

工程机械：内需筑底，海外可期；龙头各显神通

——工程机械行业龙头比较研究

行业评级：看好（维持）

2024年3月21日

分析师 邱世梁
邮箱 qiushiliang@stocke.com.cn
电话 18516256639
证书编号 S1230520050001

分析师 王华君
邮箱 wanghuajun@stocke.com.cn
电话 18610723118
证书编号 S1230520080005

研究助理 胡飘
邮箱 hupiao@stocke.com.cn
电话 13886125652

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

工程机械：内需筑底，海外可期；龙头各显神通

1、行业：2024年内需筑底，海外可期；期待海外市占率提升、2025年开始国内新一轮更新需求逐步启动

2023年在出口拉动下，工程机械龙头业绩开始拐点向上；2024年预计内需筑底，海外可期。期待2025开启5年左右的国内更换周期+海外持续提升的上行周期，中国工程机械龙头凭借综合性价比优势，逐步迈向全球龙头。

(1) 国内周期筑底：基于挖机8-10年更新高峰期，2024年国内挖机更新需求见底，且以更新需求为主，叠加海外较高增速，挖机行业销量见底。起重机、混凝土机械由于基数、下游应用领域中结构性景气表现好于挖机。

(2) 内需预期边际改善。国家稳增长预期不断加强，增发2023年国债1万亿元有望拉动基建需求；大规模设备更换有助于工程机械国四标准等新机销售。2024年国内挖机销量有望筑底，起重机、混凝土机械表现好于挖机。

(3) 海外市占率提升。龙头企业海外挖机市占率总体偏低，在前期大力布局的基础上，海外具备实现较快增长的潜力。

2、龙头：各显神通，徐工机械具较好性价比，三一重工未来上行周期弹性大，柳工、中联重科业绩增速相对较快

三一重工：挖机占比最高，挖机上行周期中弹性最强标的，风险管控严格，2024年降本控费提升盈利能力，未来弹性大

徐工机械：收入和利润规模最大，2022-2023年ROE在三大主机厂中领先；应收账款等风险敞口逐步改善

中联重科：挖机板块补强，产品结构性优势显著，2023H1公司海外收入同比增长约115%，中东地区、俄语区成果显著

柳工：装载机国内份额第一，挖机市占率提升、出口收入快速增长，国企改革释放红利，盈利能力提升

山推股份：国内推土机市占率60%，大马力推土机叠加俄罗斯等出口快速增长

3、推荐：徐工机械、三一重工、中联重科、柳工、关注：山推股份

4、**催化剂**：1) 挖机国内销量拐点显现、出口销量超预期；2) 国内房地产、基建投资，新开工向上，政策利好；3) 挖机开工景气度持续上行；4) 行业龙头成本费用管控见成效；5) 电动化产品快速渗透

5、**风险提示**：1) 地产基建投资不及预期；2) 海外市场拓展不及预期；3) 汇率波动风险；4) 海外贸易摩擦风险

盈利预测与估值

	2022年A	2023年E	2024年E	2025年E	2022-2025年	2022年A	2023年E	2024年E	2025年E	2022-2025年
	营业收入 (亿元)				CAGR	归母净利润 (亿元)				CAGR
三一重工*	808.2	755.6	855.4	1042.3	9%	42.7	47.2	61.5	83.6	25%
中联重科*	416.3	469.2	556.6	683.7	18%	23.1	35.2	45.3	60.2	38%
徐工机械*	938.2	939.4	1043.4	1203.3	9%	43.1	56.2	69.7	84.2	25%
柳工*	264.8	275.4	300.3	350.1	10%	6.0	9.0	13.0	19.1	47%
山推股份	100.0	105.7	115.5	128.8	9%	6.3	7.3	8.0	9.0	13%
	营业收入同比					归母净利润同比				
三一重工*	-24%	-7%	13%	22%		-64%	10%	30%	36%	
中联重科*	-38%	13%	19%	23%		-63%	52%	29%	33%	
徐工机械*	-20%	0%	11%	15%		-48%	30%	24%	21%	
柳工*	-8%	4%	9%	17%		-40%	50%	44%	46%	
山推股份	9%	6%	9%	12%		289%	16%	10%	13%	
	净利率					ROE				
三一重工*	5.50%	6.44%	7.41%	8.27%		6.5%	6.9%	8.3%	10.2%	
中联重科*	5.73%	7.57%	8.23%	8.90%		4.0%	5.9%	7.0%	8.6%	
徐工机械*	4.58%	5.99%	6.69%	7.00%		8.1%	9.9%	11.2%	12.2%	
柳工*	2.44%	3.59%	4.08%	4.25%		9.4%	5.6%	6.8%	7.7%	
山推股份	6.4%	6.9%	7.0%	7.1%		12.9%	12.5%	12.2%	12.3%	

	市值 (亿元)	PS				PE				PB
		2022年A	2023年E	2024年E	2025年E	2022年A	2023年E	2024年E	2025年E	MQR (2023Q3)
三一重工*	1,195	1.5	1.6	1.4	1.1	28.0	25.3	19.4	14.3	1.76
中联重科*	674	1.6	1.4	1.2	1.0	29.2	19.2	14.9	11.2	1.25
徐工机械*	705	0.8	0.8	0.7	0.6	16.4	12.6	10.1	8.4	1.27
柳工*	160	0.6	0.6	0.5	0.5	26.8	17.8	12.3	8.4	0.98
山推股份	101	1.0	1.0	0.9	0.8	16.0	13.9	12.6	11.2	1.91

目录

CONTENTS

01

历史复盘：龙头变化趋势较一致，
整体与行业周期较同步

02

业务结构：龙头公司业绩结构差异较大，
相对优势各异

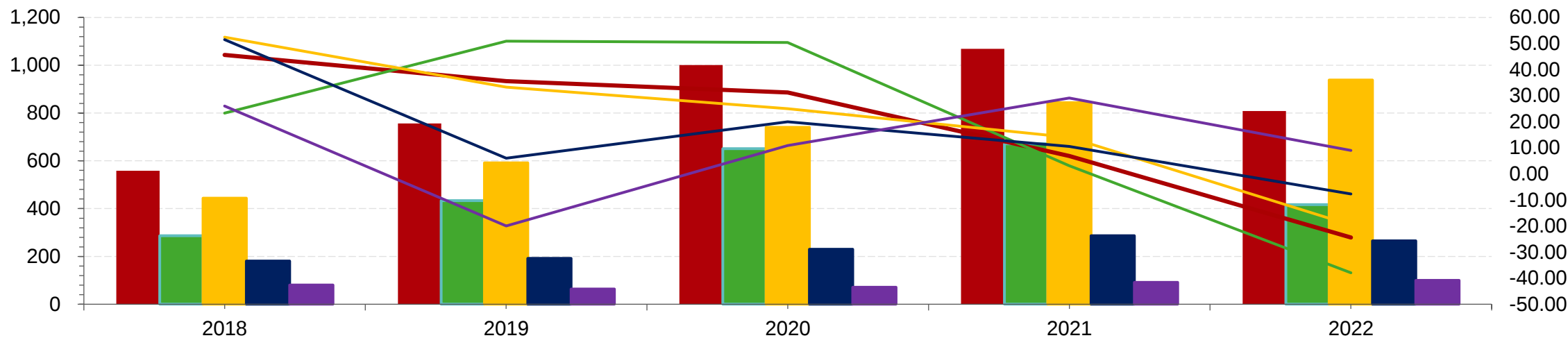
03

投资建议：持续聚焦行业龙头公司

01

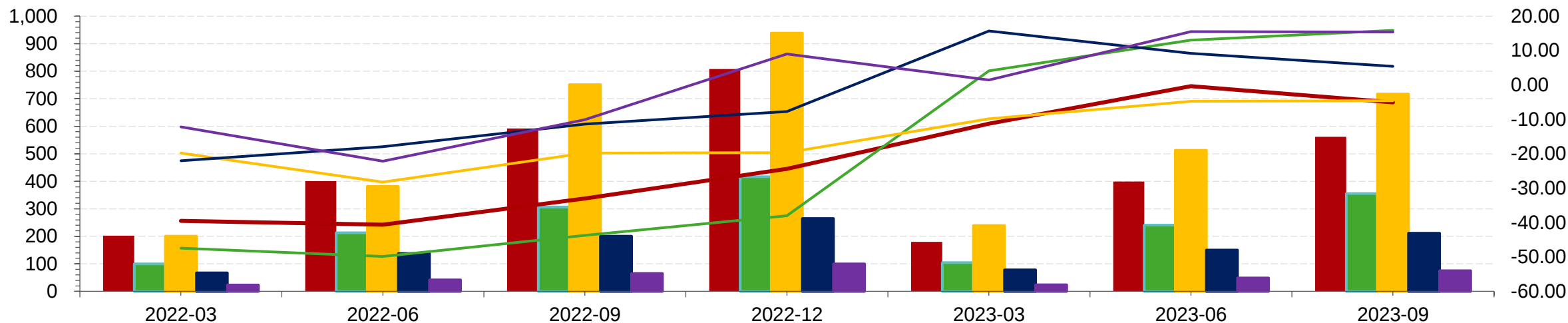
历史复盘：龙头变化趋势较一致，整体与行业周期较同步

营收（年度）：2022年徐工机械重组后收入规模跃居第一



	2018	2019	2020	2021	2022
三一重工-营业总收入(亿元)	558.22	756.66	1000.54	1068.73	808.22
中联重科-营业总收入(亿元)	286.97	433.07	651.09	671.31	416.31
徐工机械-营业总收入(亿元)	444.10	591.76	739.68	843.28	938.17
柳工-营业总收入(亿元)	180.85	191.77	230.03	287.01	264.80
山推股份-营业总收入(亿元)	80.02	64.03	70.98	91.60	99.98
三一重工-营业总收入同比(%)	45.61	35.55	31.25	6.82	-24.38
中联重科-营业总收入同比(%)	23.30	50.92	50.34	3.11	-37.98
徐工机械-营业总收入同比(%)	52.45	33.25	25.00	14.01	-19.67
柳工-营业总收入同比(%)	51.48	6.04	19.95	10.48	-7.74
山推股份-营业总收入同比(%)	26.00	-19.98	10.85	29.05	9.02

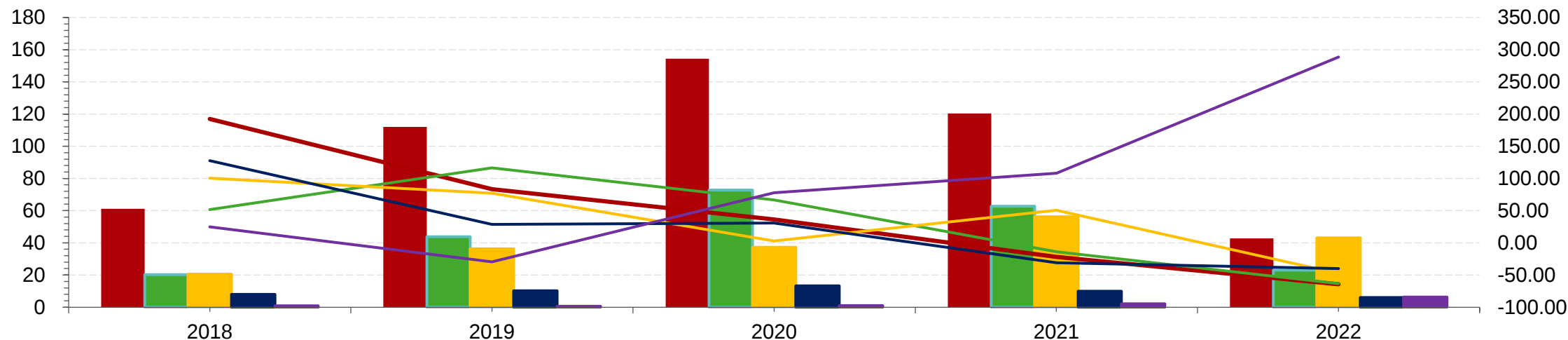
三一重工-营业总收入(亿元) 中联重科-营业总收入(亿元) 徐工机械-营业总收入(亿元) 柳工-营业总收入(亿元)
 山推股份-营业总收入(亿元) 三一重工-营业总收入同比(%) 中联重科-营业总收入同比(%) 徐工机械-营业总收入同比(%)
 柳工-营业总收入同比(%) 山推股份-营业总收入同比(%)



	2022-03	2022-06	2022-09	2022-12	2023-03	2023-06	2023-09
三一重工-营业总收入(亿元)	202.78	400.72	591.65	808.22	179.97	399.15	561.36
中联重科-营业总收入(亿元)	100.12	212.99	306.49	416.31	104.26	240.75	355.14
徐工机械-营业总收入(亿元)	200.34	382.04	751.10	938.17	238.93	512.78	716.70
柳工-营业总收入(亿元)	67.36	137.67	200.34	264.80	77.92	150.36	211.14
山推股份-营业总收入(亿元)	23.39	42.10	65.26	99.98	23.72	48.64	75.29
三一重工-营业总收入同比(%)	-39.49	-40.63	-32.98	-24.38	-11.25	-0.33	-5.08
中联重科-营业总收入同比(%)	-47.44	-49.82	-43.69	-37.98	4.13	13.03	15.87
徐工机械-营业总收入同比(%)	-19.79	-28.23	-19.82	-19.67	-9.81	-4.78	-4.58
柳工-营业总收入同比(%)	-22.06	-17.97	-11.38	-7.74	15.69	9.22	5.39
山推股份-营业总收入同比(%)	-12.19	-22.14	-10.07	9.02	1.42	15.52	15.37

■ 三一重工-营业总收入(亿元)
 ■ 中联重科-营业总收入(亿元)
 ■ 徐工机械-营业总收入(亿元)
 ■ 柳工-营业总收入(亿元)
 ■ 山推股份-营业总收入(亿元)

— 三一重工-营业总收入同比(%)
 — 中联重科-营业总收入同比(%)
 — 徐工机械-营业总收入同比(%)
 — 柳工-营业总收入同比(%)
 — 山推股份-营业总收入同比(%)



	2018	2019	2020	2021	2022
三一重工-归母净利润(亿元)	61.16	112.07	154.31	120.33	42.73
中联重科-归母净利润(亿元)	20.20	43.71	72.81	62.70	23.06
徐工机械-归母净利润(亿元)	20.46	36.21	37.29	56.15	43.07
柳工-归母净利润(亿元)	7.90	10.17	13.31	9.95	5.99
山推股份-归母净利润(亿元)	0.80	0.57	1.01	2.09	6.32
三一重工-归母净利润同比(%)	192.33	83.23	36.25	-22.04	-64.49
中联重科-归母净利润同比(%)	51.65	116.42	66.55	-13.88	-63.22
徐工机械-归母净利润同比(%)	100.44	76.98	2.99	50.57	-47.53
柳工-归母净利润同比(%)	127.70	28.74	30.87	-30.90	-39.90
山推股份-归母净利润同比(%)	24.91	-29.61	77.87	107.91	288.55

