、5.82 万台，同比+13.3%、+8.8%。



图表33：24 年巴西建筑和土方机械进入增长区间



图表34：预计 24 年巴西工程机械销量同比+8.8%

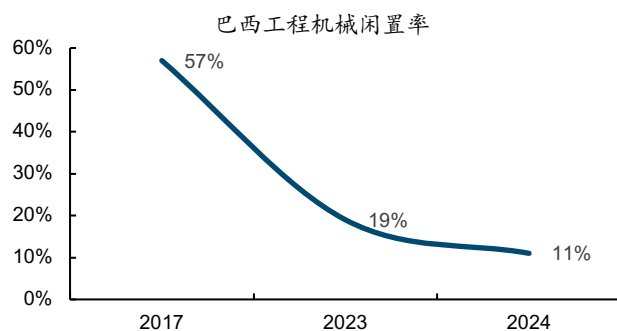


来源：巴西建设与矿业技术协会，国金证券研究所

来源：巴西建设与矿业技术协会，国金证券研究所

“加速增长计划”有望持续拉动巴西市场需求。巴西 23 年 8 月提出“加速增长计划”，其中交通、城建、供水分别投资 717、1252、64 亿美元，投资至少持续到 2026 年之后，考虑到巴西工程机械闲置率降至 11%，位于近 7 年低位，预计政策端带来的基建项目扩张，将较为顺畅的拉动巴西工程机械需求。

图表35：巴西工程机械闲置率降至 11%



图表36：巴西“加速增长计划”有望拉动工程机械需求

项目名称	持续时间	领域
加速增长计划	一期 2023-26 年，二期 2026 年之后	交通 717 亿美元
		城市建设 1252 亿美元
		供水 64 亿美元

来源：巴西建设与矿业技术协会，国金证券研究所

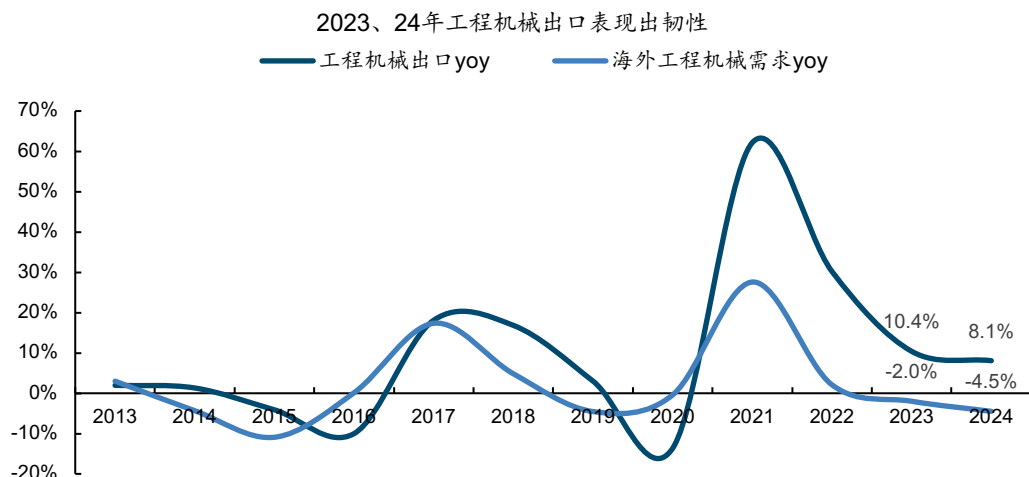
来源：商务部，国金证券研究所

2.2.2 工程机械出口具备韧性，看好海外需求回暖下出口继续增长

23、24 年工程机械出口具备韧性。根据小松财报，2023-24 年海外工程机械需求同比-2.0%、-4.5%，但中国工程机械行业出口额同比+10.4%、8.1%，在海外需求连续下行的背景下，出口保持连续两年正增长，出口具备韧性。



图表37：2023、24年工程机械出口具备韧性



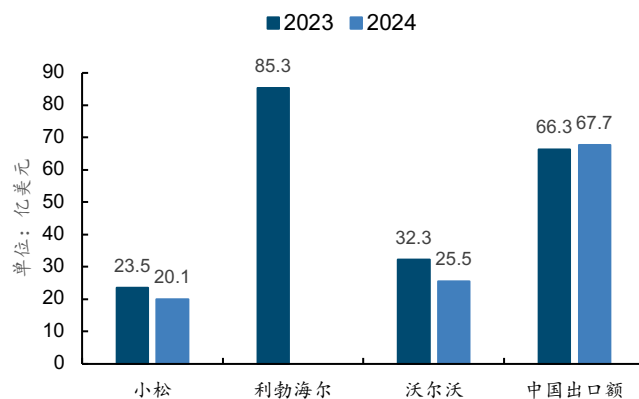
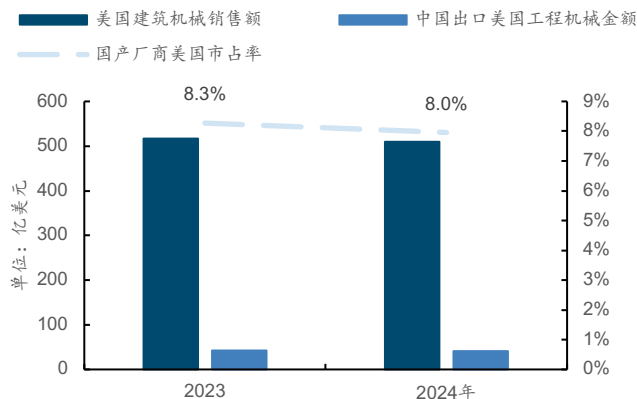
来源：小松财报，海关总署，国金证券研究所 注：2024 海外工程机械需求增速采用小松预测值

美国：国产工程机械在美国仍有较大提升空间。根据美国人口普查局数据测算，2023、24年美国建筑机械销售额为517.4、509.6亿美元，而2023、24年我国向美国出口工程机械金额仅为42.8、40.6亿美元，对应市占率仅8.3%、8.0%。

欧洲：从头部外资厂商欧洲地区收入来看，23年利勃海尔收入为85.3亿美元，24年沃尔沃建设机械、小松收入分别为25.5、20.1亿美元，而24年中国向欧洲出口工程机械仅67.7亿美元，对比头部外资厂商规模，国产品牌在欧洲仍大有可为。

图表38：中国工程机械在美国市占率仍较低

图表39：中国工程机械品牌在欧洲仍有较大提升空间



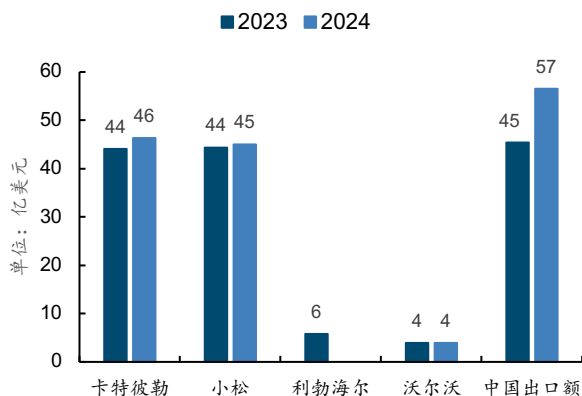
来源：美国人口普查局，Wind，海关总署，国金证券研究所 注：国内出口美国的工程机械金额采用海关总署统计口径

来源：海关总署，利勃海尔公告，沃尔沃公告，小松公告，Wind，国金证券研究所 注：1. 小松、利勃海尔、沃尔沃建设机械均采用欧洲地区收入；2. 中国出口额采用海关总署统计工程机械出口额，区域为欧洲-俄罗斯；3. 采用年度平均汇率换算为美元

中国工程机械在拉美、亚洲竞争力较强，有望受益于拉美、以东南亚为首的亚洲地区景气度回升。从收入规模角度来看，中国工程机械在拉美、亚洲收入规模已经超过外资巨头，预计随着拉美、亚洲地区需求景气度边际改善，需求扩张将为国产厂商带来增长机会。

