

三一重工(600031)

报告日期: 2025 年 03 月 09 日

## 工程机械海外国内共振向上，中国龙头迈向全球业绩弹性大

### ——三一重工点评报告

#### 核心逻辑

##### 1. 一句话逻辑

工程机械行业海外国内共振向上，中国工程机械龙头迈向全球，公司挖掘机占比大，为业绩弹性最大标的之一。

##### 2. 超预期逻辑

**1) 市场认为：**房地产需求预期不足，同时担心基建资金到位情况不及预期，开工率持续承压，挖机终端需求仍然较淡，销量增长动力不足，2025 年行业整体或仍承压，公司增长动能不足。

**2) 我们认为：**工程机械行业景气回升，公司为业绩弹性最大标的之一

##### ①公司层面：

**公司挖机收入占比高，行业上行周期弹性充足：**2024H1 公司挖掘机械收入占比为 39%，在国内主要主机厂中仅次于柳工（62%），高于徐工（28%）、中联（14%），有望受益于行业上行周期，业绩弹性充足。

**拟在香港联交所上市，推进公司全球化战略：**2月18日晚，公司公布关于筹划公司在香港联合交易所有限公司上市的提示性公告，彰显了公司对未来发展的信心，是公司深入推进全球化战略、加强与境外资本市场对接的重要举措，有望进一步提升公司治理的透明度和规范化水平。

##### ②行业层面：

**工程机械行业筑底向上：**2025 年 2 月，我国挖机主要制造企业共销售各类挖机 19270 台，同比增长 53%。其中国内销量 11640 台，同比增长 99%；出口量 7630 台，同比增长 13%。2025 年 1-2 月共销售挖机 31782 台，同比增长 27%；其中国内销量 17045 台，同比增长 51%；出口量 14737 台，同比增长 7%。**国内工程机械市场进入提速升温节奏，挖机内销数据有望持续超预期。**

**俄乌停战预期升温：**乌方 2 月 23 日称，希望在未来重建等方面得到中国的帮助。我们认为俄乌停战后的重建需求有望带动工程机械海外需求，龙头公司有望充分受益。

**行业价格战有望趋缓：**云南惠友柳工发布通知，2 月 13 日起，履带式挖掘机：20 吨以下上调 1 万元；20 吨-50 吨上调 2 万；50 吨以上上调 3 万元。临工代理商反馈 10t 以下小挖产品每台上涨 5000 元。其他行业主要龙头公司有望陆续跟进提价，挖机价格战有望趋缓，主机厂盈利能力提升。

##### 3. 检验与催化

**1) 检验的指标：**挖机单月销量；挖机出口销量；挖机开工率；国内房地产、基建投资、新开工情况；公司毛利率、净利率。

**2) 可能催化剂：**国内地产、基建投资企稳，挖机内销超预期；国际化业务加速，挖机外销超预期；经营活力释放，盈利能力提升；电动化产品快速渗透等。

##### 4. 研究的价值

##### 1) 与众不同的认识：

**市场担心**房地产需求、基建资金到位情况仍不及预期，工程机械行业上行动力有限。**我们认为** 2025 年工程机械行业拐点渐现，而公司在国内主要主机厂中挖机收入占比较高，在行业上行周期业绩弹性大。

**2) 与前不同的认识：**公司经营质量改善明显，全球化、低碳化、数智化战略稳步推进

**2024Q1-3 公司盈利能力同比提升，现金流大幅改善：**2024Q1-3 公司实现营收 584 亿元，同比增长 4%；实现归母净利润 49 亿元，同比增长 20%；实现经营性现金

#### 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：何家恺

执业证书号：S1230523080007

hejiakai@stocke.com.cn

分析师：胡飘

执业证书号：S1230524040006

hupiao@stocke.com.cn

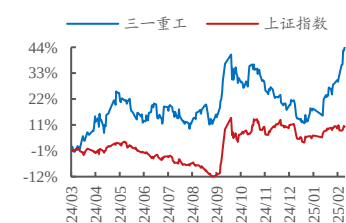
研究助理：蒋逸

jiangyi01@stocke.com.cn

#### 基本数据

|          |            |
|----------|------------|
| 收盘价      | ¥19.86     |
| 总市值(百万元) | 168,313.06 |
| 总股本(百万股) | 8,474.98   |

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《拟在香港联交所上市，全球化步伐加速迈进》2025.02.19
- 《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》2025.01.09
- 《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

流 124 亿元，同比增长 145%。2024Q1-3 公司净利率为 8.6%，同比提升 1.1pct；加权 ROE 为 7.0%，同比提升 1.0pct。

**全球化战略持续推进，国际化收入占比稳步提升：**2024H1 公司实现国际化收入 235 亿元，同比增长 4.8%；收入占比为 62%，较 2023 年同期提升 2.1pct，较 2023 全年提升 1.7pct。2024 年 1-8 月，公司在单非洲市场的销售额达 35 亿元，同比增长超 60%；设备保有量超 2.3 万台，在中国工程机械企业中排名第一。