三一重工-归母净利润(亿元)

中联重科-归母净利润(亿元)

徐工机械-归母净利润(亿元)

柳工-归母净利润(亿元)

山推股份-归母净利润(亿元)

三一重工-归母净利润同比(%)

中联重科-归母净利润同比(%)

徐工机械-归母净利润同比(%)

柳工-归母净利润同比(%)

山推股份-归母净利润同比(%)

注：2022年山推股份非经常损

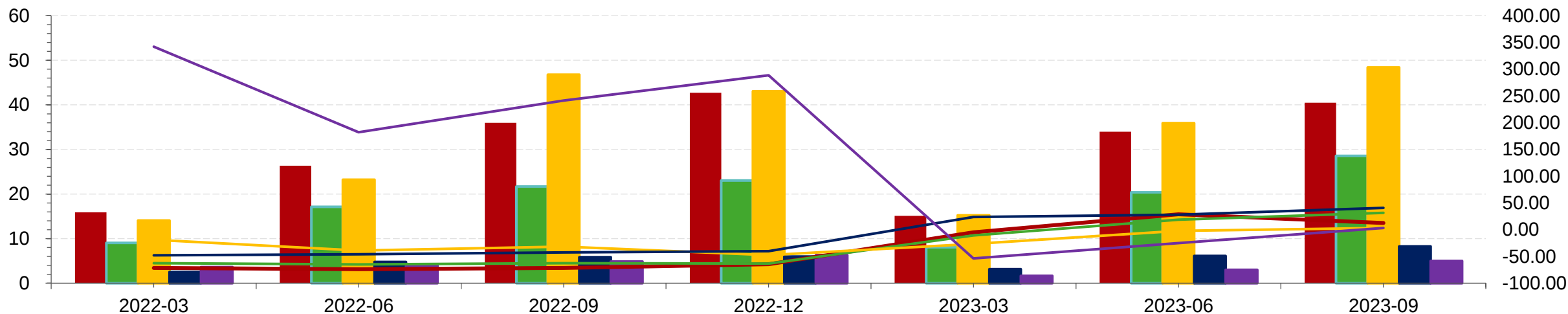
更多免费行业报告

并购家

www.ipoipo.cn

长16.5% 来源：

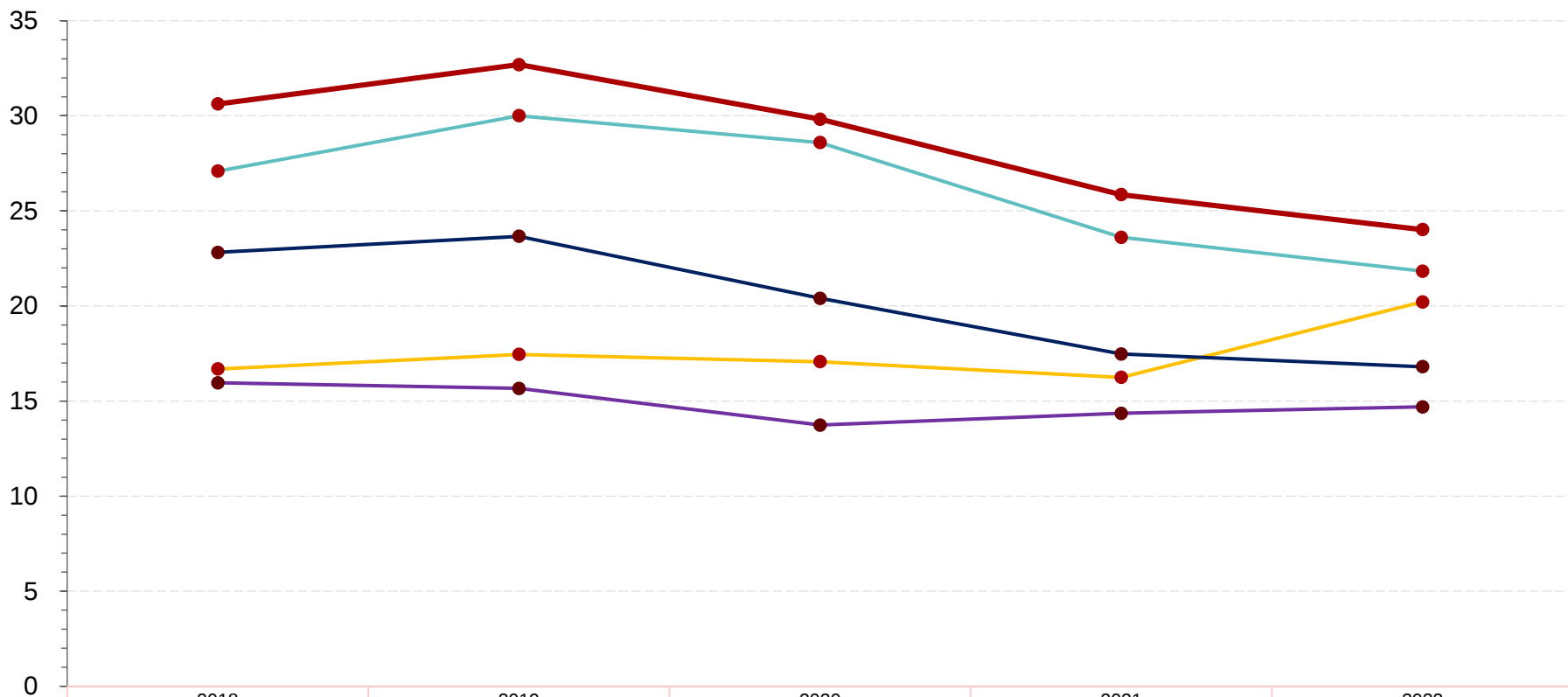
，浙商证券研究所



	2022-03	2022-06	2022-09	2022-12	2023-03	2023-06	2023-09
三一重工-归母净利润(亿元)	15.90	26.34	35.97	42.73	15.12	34.00	40.48
中联重科-归母净利润(亿元)	9.06	17.16	21.69	23.06	8.10	20.40	28.55
徐工机械-归母净利润(亿元)	14.05	23.21	46.76	43.07	15.23	35.89	48.39
柳工-归母净利润(亿元)	2.55	4.79	5.86	5.99	3.15	6.14	8.26
山推股份-归母净利润(亿元)	3.64	4.02	4.86	6.32	1.69	3.02	5.03
三一重工-归母净利润同比(%)	-71.29	-73.85	-71.38	-64.49	-4.92	29.07	12.51
中联重科-归母净利润同比(%)	-62.48	-64.62	-62.29	-63.22	-10.63	18.90	31.65
徐工机械-归母净利润同比(%)	-18.61	-38.98	-31.33	-47.53	-26.38	-2.10	3.50
柳工-归母净利润同比(%)	-47.79	-45.71	-42.45	-39.90	23.73	28.05	41.00
山推股份-归母净利润同比(%)	342.05	182.13	241.54	288.55	-53.61	-24.82	3.34

三一重工-归母净利润(亿元) 中联重科-归母净利润(亿元) 徐工机械-归母净利润(亿元) 柳工-归母净利润(亿元) 山推股份-归母净利润(亿元)

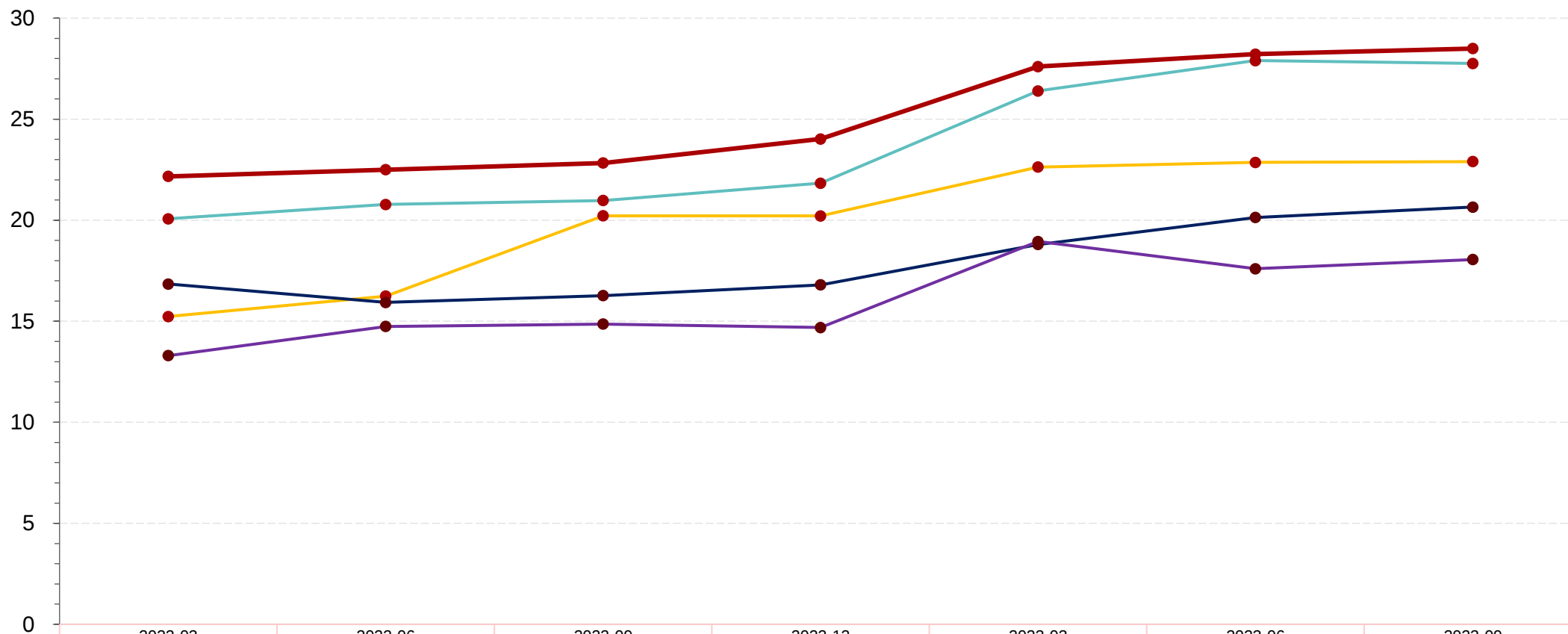
三一重工-归母净利润同比(%) 中联重科-归母净利润同比(%) 徐工机械-归母净利润同比(%) 柳工-归母净利润同比(%) 山推股份-归母净利润同比(%)



	2018	2019	2020	2021	2022
山推股份-毛利率(%)	15.96	15.66	13.73	14.35	14.69
三一重工-毛利率(%)	30.62	32.69	29.82	25.85	24.02
中联重科-毛利率(%)	27.09	30.00	28.59	23.61	21.83
徐工机械-毛利率(%)	16.69	17.45	17.07	16.24	20.21
柳工-毛利率(%)	22.81	23.66	20.40	17.47	16.80

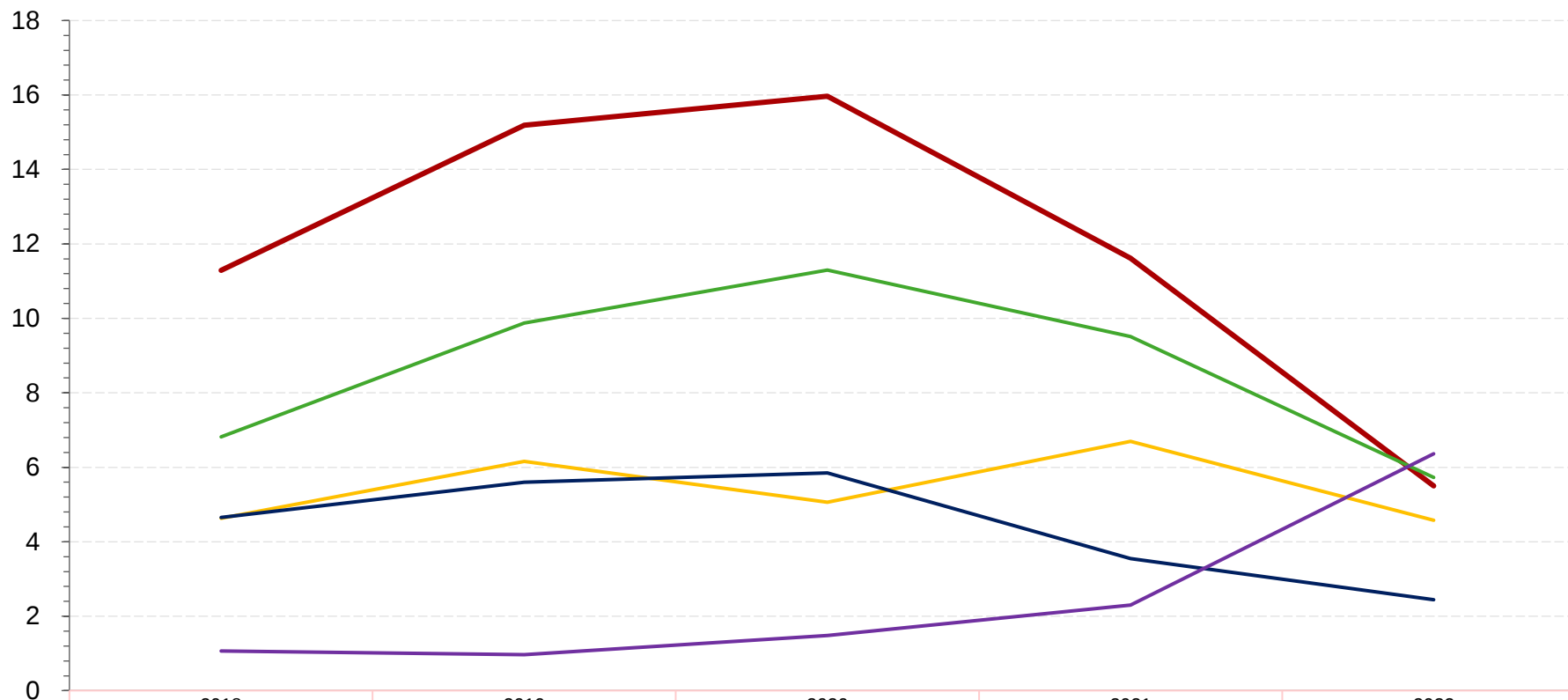
● 山推股份-毛利率(%)
● 三一重工-毛利率(%)
● 中联重科-毛利率(%)
● 徐工机械-毛利率(%)
● 柳工-毛利率(%)