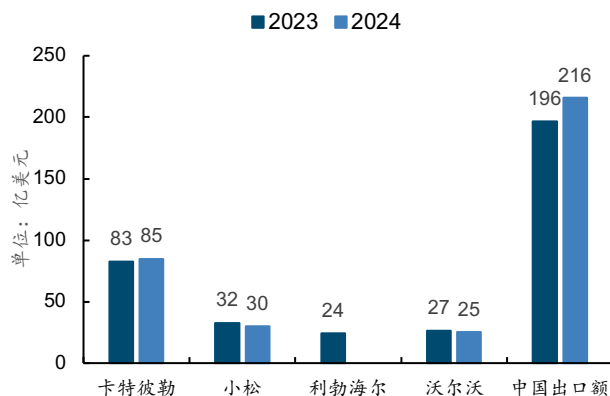


图表40：中国工程机械在南美已经站稳脚跟



来源：海关总署，利勃海尔公告，沃尔沃公告，小松公告，卡特彼勒公告，Wind，国金证券研究所 注：1.口径为卡特彼勒（资源+建筑拉美）、小松（拉美）、利勃海尔（中美洲&南美洲）、沃尔沃（建设机械南美）；2.中国出口额采用海关总署对出口南美工程机械金额的统计；3.采用年度平均汇率换算为美元

图表41：中国工程机械在亚洲地区竞争力强



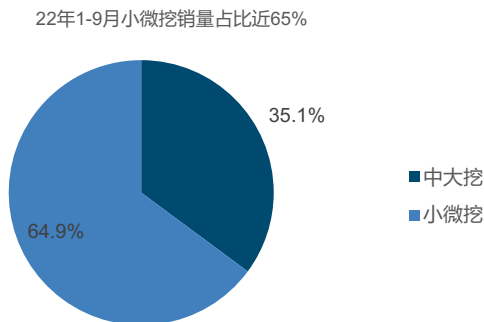
来源：海关总署，利勃海尔公告，沃尔沃公告，小松公告，卡特彼勒公告，Wind，国金证券研究所 注：1.口径为卡特彼勒（资源+建筑亚太）、小松（亚洲）、利勃海尔（亚洲&大洋洲）、沃尔沃（建设机械亚洲）；2.中国出口额采用海关总署统计向亚洲出口工程机械金额；3.采用年度平均汇率换算为美元

3. 挖掘机尽显α，“三化”注入增长引擎

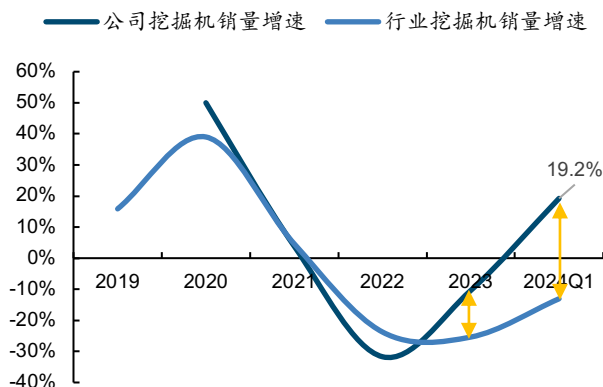
3.1 挖掘机市占率持续提升，有望直接受益内需增长

公司挖机销量增速明显跑赢行业，主要得益于小挖表现较好。根据公司公告，22年1-9月小挖销量占比近65%，2024年行业端内销增长主要靠小挖，公司以小挖为主的业务结构特点，较为受益小挖需求增长，24Q1公司挖掘机销量同比+19.2%，表现明显大幅跑赢行业。

图表42：22年1-9月公司小挖销量占比近65%



图表43：23、24Q1公司挖机销量增速明显优于行业



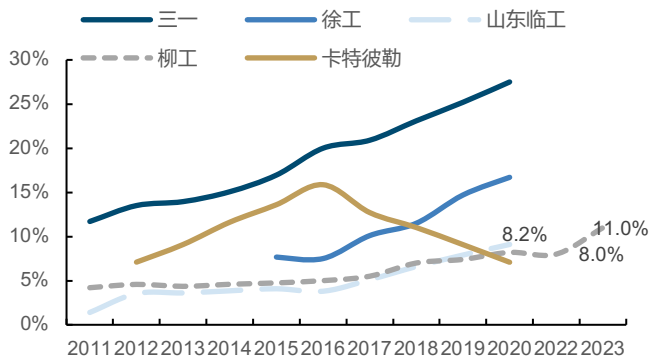
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：中国工程机械工业协会，iFind，公司公告，国金证券研究所

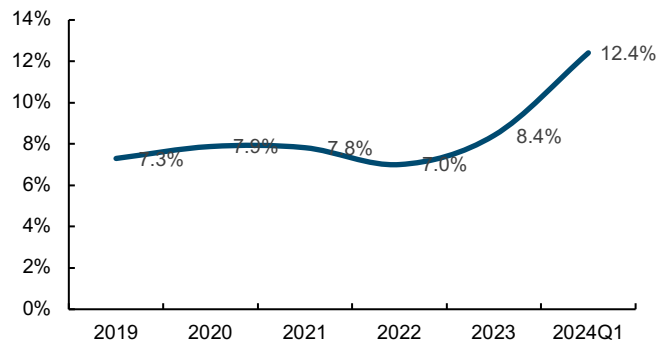
公司挖掘机展现强劲α。根据公司公告，2023年国内挖掘机市占率达11%，同比提升3-4pct；并且从内销+出口口径来看，公司24Q1市占率达12.4%，相对23年全年提升4pct，彰显强劲的α属性。



图表44：2023 年公司国内挖掘机市占率提升至 11%



图表45：24Q1 公司挖掘机（行业）市占率达 12.4%



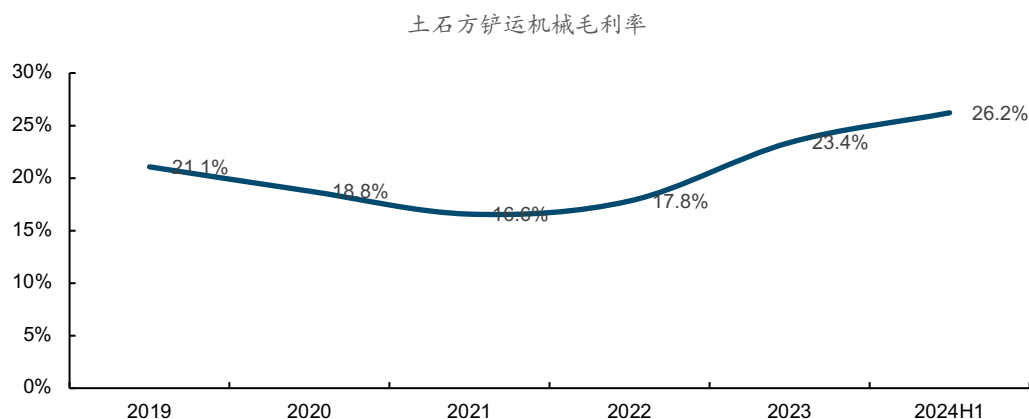
来源：中国工程机械工业协会，公司公告，公司官方互动问答，国金证券研究所

来源：中国工程机械工业协会，公司公告，国金证券研究所

注：计算口径为公司挖掘机总销量/行业挖掘机销量（内销+出口）

小挖竞争力提升，销量扩张并未影响盈利能力提升。23、24 年公司挖掘机市占率提升，一定程度上是依靠小挖的增长，但盈利能力相对中大挖低的小挖销量增长并未压制土石方机械板块毛利率提升。我们认为公司挖机智慧工厂投产、坚持全价值链降本控费、客户结构优化等国企改革措施，是推动公司挖掘机量、利双增的核心抓手。

图表46：小挖销量增长，但并未压制毛利率增长



来源：iFind，国金证券研究所

3.2 全球化：海外需求边际向好&市占率仍较低，看好公司海外高增长

从技术引进-国际化-全球化，公司持续推动全球化建设。1) 技术引进：公司起初技术落后欧美等发达地区，引进卡特彼勒、采埃孚等技术后逐渐具备主机能力；2) 并购+外拓开启国际化：2002-14 年期间公司并购 HSW 工程机械事业部、DRESSSTA 品牌，并且公司逐步开始从建立海外渠道营销到海外子公司/工厂逐步深入国际化；3) 全球化：2015 年公司建立巴西工厂、收购 CPMS 成立首个海外直营公司，深入推进全球化；4) 2020 年至今：公司全面推进全球化，国际化产品持续推陈出新，海外布局进入收获期。

