

2024 年 09 月 30 日
中联重科 (000157.SZ)

SDIC

公司深度分析

证券研究报告

工程机械 III

主动谋变拓新局, 打造差异化成长之路

■ 国资背景下的工程机械行业龙头, 自上而下打造核心竞争力。

中联重科成立于 1992 年, 脱胎于建设部长沙建设机械研究院, 目前已成长为国内工程机械行业龙头之一, 2023 年, 公司国内工程机械行业中排名第 3、全球工程机械行业中排名第 12。复盘公司发展历程, 我们认为: 公司的差异化竞争的 α 属性根本源自于①混合所有制下塑造的现代化治理机制以及②创新变革的“端对端”直销模式, 在公司上层建筑的引领指挥下, 公司底层业务的竞争力不断提升, 最终兑现为“国际市场+新兴业务”的强劲成长动能。

■ 顶层架构: 混合所有制企业典范, 成功打造现代化治理机制。

公司于 2012 年完成混合所有制改革, 脱胎为国资背景下的混合所有制企业, 形成了国资、外资、管理层以及战投四方接壤的多元化股权结构。2024 年上半年, 湖南省国资委间接持有公司股份 14.48%, 公司管理层与员工持有公司股份 20.25% (包含 A+H 股员工持股平台), 国资地位稳固的同时, 管理层与员工充分持股。同时, 公司董事会结构均衡, 由“1 名管理层+1 名国资代表+1 名战投代表+4 名独董”共同构建。公司所有权与经营权有机结合, 打造国资、管理层与中小股东三方利益高度一致的现代化治理机制。

■ 商业模式: 打造“端对端、数字化、本土化”的海外直销体系。

公司首先于国内市场开启直销模式“端对端、数字化”的变革, 运行成熟后辅以“本土化”的新内核移植海外市场, 最终形成具有“中联特色”的海外直销模式。凭借该模式, 公司实现总部与客户的直接联接, 并对研发、生产、服务、风控等业务流程进行一体化管理, 最终兑现为公司较高的盈利能力与健康的资产质量。2023 年, 公司海外业务毛利率达 32.23%, 盈利能力领先行业; 销售费用率为 7.56%, 直销模式的搭建成本可控; 应收账款坏账计提比例合计 17.97%, 其中账龄组合计提比例 7.12%, 单项计提比例 10.85%, 公司资产质量保持健康, “端对端”业务模式对于账款风险精准评估的优势显现。

■ 国际化拓展与新兴战略业务是公司成长的动力源泉。

1) 国际化拓展: 凭借坚定不移推行直销模式, 2020-2023 年, 公司海外收入实现跨越式发展, 由 38.32 亿元增长至 179.05 亿元, 3 年 CAGR 达 67.18%; 2024H1 海外收入同比+43.9%, 海外收入占比达 49.11%。凭借直销模式的差异化竞争路线, 公司海外收入增长良好, 相较行业具备后发优势。

投资评级

买入-A

维持评级

12 个月目标价

8.82 元

股价 (2024-09-30)

7.58 元

交易数据

总市值(百万元)

65,779.18

流通市值(百万元)

53,594.47

总股本(百万股)

8,677.99

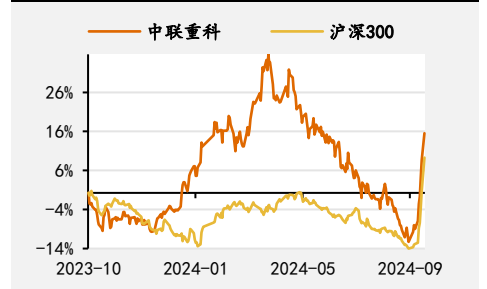
流通股本(百万股)

7,070.51

12 个月价格区间

5.75/9.35 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.0	-17.4	1.8
绝对收益	19.9	-1.3	10.7

郭倩倩

分析师

SAC 执业证书编号: S1450521120004

guoqq@essence.com.cn

高杨洋

分析师

SAC 执业证书编号: S1450523030001

gaoyy3@essence.com.cn

相关报告

业绩稳步增长, “新业务+国际化”持续贡献发展动能	2024-09-09
业绩符合预期, 新业务新市场 α 凸显	2024-03-30
业绩符合预期, 出口弹性有望延续	2024-01-25
单 Q3 收入逆势增长, 利润弹性持续释放	2023-11-02
海外业务多点开花, 降本增效	2023-09-04

2) 新兴战略业务：公司起重机、混凝土机械传统优势业务市场地位稳固的同时，公司积极拓展土方机械、高空机械、农业机械、矿山机械等战略新兴业务，2023 年分别实现 66.48、57.07、20.92、8 亿元，分别同比+89.29%、+24.17%、-2.15%、+140%，增长动力强劲。其中，以挖机为代表的土方机械逆势增长，补齐公司顺周期增长弹性；高机成长迅速，2023 年已位列全球第七；农机补强研发，产品力逐步提升，2024H1 收入同比+112.41%；矿机加速开拓，步入万亿级大赛道。公司新兴战略业务的全方位开拓有望成为公司未来增长的重要动能。

效成果显著

投资建议：我们预计公司 2024-2026 年的收入分别为 502.7、585.6、687 亿元，增速分别为 6.8%、16.5%、17.3%，净利润分别为 40、54.3、67 亿元，增速分别为 14.2%、35.7%、23.3%，对应 PE 分别为 15.5X、11.4X、9.2X；公司传统业务市场份额稳固，有望充分受益于行业需求筑底复苏；土方、高空、农业、矿山机械等新兴业务为公司注入成长新动能，“端对端”直销模式助力公司持续较好开拓国际市场，成长性突出；给予买入-A 的投资评级，12 个月目标价为 8.82 元，相当于 2025 年 14X 的动态市盈率。

风险提示：内需复苏不及预期、全球宏观经济波动风险、贸易摩擦加剧风险、传统业务市场竞争加剧风险、新兴业务拓展不及预期风险、海外业务拓展不及预期、盈利预测假设不及预期。

(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	416.3	470.7	502.7	585.6	687.0
净利润	23.1	35.1	40.0	54.3	67.0
每股收益(元)	0.27	0.40	0.46	0.63	0.77
每股净资产(元)	6.31	6.50	6.72	7.03	7.46

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	26.8	17.6	15.5	11.4	9.2
市净率(倍)	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0
净利润率	5.5%	7.4%	8.0%	9.3%	9.7%
净资产收益率	4.2%	6.2%	6.9%	8.9%	10.3%
股息收益率	4.3%	4.5%	5.2%	4.4%	4.9%
ROIC	5.2%	11.2%	12.2%	15.1%	17.6%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

目 录

1. 顶层架构：混合所有制改革典范，成功打造现代化治理机制.....	5
1.1. 历经十余年深化改革，公司脱胎为国资背景下混合所有制企业.....	5
1.2. 多元化的混合所有制助力公司持续成长、打造现代化治理机制.....	6
1.2.1. 混合所有制是支撑公司持续成长的重要动能.....	6
1.2.2. 混合所有制助力公司成功打造现代化治理机制.....	7
1.2.3. 现代化治理机制下，公司业绩取得高质量发展.....	9
2. 商业模式：创新变革直销模式，高质高效进军海外.....	11
2.1. 国际化另辟蹊径，打造“端对端、数字化、本土化”直销模式.....	11
2.2. 直销模式加持下，公司海外市场拓展迅速、资产质量保持优异.....	13
3. 业务版图：土方机械新晋黑马，新兴业务蓄势待发.....	17
3.1. 土方机械迅速突破，赋能未来增长弹性.....	18
3.2. 高空机械快速发展，位居全球市场前列.....	21
3.3. 农业机械厚积薄发，由培育期步入成长期.....	22
3.4. 矿山机械旭日方升，步入万亿级大赛道.....	24
4. 盈利预测与投资建议.....	25
4.1. 收入分项拆分.....	25
4.2. 可比公司估值与建议.....	26
5. 风险提示.....	27

目 录

图 1. 公司发展历程分阶段简要概述.....	5
图 2. 2023 年公司分产品收入结构.....	5
图 3. 公司股权结构多元，涵盖国有资本、境外资本、管理层及机构投资者（2024H1）... ..	5
图 4. 1999-2012 年，公司跨越 10 余年完成混合所有制改革.....	6
图 5. 多元化的顶层架构充分赋能公司持续成长.....	7
图 6. 公司管理层与员工持股比例由 2005 年 2.47%提升至 2023 年 20.25%.....	8
图 7. 2000-2024H1 公司营业总收入及同比增长率.....	9
图 8. 2000-2024H1 公司归母净利润及同比增长率.....	9
图 9. 2000-2024H1 公司毛利率与净利率.....	10
图 10. 2000-2024H1 公司期间费用率.....	10
图 11. 2015-2024H1 公司经营性现金流量净额及净现比.....	10
图 12. 2002-2023 年公司总资产及资产负债率.....	10
图 13. 2016-2023 年工程机械主机厂资产负债率对比.....	11
图 14. 工程机械行业的销售模式上，经销为主、直销为辅，二者各有优劣.....	11
图 15. 公司历经 10 年，打造具有中联特色的“端对端、数字化、本土化”的海外业务体系.....	12
图 16. 公司管理组织架构扁平，总部直接管辖各事业部与海外子公司.....	12
图 17. 公司打造的设备实时监测工业互联网平台.....	13
图 18. 公司打造的业务端对端管理工业互联网平台.....	13
图 19. 公司阿联酋海湾航空港产品展示坪.....	13
图 20. 公司海外航空港一线员工来华深造.....	13
图 21. 2004-2024H1 公司海外收入及同比增速.....	14
图 22. 2004-2024H1 公司海外收入占比.....	14
图 23. 2015-2024H1 工程机械主机厂海外收入对比.....	14

图 24. 2016-2023 年工程机械主机厂海外收入增速对比	14
图 25. 2012-2024H1 公司国内与海外毛利率	15
图 26. 2012-2024H1 工程机械主机厂海外毛利率对比	15
图 27. 2015-2024H1 公司销售费用及同比增长率	15
图 28. 2015-2024H1 工程机械主机厂销售费用率对比	15
图 29. 2015-2023 年公司应收账款与存货	16
图 30. 2015-2023 年公司营业周期与应收/存货周转天数	16
图 31. 2015-2024H1 工程机械主机厂应收周转天数对比	16
图 32. 2015-2024H1 工程机械主机厂存货周转天数对比	16
图 33. 2015-2023 年公司应收账款坏账准备计提	17
图 34. 2023 年工程机械主机厂应收账款计提比例对比	17
图 35. 公司业务结构由以起重机械与混凝土机械为核心，朝向多元化产品谱系发展	17
图 36. 公司传统主业盈利能力相对稳定，新兴业务盈利能力提升较快	18
图 37. 公司较早切入土方机械业务，近年凭借销售模式变革、智慧产能落地、产品研发突破，实现跨越式发展	19
图 38. 2008-2024H1 年公司土方机械收入及同比增速	19
图 39. 公司目前土方机械谱系以挖掘机与推土机为主	19
图 40. 土方机械在工程机械细分品类中处于核心地位，市场规模庞大	20
图 41. 2023 年工程机械主机厂分产品收入结构对比	21
图 42. 2020-2024H1 工程机械主机厂土方机械增速对比	21
图 43. 公司高空作业机械产品谱系完整，覆盖剪叉、曲臂、直臂三大类	21
图 44. 2021-2024H1 年公司高空机械收入及同比增速	22
图 45. 2014-2023 年全球高机市场规模及公司市占率	22
图 46. 公司农业机械产品谱系丰富，聚焦拖拉机与主粮收获机	23
图 47. 2015-2024H1 年公司农业机械收入及同比增速	23
图 48. 2015-2024H1 国内外主要农机企业毛利率对比	23
图 49. 公司矿山机械产品谱系涵盖“露天采矿设备+破碎筛分设备+物料输送设备”	24
图 50. 目前，全球活跃运行的采矿设备保有量达 9.67 万台，市场规模超万亿人民币	24
表 1: 公司核心管理层结构均衡，且各司其职、各有所长（2023）	7
表 2: 公司通过对外收并购与投资，持续开拓多元化业务与市场	9
表 3: 公司实施“端对端”风险管控，风险敞口较低，资产质量健康	16
表 4: 2022 年全球挖掘机制造商 20 强榜单	20
表 5: 2014-2023 年 Access M20 全球高空作业车制造商 40 强（营业收入，百万美元）	22
表 6: 预计 2024 年-2026 年中联重科营收分别为 502.66、585.61、686.96 亿元	26
表 7: 中联重科与可比公司 2023-2026E 平均估值水平	27