毛利率（季度）：2023年前三季度毛利率均改善明显



	2022-03	2022-06	2022-09	2022-12	2023-03	2023-06	2023-09
三一重工-毛利率(%)	22.17	22.50	22.83	24.02	27.60	28.21	28.50
中联重科-毛利率(%)	20.07	20.78	20.97	21.83	26.39	27.90	27.76
徐工机械-毛利率(%)	15.24	16.25	20.22	20.21	22.63	22.86	22.90
柳工-毛利率(%)	16.84	15.93	16.27	16.80	18.80	20.14	20.65
山推股份-毛利率(%)	13.30	14.74	14.86	14.69	18.95	17.60	18.05

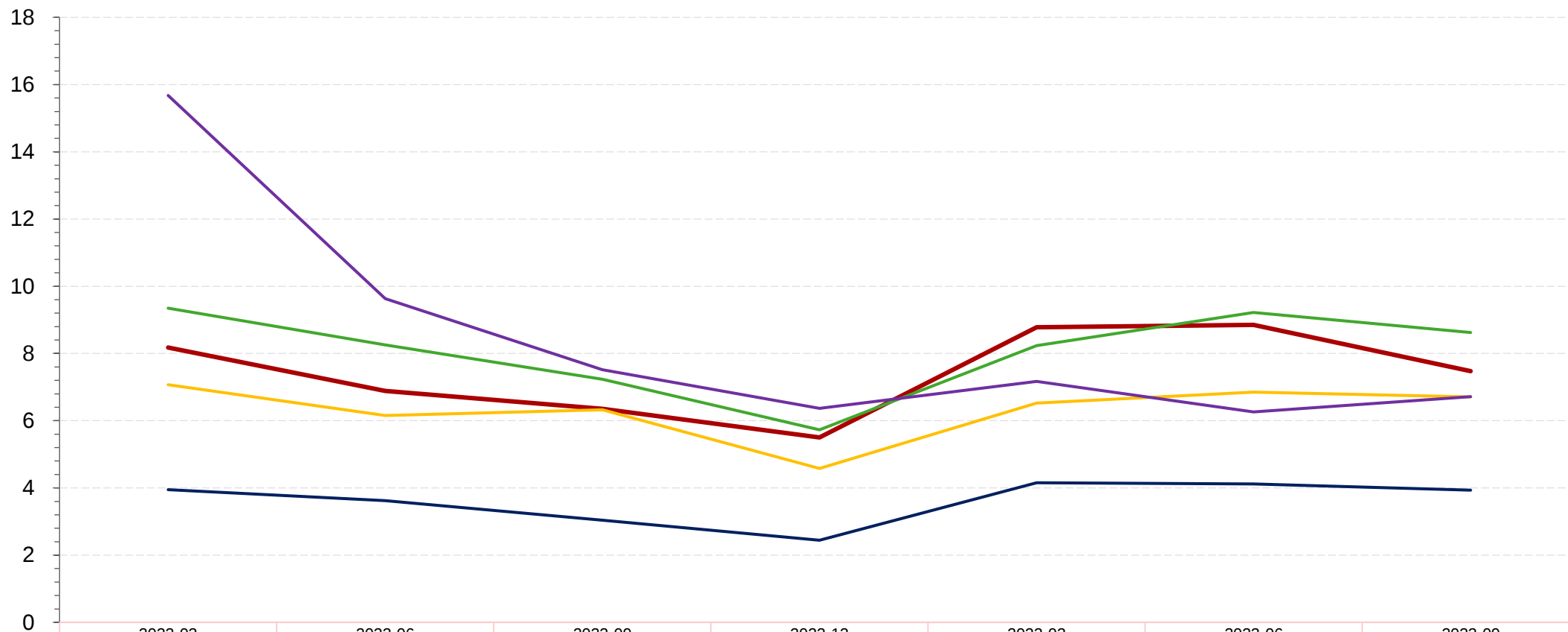
三一重工-毛利率(%) 中联重科-毛利率(%) 徐工机械-毛利率(%) 柳工-毛利率(%) 山推股份-毛利率(%)



	2018	2019	2020	2021	2022
三一重工-净利率(%)	11.29	15.19	15.97	11.62	5.50
中联重科-净利率(%)	6.82	9.87	11.30	9.51	5.73
徐工机械-净利率(%)	4.63	6.16	5.06	6.70	4.58
柳工-净利率(%)	4.65	5.60	5.85	3.55	2.44
山推股份-净利率(%)	1.06	0.97	1.48	2.30	6.36

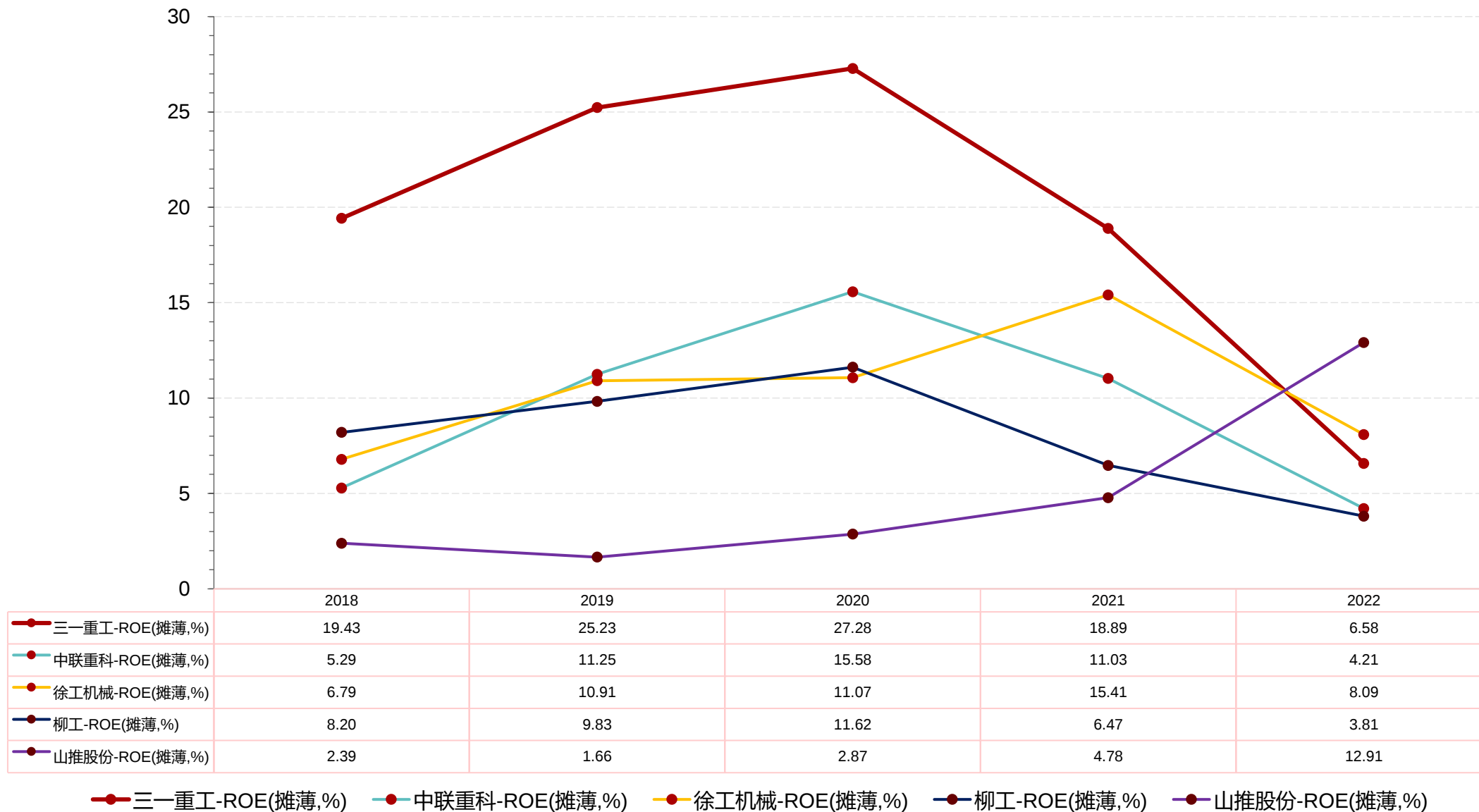
三一重工-净利率(%) 中联重科-净利率(%) 徐工机械-净利率(%) 柳工-净利率(%) 山推股份-净利率(%)

08 净利率（季度）：2023年前三季度净利率均提升显著

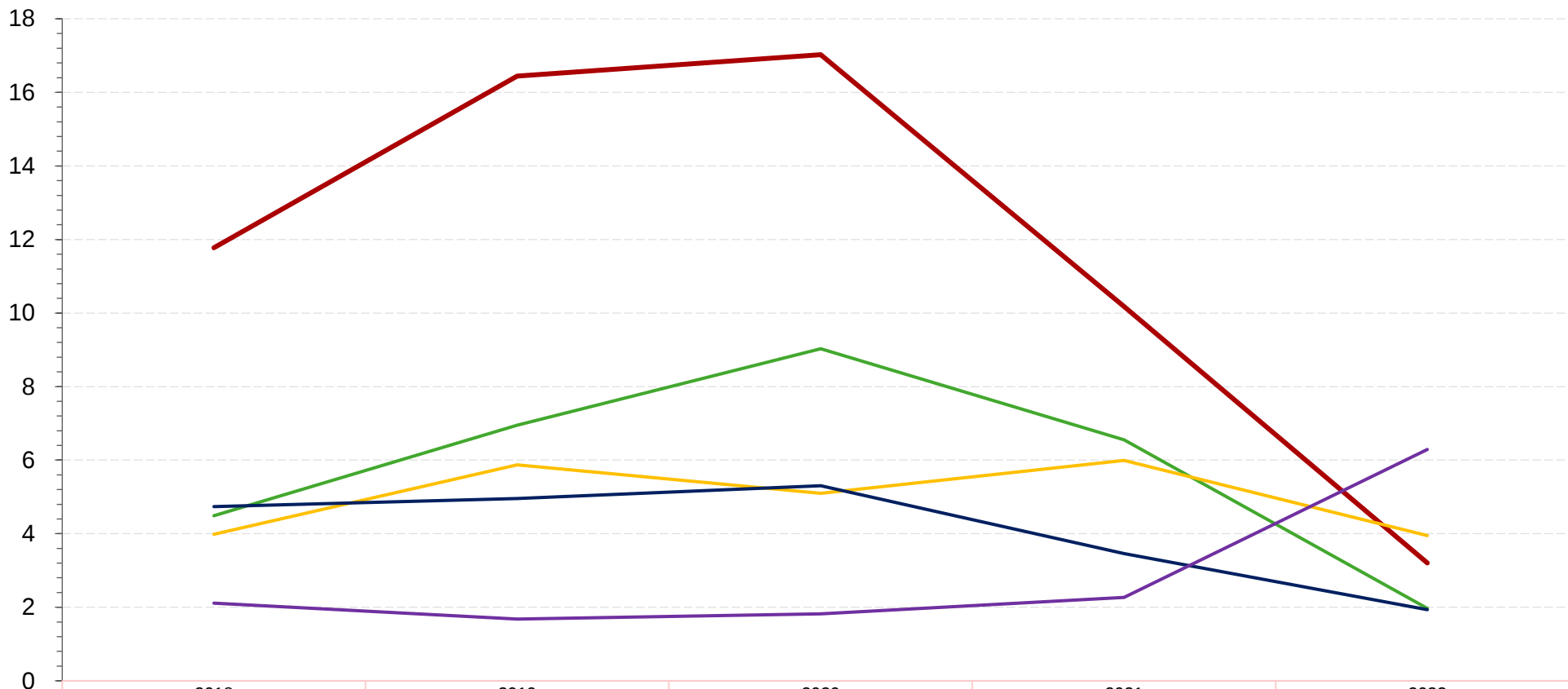


	2022-03	2022-06	2022-09	2022-12	2023-03	2023-06	2023-09
三一重工-净利率(%)	8.18	6.88	6.35	5.50	8.78	8.85	7.47
中联重科-净利率(%)	9.35	8.26	7.23	5.73	8.24	9.22	8.62
徐工机械-净利率(%)	7.07	6.16	6.32	4.58	6.52	6.85	6.71
柳工-净利率(%)	3.95	3.62	3.04	2.44	4.16	4.12	3.94
山推股份-净利率(%)	15.68	9.63	7.51	6.36	7.17	6.26	6.72

三一重工-净利率(%) 中联重科-净利率(%) 徐工机械-净利率(%) 柳工-净利率(%) 山推股份-净利率(%)



ROA（年度）：行业承压期，除山推外，均有不同程度下滑



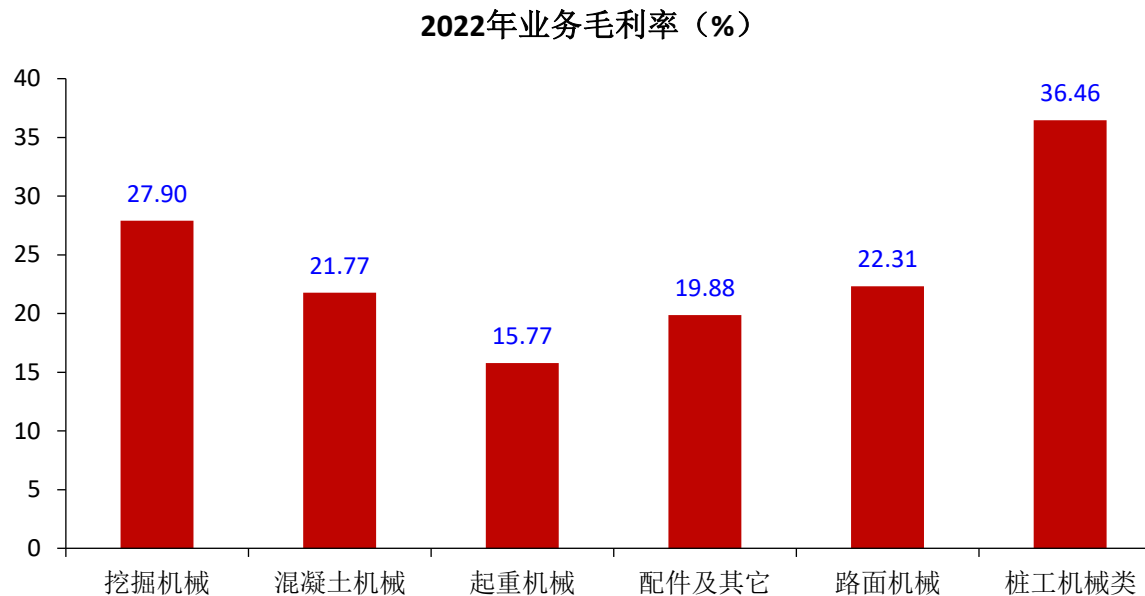
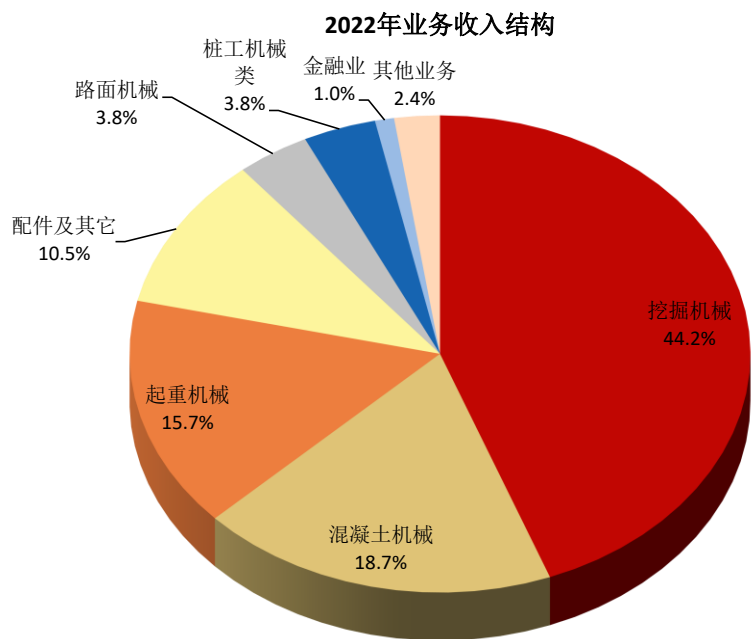
	2018	2019	2020	2021	2022
三一重工-ROA(%)	11.77	16.44	17.02	10.18	3.20
中联重科-ROA(%)	4.49	6.95	9.03	6.56	1.97
徐工机械-ROA(%)	3.98	5.87	5.10	6.00	3.95
柳工-ROA(%)	4.74	4.95	5.30	3.46	1.94
山推股份-ROA(%)	2.11	1.68	1.82	2.27	6.29