**多款电动产品市场份额第一，低碳化成效显著。**其中电动搅拌车、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。

**积极推进数字化转型，降本增效，人均创收整体提升。**

## 5. 盈利预测与估值

预计公司 2024-2026 年收入为 782、944、1156 亿元，同比增长 6%、21%、22%；归母净利润为 58、85、110 亿元，同比增长 28%、46%、30%，23-26 年复合增速为 34%，对应 24-26 年 PE 为 29、20、15 倍，维持“买入”评级。

## 6. 风险提示

1) 地产、基建投资及开工不及预期；2) 海外出口不及预期。

## 财务摘要

| (百万元)     | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入      | 74019  | 78194  | 94397  | 115568 |
| (+/-) (%) | -8.44% | 5.64%  | 20.72% | 22.43% |
| 归母净利润     | 4527   | 5800   | 8484   | 11011  |
| (+/-) (%) | 5.53%  | 28.11% | 46.28% | 29.78% |
| 每股收益(元)   | 0.53   | 0.68   | 1.00   | 1.30   |
| P/E       | 37.18  | 29.02  | 19.84  | 15.29  |
| ROE       | 6.70%  | 8.03%  | 10.66% | 12.30% |

资料来源：浙商证券研究所

图1：重点公司估值表（数据截至 2025.3.7）

| 工程机械行业重点公司估值表（数据更新至2025年3月7日） |       |            |           |                       |                        |                        |            |            |            |                |                   |
|-------------------------------|-------|------------|-----------|-----------------------|------------------------|------------------------|------------|------------|------------|----------------|-------------------|
| 代码                            | 公司    | 市值<br>(亿元) | 股价<br>(元) | 2023<br>归母净利润<br>(亿元) | 2024E<br>归母净利润<br>(亿元) | 2025E<br>归母净利润<br>(亿元) | 2023<br>PE | 2024<br>PE | 2025<br>PE | PB<br>(LF/MRQ) | ROE（平均）<br>(2023) |
| 600031.SH                     | *三一重工 | 1683       | 19.86     | 45.3                  | 58.0                   | 84.8                   | 37         | 29         | 20         | 2.4            | 7%                |
| 601100.SH                     | *恒立液压 | 1274       | 95.00     | 25.0                  | 26.1                   | 28.3                   | 51         | 49         | 45         | 8.5            | 19%               |
| 000425.SZ                     | *徐工机械 | 1123       | 9.50      | 53.3                  | 61.9                   | 77.8                   | 21         | 18         | 14         | 1.9            | 10%               |
| 000157.SZ                     | *中联重科 | 719        | 8.28      | 35.1                  | 39.1                   | 51.8                   | 20         | 18         | 14         | 1.3            | 6%                |
| 000528.SZ                     | *柳工   | 262        | 12.99     | 8.7                   | 13.7                   | 20.1                   | 30         | 19         | 13         | 1.5            | 5%                |
| 000680.SZ                     | *山推股份 | 158        | 10.54     | 7.7                   | 10.2                   | 14.5                   | 21         | 15         | 11         | 2.6            | 15%               |

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：\*为浙商证券研究所覆盖股票，24、25 年归母净利润采用浙商证券研究所预测值

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

| (百万元)          | 2023   | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>流动资产</b>    | 97633  | 109919 | 127038 | 149242 |
| 现金             | 18072  | 39420  | 49250  | 61656  |
| 交易性金融资产        | 10849  | 10849  | 10849  | 10849  |
| 应收账款           | 24471  | 19512  | 23141  | 27903  |
| 其它应收款          | 3011   | 2512   | 3403   | 4193   |
| 预付账款           | 752    | 761    | 997    | 1151   |
| 存货             | 19768  | 15650  | 18636  | 22594  |
| 其他             | 20712  | 21215  | 20760  | 20896  |
| <b>非流动资产</b>   | 53569  | 52267  | 52293  | 51001  |
| 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  | 21703  | 21348  |
| <b>资产总计</b>    | 151202 | 162186 | 179331 | 200244 |
| <b>流动负债</b>    | 54415  | 59527  | 67240  | 76106  |
| 短期借款           | 4116   | 4811   | 4489   | 4472   |
| 应付款项           | 22693  | 26269  | 31283  | 37926  |
| 预收账款           | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他             | 27607  | 28446  | 31469  | 33708  |
| <b>非流动负债</b>   | 27614  | 27381  | 28181  | 29025  |
| 长期借款           | 23556  | 24056  | 24556  | 25356  |
| 其他             | 4059   | 3325   | 3625   | 3670   |
| <b>负债合计</b>    | 82029  | 86908  | 95421  | 105131 |
| 少数股东权益         | 1133   | 1234   | 1381   | 1572   |
| 归属母公司股东权       | 68040  | 74045  | 82529  | 93540  |
| <b>负债和股东权益</b> | 151202 | 162186 | 179331 | 200244 |