图表47：公司层层递进推动全球化建设

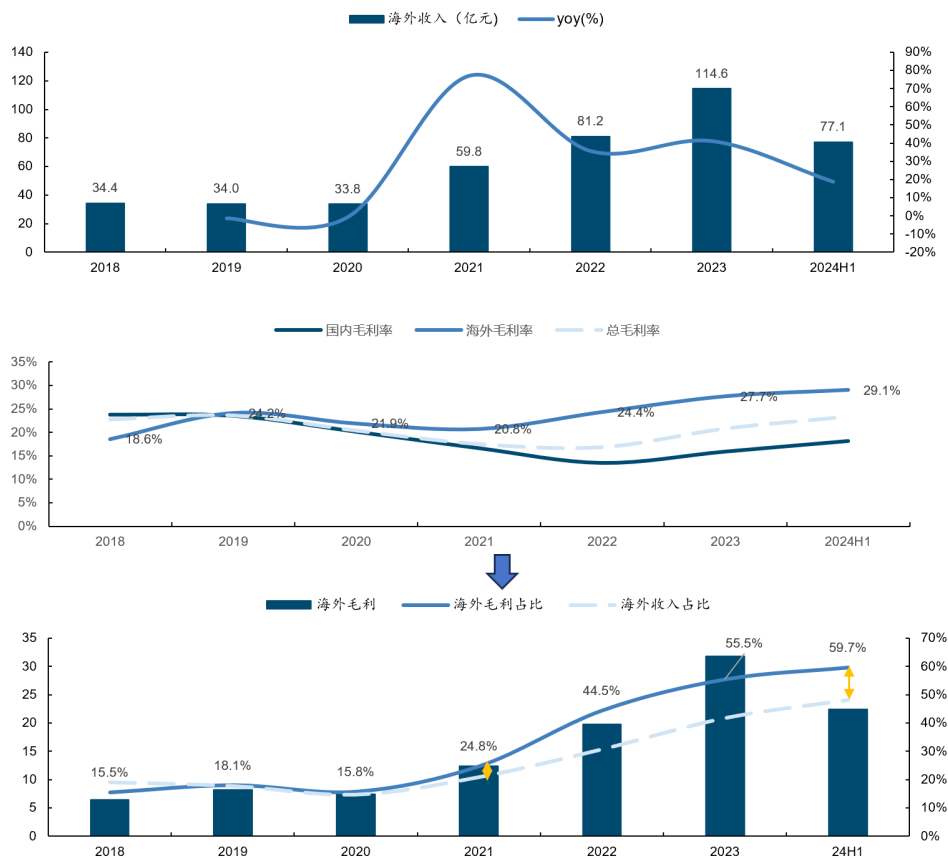




来源：公司官网，人民日报，铁甲工程机械网，中国路面机械网，国金证券研究所

顺工程机械出海之东风，公司海外布局斩获颇丰。24H1 公司海外收入达 77.1 亿元，同比+18.8%，占比提升至 48.0%。纵向来看，海外收入占比提升，带动海外毛利贡献提升，24H1 海外毛利贡献提升至 59.7%，相对 21 年提升 34.9pct。横向来看，24H1 公司海外毛利率提升至 29.1%，高于国内 10.9pct，使得海外业务毛利贡献高于收入贡献 11.7pct，海外业务成为公司利润增长的引擎。

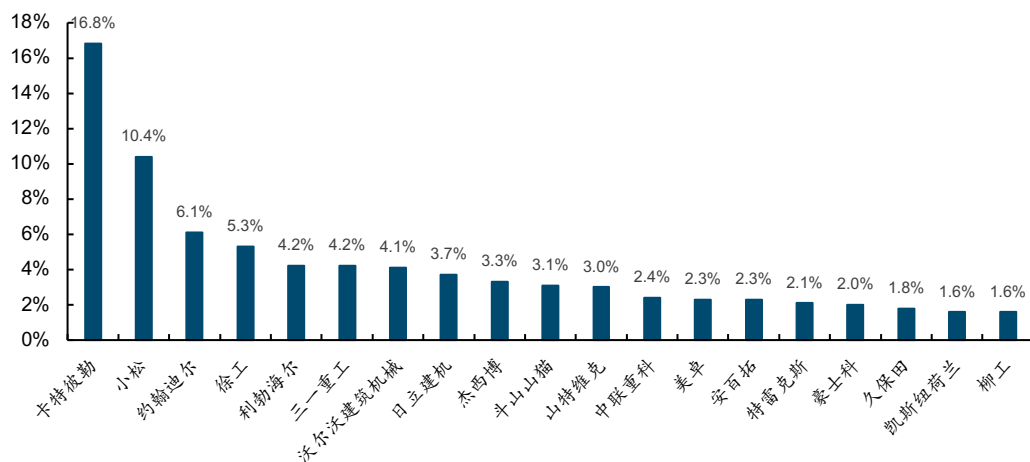
图表48：高毛利的海外业务占比提升，成为公司利润释放的核心因素



来源：iFind，国金证券研究所

海外市占率较低，提升空间仍较大。根据 KHL 数据，2023 年工程机械世界龙头厂商卡特彼勒、小松市占率为 16.8%、10.4%，国产前四厂商为徐工、三一重工、中联重科、柳工，市占率分别为 6.1%、5.3%、4.2%、1.6%，公司市占率仍较低，远期提升空间大。

图表49：公司全球市占率仍较低

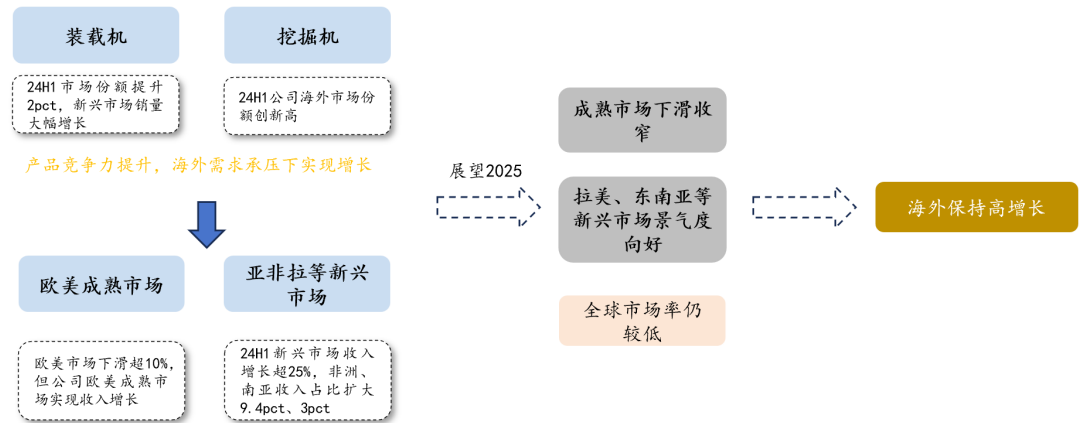




来源：KHL，国金证券研究所 注：KHL 统计为 2023 年数据

海外需求边际向好，公司有望继续乘势扩张海外市场。公司在 24 年欧美成熟市场需求下滑的背景下，依靠海外布局和产品竞争力，实现欧美市场正增长，并且 24H1 公司在新兴市场实现收入同比+25%。根据上文分析，我们认为，大选对成熟市场需求的压制将得到释放，25 年该地区需求边际向好，叠加拉美、东南亚等新兴场景气度向上，公司海外市场有望维持高增长。

图表50：海外需求边际向好，公司有望继续乘势扩张海外市场



来源：公司公告，小松财报，国金证券研究所

3.3 电动化：装载机电动化蔚然成风，龙头强势领跑

3.3.1 需求、供给同频，电动装载机渗透率扩张

需求端：政策+性价比优势，电动装载机需求扩张。

- 政策端：2023 年以来，无论是国家层面还是地方政府层面均陆续出台新能源促进政策，一方面加速老旧排放设备淘汰，另一方面上海等城市以补贴形式推进工程机械向新能源转型。