三一重工-ROA(%) 中联重科-ROA(%) 徐工机械-ROA(%) 柳工-ROA(%) 山推股份-ROA(%)

02

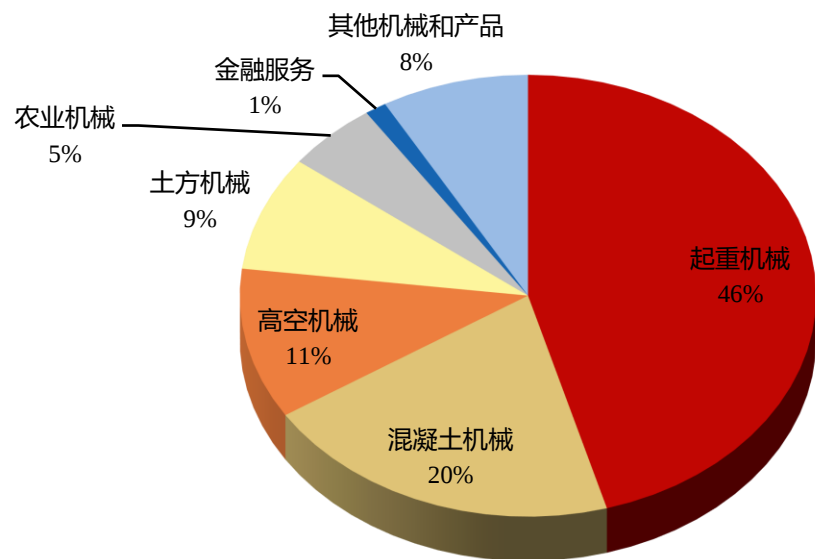
业务结构：龙头公司业绩结构差异较大，相对优势各异。

- ◆ 营收结构：2022年业务收入中，挖掘机机械、混凝土机械、起重机械是公司最主要的收入来源，占比分别为44%、19%、16%。
- ◆ 毛利率：桩工机械类毛利率达到36.46%，营收占比排名前三的挖掘机机械、混凝土机械和起重机械毛利率分别为27.90%、21.77%、15.77%。

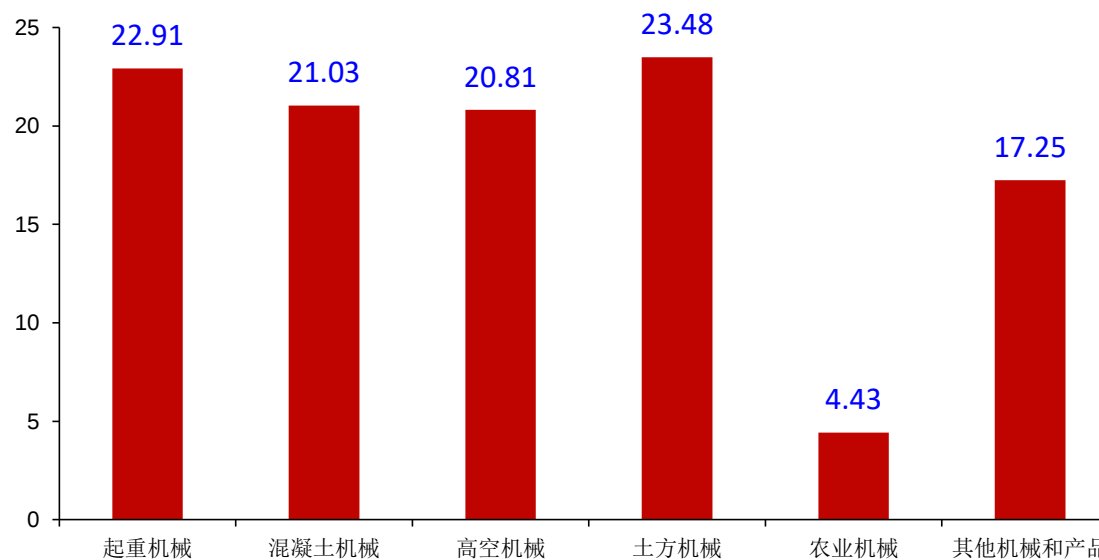


- ◆ 营收结构：2022年，公司近一半的营业收入由起重机械业务板块创造，占比高达46%；排名第二的是混凝土机械，占比为20%，高空机械、土方机械收入占比相近，在10%左右。农业机械占比为5%。
- ◆ 毛利率：起重机械的毛利达到22.91%，仅次于土方机械的23.48%，位居所有业务的前列。混凝土机械和高空机械毛利水平相近，分别为21.03%和20.81%。农业机械的毛利相对较低，仅有4.43%。

2022年业务收入结构

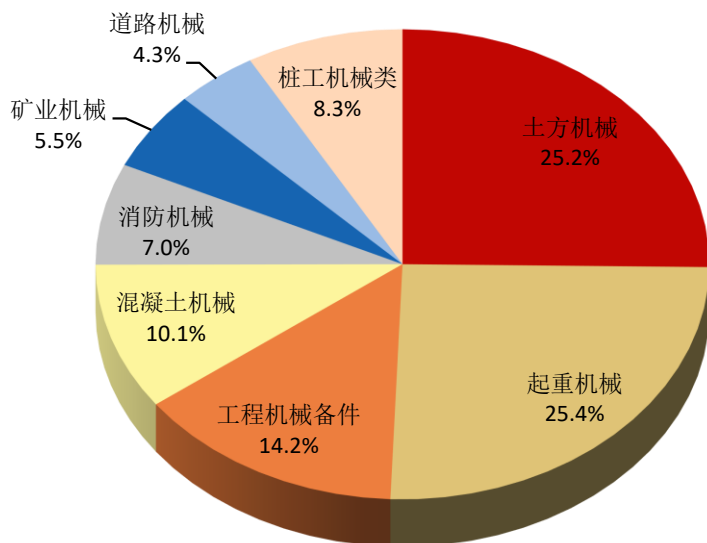


2022年业务毛利率（%）

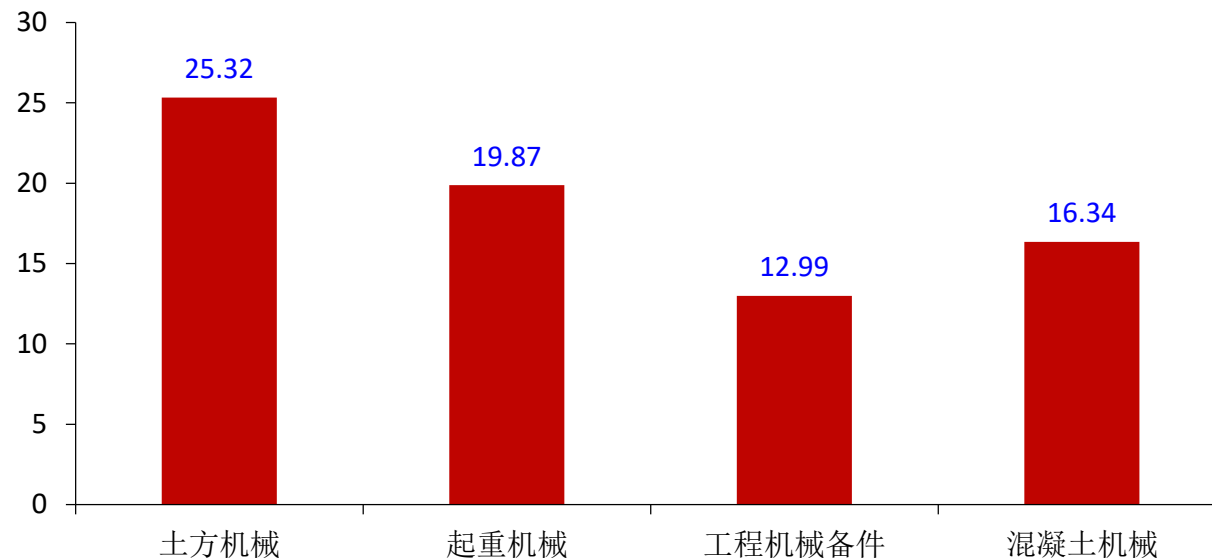


- ◆ **营收结构：**公司产品种类繁多，收入结构多元化。其中，2022年业务收入的主要贡献来自于起重机械和土方机械，两者合计贡献51%的营收。工程机械备件、混凝土机械营收分别占比14%和10%，桩工机械、消防机械、矿业机械、道路机械营收占比分别为8%、7%、6%、4%。
- ◆ **毛利率：**公司毛利率最高的产品为土方机械，到达25.32%；排名第二的是起重机械，毛利率为19.87%；混凝土机械和工程机械备件毛利率分别是16.34%和12.99%。

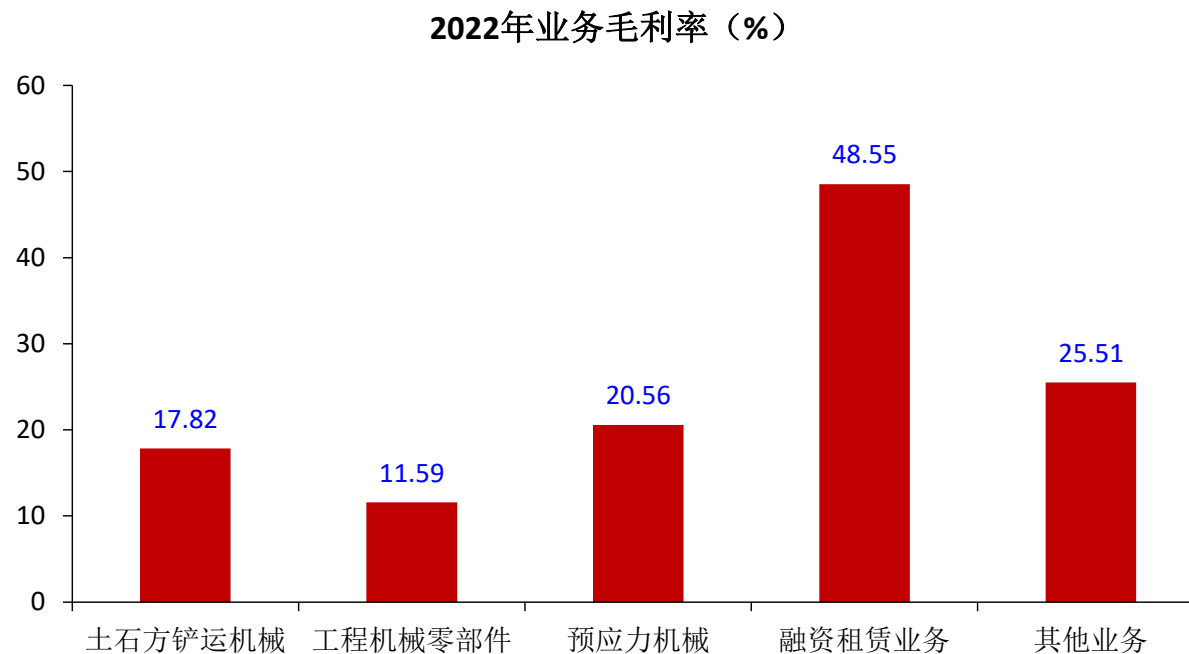
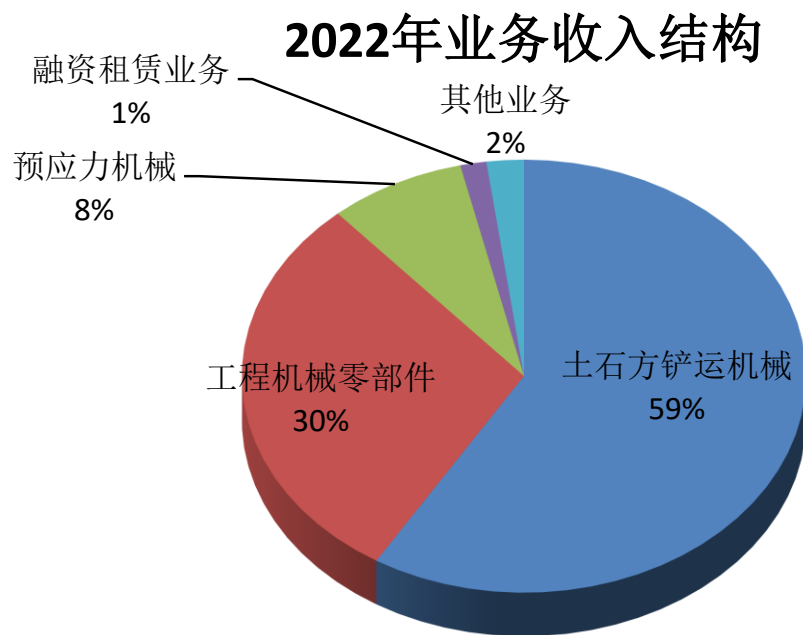
2022年业务收入结构