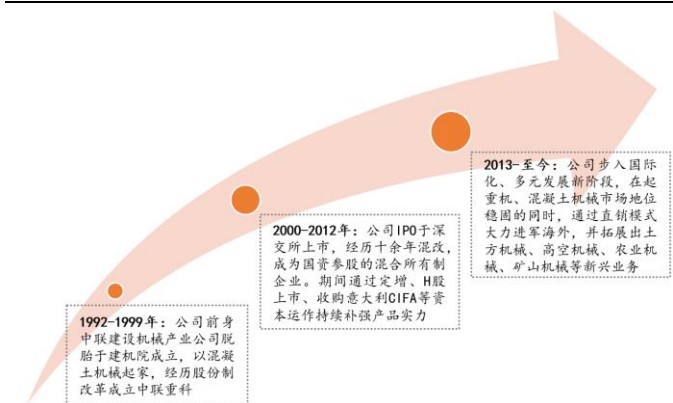
1. 顶层架构：混合所有制改革典范，成功打造现代化治理机制

1.1. 历经十余年深化改革，公司脱胎为国资背景下混合所有制企业

一步一脚印，多位一体的高端装备制造制造商。公司成立于 1992 年，前身为长沙建设机械研究院。2000 年，公司成功登陆 A 股上市。2008 年，建机院将主业相关经营性资产全部出售给公司，实现整体上市。2010 年，公司于香港 H 股上市，成为行业首家 A+H 股上市公司。自此，公司进入国际化发展快车道，通过海外建厂、收购重点业务标的等，目前公司形成了 18 大类别、105 个产品系列、636 个型谱的产品版图，业务拓展至全球 140 多个国家和地区。同时公司积极推进战略转型，致力成为集工程机械、农业机械和金融服务等多位一体的高端装备制造企业。

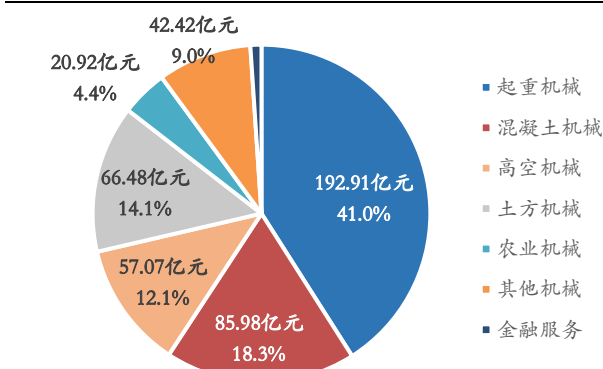
以起重、混凝土机械为主导优势业务，开拓土方、高空、农业、矿山机械等新兴业务。公司聚焦工程机械领域，产品种类丰富，以混凝土机械、起重机械等重点品种起家。同时公司不断开拓进取，进行战略转型升级，2008 年布局土方机械，2015 年布局农业机械，2017 年布局高空机械，2020 年布局矿山机械，形成相辅相成的多元化业务体系。

图1. 公司发展历程分阶段简要概述



资料来源：公司官网，国投证券研究中心

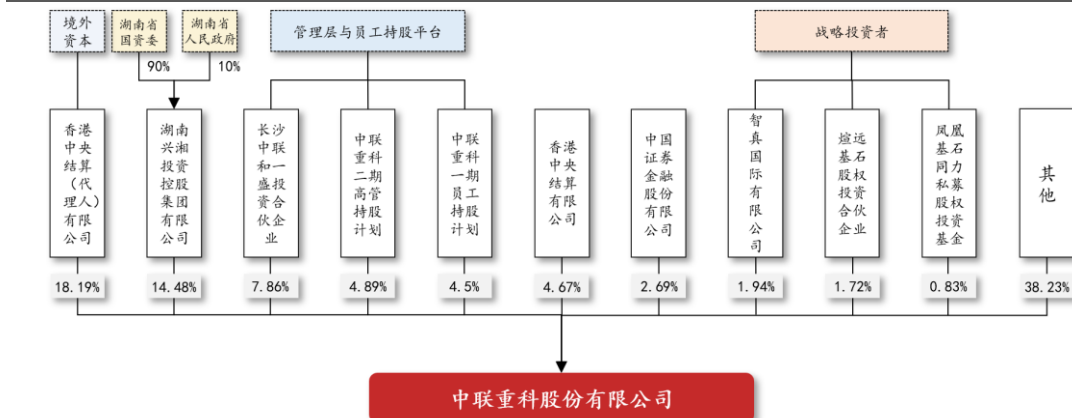
图2. 2023 年公司分产品收入结构



资料来源：Wind，国投证券研究中心

股权结构多元化，国资背景下的混合所有制企业。根据 Wind，截至 2024 年中报，湖南兴湘为公司最大单一股东，背后实际控制人为湖南省国资委，持有公司股份 14.48%；中联和一盛等企业为公司管理层与员工持股平台，合计持有公司股份 20.25%（包含香港方盛等 4 家其他管理层与员工持股平台）；智真国际等三家企业为战略投资者，合计持有公司股份 4.49%；此外，公司于 2010 年发行 H 股，公司股权结构同时包含境外资本。公司于 2012 年完成混合所有制改革后，属性由国有绝对控股转变为国有相对参股，目前已确立国有资本、境外资本、管理层以及战略投资者四方接壤的多元化股权结构，股权相对分散、股东相互制衡，打造多方命运共同体，有效保障公司建立成熟高效的现代化治理机制。

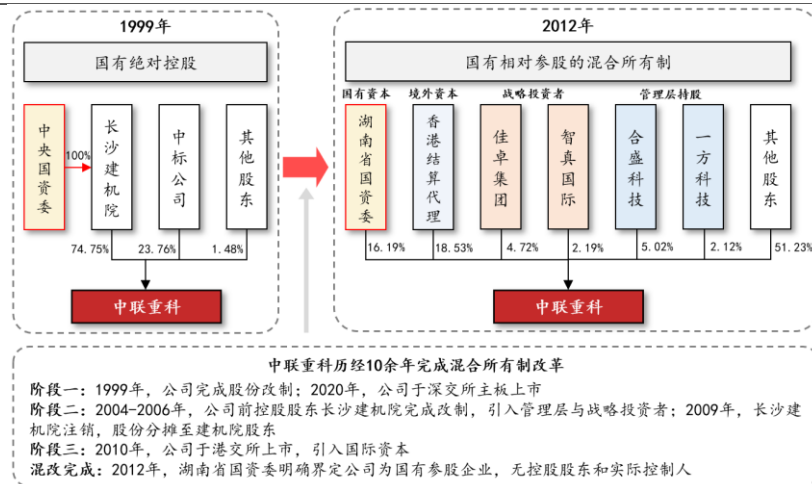
图3. 公司股权结构多元，涵盖国有资本、境外资本、管理层及机构投资者（2024H1）



资料来源：Wind，国投证券研究中心

混合所有制改革标杆，从“国资绝对控股”到“以国资为后盾的多元化股权”。复盘公司混改历程，1999年，公司前身完成股份制改革，上市主体中联重科成立；2000年，公司通过IPO迈出混改的第一步；2004-2006年，公司持续推进混改，逐步引入战略投资者、管理层与境外资本；2010年，公司H股上市，引入国际资本；2012年，湖南省国资委明确界定公司为国有参股企业，无控股股东和实际控制人；2014年，国有企业混合所有制改革进入深化发展阶段，公司于混改完成后也取得了长足发展，被国务院国资委评为“中国国企混合所有制改革成功样本”。我们认为混合所有制改革是公司目前成为国内工程机械行业龙头的关键因素之一，也是工程机械行业未来发展的重要动能之一，具备一定研究价值。

图4. 1999-2012年，公司跨越10余年完成混合所有制改革



资料来源：公司招股说明书，公司年报，国投证券研究中心；注释：建机院于2004年由建设部划归湖南地方

1.2. 多元化的混合所有制助力公司持续成长、打造现代化治理机制

1.2.1. 混合所有制是支撑公司持续成长的重要动能

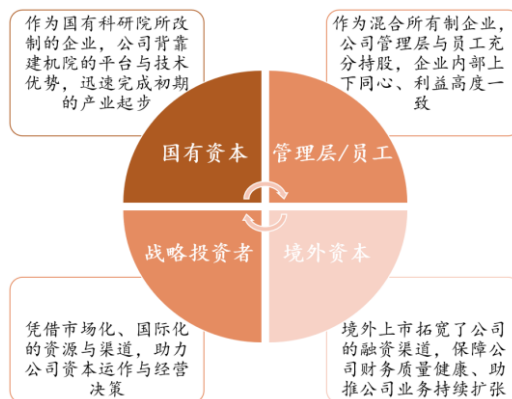
①**国有资本：工程机械资产的起源摇篮。**1992年，公司前身中联重工科技产业有限公司脱胎于建设部长沙建设机械研究院成立。根据湖南日报，建机院系国内唯一集建设机械科研开发和行业技术于一体的应用型研究院，最早可追溯到成立于1956年的建筑工程部机械施工总局设计室，支持当时中国70%的工程机械企业走上发展之路，被誉为中国工程机械行业的技术“发源地”。借助国有平台与技术资源，公司以混凝土机械与塔式起重机起家，并迅速发展壮大。2012年前，公司是国资控股企业，国有资本是孕育公司早期成长的起源摇篮。

②**管理层持股：激发发展活力的首要基础。**2004-2006年，公司原控股股东建机院经历改制，由湖南省国资委100%持股，转变为国有资本、战略投资者与管理层共同持股；2009年，建机院注销后，管理层实现对公司的直接持股；随后，公司陆续实施多期股权激励与员工持股计划，管理层与员工持股比例持续提升，实现了公司内部利益的高度一致，充分激发了公司的经营发展活力。