图表51：2023-24 年部分新能源工程机械政策梳理

发布时间	部门/地区	政策文件	具体内容/政策解读
2024 年 10 月	湖南长沙	《长沙市促进工程机械产业发展条例》	市、相关县(市、区)人民政府应当将工程机械新型技术改造、设备以旧换新、新产品研发和推广应用纳入工业经济发展重点，推动工程机械产业高端化、智能化、绿色化升级，加快形成新质生产力； 加强电动工程机械用电池系统、电机系统、电控系统、换电系统以及氢能工程机械动力系统等核心零部件的攻关和规模应用，加快工程机械新能源化发展。
2024 年 9 月	北京	《推进美丽北京建设持续深入打好污染防治攻坚战 2024 年行动计划》	严格实施国四非道路移动机械排放标准，住房城乡建设、城市管理、交通、水务、园林绿化、农业农村等部门加强本行业在用非道路移动机械监管，做好编码登记和进出场登记管理，鼓励优先使用国三及以上排放标准机械和纯电动或氢燃料电池机械。
2024 年 8 月	市场监管总局	《首批 7 项电动工程机械国家标准》	本批标准涵盖了术语、整机、能耗试验方法、动力电池安全等产业链各个方面，填补了电动工程机械标准体系空白，对于打造安全稳定的产业链供应链、实现绿色低碳发展具有十分重要的示范引领作用。
2024 年 6 月	上海	《上海市鼓励国二非道路移动机械更新补贴资金管理办法》	对本市报废农业机械以外的国二非道路机械且购置新能源机械，并在本市完成新能源机械申报登记的所有人，给予更新补贴。更新机械应与报废机械为同类机型； 对本市报废国四场内车辆且购置新能源车辆，并在本市完成新能源场内车辆申报登记的所有人，给予更新补贴。更新场内车辆应与报废场内车辆为同类车型。
2024 年 3 月	国务院	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	围绕推进新型工业化，以节能降碳、超低排放、安全生产、数字化转型、智能化升级为重要方向，聚焦钢铁、有色、石化、化工、建材、电力、机械、航空、船舶、轻纺、电子等重点行业，大力推动生产设备、用能设备、发输配电设备等更新和技术改造，加快推广能效达到先进水平和节能水平的用能设备，分行业分领域实施节能降碳改造。



发布时间	部门/地区	政策文件	具体内容/政策解读
2024 年 2 月	广东深圳	《深圳市人民政府关于划定禁止使用高排放非道路移动机械区域的通告》	低排区(深圳市行政区域)内禁止使用国 II 及以下排放标准的非道路移动机械; 低排区内所有在用非道路移动机械排放应满足《非道路柴油移动机械排气烟度限值及测量方法》(GB36886-2018)规定的排气烟度限值 III 类要求; 低排区内鼓励使用电动、氢能等清洁能源非道路移动机械。
2024 年 1 月	国务院	《关于全面推进美丽中国建设的意见》	统筹推进重点领域绿色低碳发展; 大力推进传统产业工艺、技术、装备升级,实现绿色低碳转型; 推动超低和近零排放车辆规模化应用、非道路移动机械清洁低碳应用。
2023 年 12 月	湖北武汉	《市人民政府关于加强高排放非道路移动机械禁止使用区管理的通告》	2024 年 5 月 1 日起,我市禁止在本市四环线以内区域使用国一排放阶段及编码登记为 X 阶段的高排放非道路移动机械; 2024 年 12 月 1 日起,我市禁止在本市四环线以内区域使用国一、国二排放阶段及编码登记为 X 阶段的高排放非道路移动机械。
2023 年 5 月	浙江义乌	《义乌市老旧柴油叉车淘汰替换新能源工作实施方案》	利用各种宣传途径,加大对淘汰替换意义和政策宣传,积极营造良好社会氛围。鼓励各地以此次老旧柴油叉车淘汰替换新能源工作为契机,创建新能源非道路机械示范园区(企业)。鼓励叉车生产企业让利销售,引导叉车机主提前淘汰并购置性能稳定、安全可靠的新能源叉车。

来源: 政府官网, 国金证券研究所

- 5 年生命周期下电动装载机成本更优: 根据三一贵州数据, 5 年生命周期下电动装载机总成本更优, 相对燃油装载机低 51.6 万元。核心假设:
- (1) 购置成本: 根据三一重工, SW956E、燃油 50 装载机参考购置成本为 95、32 万元;
- (2) 能源成本: 根据《电动装载机实际应用情况下的四大优势分析》, 5t 级别柴油、电动装载机能耗为 15L/h 和 45kWh/h, 假设柴油、电价为 7.2 元/L、0.95 元/kWh (考虑充电桩建设摊销), 并以每年运行 3000 小时计算, 燃油装载机和电动装载机年均能源费用为 32.4、11.5 万元;
- (3) 维护保养费用: 根据三一重工数据, 燃油装载机、电动装载机年度保养费用为 4 万元、2 万元。

图表52: 5 年生命周期下电动装载机成本更优

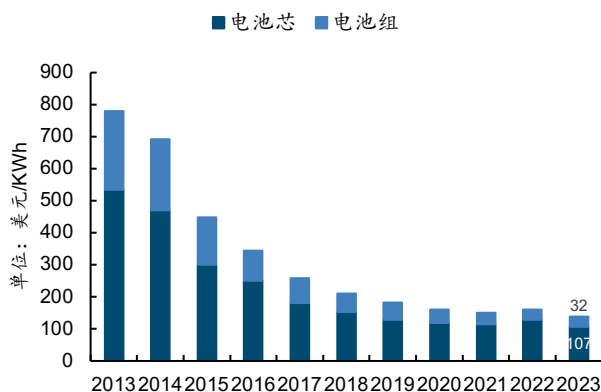
项目	单位	燃油装载机	SW956E
购置成本	万元	32	95
运行时间	h/天	10	10
年运行天数	天	300	300
年运行时长	h	3000	3000
每小时耗能	L 或 kWh	15	45
平均能源价格	L/h 或 kWh/h	7.2	0.7
充电成本	元/kWh	/	0.15
单车年均维护保养费用	万元	4	2
年均能源费用	万元	32.4	11.5
单车 5 年总耗能费用	万元	162.0	57.4
5 年生命周期成本	万元	214.0	162.4

来源: 三一贵州, 《电动装载机实际应用情况下的四大优势分析》, 汽油价格网, 国金证券研究所 注: 1. 采用 SW956E 与燃油 50 车型对比; 2. 充电成本项为充电桩建设成本摊销

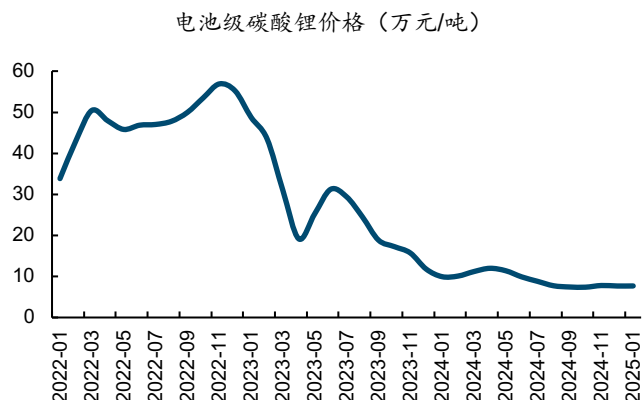
电池成本下行, 电动装载机经济性有望进一步提升。电池价格下行, 催化 23 年装载机开启电动化进程。25 年 1 月碳酸锂价格继续下探至 7.7 万元/吨, 电动装载机成本优势持续提升。



图表53：电池、电芯价格长周期下行



图表54：25年1月电池级碳酸锂价格降至7.7万元/吨

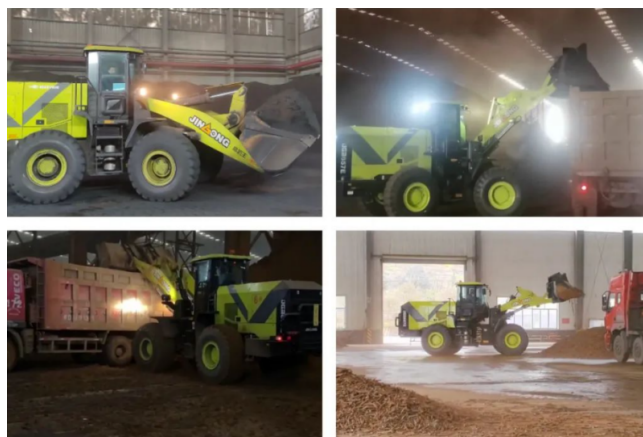


来源：彭博，国金证券研究所

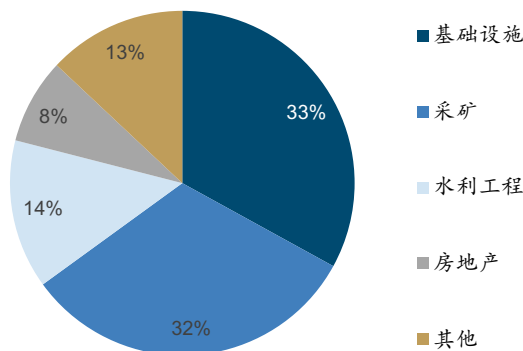
来源：iFinD，国金证券研究所

装载机主流工作场景较为固定，电动化推进更为顺畅。装载机主要工作为来回装卸物料，工作场景较为固定，下游应用领域主要为基础设施、采矿、水利工程，占比为33%、32%、14%。电动装载机在作业场所固定、重复频率高的使用场景更能发挥节能效率，尤其是在矿山、钢材、港口、水利等补能方便的领域，电动化推进也更为顺畅。