2022年业务毛利率（%）



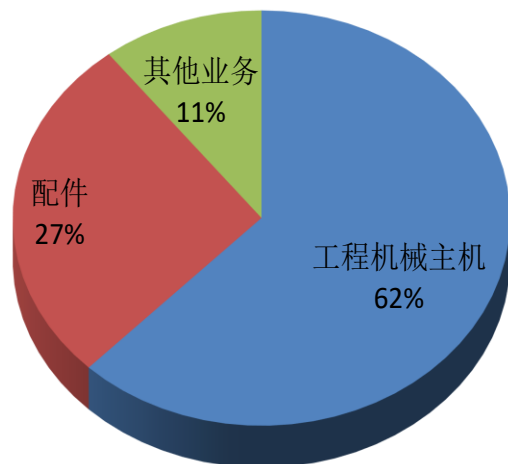
- 营收结构：土石方机械包含装载机、挖掘机、平地机、滑移装载机、两头忙、推土机、旋挖钻、抓斗，合计收入占比59%
- 毛利率：主要业务部土石方铲运机械毛利率17.82%，比收入占比第二位的零部件板块高



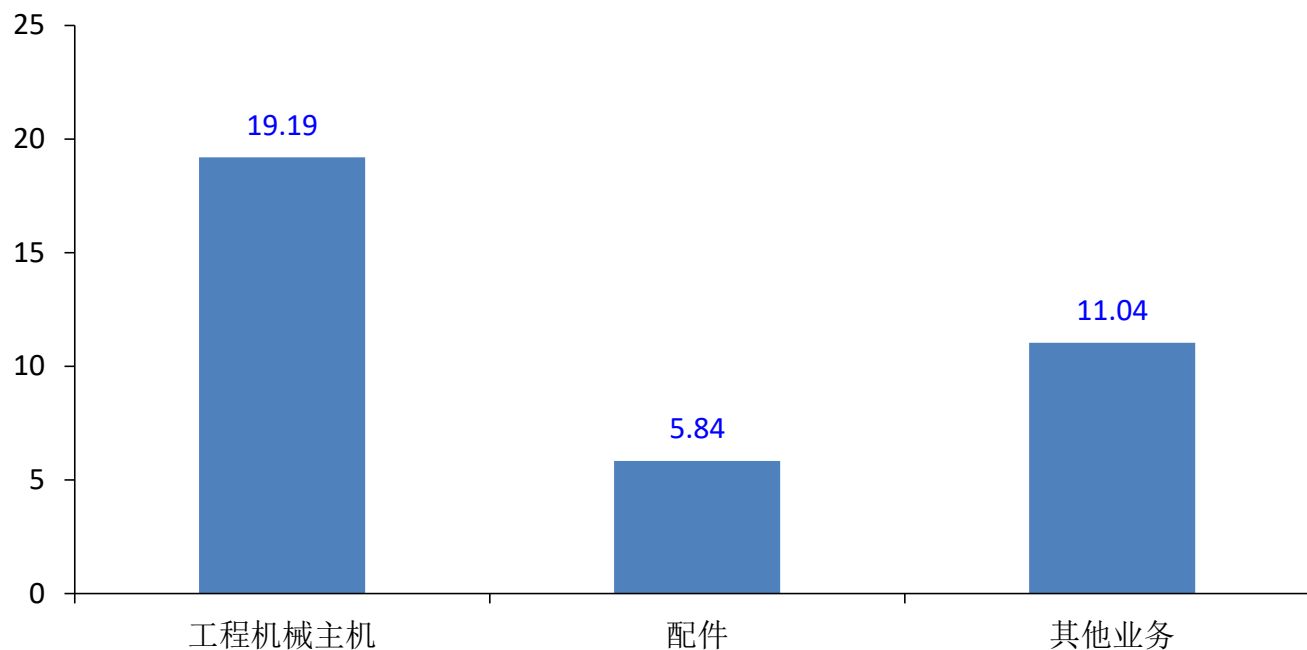
来源：，浙商证券研究所

- 主营结构：公司主要主机收入来源包括推土机、压路机、平地机、摊铺机，收入占比62%
- 毛利率：主机业务毛利率为19.19%，高于配件业务及其他业务。

2022年业务收入结构



2022年业务毛利率（%）



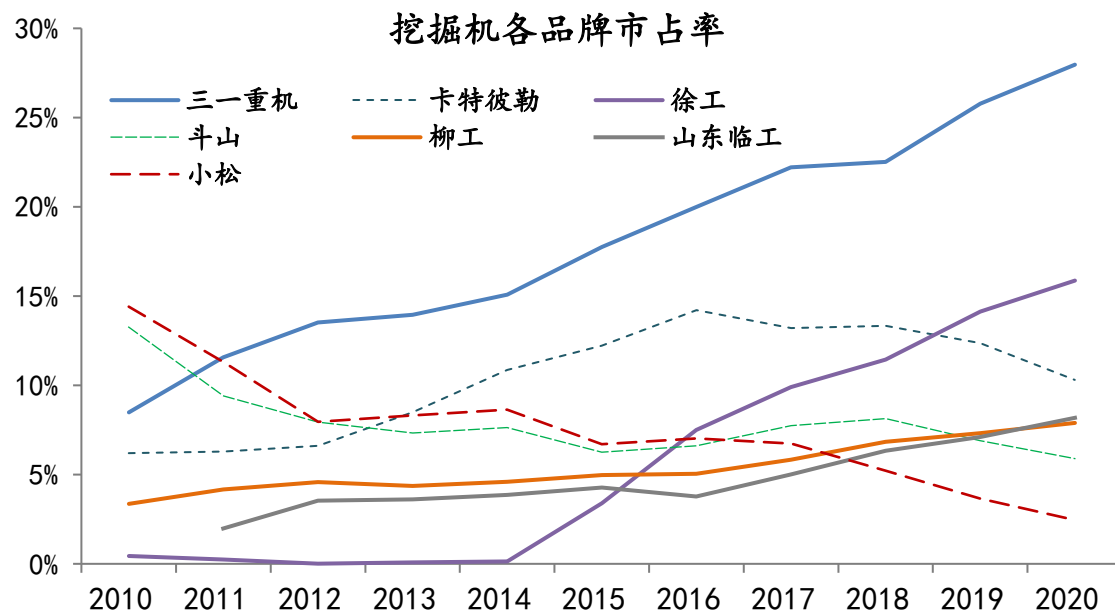
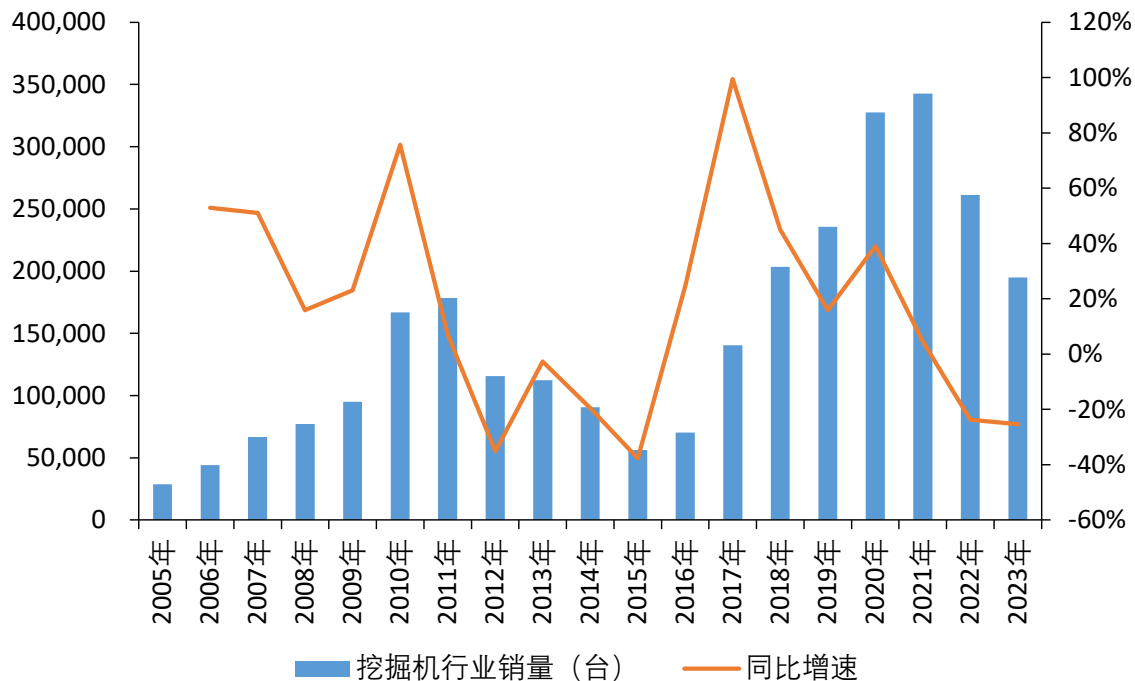
来源：浙商证券研究所

更多免费行业报告

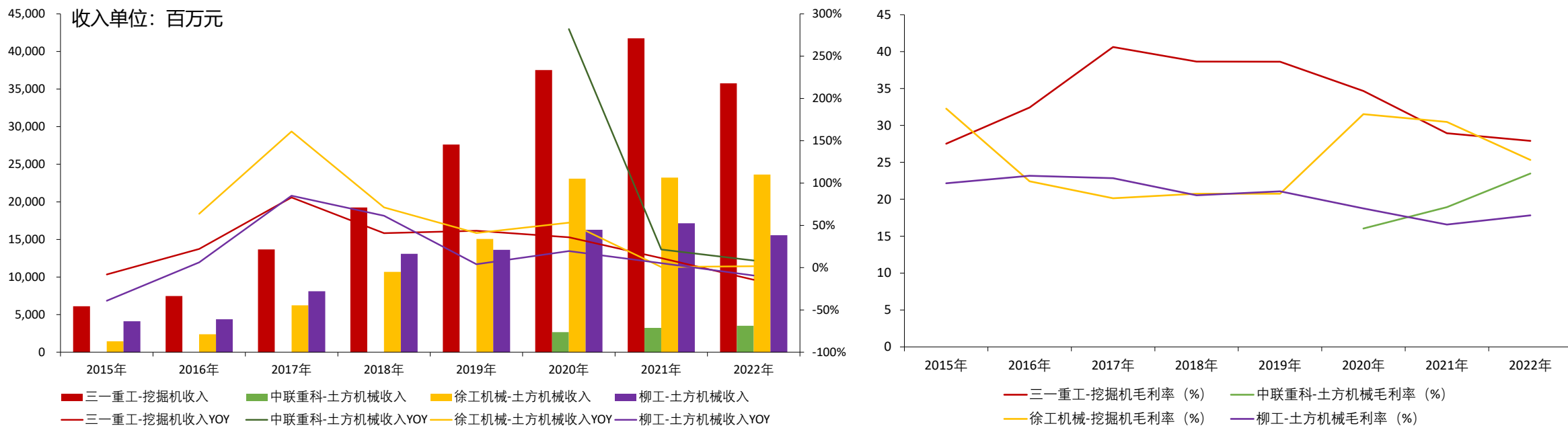
并购家

www.ipoipo.cn

- ◆ 挖机销量周期性较强：2009-2011年，在四万亿投资+环保政策驱动下，挖机销量逐年正增长；2011-2016年，上一轮周期过度透支需求及宏观经济增速放缓，行业陷入近60个月的低迷期；2016年5月至2021年4月，受益于宏观经济复苏及老旧设备迎来更新需求，行业再度迎来50多个月的正增长；2021年5月至今，由于下游投资低迷，连续出现负增长。
- ◆ 三一重工、徐工机械市占率稳步增长，自2016年起位居行业前列，其中徐工机械挖机市占率于2019年反超卡特彼勒，排名第二仅次于三一重工。小松、斗山、卡特彼勒三个外国品牌的市占率逐步下滑，2020年分别为3%、6%、10%。



- ◆ 从挖机收入规模看：三一重工收入规模显著高于徐工机械，徐工机械收入规模显著高于柳工和中联重科。中联重科起步较晚，但增速最高，2022年仍实现正增长。
- ◆ 从挖机毛利率看：三一重工、柳工毛利率整体走低，中联重科逐渐走高，但仍低于三一重工。





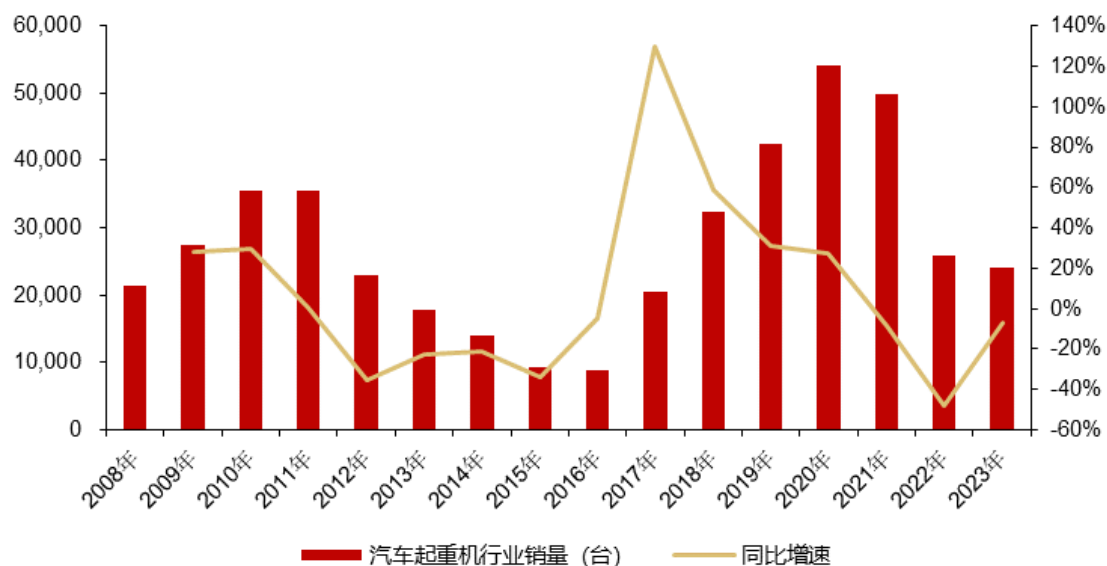
数据来源：中国工程机械协会、浙商证券研究所测算

年份	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
挖机保有量 (台)	1262911	1397200	1478558	1546003	1557510	1561236	1621431	1741213	1864960	1976465	2055351	2089355	2105295	2150232	2185892
yoy	25.3%	10.6%	5.8%	4.6%	0.7%	0.2%	3.9%	7.4%	7.1%	6.0%	4.0%	1.7%	0.8%	2.1%	1.7%
新增需求 (台)	203750	107431	65086	53956	9206	2981	48156	95825	98998	89204	63109	27203	12752	35950	28528
自然更新需求 (台)	44927	50653	58761	72635	91242	115668	144931	177968	180810	152482	124535	98135	85155	100278	141086
环保更新需求 (台)													29852	29852	29852
理论需求量 (台)	248677	158084	123847	126591	100448	118649	193087	273793	279808	241686	187644	125338	127758	166080	199466
yoy	5.1%	-36.4%	-21.7%	2.2%	-20.7%	18.1%	62.7%	41.8%	2.2%	-13.6%	-22.4%	-33.2%	1.9%	30.0%	20.1%
理论需求量-不含环保因素 (台)	248677	158084	123847	126591	100448	118649	193087	273793	279808	241686	187644	125338	97906	136228	169614
yoy	5.1%	-36.4%	-21.7%	2.2%	-20.7%	18.1%	62.7%	41.8%	2.2%	-13.6%	-22.4%	-33.2%	-21.9%	39.1%	24.5%
国内销售 (台)	173787	107582	104925	84573	50618	62993	130632	184320	209069	292864	274333	151893	89980	80982	97988
yoy	6%	-38%	-2%	-19%	-40%	24%	107%	41%	13%	40%	-6%	-45%	-41%	-10%	21%
出口销量 (台)	4565	8001	7479	5934	5731	7327	9672	19100	26624	34741	68427	109453	105038	116592	145740
yoy	53.6%	75.3%	-6.5%	-20.7%	-3.4%	27.8%	32.0%	97.5%	39.4%	30.5%	97.0%	65%	-4%	11%	25%
挖机销量 (台)	178352	115583	112404	90507	56349	70320	140304	203420	235693	327605	342784	261346	195018	197574	243728
yoy	7%	-35%	-3%	-19%	-38%	25%	100%	45%	16%	39%	5%	-24%	-25%	1%	23%
国内更新需求占比	18.1%	32.0%	4										66.4%	78.3%	85.7%