③**战略投资者：市场化资源的助力源泉。**佳卓集团与智真国际是公司原控股股东改制过程中引入的战略投资者，其背后实控人为国内知名投资管理机构“弘毅投资”，弘毅投资于2006年派驻人员进入公司董事会，以战略咨询、出资机构的身份充分参与了公司对意大利CIFA公司的投资并购、H股上市等重大资本运作，是公司取得长足发展的重要助力。

④**境外资本：融资资金来源的重要补充。**2010年以前，公司的规模扩张与运营资金相对依赖于滚动短期借款；2010年后，公司通过H股上市开拓出境外融资渠道，高盛、摩根大通、瑞银集团等大型国际金融机构在公司往后的定增项目中持续认购募资股份，成为公司的重要资金来源。公司凭借多元化的融资渠道，规模持续扩张的同时债务风险保持健康。

图5. 多元化的顶层架构充分赋能公司持续成长



资料来源：公司年报，国投证券研究中心

1.2.2. 混合所有制助公司成功打造现代化治理机制

公司董事会结构均衡，执行高管主要来自内部晋升。根据公司年报，2023年，公司核心管理层的组织架构为7名董事会成员、3名监事会成员、17名高级管理人员；其中，公司创始人詹纯新兼任公司董事长与首席执行官，技术产业出身的同时具备深厚的行业认知以及公司管理经验，是公司决策层与执行层的最高领导人。其他高管中，非执行董事贺柳、监事会主席颜梦玉背景为湖南省国资委，代表国有资本在公司执行决策与监督职能；非执行董事王贤平背景为投资者，代表战略投资机构在公司执行决策职能；其余高管大部分曾任公司各事业部及职能部门的骨干员工与中层领导。在混合所有制背景下，公司负责决策的董事会包含初创团队、国资委以及战略投资者；负责实际执行的高管则主要由曾对公司发展作出重要贡献的中层领导与骨干员工晋升而来。整体上，公司核心管理层组成结构均衡，具备较好主观能动性，是公司高质高效发展的有效保障。

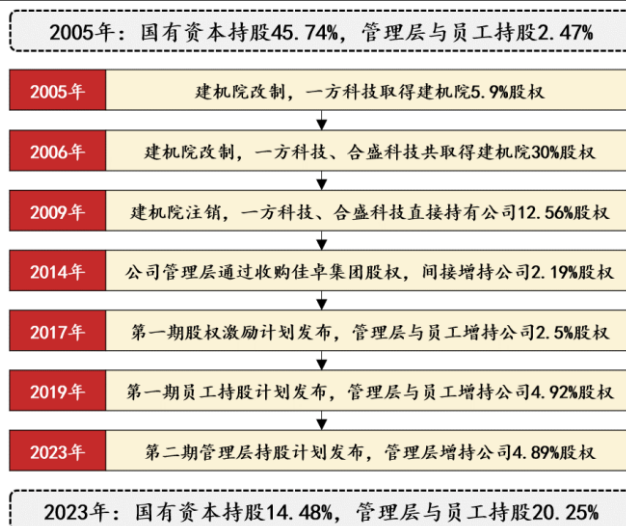
表1：公司核心管理层结构均衡，且各司其职、各有所长（2023）

管理层	姓名	职位	背景	履历
董事会 (7人)	詹纯新	董事长 首席执行官	初创团队	西北工业大学学士学位、航空工程硕士学位、系统工程博士学位。历任建机院工程师、高级工程师、研究员、副院长、院长。1992年作为公司创始人带领创业团队创办公司，1999年出任公司董事，2001年出任公司董事长。为中国共产党5届全国人大代表、第十三届全国政协委员、中国工程机械工业协会副会长
	贺柳	非执行董事	国资委	2006年至今历任湖南兴湘投资党委委员、董事、副总经理、党委副书记、副董事长、总经理、党委书记、董事长；2019年至今担任公司董事
	王贤平	非执行董事	投资者	武汉大学管理学/法学学士、管理学硕士学位。2019年至今在基石资产管理任北京PE部董事总经理。2008年至2018年先后任中信证券投行委副总裁、中信并购基金和金石投资高级副总裁；2023年至今担任公司董事
	张成虎等4名独董，覆盖金融、管理、财务、技术等专业领域，协助公司进行正确经营决策			
监事会 (3人)	颜梦玉	监事会主席	国资委	湖南大学管理学学士学位。现任湖南兴湘投资党委委员、总会计师；兼任中联重科融资租赁（北京）有限公司董事长；2023年至今担任公司监事会主席
	熊焰明	监事	初创团队	1985年至1998年先后担任建机院助理工程师、工程师等，1999年至今历任公司监事、副总经理、常务副总裁、董事、副总裁以及工程起重机分公司总经理
	刘小平	职工监事	初创团队	1995年至今历任公司广东办事处主任、四维公司总经理、工程开发部经理、中宸公司总经理、品牌管理中心主任、市场部副部长、董事长助理兼品牌宣传部部长、农机事业部总经理助理、工程机械馆馆长
高管 (17人)	詹纯新	同上		
	王永祥	联席总裁	公司骨干	历任公司混凝土事业部营销公司总经理、混凝土事业部总经理助理、营运管理部部长、助理总裁、副总裁
	罗凯	联席总裁	公司骨干	历任公司工程起重机分公司工艺研究所所长、工程起重机分公司技术部副部长、工程起重机分公司履带吊事业部经理、工程起重机分公司副总经理、工程起重机分公司总经理、助理总裁、副总裁、联席总裁
	唐少芳	联席总裁	公司骨干	历任公司建筑起重机分公司常务副总经理、总经理、助理总裁、副总裁
	杜毅刚	首席财务官	公司骨干	正高级会计师，澳大利亚CPA。历任公司工程起重机公司财务经理、混凝土机械公司财务经理、财务管理部副部长、会计核算部部长、混凝土机械公司副总经理、财务管理中心主任、财务公司总经理、副总裁
	陶兆波	董事会秘书	吸纳人才	北京大学经济学/理学双学士学位、北京大学经济学硕士学位、香港大学金融学硕士学位。历任中信建投、华泰联合证券、华泰金融控股（香港）投资银行业务；2023年至2023年任公司助理总裁
	孙昌军等12名副总裁或助理总裁，负责公司其他业务、行政、财务工作			

资料来源：公司年报，国投证券研究中心

国资背景下，公司管理层与员工持股比例持续提升，内部利益高度一致。2005 年，公司原控股股东建机院开始改制，公司管理层与员工持股平台一方科技获得 5.9% 股份转让，自此公司管理层与员工持股伊始；2023 年，历经 18 余年，管理层与员工通过收购股东、股权激励计划以及员工持股计划等方式，合计持股比例由 2.47% 增长至 20.25%；国有资本持股比例虽下降至 14.48%，但仍为最大单一股东。公司管理层与员工持股比例的持续提升有利于激发公司发展的内生动力，保障公司内部利益高度一致。

图6. 公司管理层与员工持股比例由 2005 年 2.47% 提升至 2023 年 20.25%



资料来源：公司公告，国投证券研究中心；注释：公司管理层与员工持股比例由披露的持股平台持股加和而得（已考虑到公司发展过程中的股权稀释）

持续对外收并购与投资，开拓多元化业务与市场。成立以来，公司持续通过对外收并购与投资进行业务的纵深突破与国际化拓展。**收并购方面**，2001 年，公司收购英国水平钻设备制造商保路捷，开启对外收并购征程，随后在战略投资者与国际资本助力下，于 2008-2018 年陆续收购意大利 CIFA、德国 M-TEC、德国 WILBERT，持续补强混凝土与起重机械核心主业的全球竞争力；于 2014-2020 年陆续收购荷兰 Raxtar、奇瑞重工、德国 RABE，拓宽农业机械等业务品类；**投资方面**，2012 年至今，公司逐步开始建设印度、巴西、欧洲等海外生产基地，国内则加大产能智能化升级，建成中联重科塔机智能工厂、中联智慧产业城等全球领先的数字化工厂。公司丰富的收并购与投资成功案例离不开混合所有制带来的先进理念与决策活力，其为公司成长天花板的拔高以及国际化业务的蓬勃发展奠定了深厚的基础。

表2：公司通过对外收并购与投资，持续开拓多元化业务与市场

时间	事件
2001 年	中联重科收购英国保路捷公司
2008 年	中联重科收购陕西新黄工、湖南汽车车桥厂、华泰重工、常德信诚液压，进军土方机械和散料运输机械领域，打造工程机械专用车桥和液压件制造基地 中联重科并购全球混凝土设备领先企业——意大利 CIFA 公司
2012 年	中联重科与印度 Electromech 公司合资建厂
2013 年	中联重科收购全球干混砂浆设备品牌企业——德国 M-TEC 公司 中联重科巴西子公司（首个海外自建生产基地）生产的第一台泵车正式下线并成功销售
2014 年	中联重科并购全球著名升降机企业——荷兰 Raxtar 公司 中联重科收购奇瑞重工 60% 股权，进军农业机械领域
2015 年	中联重科收购全球环保产业领先投资运营商——意大利 Ladurner 公司
2016 年	中联重科海外全系列产品维修中心在缅甸成立 中联重科与白俄罗斯卡车制造商——MAZ 集团签署战略合作协议，正式成立中联重科-MAZ 合资公司
2017 年	中联重科海外首家标准化 4S 店在泰国曼谷 BangBo 开业
2018 年	中联重科与吴恩达教授的人工智能公司 Landing.AI 签署战略合作协议 中联重科成立的工业互联网高科技公司中科云谷正式落户上海临港 中联重科收购全球塔机领先制造商——德国 WILBERT
2019 年	全球最大塔机智能工厂——中联重科塔机智能工厂在湖南常德开园 投资 1000 亿元、占地 9000 余亩的中联智慧产业城项目在湖南湘江新区启动
2020 年	中联重科携手爱尔兰服务公司埃森哲打造世界级“灯塔工厂” 中联重科收购百年农机具品牌——德国 RABE 公司
2021 年	中联重科在意大利北部重镇曼托瓦投资建设的欧洲新工厂正式落成

资料来源：公司年报，公司官网，国投证券研究中心

1.2.3. 现代化治理机制下，公司业绩取得高质量发展

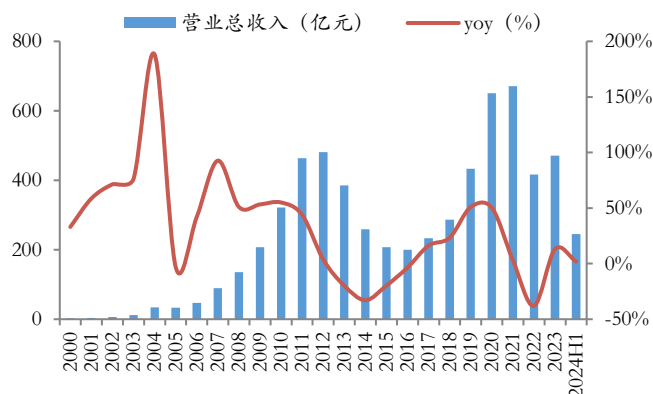
行业周期筑底，公司收入、利润韧性提升。根据 Wind，公司成立以来，经历国内工程机械行业两轮完整周期：