图表55：晋工电动装载机在钢厂推广



图表56：装载机下游为基建、采矿、水利等



来源：晋工新能源，国金证券研究所

来源：观研天下，国金证券研究所

供应端：电动装载机性能基本对标或超越同级别燃油装载机。(1) 性能：公司856HE MAX电动装载机斗容、最大掘起力等基本对标燃油版本，举升、卸料、下降三项时间和略优于燃油装载机。(2) 续航：856HE MAX搭载350kWh电池，轻载、重载续航最高可达10.2小时、7.2小时，能基本满足三班制工作续航需求。

图表57：公司电动装载机性能对标或超越同吨位燃油装载机

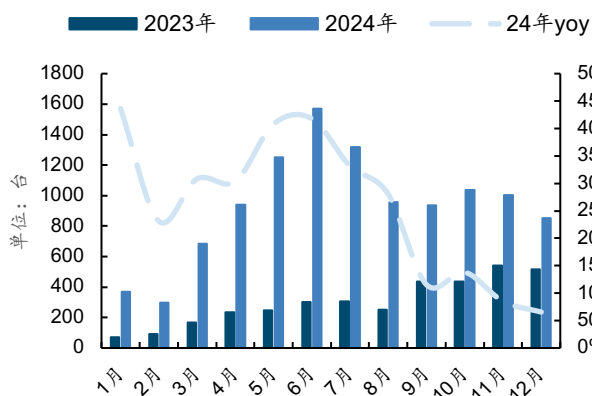
产品名称	额定载重量	额定功率	发动机型号	电池容量	电池产商	斗容范围	工作质量	卸载高度	最大掘起力	三项和
856HE MAX	5800 kg	-	-	350 kWh	CATL (LFP)	2.7-5.6 m³	19600 kg	3380 mm	185 kN	9 s
856H MAX	5800 kg	170 kW	Cummins QSL9.3	-	-	2.7-5.6 m³	18410 kg	3480 mm	185 kN	9.1 s

来源：柳工官网，国金证券研究所

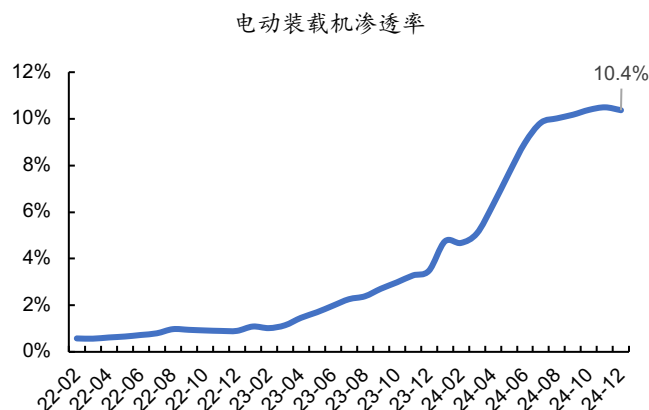
需求与供给同频共振，国内电动装载机销量持续增长。电动装载机经济性凸显，叠加下游应用场景较为固定，补能便捷，行业电动化渗透率持续提升。从销量口径来看，2024年全年电动装载机销量达1.12万台，同比+212%，电动装载机销量加速扩张。我们认为电池成本下行+电池容量提升，装载机电动化渗透率有望继续提升。



图表58：2024 年电动装载机销量保持高增长



图表59：24 年电动装载机渗透率提升至 10%以上



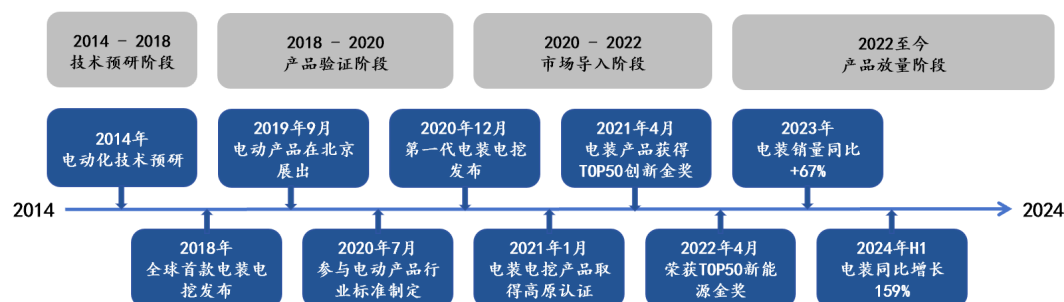
来源：iFinD，中国工程机械工业协会，慧聪工程机械，国金证券研究所 注：统计口径包含出口

来源：iFinD，中国工程机械工业协会，慧聪工程机械，国金证券研究所 注：统计口径包含出口；电动化渗透率为当年累计销量计算

3.3.2 公司电动装载机市占率第一，强势领跑电动化趋势

公司从 2014 年开始电动化技术研发，经历研发、认证、导入等长时间的积淀后，电装产品 23、24 年开始迅速放量，23 年、24H1 公司电动装载机销量同比+67%、159%。

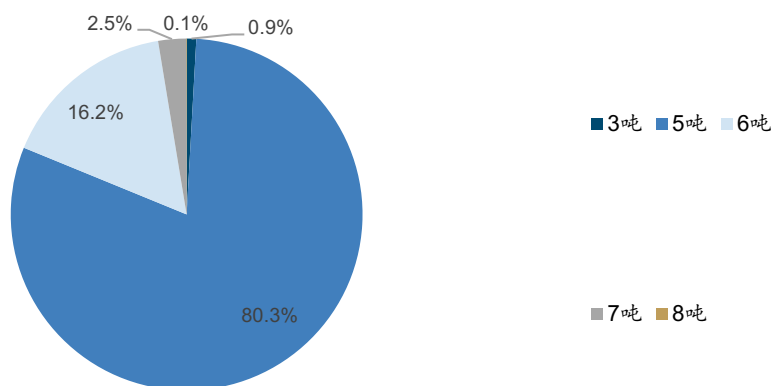
图表60：经历长时间积淀，公司电装进入放量期



来源：公司公告，公司官网，今日工程机械，中国金融信息网，中国路面机械网，全国土方机械标准化技术委员会官网，国金证券研究所

24 年 1-6 月行业电动装载机销售以 5 吨、6 吨产品为主，销量占比超 95%。

图表61：24 年 1-6 月行业电动装载机销售以 5 吨产品为主



来源：今日工程机械，中国工程机械工业协会，国金证券研究所

电装龙头有望受益电动化渗透率持续提升。公司电动装载机覆盖 2-7 吨产品，基本覆盖现

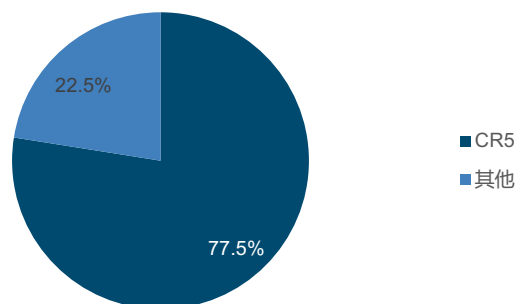


阶段主流电装吨位，能应对各类客户的差异化需求。根据博雷顿科技招股说明书，以出货口径来看，23 年国内电动装载机 CR5 市占率达 77.5%，市场份额集中。23 年公司电动装载机市占率稳居第一，24H1 公司电装销量同比+159%，市占率保持行业领先，有望持续受益装载机电动化进程。

图表62：公司覆盖 2-7 吨电动装载机

图表63：2023 年国内电动装载机市场份额集中

		机型	额定载重 (t)	最大掘起力 (kN)	标准斗容 (m³)	产品示例
		820TE	2	46	0.8-2	
电动装载机	小型装载机					
	中型装载机	856E	5.5	175	2.7-5.6	
		870HE MAX	7.5	210	3-7	
		856HE MAX	5.8	185	2.7-5.6	
		862HE	6.5	190	3-6	
		860HE	6	185	2.7-5.6	
		870HE	7	200	3-7	