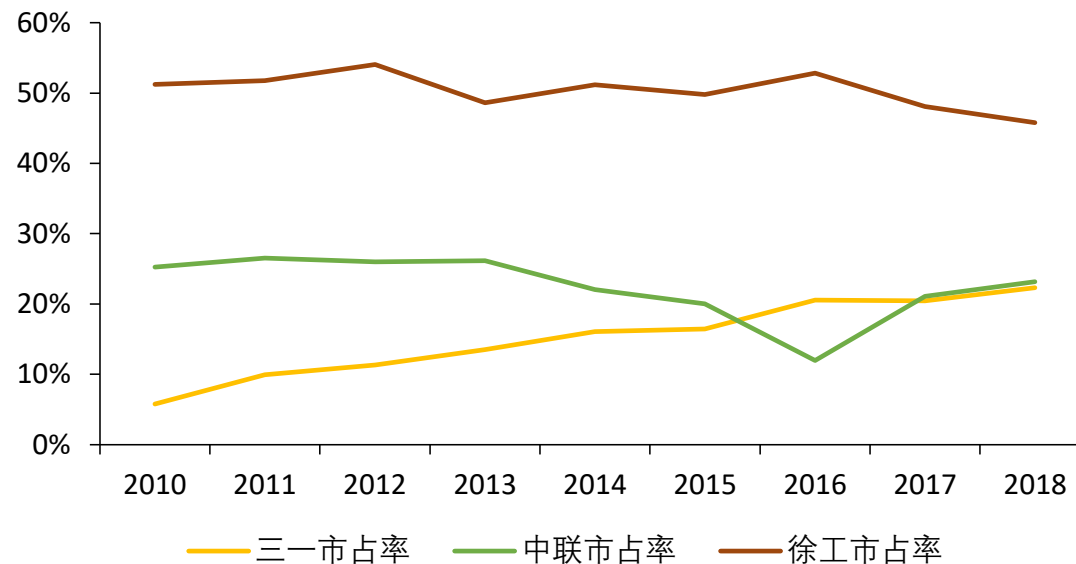
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	当月同比增速	累计同比增速
1月	4548	10687	11756	9942	19601	15607	10443	12376	18.5%	18.5%
2月	14530	11113	18745	9280	28305	24483	21450	12608	-41.2%	-21.7%
3月	21389	38261	44278	49408	79035	37085	25578			
4月	14397	26561	28410	45426	46572	24534	18772			
5月	11271	19313	18897	31744	27220	20624	16809			
6月	8933	14188	15121	24625	23100	20761	15766			
7月	7656	11123	12346	19110	17345	17939	12606			
8月	8714	11588	13843	20939	18075	18076	13105			
9月	10496	13408	15799	26034	20085	21187	14283			
10月	10541	15274	17027	27331	18964	20501	14584			
11月	13822	15877	19316	32236	20444	23680	14924			
12月	14005	16027	20155	31530	24038	16869	16698			
总销量	140302	203420	235693	327605	342784	261346	195018			

- ◆ 汽车起重机基本能反映整个起重机市场的景气度变化，周期性表现与挖掘机基本一致。
- ◆ 2023年，汽车起重机共计销售24077台，同比下降7.2%。履带起重机销售3208台，同比下降0.2%；随车起重机销售24005台，同比增长37.45%。
- ◆ 汽车起重机市占率方面，2010-2018年徐工机械稳居第一，2018年市占率达到46%，高于三一重工和中联重科。2016至2018年，中联重科和徐工机械汽车起重机市占率相近。

2008-2023年中国汽车起重机行业销量

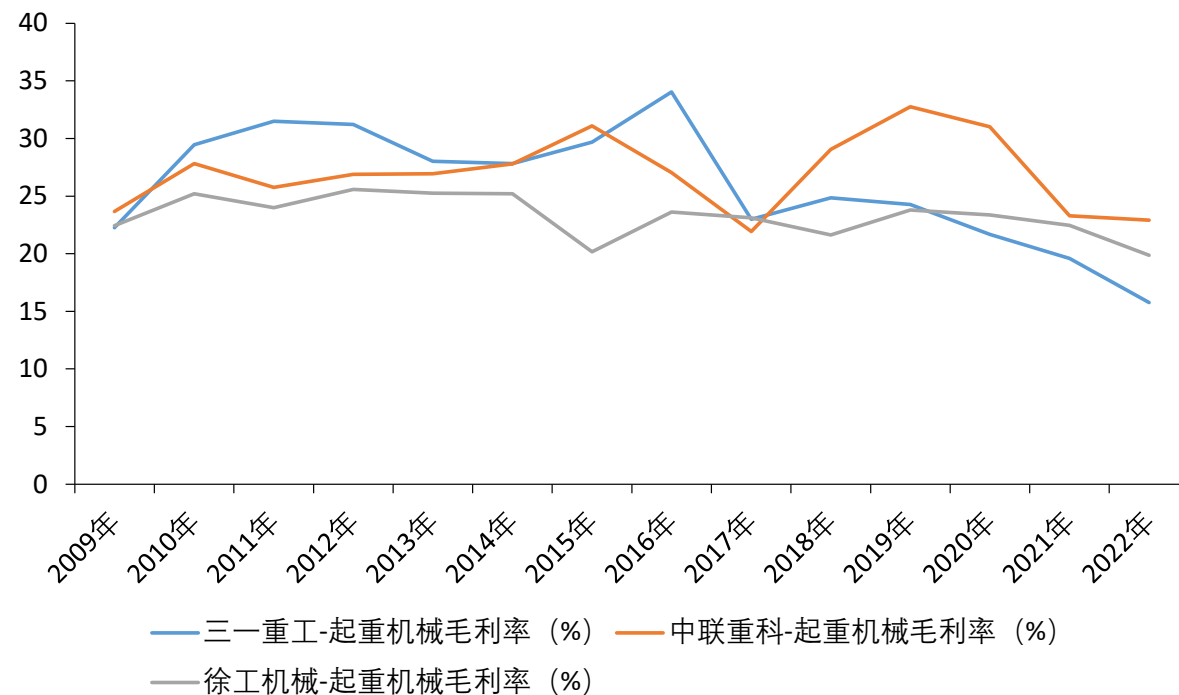
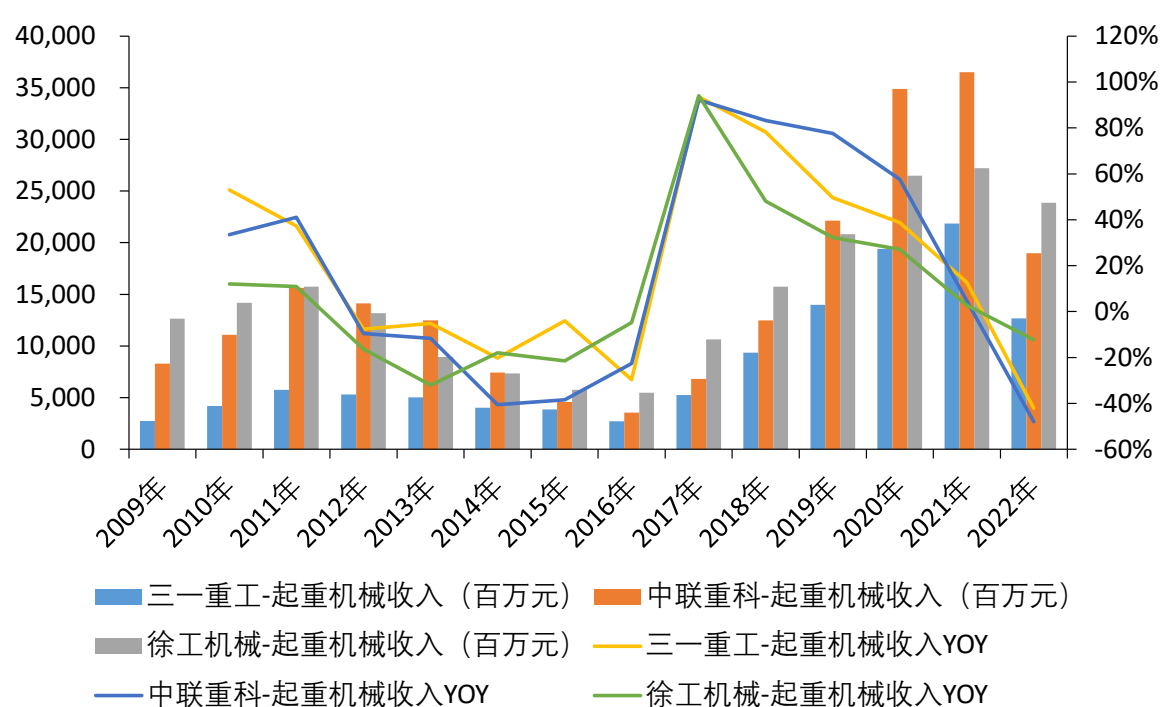


中国汽车起重机行业主要企业市占率

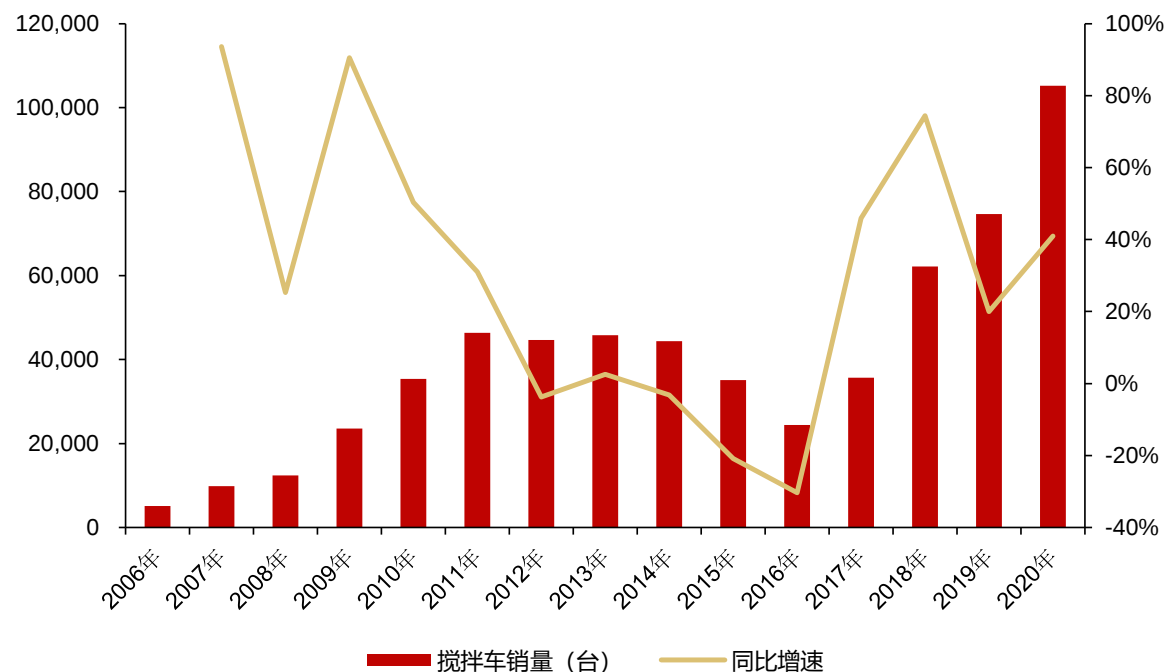
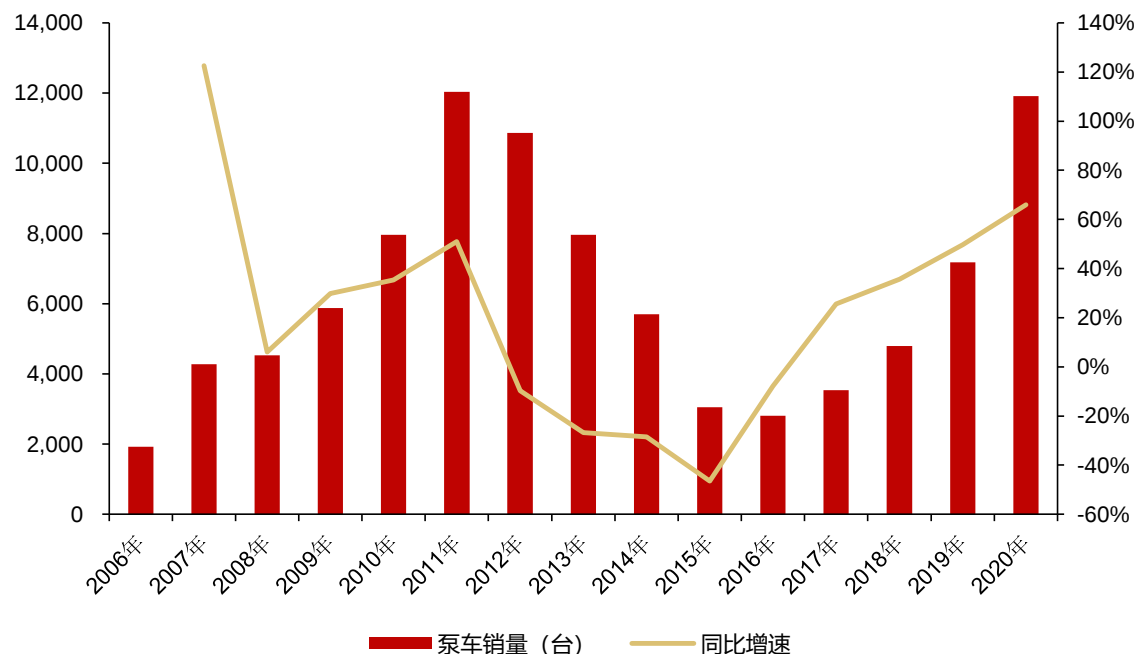