在第一轮周期中，公司收入于 2012 年达到周期高点，利润于 2011 年达到周期高点，分别为 480.71、80.66 亿元，随后跟随周期下行于 2016 年触底，收入、利润相较周期高点降幅为-58.35%、-111.58%；

②在第二轮周期中，公司收入于 2021 年达到历史峰值、利润于 2020 年达到周期高点，为 671.31、72.81 亿元，随后 2022 年行业景气度迅速萎缩，公司收入、利润触底，较周期高点降幅为-37.99%、-68.33%。对比两轮周期，得益于公司经营战略调整、多元化布局成效显著，公司业绩韧性显著改善。

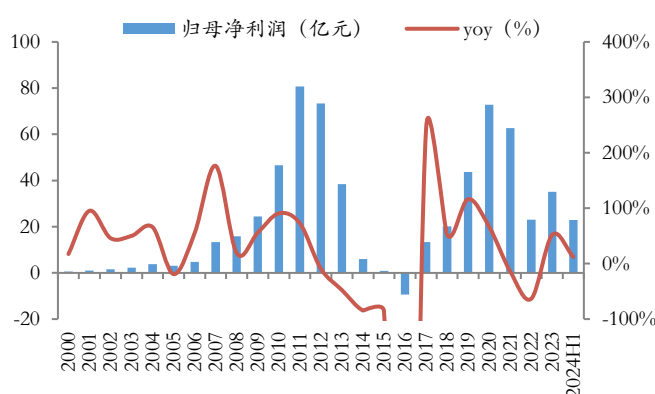
2023 年，公司实现营业总收入、归母净利润 470.75、35.06 亿元，同比+13.08%、+52.04%；2024 年上半年，公司收入、利润同比+1.91%、+12.15%。行业筑底背景下，公司业绩迅速扭转颓势，边际改善趋势明显，且利润增速显著高于收入增速，体现公司发展质量的持续优化。

图7. 2000-2024H1 公司营业总收入及同比增长率



资料来源：Wind，国投证券研究中心

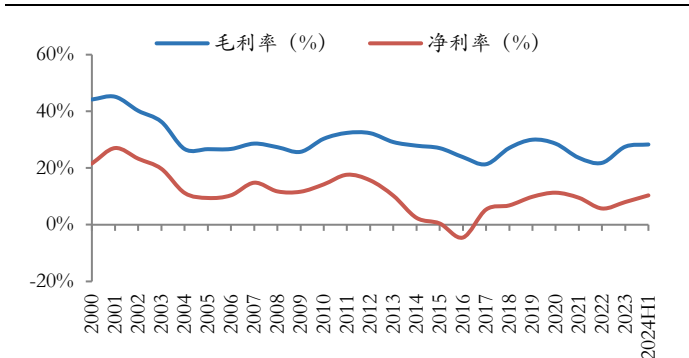
图8. 2000-2024H1 公司归母净利润及同比增长率



资料来源：Wind，国投证券研究中心

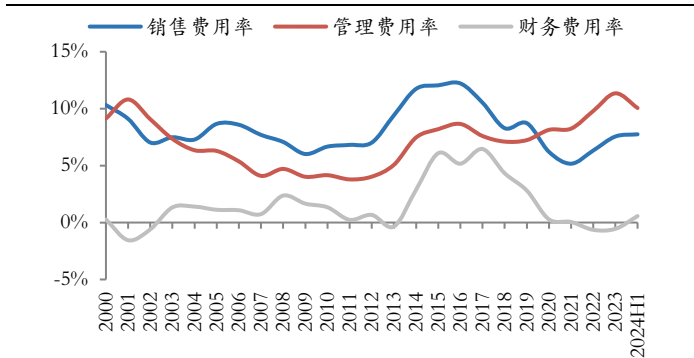
毛利率相对稳定，净利率主要受费用刚性影响波动。根据Wind，行业竞争持续加剧背景下，公司凭借核心主业稳固的市场地位，毛利率基本稳定在 20%-30%之间；净利率波动相对较大主要系受行业周期下滑、费用刚性导致净利润承压。2023 年，公司分别实现毛利率、净利率 27.54%、8.01%，同比+5.71pct、+2.28pct；2024 年上半年，公司毛利率、净利率同比+0.41pct、+1.14pct；公司期间费用率有所提升主要系受海外市场开拓力度加大、股份支付费用增加、汇兑收益减少等因素影响。近年来，公司通过调整销售策略，对资源占用高、毛利率低的产品进行压缩，同时重点发力海外市场，盈利能力呈现边际改善趋势。

图9. 2000-2024H1 公司毛利率与净利率



资料来源：Wind，国投证券研究中心

图10. 2000-2024H1 公司期间费用率

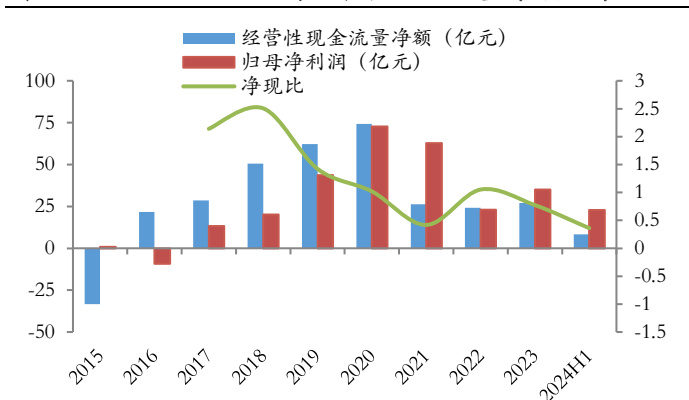


资料来源：Wind，国投证券研究中心；注释：管理费用率中包含研发费用率

现金造血能力优异，重视债务风险控制。根据Wind，①现金流方面，2015 年行业上一轮周期底部以来，公司持续优化订单回款质量，经营性现金净流量持续改善，净现比保持健康水平。2023 年，公司实现经营性现金流量净额 27.13 亿元，净现比 0.77，近年净现比从高位逐步回落主要系公司加大海外市场开拓力度、购买原材料商品与人力劳务支出增加。

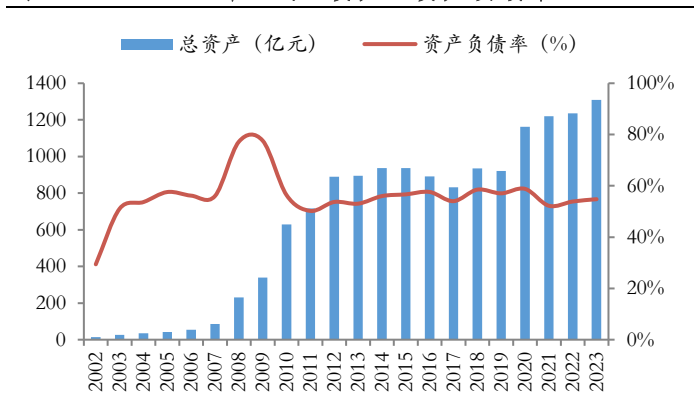
②债务风险方面，2008-2009 年，由于并购意大利 CIFA 公司，债务并表导致公司资产负债率提升显著，随后公司通过 H 股上市、发布定增，债务压力迅速缓解；2010-2023 年，公司资产规模稳步扩张背景下，凭借丰富多元的融资渠道，公司资产负债率稳健保持在 50%-60%的较优水平，对比其他工程机械主机厂，公司资产负债率相对较低，与民营企业三一重工类似，公司在混合所有制下具备充沛的资金源泉与较低的债务风险。

图11. 2015-2024H1 公司经营性现金流量净额及净现比



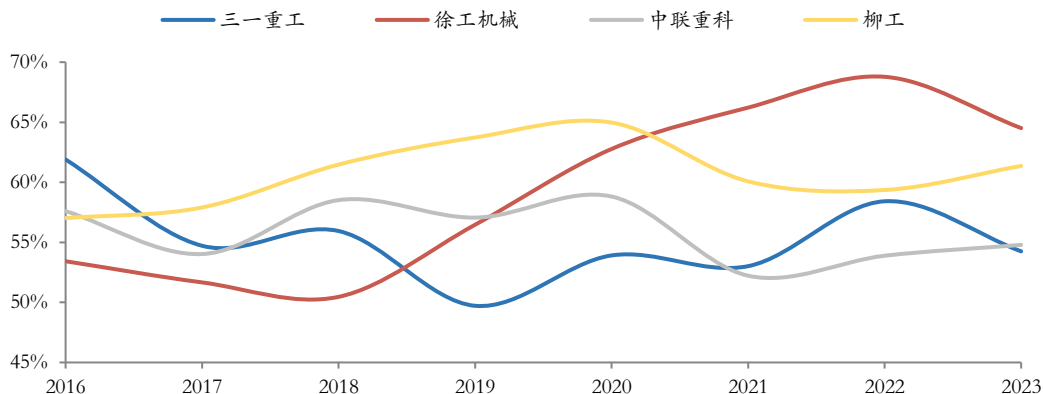
资料来源：Wind，国投证券研究中心

图12. 2002-2023 年公司总资产及资产负债率



资料来源：Wind，国投证券研究中心

图13. 2016-2023 年工程机械主机厂资产负债率对比



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

2. 商业模式: 创新变革直销模式, 高质高效进军海外

2.1. 国际化另辟蹊径, 打造“端对端、数字化、本土化”直销模式

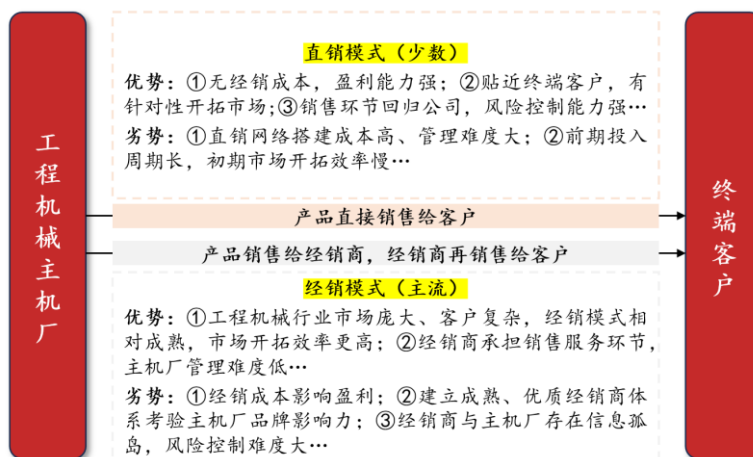
工程机械行业中, 产品销售模式包括直销模式与经销商代理销售模式:

① **经销模式方面**, 工程机械行业市场规模庞大、下游客户多样, 经销模式作为行业主流的销售模式, 凭借多年发展积累的成熟经验, 具备推广效率高、管理成本低等优势; 根据工程机械工业协会代理商委员会, 目前国内工程机械行业近 80% 的销售额由经销模式贡献。

② **直销模式方面**, 对比前者, 直销模式具有盈利能力更强(节省 15-20% 经销商渠道让利)、市场开拓针对性更强等优势, 但由于直销模式前期投入与后期管理壁垒较高, 并不适用于业内所有企业。