来源：公司官网，国金证券研究所

来源：博雷顿科技招股说明书，国金证券研究所 注：以出货量口径计算

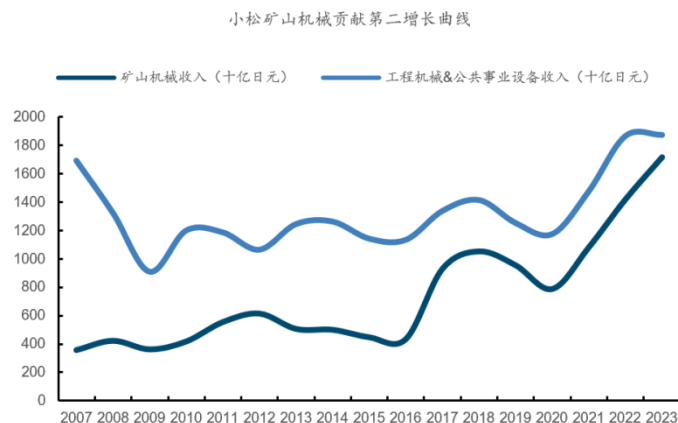
3.4 多元化：矿机、农机、高机有望持续注入增长活力

3.4.1 大客户拓展顺利，矿山机械进入爆发期

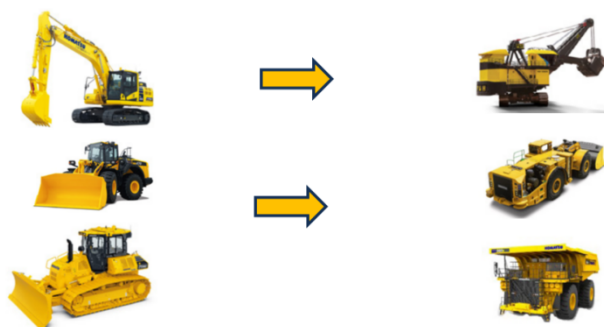
对比小松：小松 07-23 年收入增长主要靠矿山机械，期间矿山机械、工程机械&公共事业装备收入 CAGR 分别为 10.3%、0.6%。

露天矿山机械与工程机械具有技术路线相似的特点：露天矿山机械主要为矿挖、矿卡、矿用装载机、矿用推土机等，工程机械厂商在该类型产品研发、生产时间长，有一定技术积累，是战略扩张的好赛道。

图表64：工程机械厂商拓展矿山机械具备一定技术积累



小松由工程机械延展，开发出露天挖运设备



来源：小松公告，Wind，国金证券研究所

公司依靠在工程机械的零部件技术和整机生产积淀，顺势拓展矿山用的大型化矿挖、矿卡、矿用装载机等，目前已经形成包括矿挖、矿卡、矿用装载机、矿用推土机、移动破碎站等的露天采矿成套化产品方案。



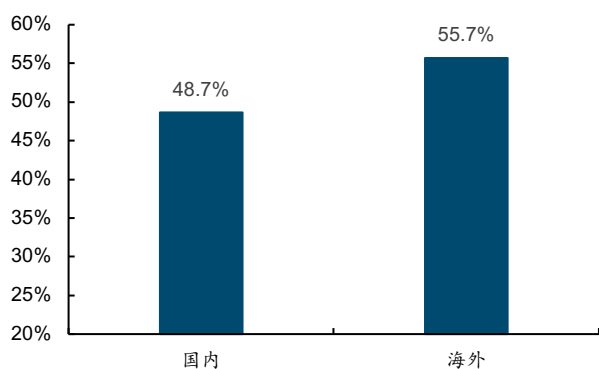
图表65：公司矿山机械主要覆盖矿用挖掘机、矿用装载机、矿卡等露天采矿设备



来源：公司官网，柳工矿机公众号，国金证券研究所

大客户拓展顺利，24H1 矿山机械收入同比+71%。公司大客户拓展顺利，24H1 大客户占比提升 6%。紧跟大客户需求，公司持续推动订单落地，24H1 矿山机械收入同比+71%，其中宽体车国内、海外销量分别+48.7%和 55.7%。

图表66：24H1 公司矿用宽体车国内、海外销量高增



来源：公司公告，国金证券研究所

图表67：公司在大型矿山客户持续取得突破

客户名称	时间	产品
蒙东地区	2024Q4	9125F 大型挖掘机
某大型露天煤矿	2024Q4	七十余台 DW120A 宽体车、大型挖掘机
新疆	2024Q4	9135F 大型挖掘机、40 余台燃油宽体车
某大型露天煤矿	2024Q3	十余台柳工 DW105A-E 纯电动宽体车
亚东水泥	2024Q3	十余台柳工 DW105A-E 纯电动宽体车
辽宁鞍山	2023Q1	10 台纯电动矿用宽体车
某矿业公司	2023Q1	10 台纯电动矿用宽体车

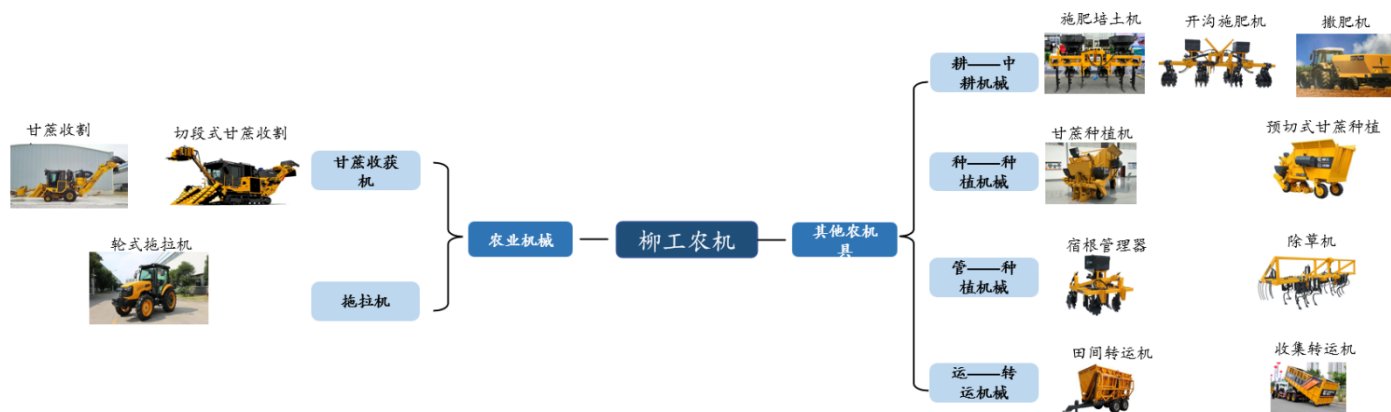
来源：柳工矿机公众号，国金证券研究所

3.4.2 甘蔗收获机市占率第一，大型拖拉机持续突破

公司农机机械以甘蔗收获机、拖拉机为核心，覆盖“耕、种、管、运”等其他农机具。产品端：在吸收合并柳工有限后，拖拉机产品依靠装载机积累迅速在大型化做出突破，形成甘蔗收获机、拖拉机为核心的农机产品矩阵。销售端：农机业务有望依托工程机械海外布局，拓宽海外客户覆盖。



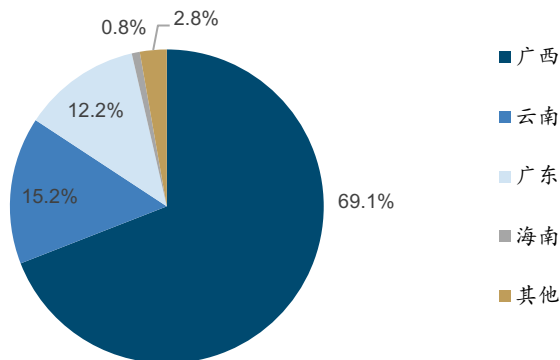
图表68：公司农机覆盖甘蔗收获机、拖拉机以及其他农机具



来源：公司官网，柳工农机，国金证券研究所

甘蔗收获机为公司农机基本盘。公司地处甘蔗主产地广西，依靠地域优势发展甘蔗收获机。

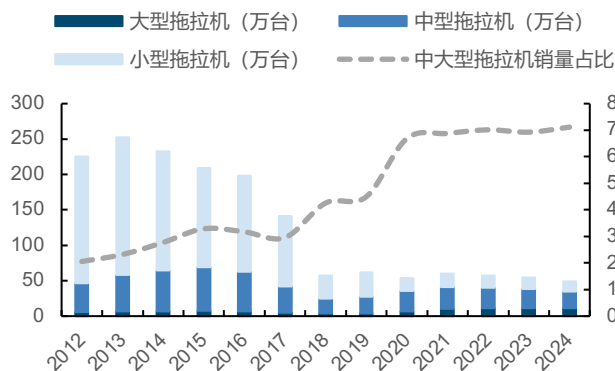
图表69：2023 年广西甘蔗产量占全国 69.1%



来源：iFinD，国家统计局，国金证券研究所

350HP 大马力拖拉机完成适应性验证，25 年有望开始放量。公司是国内第一台装载机生产商，是国内在装载机行业沉淀时间最长的公司，由于装载机与拖拉机在发动机、变速箱、驱动桥、传动轴布置结构类似，公司顺势通过核心零部件优势拓展到拖拉机领域，新品 350HP 混动拖拉机零部件自制率达 95%，根据公司 24 年 10 月 25 日投资者关系活动记录表，该产品已经完成适应性验证，开始批量供应市场，预计 25 年有望形成规模销售。