21 起重机：中联重科与徐工机械收入规模整体相当

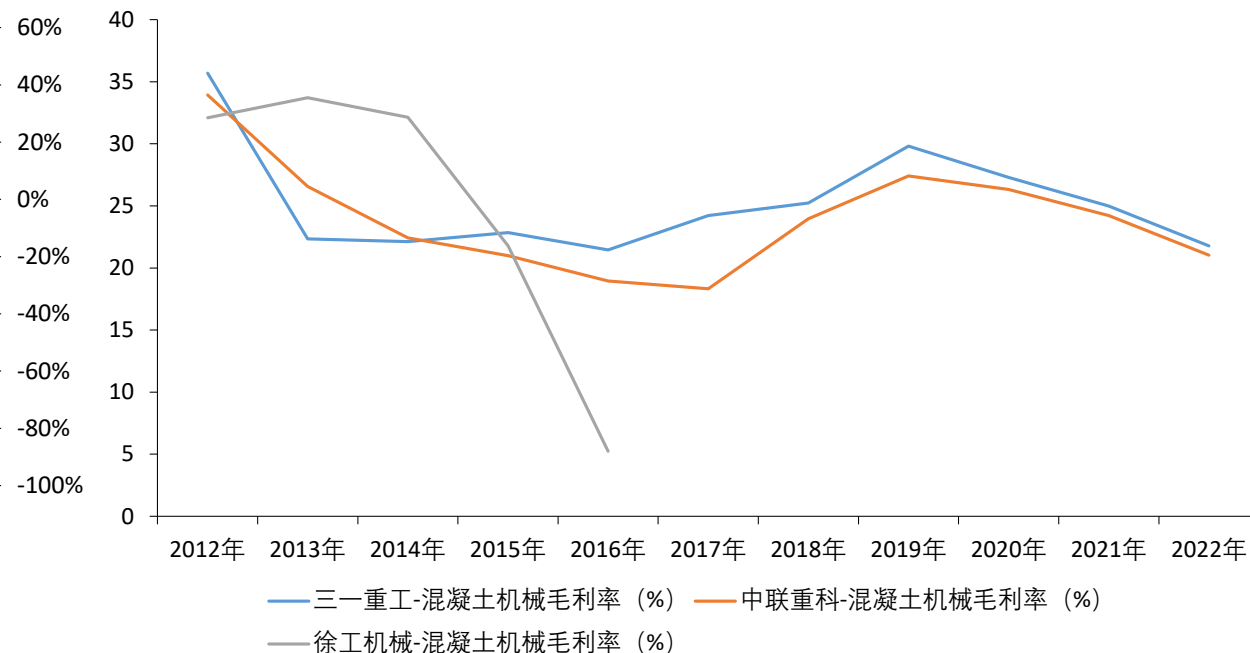
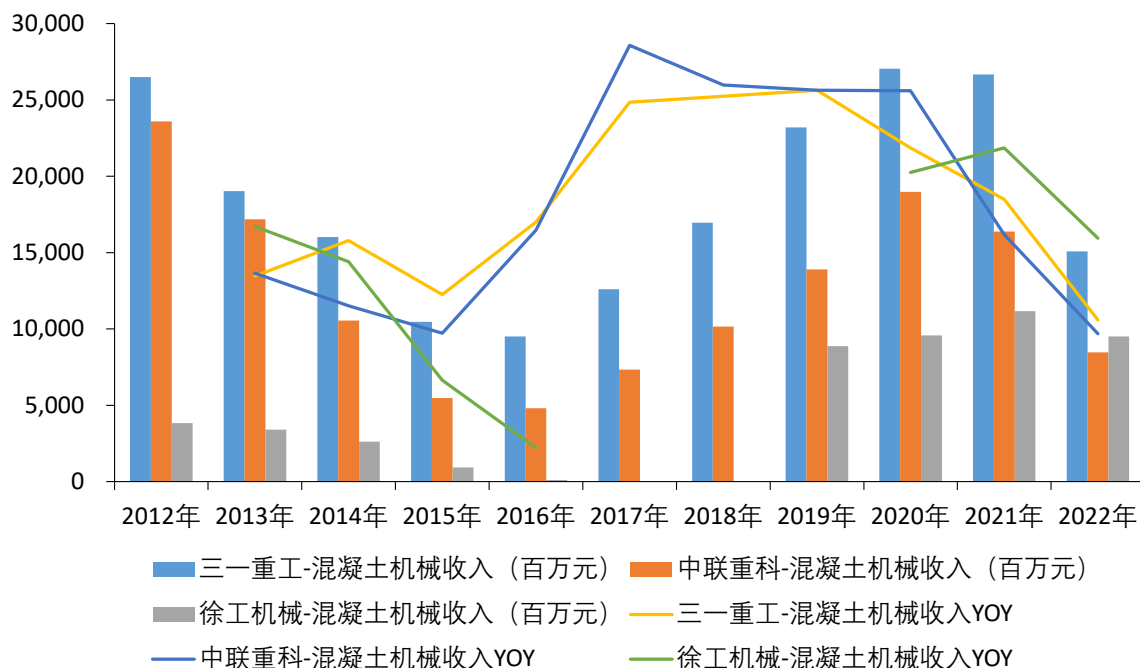
- ◆ 从起重机收入规模看：在2019-2021年行业景气高点，中联重科体量远超徐工机械，2022年徐工机械规模再次跃居第一，三一重工收入规模低于中联重科与徐工机械。
- ◆ 从起重机毛利率看：中联重科毛利率相对平稳，三一重工、徐工机械毛利率整体走低，三一重工下降更为明显。



- ◆ 泵车在2011年达到销售峰值后，经历了2012-2016年长达五年的下滑。行业从2017年开始出现反转，2020年混凝土搅拌车销量为105243台、同比增长41%，创历史新高。
- ◆ 搅拌车销量与泵车销量周期性较一致，两个类别整体代表了混凝土机械行业景气度变化。

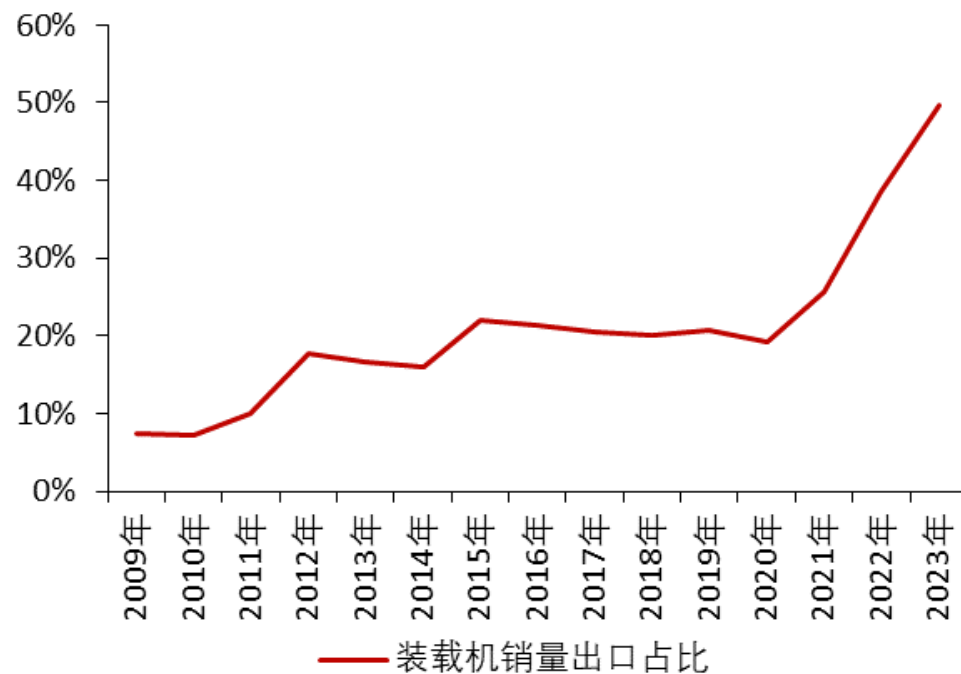
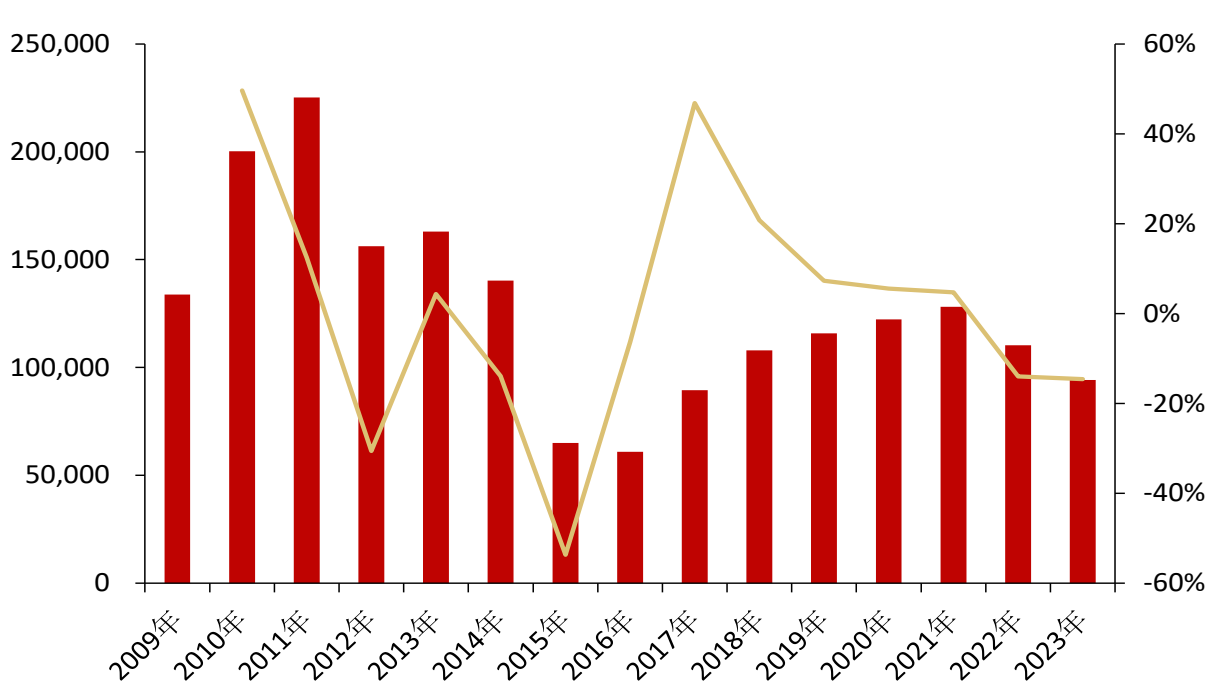


- ◆ 从混凝土机械收入规模看：三一重工持续大幅领先，处于第一地位，其次是中联重科。徐工机械规模较低，但2022年实现了对中联重科的反超。
- ◆ 从混凝土机械毛利率看：三一重工整体毛利率略高于中联重科，徐工机械毛利率较低，2022年三一重工、中联重科、徐工机械毛利率分别为21.77%、21.03%、16.34%。

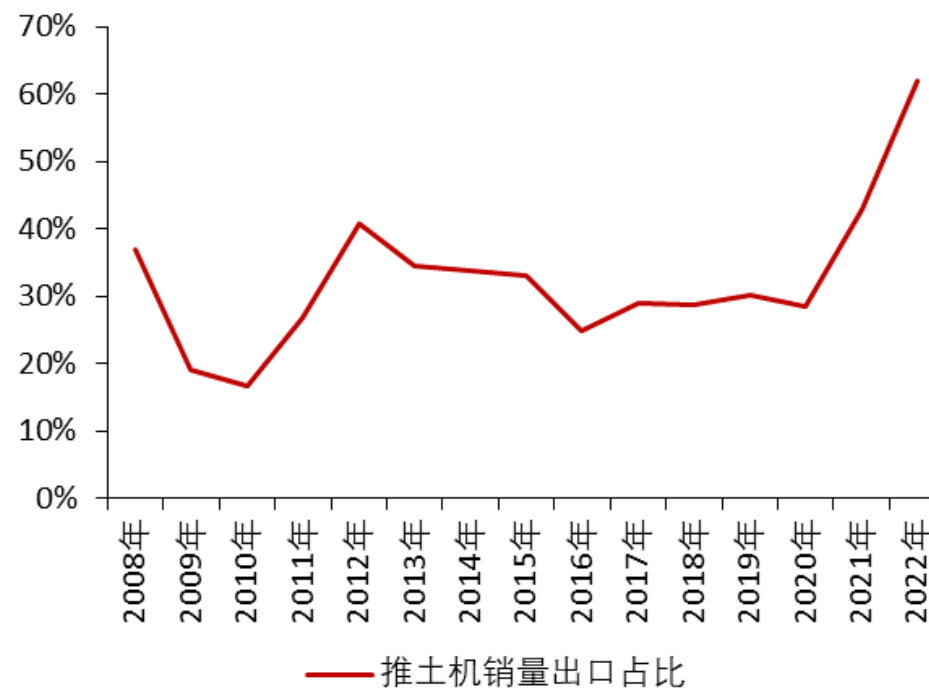
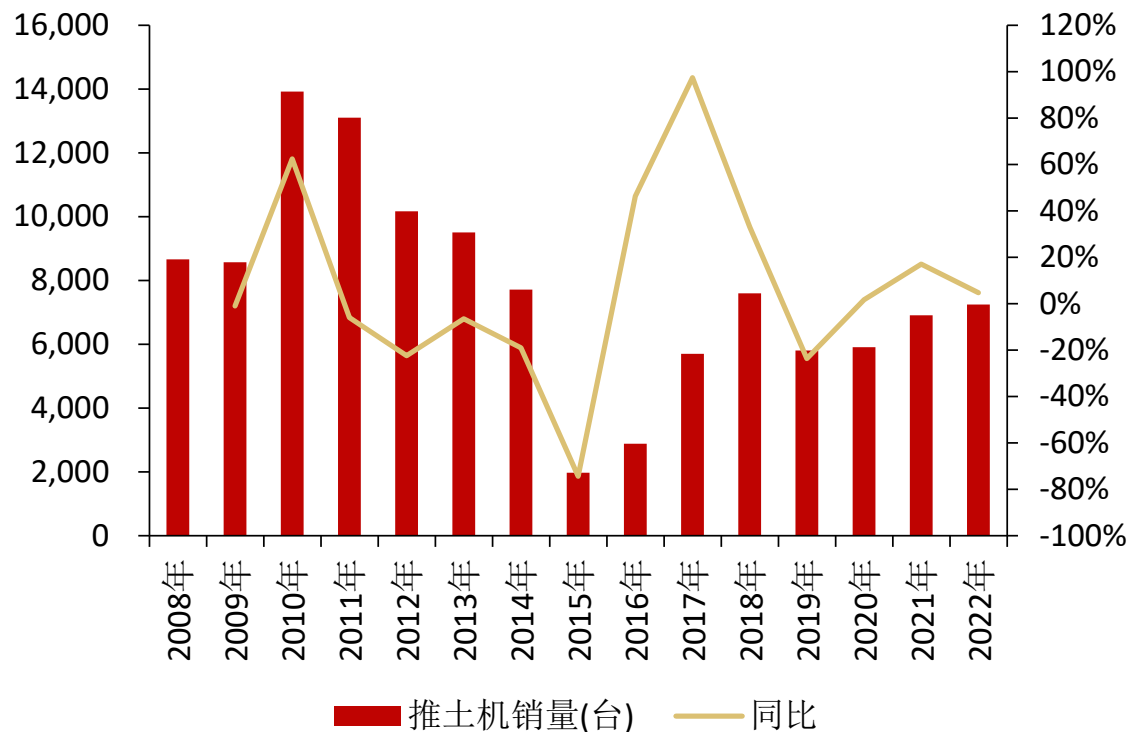