总体来看, 二者各有优劣, 制造商通常会根据自身定位以及对于销售效率、成本、风险的考量, 选择合适的模式。

图14. 工程机械行业的销售模式上, 经销为主、直销为辅, 二者各有优劣



资料来源: 今日工程机械, 工程机械工业协会代理商委员会, 国投证券研究中心

公司以国内市场起步, 构筑具有中联特色的“端对端、数字化、本土化”海外直销体系。与工程机械行业主流的经销为主、直销为辅的销售模式不同, 公司经历 10 年沉淀与探索, 构筑具有中联特色的纯粹直销体系。复盘公司现代化直销体系的搭建过程, 主要分为三个阶段:

阶段一 (2014-2015 年): 公司依托物联网、智能控制等技术促进生产、运营、服务管理从“生产与经营的管理优化”向“全面、深度、集成的信息化应用”逐步迁移。公司商业模式朝向“数字化”的不断变革与创新为“端对端”直销模式的诞生奠定基础。

阶段二（2016–2019 年）：公司以国内市场为着手点，启动销售模式变革，由“广撒网”的传统营销转变为“端对端”的精准营销，并通过先进的信息化管理手段，拉通研发、生产、服务、风控等全链条、全过程的端对端一体化管理，精准高效的直销模式逐步趋于成熟。

阶段三（2020 年至今）：随着行业发展阶段的变化，海外业务成为近年行业发展重点，公司将国内运行成熟的“端对端、数字化”的直销模式移植到海外，辅以“本土化”理念，形成了“端对端、数字化、本土化”的海外直销体系。

图15. 公司历经 10 年，打造具有中联特色的“端对端、数字化、本土化”的海外业务体系

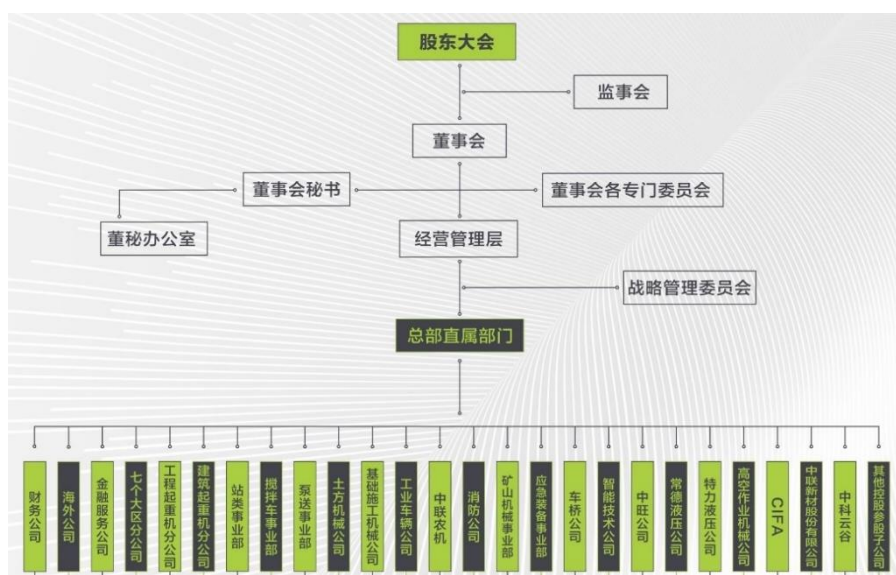


资料来源：公司年报，国投证券研究中心

“端对端、数字化、本土化”的海外直销体系，本质上是用数字化管理的扁平组织架构替代传统的人管人金字塔架构的经销商体系，压缩链条，代理成本交由公司和客户分享：

①端对端方面，公司将国内总部管理地级市团队的经验移植到海外市场，行政级别上虽设立当地海外子公司，但统一交由总部后台进行直接管控，总部后台实时知晓公司一线人员工作情况，并对业务前线进行跟踪指挥。通过扁平的组织架构，公司实现了与客户的直接联通，能够针对性的进行市场与客户的高效、高质开拓。

图16. 公司管理组织架构扁平，总部直接管辖各事业部与海外子公司



资料来源：公司官网，国投证券研究中心

②数字化方面，公司实现海外业务“端对端”、组织架构扁平化的基础来源于公司国内市场直销管理经验的积累以及数字化管理体系的建设。公司建立与海外一线市场同步的总部后台孪生组织，通过数字化平台实现研发、生产、销售、服务及风控的全市场链条的信息共享互通，使得海外市场的每一个员工、每一笔订单，每一台设备对于公司总部都实时可视、透

明可控。根据中国证券报及中科云谷，目前，公司数字化建设累计投入超百亿元；2023 年，公司中科云谷工业互联网平台成功入选工信部“双跨”清单，进入国家工业互联网平台“第一梯队”，公司强大的数字化管理能力为“端对端”模式的发展打下坚实基础。

图17. 公司打造的设备实时监测工业互联网平台



资料来源：中科云谷，国投证券研究中心

图18. 公司打造的业务端对端管理工业互联网平台



资料来源：中科云谷，国投证券研究中心

③本土化方面，“端对端、数字化”的管理模式使得公司海外业务的直销模式具备实操可行性，但在境外业务开展过程中，多元化的文化、宗教、法律等诸多方面纷繁复杂，具备较高的进入壁垒。为确保能够更好融入海外当地市场，公司建立了“航空港+地面部队”的双层架构，前者系地区的产品业务服务平台，后者系本土招聘的一线员工团队，在研产销服等方面能够更贴近理解当地市场客户的需求，公司总部派出的驻外员工主要集中于经理、财务、资金、风控等关键管理岗位。根据公司 2023 年年报，公司已在海外建设 30 余个一级航空港，350 余个二级网点，网点建设由区域中心下沉至重要城市，海外本土化员工人数超 3000 人，产品覆盖超 140 个国家和地区。

总结而言，对于公司具有“中联特色”的海外业务直销体系，国内端对端直销模式的经验积累是前提，数字化管理能力是保障，本土化渠道建设是抓手，三者共同建立了公司极具壁垒的“端对端、数字化、本土化”海外业务直销模式。

图19. 公司阿联酋海湾航空港产品展示坪



资料来源：公司官网，国投证券研究中心

图20. 公司海外航空港一线员工来华深造



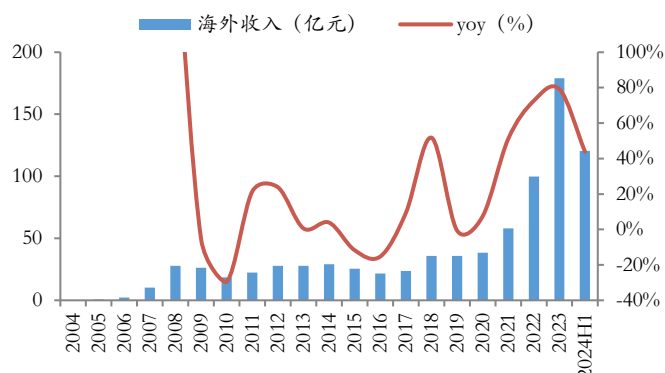
资料来源：公司官网，国投证券研究中心

2.2. 直销模式加持下，公司海外市场拓展迅速、资产质量保持优异

➤ 海外业务拓展方面

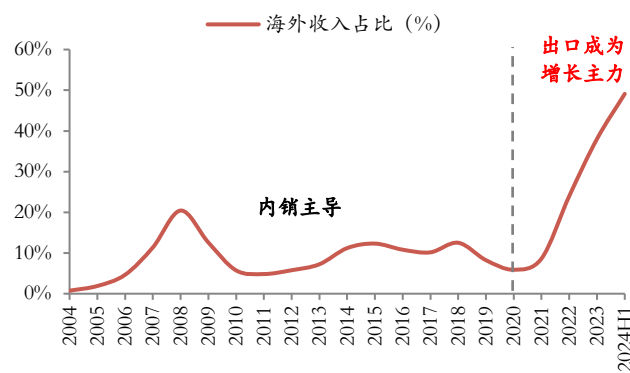
“国际化布局+直销模式”双重加持下，海外业务厚积薄发。2020 年以前，公司通过收并购以及海外产能建设，国际化业务布局打下良好基础；2020 年起，公司将“端对端、数字化、本土化”的先进直销模式移植至海外市场，海外业务收入厚积薄发、实现跨越式发展。根据 Wind，2020 年以前，公司海外收入增长相对平稳，海外收入占比维持在 20%以内；2020-2023 年，公司海外收入由 38.32 亿元增长至 179.05 亿元，3 年 CAGR 达 67.18%；2024 年上半年，公司实现海外收入 120.48 亿元，同比增长 43.9%，海外收入占比达 49.11%。

图21. 2004-2024H1 公司海外收入及同比增速



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

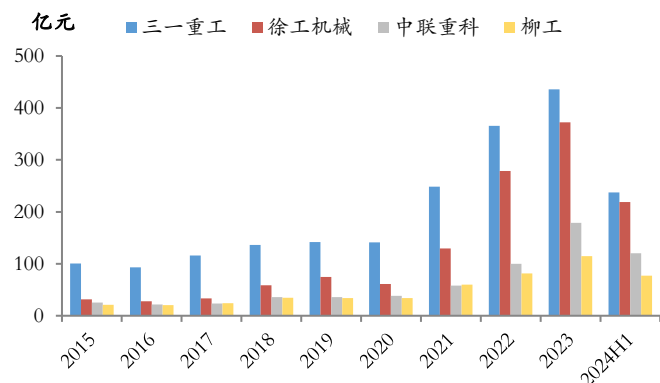
图22. 2004-2024H1 公司海外收入占比



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

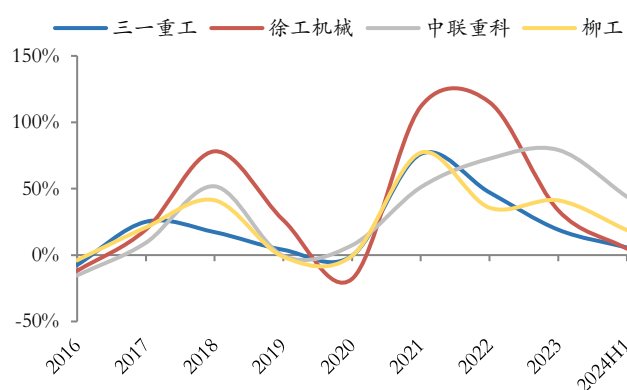
对比其他工程机械主机厂，根据 Wind，①从海外收入规模来看，2023 年，中联重工海外收入规模在友商中位列第三，尽管近年取得跨越式发展，但较三一重工与徐工机械仍有一定差距；②从海外收入增速来看，2021 年至今，得益于外资企业供应紧张与国际地缘冲突，中国工程机械行业迎来出口增长“窗口期”，三一重工、徐工机械、柳工海外收入增速于 2021 年迅速冲高，但随着海外供应链的恢复海外收入增速逐步放缓；中联重科方面，与友商表现有所不同，2021-2023 年，其海外收入增速逐步提升，2024 年上半年，友商海外收入增速回落至 20%以内，公司仍保持 40%以上的高速增长。我们认为：中联重科海外收入增速表现的差异化主要源自其独特的直销模式，直销模式的前期建设与开拓效率较慢，但随着直销网络布局的完善，公司海外业务保持增长的 α 后发优势显现。