图表70：2024 年大中型拖拉机产量占比达 71.1%



图表71：公司具备大型拖拉机生产能力

类型	国标分类	柳工产品
大型拖拉机	大于 100HP	180HP、200HP、240HP、350HP
中型拖拉机	25-100HP	80HP、90HP
小型拖拉机	小于 25HP	—

来源：Wind，国家统计局，国金证券研究所

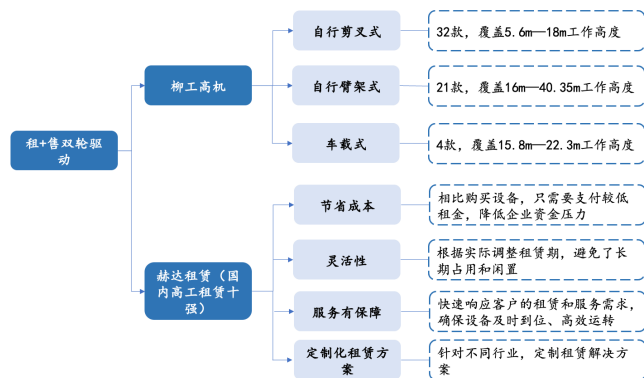
来源：公司官网，农机 360，国金证券研究所

3.4.3 租+售平台双轮驱动高机业务增长

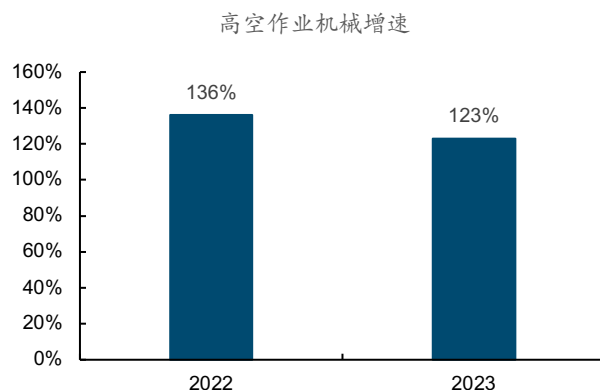


收购赫达设备租赁，形成租+售结合平台，双轮驱动高机业务高速增长。公司于 2020 年收购赫达租赁，推出租售结合及一站式定制化解解决方案。租赁平台帮助客户以低成本体验和使用柳工的高端设备，有效地引导客户流向销售平台。公司 22-23 年高机增速维持在 100%以上，24H1 国内销量优于行业 27%，海外销量同比+138%。

图表72：高空作业平台租+售平台双轮驱动



图表73：22、23年公司高机增速维持100%以上



来源：公司官网，赫达租赁，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所 注：22年为销量口径，23年为销售入口口径

4.盈利预测与投资建议

我们预计 24-26 年公司的营业收入为 301.35/350.27/407.86 亿元、归母净利润为 13.71/21.41/28.82 亿元，对应 EPS 为 0.68/1.06/1.43 元。

4.1 盈利预测

1、土石方铲运机械：

- 营收：公司土石方铲运机械主要包括挖掘机和装载机，以及平地机、推土机等。24 年国内挖掘机行业销量达 10.05 万台，同比+11.7%，并且在春节影响下，25 年 1 月挖机内销同比基本持平，国内挖掘机销量上行。公司小挖占比较高，展现出显著的 α，23 年国内挖掘机市占率提升至 11.0%，公司有望持续受益挖掘机内销增长。公司装载机市场份额保持领先，其中 23 年、24H1 电动装载机销量同比+67%、+159%，引领装载机电动化趋势。挖机内销增长、海外工程机械需求景气度边际向好以及电动装载机持续扩张，预计 24-26 年公司土石方铲运机械收入为 179.17/214.48/255.79 亿元，同比+12.6%/19.7%/19.3%。
- 毛利率：根据公司半年报数据，24H1 土石方铲运机械毛利率达 26.2%，随着挖掘机内销进入上行周期&海外收入占比提升，24-26 年该板块毛利率有望稳步提升，预计 24-26 年土石方铲运机械板块毛利率为 26.0%/26.8%/27.2%。

2、其他工程机械及零部件：

- 营收：公司该板块业务包括农机、高机、矿山机械、工业车辆等业务。24H1 矿山机械大客户拓展顺利，收入同比+71%；24H1 高机国内销量优于行业 27%，海外销量同比+138%，高机海外放量顺畅；公司大马力拖拉机已经通过适应性验证，预计 25 年开始放量。以上多个业务有望为公司注入新增长活力，预计 24-26 年其他工程机械及零部件板块收入为 93.08/104.73/118.66 亿元，同比+5.5%/12.5%/13.3%。
- 毛利率：根据公司半年报数据，24H1 该业务毛利率为 16.3%，随着矿山机械、大马力拖拉机放量，该板块毛利率有望继续上行，预计 24-26 年该板块毛利率为 17.0%/18.0%/19.0%。

3、预应力机械：

- 营收：通过复盘欧维姆（预应力业务子公司）近十年营收，预应力业务保持稳定增长，周期性较弱，随着新一轮桥梁缆索替换周期到来，将带来一定增量，预计 24-26 年预应力板块收入为 23.21/24.82/26.54 亿元，同比+3.5%/6.9%/6.9%。
- 毛利率：根据公司半年报数据，24H1 该业务毛利率为 25.4%，预应力需求稳定，替换需求支撑下，预计 24-26 年毛利率保持在 25.5%。


图表74：盈利预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	26479.7	27519.1	30134.9	35027.2	40786.4
yoy	-7.7%	3.9%	9.5%	16.2%	16.4%
毛利率	16.8%	20.6%	23.6%	24.4%	25.0%
土石方铲运机械					
收入（百万元）	15558.0	15906.2	17916.6	21447.6	25579.1
yoy	-9.3%	2.2%	12.6%	19.7%	19.3%
毛利率	17.8%	23.4%	26.0%	26.8%	27.2%
其他工程机械及零部件					
收入（百万元）	7881.3	8818.5	9307.5	10473.2	11866.3
yoy	-12.6%	11.9%	5.5%	12.5%	13.3%
毛利率	11.6%	13.0%	17.0%	18.0%	19.0%
预应力机械					
收入（百万元）	2079.3	2243.5	2321.2	2481.5	2653.5
yoy	3.3%	7.9%	3.5%	6.9%	6.9%
毛利率	20.6%	24.8%	25.5%	25.5%	25.5%

来源：公司公告，国金证券研究所

费用率预测：24 年公司大力拓展海外业务，预计销售费用略增，随着公司海外建设逐步深入，未来需要进军欧美等发达地区，销售费用维持较高水平，但在规模效应带动下费用率将缓降，预计 24-26 年销售费用率为 8.6%、8.4%、8.3%。公司持续推动海外建设，24 年管理费用率略增，但考虑到公司坚持事业部、行政部门改革，25、26 年管理费用率有望缓降，预计 24-26 年管理费用为 3.1%/3.0%/2.9%。公司积极推进中大型挖掘机、电动装载机、矿山机械研发，预计 24-26 年研发费用率为 3.4%/3.2%/3.1%。

4.2 投资建议

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 13.71/21.41/28.82 亿元，对应 PE 分别为 16/10/8 倍。我们选取三一重工、中联重科、徐工机械做可比公司，可比公司 24-26 年平均 PE 分别为 18/14/10 倍。考虑到公司国改效果持续释放，挖掘机持续展现 α，24-26 年公司归母净利润增速为 58.0%/56.1%/34.6%，给予公司 2025 年 14 倍 PE，则合理估值为 299.78 亿元、对应目标价 14.85 元，维持“买入”评级。