装载机：出口比例快速提升，CR4>70%，柳工市占率第一

- 装载机行业：2011年及2021年分别为行业销量的阶段性顶点，2016年为行业底点，与挖机周期性相近
- 行业内销量高度集中，以龙工、临工、柳工和徐工为代表的第一梯队，占据行业70%以上的销量份额
- 截止2022年末，柳工位居全球工程机械制造厂商第15强，装载机国内市场占有率稳居行业第一，销量稳居全球首位。电装产品型谱逐步完善，实现国内市场占有率行业第一，深入开拓装载机国际市场，国际市场大幅增长
- 柳工智能化水平最高的装载机“灯塔工厂”一期项目顺利建成投产。可达成年产30000台高端装载机。



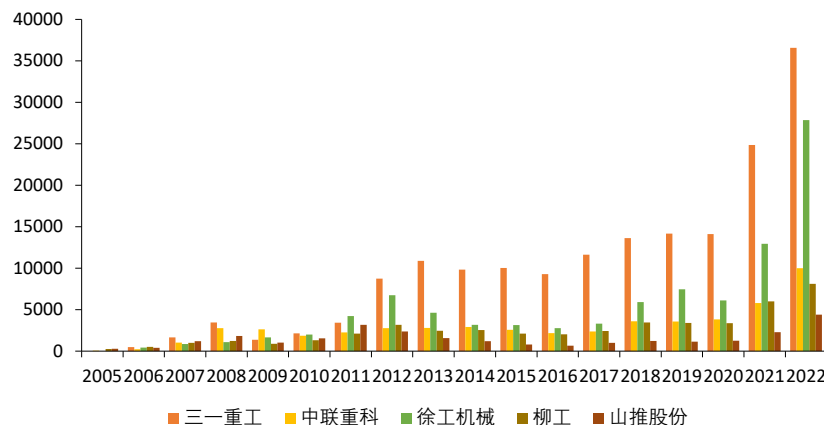
- 从国内来看，推土机行业主要呈现由山推股份等少数企业为主导的竞争格局，行业内集中度较高，前6名推土机厂商国内市场占有率近年一直保持在95%以上。
- 山推股份推土机领跑中国推土机行业优势明显，国内市场占有率连续多年始终保持60%以上



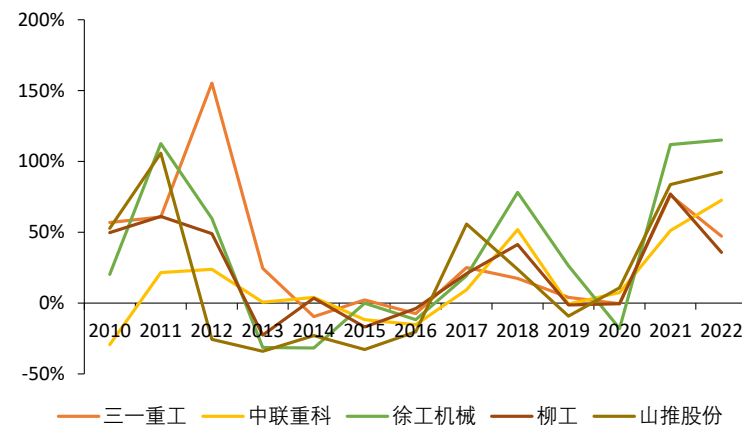
国外收入：三一重工收入规模、份额持续领先，在总营收中占比最高，徐工机械、山推股份、中联重科增速较快。

- ◆ 国外收入占比：2020年开始，国外营收占比均出现明显上升，2022年三一重工、山推股份国外营收占比最高，分别为45%、44%
- ◆ 国外收入增速：近三年来，徐工机械国外营收增速提升较快，从-18%上升至115%。其次是山推股份、中联重科
- ◆ 国外收入相对份额：三一重工持续领先，徐工份额提升较快，2022年分别为42%、32% 来源： ，浙商证券研究所

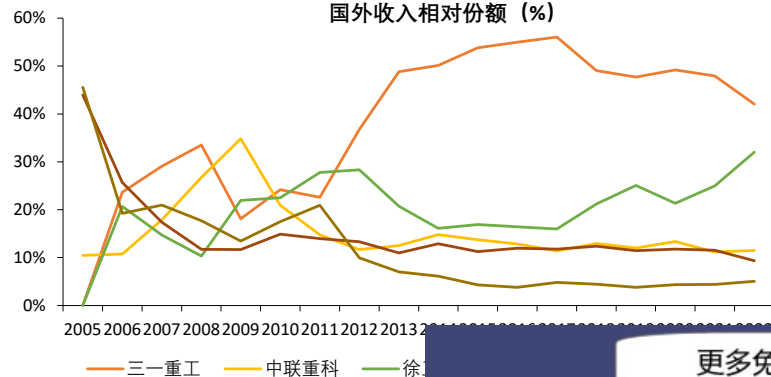
国外收入（百万元）



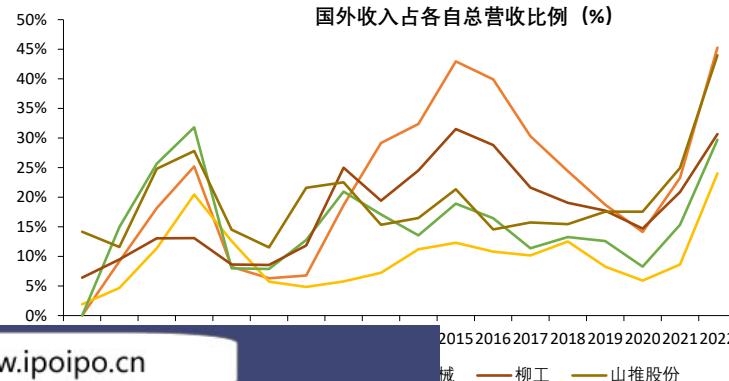
国外收入增速（%）



国外收入相对份额（%）



国外收入占各自总营收比例（%）



03

**投资建议：持续聚
焦行业龙头公司**

1、盈利预测与评级

预计公司2023-2025年归母净利润为56、70、84亿元，同比增长30%、24%、21%。维持买入评级。

2、关键假设、驱动因素

1) 徐工有限整体上市完成，公司混改红利逐步释放；2) 稳增长基建投资力度加强，房地产调控边际改善；3) 海外需求旺盛，国际化战略稳步推进；

3、我们与市场不同观点

市场认为：国内工程机械进入下行筑底周期，需求端仍不强，公司盈利能力较同行低，未来盈利能力提升确定性不高。

我们认为：公司股价已经充分反应国内需求低迷的预期，工程机械行业筑底，公司核心产品市占率提升、国际化快速推进，叠加经营活力逐步释放，盈利能力提升，驱动公司业绩与估值上行。

1) **混改+重组+股权激励**：徐工机械内部活力释放，“新徐工”盈利能力将持续提升，预计公司净利率有望逐渐改善向上。

2) **行业筑底上行**：基于挖机8年更新高峰期，2023-2024年国内挖机更新需求见底，且以更新需求为主，国家稳增长预期不断加强，一万亿国债有望拉动基建需求。

3) **市占率持续突破**：2022年挖掘机市场占有率持续提升；装载机凭借出口优势跃升至行业第一；起重机械稳居全球第一，轮式、履带式、塔机、升降机、随车起重机占有率分别提升1.64pct、4.95pct、3.84pct、3.05pct、3.35pct。

4) **国际化快速推进**：2023年上半年海外收入增长33.5%，西亚北非、中美洲增长超200%，欧洲增长超150%，中亚、北美增长近100%。

4、**股价催化剂**：1) 工程机械月度销量增幅边际扩大；2) 海外收入增长超预期；3) 净利率持续提升

5、**风险提示**：1) 地产基建投资下滑；2) 海外市场拓展进度低于预期；

1、盈利预测与评级

预计2023-2025年归母净利润为47亿、61亿、84亿元，同比增长10%、30%、36%。维持买入评级。

2、关键假设、驱动因素

- 1) 稳增长基建投资力度加强，形成实物工作量，房地产调控边际改善；
- 2) 海外需求旺盛，三一重工海外市场份额持续提升；
- 3) 电动化产品逐步推向市场，市场份额持续领先

3、我们与市场不同观点

市场认为：对2023-2024年挖机行业拐点存在疑虑，对国内需求复苏确定性及公司海外收入高增长信心不足

担忧依据：（1）历史复盘看，挖机行业上行及下行期各约5年，目前下行约2年。（2）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。（3）出口挖机销量增速边际下滑。

我们认为：对国内行业需求逐渐上行，海外维持高增长更加乐观，2023-2024年行业筑底，短期压力周期筑底向上趋势。

判断依据：（1）基于挖机8年更新高峰期，2023-2024年国内挖机更新需求见底，且以更新需求为主，叠加海外较高增速，挖机行业销量见底。（2）国家稳增长预期不断加强，增发2023年国债1万亿元有望拉动基建需求。（3）公司海外挖机市占率总体偏低。2023年在前期大力布局的基础上，具备海外实现高增长的条件。

4、股价催化剂：1) 挖机国内、出口销量超预期；2) 国内房地产、基建投资，新开工向上，政策利好；3) 挖机开工景气度持续上行；4) 公司成本费用管控见成效；5) 电动化产品快速渗透

5、风险提示：1) 地产基建投资不及预期；2) 海外市场拓展不及预期；3) 电动化进程低于预期

1、盈利预测与评级

预计2023年-2025年归母净利润为35亿、45亿、60亿元，同比增长52%、29%、33%。维持买入评级。

2、关键假设、驱动因素

1) 起重机械、混凝土机械核心产品市占率提升；2) 稳增长基建投资力度加强，房地产调控边际改善；3) 海外需求旺盛，国际化战略稳步推进；

3、我们与市场不同观点

市场认为：国内工程机械进入下行筑底周期，需求端仍不强，海外市场高增主要由于低基数效应，持续性不强。

我们认为：行业筑底期，公司较同行优势较明显，产品结构与海外区位优势凸显，叠加市场海外持续扩张，看好业绩持续高增；

1) 产品结构优势：核心产品汽车、塔式起重机需求企稳，新兴产品贡献增量：2023年汽车起重机等非挖品类需求表现优于挖机，2022年公司起重机、混凝土机械、土方机械收入占比为46%、20%、8%，产品市占率再夯实，受挖机行业需求下滑的影响较小。挖机、高机均为公司新兴业务板块，2024年趋势有望延续。

2) 海外市场区位优势：中东、俄语区需求有望持续旺盛，支撑出口高增长：公司主要出口收入来源于中东、俄语区等区域，国际化有望持续突破，土耳其、沙特、阿联酋等产油国力推基建，需求快速增长，并具有持续性较好。随着欧洲、非洲、拉美包括澳洲市场的布局推进，有望持续支撑公司出口高增长。

4、股价催化剂：1) 挖机产品持续逆势扩张；2) 海外收入增长超预期；3) 工程机械行业需求边际向好

5、风险提示：1) 基建投资及房屋开工不及预期；2) 出口不及预期；

1、盈利预测与评级

2023-2025年归母净利润为9.0亿、13.0亿、19.1亿元，同比增长50%、44%、46%。维持“买入”评级。

2、关键假设、驱动因素

1) 境外业务收入快速扩张，海外市占率有望不断提升；2) 稳增长基建投资力度加强，房地产调控边际改善；3) 混改+整体上市后，公司内部活力释放，经营效率有望提升。

3、我们与市场不同观点

市场认为：国内工程机械进入下行筑底周期，需求端仍不强，海外增长持续承压，出口面临较大的不确定性；我们认为：行业筑底期，公司通过国企改革释放红利、产品结构优化及国际化战略持续推进，有望驱动业绩上行。

(1) 国企改革：混改+整合上市+股权激励，有望释放内部活力。2020年，公司完成混合所有制改革。2022年，柳工股份吸收合并柳工有限，并实现柳工有限整体上市。2023年，公司发布股权激励公告。

(2) 全价值链降本：公司从采购端源头抓起，采取全价值链降本措施，有望进一步提升公司盈利能力。

(3) 产品结构优化：未来随着公司积极推进装载机电动化、国三切国四及大挖业务，公司盈利能力有望提升。

(4) 国际化：海外市场快速扩张，持续深化国际化战略。公司持续推进国际化战略，2023H1公司海外营收达64.91亿元，同比增长58%；2023H1公司海外收入占比已由2018年的19%增长至2023H1的43%。

(5) 品类扩张：公司有望通过将强周期业务（土方机械等）与成长性业务（叉车、农业机械、建筑机械等）结合，打开成长空间。

4、股价催化剂：1) 房地产、基建政策利好；2) 挖掘机、装载机行业国内月度销量修复明显；3) 公司产品出口超预期；4) 电动化产品快速渗透；5) 净利率持续提升。

5、风险提示：地产、基建需求修复不及预期；境外出口不及预期；原材料波动

1、地产基建投资不及预期

若国内房地产行业复苏不及预期，基建投资放缓、转化的实物工作量不足，则工程机械行业可能会面临下游需求不足的风险。

2、海外市场拓展不及预期、汇率波动风险

若海外需求放缓，国外品牌供应链恢复较快，则工程机械行业将面临出口需求萎缩，海外市场竞争加剧、出口增速大幅放缓的风险。由于龙头公司海外占比逐渐提高，汇率波动对业绩的影响程度加深。

3、海外贸易摩擦风险

海外市场面临国际贸易摩擦，“双反”调查及当地政策恶化的风险，对全球化发展存在不利影响

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

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>