### 现金流量表

| (百万元)          | 2023    | 2024E | 2025E  | 2026E  |
|----------------|---------|-------|--------|--------|
| <b>经营活动现金流</b> | 13363   | 21450 | 11392  | 13143  |
| 净利润            | 4606    | 5901  | 8632   | 11202  |
| 折旧摊销           | 2901    | 1854  | 1910   | 1967   |
| 财务费用           | (463)   | 936   | 674    | 572    |
| 投资损失           | 177     | (284) | (54)   | (169)  |
| 营运资金变动         | (11508) | 9620  | 2584   | 2549   |
| 其它             | 17649   | 3423  | (2354) | (2978) |
| <b>投资活动现金流</b> | (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)  |
| <b>筹资活动现金流</b> | (2452)  | 841   | (579)  | 141    |
| 短期借款           | (424)   | 696   | (322)  | (17)   |
| 长期借款           | 1931    | 500   | 500    | 800    |
| 其他             | (3959)  | (354) | (756)  | (642)  |
| <b>现金净增加额</b>  | (339)   | 21348 | 9831   | 12406  |

### 利润表

| (百万元)           | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E  |
|-----------------|-------|-------|-------|--------|
| <b>营业收入</b>     | 74019 | 78194 | 94397 | 115568 |
| 营业成本            | 52935 | 55892 | 66559 | 80694  |
| 营业税金及附加         | 424   | 352   | 425   | 520    |
| 营业费用            | 6218  | 6646  | 7741  | 9361   |
| 管理费用            | 2651  | 2768  | 2832  | 3583   |
| 研发费用            | 5865  | 5536  | 6608  | 8321   |
| 财务费用            | (463) | 936   | 674   | 572    |
| 资产减值损失          | 1258  | 391   | 472   | 578    |
| 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    |
| <b>营业利润</b>     | 5343  | 6837  | 9994  | 12957  |
| 营业外收支           | (26)  | (25)  | (31)  | (28)   |
| <b>利润总额</b>     | 5317  | 6811  | 9963  | 12930  |
| 所得税             | 710   | 910   | 1331  | 1728   |
| <b>净利润</b>      | 4606  | 5901  | 8632  | 11202  |
| 少数股东损益          | 79    | 101   | 147   | 191    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 4527  | 5800  | 8484  | 11011  |
| EBITDA          | 9566  | 9994  | 13008 | 15895  |
| EPS（最新摊薄）       | 0.53  | 0.68  | 1.00  | 1.30   |

### 主要财务比率

|                | 2023   | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |        |        |        |        |
| 营业收入           | -8.44% | 5.64%  | 20.72% | 22.43% |
| 营业利润           | 12.06% | 27.96% | 46.19% | 29.65% |
| 归属母公司净利润       | 5.53%  | 28.11% | 46.28% | 29.78% |
| <b>获利能力</b>    |        |        |        |        |
| 毛利率            | 28.48% | 28.52% | 29.49% | 30.18% |
| 净利率            | 6.22%  | 7.55%  | 9.14%  | 9.69%  |
| ROE            | 6.70%  | 8.03%  | 10.66% | 12.30% |
| ROIC           | 5.88%  | 6.69%  | 8.43%  | 9.59%  |
| <b>偿债能力</b>    |        |        |        |        |
| 资产负债率          | 54.25% | 53.59% | 53.21% | 52.50% |
| 净负债比率          | 35.95% | 35.66% | 32.55% | 30.26% |
| 流动比率           | 1.79   | 1.85   | 1.89   | 1.96   |
| 速动比率           | 1.43   | 1.58   | 1.61   | 1.66   |
| <b>营运能力</b>    |        |        |        |        |
| 总资产周转率         | 0.48   | 0.50   | 0.55   | 0.61   |
| 应收账款周转率        | 3.01   | 3.58   | 4.38   | 4.40   |
| 应付账款周转率        | 2.84   | 3.42   | 4.03   | 4.06   |
| <b>每股指标(元)</b> |        |        |        |        |
| 每股收益           | 0.53   | 0.68   | 1.00   | 1.30   |
| 每股经营现金         | 1.58   | 2.53   | 1.34   | 1.55   |
| 每股净资产          | 8.02   | 8.74   | 9.74   | 11.04  |
| <b>估值比率</b>    |        |        |        |        |
| P/E            | 37.18  | 29.02  | 19.84  | 15.29  |
| P/B            | 2.48   | 2.27   | 2.04   | 1.80   |
| EV/EBITDA      | 12.46  | 15.08  | 10.85  | 8.16   |

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>