图表75：可比公司估值

证券代码	股票名称	股价（元）	EPS					PE				
			2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
600031.SH	三一重工	17.36	0.50	0.53	0.72	1.01	1.32	34.51	32.51	24.21	17.22	13.15
000157.SZ	中联重科	7.27	0.27	0.40	0.45	0.59	0.75	27.33	18.00	16.19	12.39	9.64
000425.SZ	徐工机械	8.15	0.37	0.45	0.52	0.66	0.87	13.91	12.11	14.77	11.26	8.55
	平均		0.38	0.46	0.56	0.75	0.98	25.25	20.87	18.39	13.62	10.45
000528.SZ	柳工	11.04	0.31	0.44	0.68	1.06	1.43	35.95	24.82	16.25	10.41	7.73

来源：iFinD，国金证券研究所 注：三一重工、中联重科、徐工机械盈利预测数据来自国金证券研究所；估值日期为 2025.02.17

5. 风险提示

挖掘机国内需求不及预期。2023 年公司挖掘机内销市占率达 11%，若挖掘机国内需求不及预期，或将对公司业绩造成不利影响。

海外市场竞争环境恶劣风险。24H1 公司海外收入占比达 48.0%，收入占比较高，若海外市场竞争加剧，或对公司海外进展产生不利影响，进而影响公司业绩。

原材料上涨风险。公司原材料占营业成本的 80%以上，若原材料价格上涨，或对公司盈利能力产生不利影响。

汇率波动风险。24H1 公司海外收入占比达 48.0%，海外业务部分采用外币结算，若汇率产



生大幅波动，或将对公司利润产生不利影响。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	28,701	26,480	27,519	30,135	35,027	40,786
增长率		-7.7%	3.9%	9.5%	16.2%	16.4%
主营业务成本	-23,686	-22,031	-21,790	-23,032	-26,490	-30,592
%销售收入	82.5%	83.2%	79.2%	76.4%	75.6%	75.0%
毛利	5,015	4,449	5,729	7,103	8,537	10,194
%销售收入	17.5%	16.8%	20.8%	23.6%	24.4%	25.0%
营业税金及附加	-127	-128	-172	-190	-210	-245
%销售收入	0.4%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-2,040	-1,821	-2,251	-2,594	-2,951	-3,380
%销售收入	7.1%	6.9%	8.2%	8.6%	8.4%	8.3%
管理费用	-881	-733	-814	-932	-1,041	-1,172
%销售收入	3.1%	2.8%	3.0%	3.1%	3.0%	2.9%
研发费用	-649	-747	-907	-1,025	-1,137	-1,276
%销售收入	2.3%	2.8%	3.3%	3.4%	3.2%	3.1%
息税前利润 (EBIT)	1,318	1,021	1,586	2,363	3,197	4,121
%销售收入	4.6%	3.9%	5.8%	7.8%	9.1%	10.1%
财务费用	-109	-75	-152	-125	-115	-170
%销售收入	0.4%	0.3%	0.6%	0.4%	0.3%	0.4%
资产减值损失	-410	-567	-786	-650	-557	-476
公允价值变动收益	0	0	6	-7	-5	-5
投资收益	179	80	94	-40	7	8
%税前利润	14.3%	10.1%	7.7%	n.a	0.2%	0.2%
营业利润	1,233	768	1,177	1,841	2,828	3,778
营业利润率	4.3%	2.9%	4.3%	6.1%	8.1%	9.3%
营业外收支	23	22	33	20	20	20
税前利润	1,256	790	1,209	1,861	2,848	3,798
利润率	4.4%	3.0%	4.4%	6.2%	8.1%	9.3%
所得税	-238	-143	-268	-409	-627	-835
所得税率	19.0%	18.1%	22.1%	22.0%	22.0%	22.0%
净利润	1,018	647	942	1,451	2,221	2,962
少数股东损益	22	48	74	80	80	80
归属于母公司的净利润	995	599	868	1,371	2,141	2,882
净利率	3.5%	2.3%	3.2%	4.6%	6.1%	7.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,018	647	942	1,451	2,221	2,962
少数股东损益	22	48	74	80	80	80
非现金支出	940	1,203	1,484	1,383	1,368	1,365
非经营收益	-33	-41	114	255	279	315
营运资金变动	-1,078	-850	-911	-956	-582	-464
经营活动现金净流	846	959	1,629	2,133	3,286	4,178
资本开支	-872	-612	-388	-597	-985	-885
投资	-164	-86	-256	-42	-5	-5
其他	150	219	140	-40	7	8
投资活动现金净流	-886	-478	-504	-679	-983	-882
股权募资	3	89	0	-141	200	0
债权募资	-1,187	389	3,233	-1,700	-262	-572
其他	-1,482	-22	-1,697	-886	-1,157	-1,491
筹资活动现金净流	-2,666	456	1,537	-2,727	-1,220	-2,062
现金净流量	-2,731	937	2,677	-1,272	1,083	1,234

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	6,407	7,235	10,353	9,059	10,128	11,351
应收账款	7,458	9,150	9,919	11,098	11,926	12,509
存货	9,043	7,988	8,482	8,188	8,876	10,026
其他流动资产	5,806	5,130	4,521	3,980	4,064	4,155
流动资产	28,713	29,502	33,275	32,325	34,994	38,041
%总资产	71.0%	69.8%	71.4%	70.2%	71.6%	73.3%
长期投资	4,301	4,177	3,666	3,686	3,686	3,686
固定资产	4,972	5,712	6,706	6,757	6,789	6,647
%总资产	12.3%	13.5%	14.4%	14.7%	13.9%	12.8%
无形资产	1,499	1,742	1,630	1,831	1,976	2,117
非流动资产	11,721	12,756	13,303	13,698	13,872	13,867
%总资产	29.0%	30.2%	28.6%	29.8%	28.4%	26.7%
资产总计	40,433	42,258	46,578	46,024	48,866	51,908
短期借款	6,023	7,337	7,465	5,750	5,488	4,917
应付款项	11,900	12,222	13,019	12,916	14,049	15,433
其他流动负债	1,016	1,928	1,790	2,325	2,609	2,879
流动负债	18,939	21,488	22,274	20,991	22,146	23,229
长期贷款	2,641	1,560	1,257	1,257	1,257	1,257
其他长期负债	2,711	2,035	5,050	5,017	5,139	5,289
负债	24,291	25,083	28,581	27,265	28,542	29,775
普通股股东权益	15,380	15,747	16,532	17,215	18,699	20,429
其中：股本	1,475	1,951	1,951	2,019	2,019	2,019
未分配利润	6,559	6,799	7,541	8,364	9,649	11,378
少数股东权益	762	1,427	1,464	1,544	1,624	1,704
负债股东权益合计	40,433	42,258	46,578	46,024	48,866	51,908

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	0.675	0.307	0.445	0.679	1.060	1.427
每股净资产	10.426	8.055	8.473	8.525	9.261	10.117
每股经营现金净流	0.574	0.490	0.835	1.056	1.627	2.069
每股股利	0.060	0.100	0.230	0.272	0.424	0.571
回报率						
净资产收益率	6.47%	3.81%	5.25%	7.97%	11.45%	14.11%
总资产收益率	2.46%	1.42%	1.86%	2.98%	4.38%	5.55%
投入资本收益率	4.26%	3.19%	4.15%	6.39%	8.28%	10.25%
增长率						
主营业务收入增长率	24.77%	-7.74%	3.93%	9.51%	16.23%	16.44%
EBIT 增长率	-22.05%	-22.54%	55.32%	48.99%	35.33%	28.89%
净利润增长率	-25.24%	-39.79%	44.80%	58.04%	56.13%	34.60%
总资产增长率	18.88%	4.51%	10.22%	-1.19%	6.18%	6.23%
资产管理能力						
应收账款周转天数	69.4	95.4	104.4	114.0	107.0	97.0
存货周转天数	124.2	141.1	137.9	132.0	127.0	125.0
应付账款周转天数	80.4	91.9	97.9	100.0	93.0	88.0
固定资产周转天数	54.7	67.6	81.2	74.4	63.4	53.3
偿债能力						
净负债/股东权益	15.37%	9.87%	6.85%	4.25%	-2.63%	-10.52%
EBIT 利息保障倍数	12.1	13.6	10.4	18.8	27.8	24.2
资产负债率	60.08%	59.36%	61.36%	59.24%	58.41%	57.36%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	10	21	34	83
增持	0	1	1	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.09	1.05	1.06	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究