图23. 2015-2024H1 工程机械主机厂海外收入对比



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

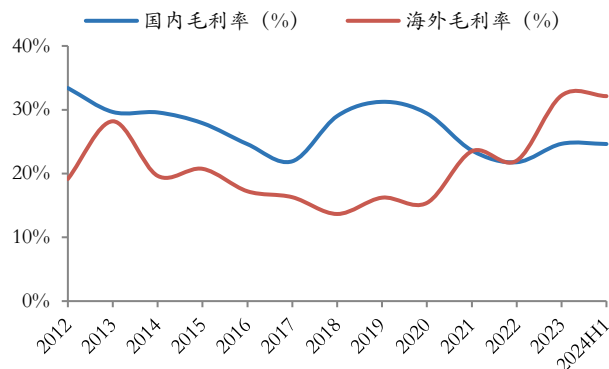
图24. 2016-2023 年工程机械主机厂海外收入增速对比



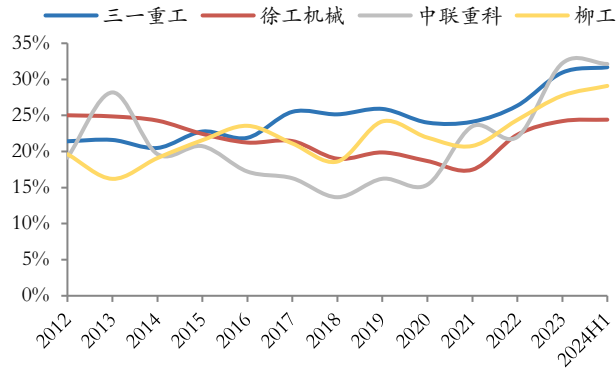
资料来源: Wind, 国投证券研究中心

➤ 海外业务盈利能力方面

海外业务毛利率持续增长，具备较强竞争优势。根据 Wind，2020 年以前，公司海外业务以经销商代理的销售模式为主，海外毛利率稳定在 10%-20%左右，盈利能力较国内业务有较大差距；2020-2023 年，公司实施直销模式变革，节省经销商渠道让利成本、海外业务逐步规模化、降本工作持续推进，公司海外盈利能力显著提升，公司海外毛利率由 2020 年的 15.4% 快速提升至 2023 年 32.23%，提升幅度达 16.83pct。对比其他工程机械主机厂，2023-2024H1，公司海外毛利率已在友商中位列第一，公司直销模式盈利能力上的优势正在逐步兑现。

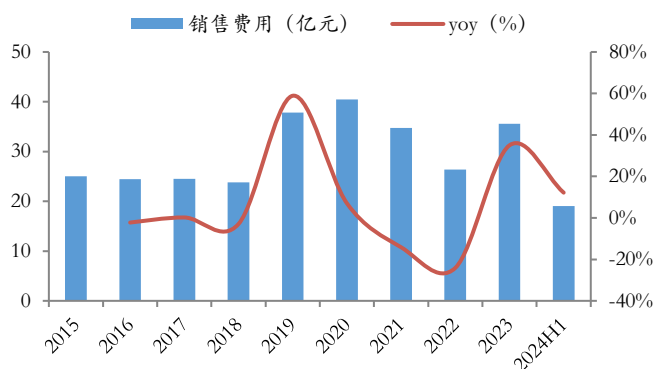
图25. 2012-2024H1 公司国内与海外毛利率


资料来源: Wind, 国投证券研究中心

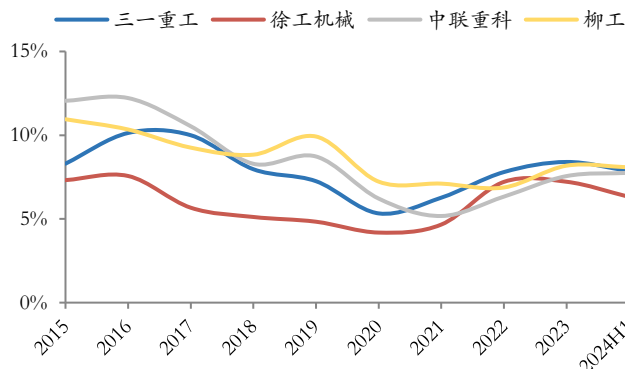
图26. 2012-2024H1 工程机械主机厂海外毛利率对比


资料来源: Wind, 国投证券研究中心

凭借数字化管理的扁平组织架构, 公司高效完成直销模式构建。通常而言, 由于销售渠道前期建设布局与销售人员纳入公司内部体系, 直销模式往往伴随的更高的销售费用, 但这一点在公司的销售费用上体现并不明显, 2019-2021 年, 由于公司“端对端、数字化、本土化”的海外直销模式进入建设期, 公司销售费用由 2015-2018 年 20-25 亿元左右提升至 35-40 亿元左右, 但销售费用率整体仍保持正常区间。我们认为: 公司之所以能够在成本得到有效控制的前提下完成海外直销模式的搭建, 主要得益于公司“端对端”的扁平化管理体系, 海外子公司采用厂房租赁的轻资产模式, 成本增加主要来源于海外本土销售员工的招聘。

图27. 2015-2024H1 公司销售费用及同比增长率


资料来源: Wind, 国投证券研究中心

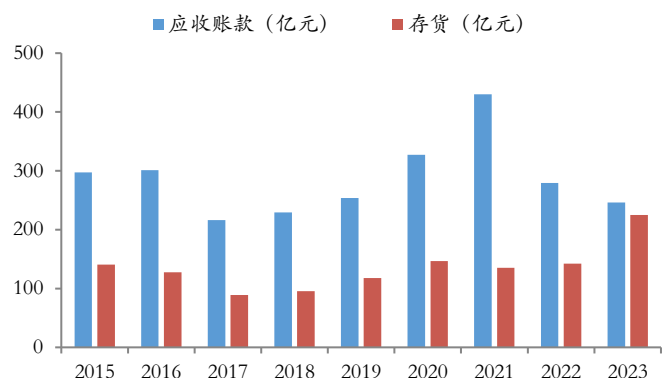
图28. 2015-2024H1 工程机械主机厂销售费用率对比


资料来源: Wind, 国投证券研究中心

➤ 运营效率与资产质量方面

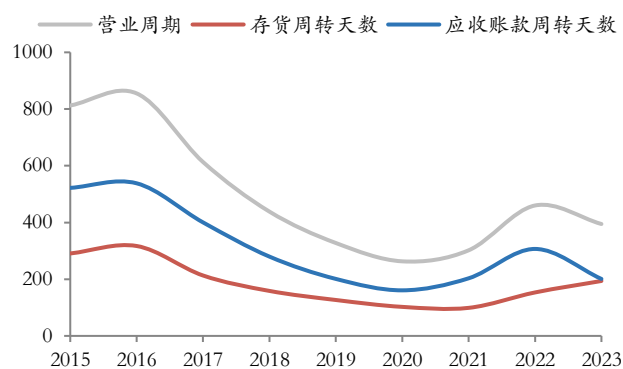
流动资产整体稳健, 经营效率向好改善。根据 Wind, ①从绝对数值上看, 2023 年, 公司应收账款、存货分别为 246.12、225.04 亿元; 2021 年以来, 公司凭借对“端对端”对于订单的穿透式精准把控, 应收账款压降显著, 但由于海外业务增长旺盛, 公司加大海外航空港库存准备, 公司存货有所提升; ②从周转效率来看, 公司营业周期、存货周转天数、应收账款周转天数分别为 395、194、201 天, 持续改善趋势显著。对比友商, 我们认为公司存货周转天数较高主要系公司坚定执行“端对端”的直销模式, 经销模式下代理商负责的库存备货转移至公司内部, 导致公司存货周转效率相对下降。

图29. 2015-2023 年公司应收账款与存货



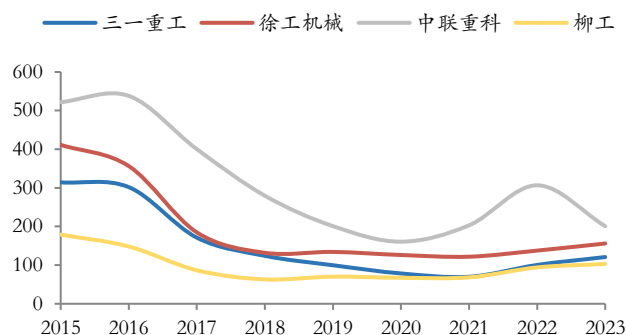
资料来源: Wind, 国投证券研究中心

图30. 2015-2023 年公司营业周期与应收/存货周转天数



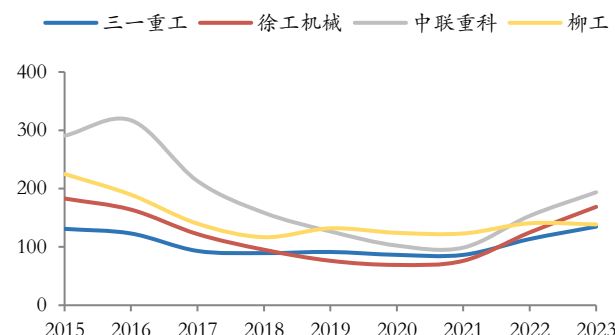
资料来源: Wind, 国投证券研究中心

图31. 2015-2024H1 工程机械主机厂应收周转天数对比



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

图32. 2015-2024H1 工程机械主机厂存货周转天数对比



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

风险敞口较低，资产质量健康。2009 年，公司实现整体上市，经营细节完整透明反映在上市公司报表端。目前在直销模式加持下，公司通过数字化系统赋能，直接对接终端客户，对付款进行实时追踪、必要时及时干预，整体风险管控质量优异。根据 Wind，2024 年上半年，公司风险敞口合计 485.38 亿元，较 2023 年末下降 5.72%，较 2021 年高点下降 24.85%，主要得益于公司融资租赁担保金额较低、应收账款与贷款担保金额控制较好。

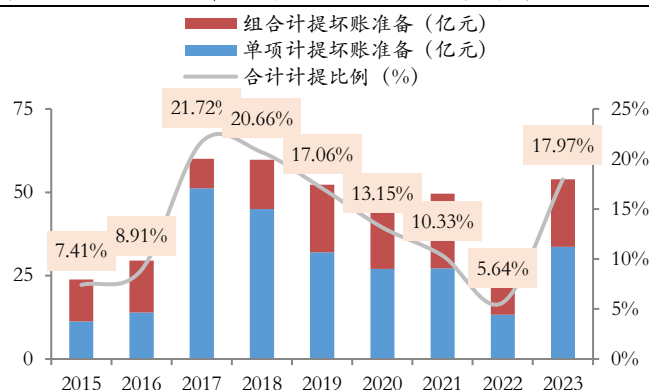
从应收账款坏账计提来看，2023 年，公司应收账款的单项、组合计提金额分别为 33.67、20.25 亿元，单项计提比例为 10.85%，合计计提比例为 17.97%。对比友商，公司凭借端对端、数字化管理模式对于客户账款的精准跟踪预判，单项与合计计提比例均排名第一，公司对于应收账款的充分计提也进一步反映了公司优异的资产质量以及对风险敞口的较好压降。

表3: 公司实施“端对端”风险管控，风险敞口较低，资产质量健康

风险敞口细分科目(亿元)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
应收账款	297.45	301.16	216.31	229.44	254.04	327.15	430.27	279.15	246.12	252.74
一年内到期的非流动资产	126.45	122.12	109.32	88.36	92.31	103.67	45.78	48.86	51.23	47.59
长期应收款	25.94	19.25	18.73	36.59	77.83	130.10	72.06	182.86	170.02	143.22
贷款担保	81.86	37.40	21.99	35.33	45.42	57.70	85.20	56.49	31.88	25.75
自营融资租赁担保	—	—	—	—	—	—	12.10	—	—	—
三方融资租赁担保	20.89	9.54	2.74	2.92	2.31	1.30	0.43	5.29	15.58	16.08
风险敞口合计	552.59	489.47	369.09	392.64	471.91	619.92	645.84	572.65	514.83	485.38
归母净资产	408.31	399.37	368.14	375.78	382.01	388.63	467.44	568.68	547.41	564.07
风险敞口比例	1.58	1.38	1.33	0.98	1.03	1.21	1.33	1.14	1.05	0.91

资料来源: Wind, 国投证券研究中心

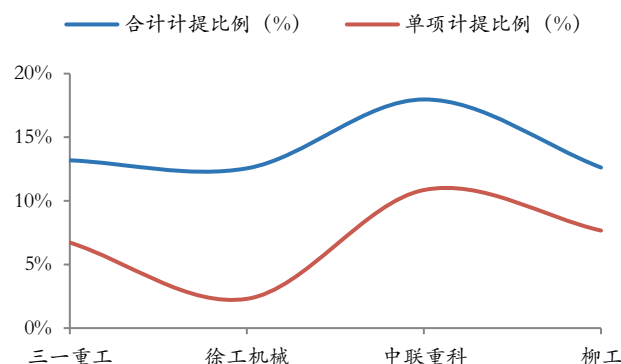
图33. 2015-2023 年公司应收账款坏账准备计提



资料来源：Wind，国投证券研究中心；

注释：组合计提坏账准备系指按照应收账款账龄结构进行组合计提

图34. 2023 年工程机械主机厂应收账款计提比例对比



资料来源：Wind，国投证券研究中心

3. 业务版图：土方机械新晋黑马，新兴业务蓄势待发

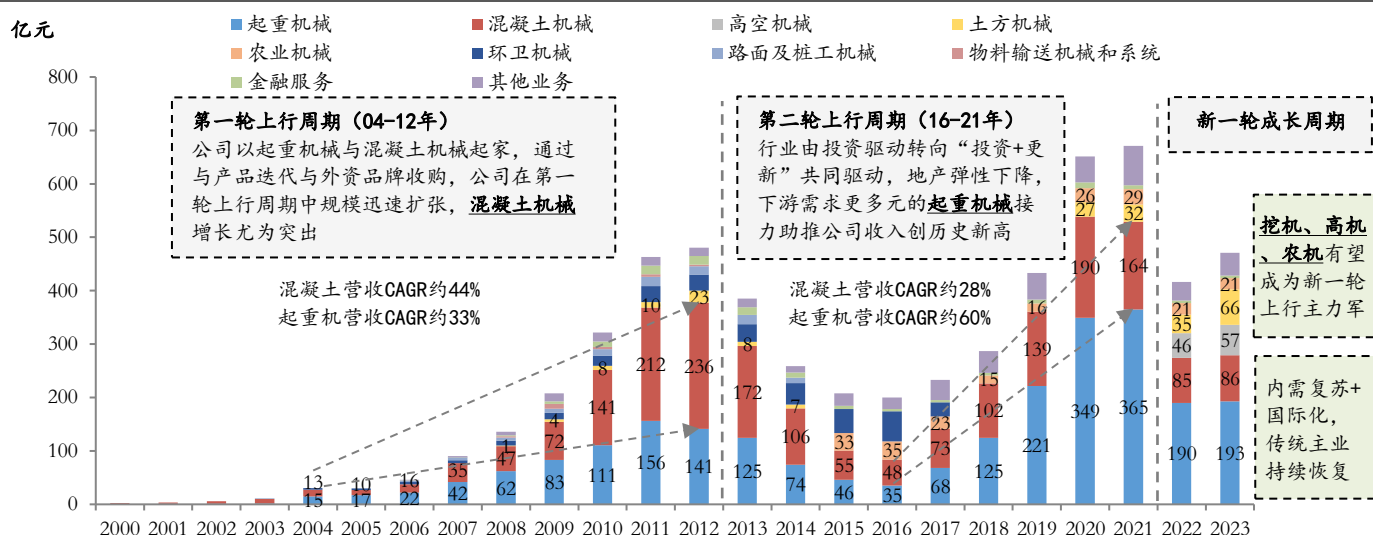
分业务视角下，我们以公司混改开启的2004年作为起点对公司收入发展历程进行复盘：

①**第一轮上行周期（2004-2012年）**，伴随中国基建与地产行业投资的腾飞以及公司产品实力持续进步，公司营业总收入由33.8亿元增长至480.71亿元，CAGR为39.35%，其中起重机械与混凝土机械等传统业务为核心增长驱动力，收入分别以32.71%、43.79%的CAGR增长至141.32、235.96亿元，二者收入占比合计78.48%，其中又以混凝土机械为重；

②**第二轮上行周期（2016-2021年）**，随着中国城市化进程不断完善，行业增长的驱动力由“投资”单极转变为“投资+更新替换”的双极，地产增长弹性较上一轮周期有所收窄，公司营业总收入由200.23亿元增长至671.31亿元的历史新高，CAGR为27.37%，其中起重机械收入以59.46%的CAGR增长至364.94亿元，凭借更加多元的应用场景，成为上轮周期的增长主力；而与地产行业挂钩更紧密的混凝土机械收入增长至163.8亿元，较首轮周期恢复弹性有所收窄；二者收入占比合计78.76%。

③**新一轮成长周期（2022年至今）**，在国内需求筑底、出口占据主导的背景下，工程机械行业进入全新发展阶段，把握国际化机遇、拓品类抹平周期波动成为行业现阶段的重点竞争要素。除通过“端对端”直销模式重点发力海外市场外，公司产品拓展的前期投入逐步开花结果，2023年，公司土方机械、高空作业机械、农业机械分别实现收入66.48、57.07、20.92亿元，收入占比合计30.69%，传统主业收入占比下降至59.24%。新兴业务已成为公司该轮周期成长的核心驱动力之一，因此，我们在本章的讨论将重点集中在新兴业务板块。

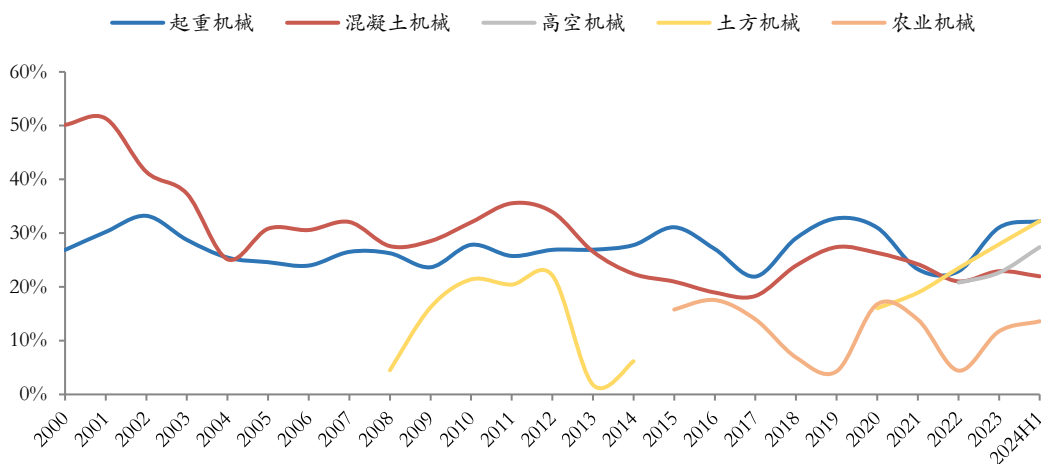
图35. 公司业务结构由以起重机械与混凝土机械为核心，朝向多元化产品谱系发展



资料来源：Wind，国投证券研究中心

分业务来看公司毛利率，2023 年，公司起重机械、混凝土机械、高空机械、土方机械及农业机械毛利率分别为 31.04%、22.92%、22.66%、27.93%、11.74%，分别同比+8.13pct、+1.89pct、+1.85pct、+4.45pct、+7.31pct，公司五大主要产品毛利率均呈明显提升态势；2024 年上半年以来，除混凝土机械毛利率相对稳定外，其他四大产品毛利率改善仍在延续。我们认为公司各产品毛利率提升主要得益于国际化业务的全面开拓、全业务“端对端”管理模式对于产品结构的优化以及新兴业务放量带来的规模效益。对比来看，公司起重机、高机、挖机毛利率表现相对优异，传统主业核心竞争力稳固的同时，新兴业务逐步成为公司盈利能力提升的重要助力。

图36. 公司传统主业盈利能力相对稳定，新兴业务盈利能力提升较快



资料来源：Wind，国投证券研究中心

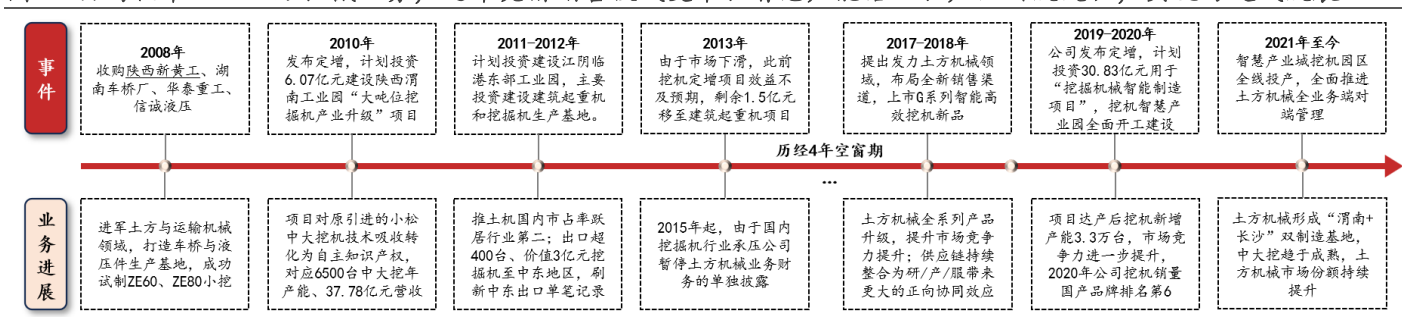
3.1. 土方机械迅速突破，赋能未来增长弹性

土方机械底蕴深厚，近年取得迅猛发展。根据公司年报，复盘公司土方机械业务发展历程，可主要分为两个发展阶段：

①**初步成长阶段（2008-2014 年）**：2008 年，公司凭借对陕西新黄工的收购，进军以挖机为代表的土方机械领域；2010 年，公司发布定增，计划投资 6.07 亿元用于建设陕西渭南工业园“大吨位挖掘机产业升级项目”，项目满产后中大挖产能可达 6500 台；2012 年，公司出口超 400 台价值 3 亿元的挖机至中东地区，彰显公司早期土方机械业务的全球竞争力，也为公司目前国际化业务在中东地区的领先地位铺设良好基础。

②**变革突破阶段（2017 年至今）**：2017 年，公司重新提出发力土方机械、布局全新销售渠道以及推出 G 系列等智能高效挖机新品；2020 年，公司发布定增，计划投资 30.83 亿元用于“挖掘机智能制造项目”，达产后将新增挖机年产能 3.3 万台；2022 年，公司挖掘机械智能制造示范工厂率先全线投产，包括 4 条无人化“黑灯产线”，系全球唯一实现全流程挖机智能制造的生产基地。2024 年上半年，公司土方机械市场份额持续提升，大客户及大项目拓展取得突破，销售金额快速进入国产品牌前三、中大挖销售进入行业前列。

图37. 公司较早切入土方机械业务，近年凭借销售模式变革、智慧产能落地、产品研发突破，实现跨越式发展

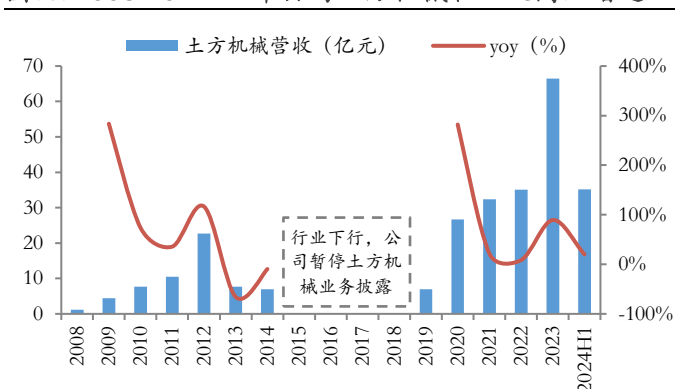


资料来源：公司年报，国投证券研究中心

产品谱系方面，根据公司官网与年报，目前，公司土方机械主要产品以挖机与推土机为主，其中挖机吨位完整覆盖1.5-300吨的小、中、大挖，并且仍在持续发力补齐75吨以上的超大型与小微型挖机的产品型谱；推土机马力段覆盖160-320HP，以中大推为主。公司在大吨位、大马力产品的完整覆盖与深化布局是公司土方机械业务核心竞争力强悍的有力佐证。

收入规模方面，根据Wind，2019-2023年，公司土方机械业务收入由6.98亿元快速增长至66.48亿元，4年CAGR高达75.67%，收入占比达14.12%，目前已成为起重机械、混凝土机械外的第三大业务板块，系公司新一轮成长周期的核心增长动能之一。

图38. 2008-2024H1 年公司土方机械收入及同比增速



资料来源：Wind，国投证券研究中心

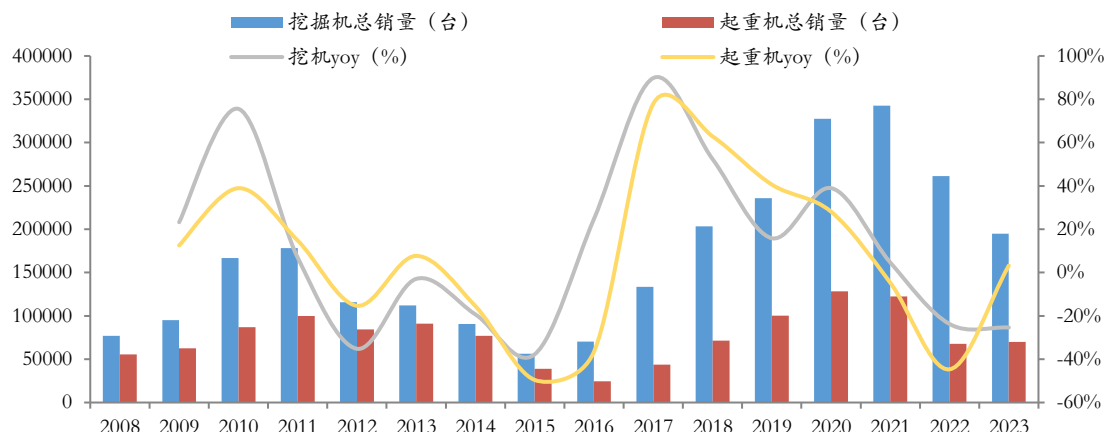
图39. 公司目前土方机械谱系以挖掘机与推土机为主



资料来源：公司官网，国投证券研究中心；注释：截至2024/9/26

挖机为工程机械行业核心品类，补齐土方机械板块是公司夯实龙头地位的必由之路。工程机械行业中，土方机械、起重机械与混凝土机械为三大核心门类，其中下游需求对应土方铲运工程的挖掘机是市场规模最为庞大的细分品质，是工程机械行业的“顶上明珠”。我们选取挖掘机与起重机进行对比，根据中国工程机械工业协会，挖掘机、起重机行业周期基本类似，以上一轮上行周期为例，对比挖掘机、起重机周期高点相对周期底部的销量增幅，2015-2021年，挖掘机销量由5.64万台增长至34.28万台，增幅达507.8%；2016-2020年，起重机销量由2.46万台增长至12.84万台，增幅达421.95%。相较起重机，挖掘机在市场规模与增长弹性上都具备显著优势，是工程机械行业中当之无愧的核心。

图40. 土方机械在工程机械细分品类中处于核心地位，市场规模庞大



资料来源：工程机械工业协会，国投证券研究中心；注释：起重机包括汽车、随车、履带、塔式起重机

根据工程机械 CCM 与 Yellow Table，2022 年，全球挖掘机制造商 20 强榜单包括 2 家美国企业、6 家日本企业、5 家中国企业、2 家韩国企业、2 家德国企业、1 家瑞典企业、1 家意大利企业和 1 家英国企业，其中入围该榜单的中国企业为三一重工、徐工机械、柳工、中联重科与山河智能，全球挖机总销售额为 650.47 亿美元；同年，全球工程机械总销售额为 2306 亿元，挖机价值量占比达 28.21%，接近三分之一。并且，挖掘机榜单排名前 10 的企业，有 7 家进入了全球工程机械制造商的前 10 位，挖掘机在工程机械细分品类中的核心地位突出。

表4：2022 年全球挖掘机制造商 20 强榜单

挖掘机行业排名	工程机械行业排名	公司	国家	挖机销售额(亿美元)	挖机市占率(%)
1	1	卡特彼勒	美国	132.69	20.40%
2	2	小松	日本	100.62	15.47%
3	6	日立建机	日本	81.06	12.46%
4	5	三一重工	中国	51.75	7.96%
5	7	沃尔沃建机	瑞典	39.3	6.04%
6	3	徐工机械	中国	29.03	4.46%
7	17	久保田	日本	27.06	4.16%
8	8	利勃海尔	德国	24.19	3.72%
9	21	神钢建机	日本	23.75	3.65%
10	20	HD 现代 Infracore	韩国	23.55	3.62%
11	4	约翰迪尔	美国	18.83	2.89%
12	22	HD 现代工程机械	韩国	18.25	2.81%
13	23	住友建机	日本	17.32	2.66%
14	18	CNH	意大利	16.07	2.47%
15	19	柳工	中国	13.77	2.12%
16	34	竹内	日本	10.93	1.68%
17	12	JCB	英国	8.47	1.30%
18	9	中联重科	中国	5.08	0.78%
19	25	威克诺森	德国	4.67	0.72%
20	38	山河智能	中国	4.08	0.63%
合计				650.47	100.00%

资料来源：工程机械 CCM，国投证券研究中心

对比国内主要工程机械主机厂的土方机械业务：

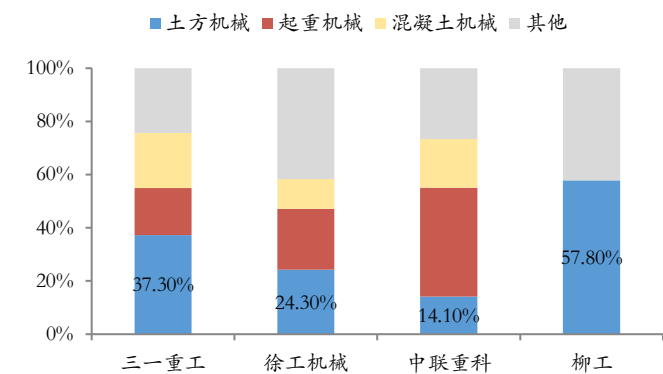
①从收入占比上看，2023 年，三一重工、徐工机械、中联重科与柳工的土方机械收入占比分别为 37.3%、24.3%、14.1%、57.8%，其中三一重工挖掘机收入占比最高，系国内绝对龙头（三一重工为挖掘机收入口径；柳工土方机械包含挖掘机与装载机），中联重科由于挖掘机业务仍属于成长开拓阶段，土方机械业务占比相对较低；

②从增长趋势上看，2021 年以来，工程机械行业进入下行周期，挖机行业总销量迅速萎缩。2023 年，三一重工、徐工机械、中联重科与柳工的土方机械收入增速分别为-22.71%、-

4.56%、89.29%、2.24%，其中中联重科土方机械收入在行业下滑背景下实现大幅逆势增长，一方面系由于其土方机械收入基数较低，另一方面，其在土方机械产品创新、智能制造、销售模式、市场布局等方面的全方位投入正逐步兑现为业绩强劲增长。

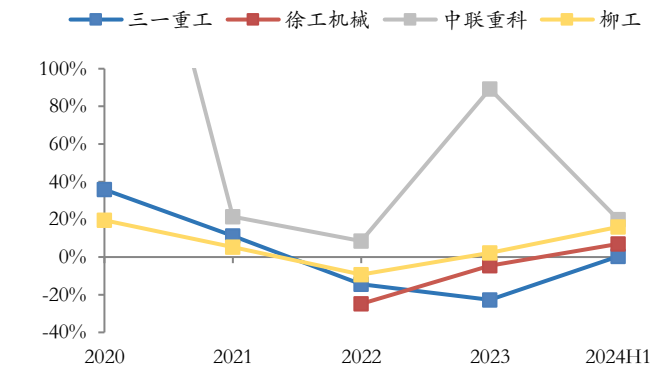
展望未来，公司产品谱系在补齐以挖机为代表的土方机械后，工程机械三大主要品类自此完整。目前行业筑底背景下，公司土方机械业务实现逆势增长，未来如若行业复苏周期到来，公司土方机械业务有望发挥更加强劲的增长弹性，驱动公司整体业绩登上新的台阶。

图41. 2023 年工程机械主机厂分产品收入结构对比



资料来源：Wind，国投证券研究中心；三一重工土方机械为挖掘机

图42. 2020-2024H1 工程机械主机厂土方机械增速对比



资料来源：Wind，国投证券研究中心

3.2. 高空机械快速发展，位居全球市场前列

高空作业机械成长迅速，迅速跻身国产龙头之列。2017 年，公司提出重点拓展高空作业机械新兴战略业务；通过全速提升产能、补全产品谱型、快速布局全球、多渠道发力开拓市场，公司高空作业机械实现快速发展。目前，公司已迅速跻身高机行业国产龙头之列，国内市场中小客户市场占有率位居第一，产品谱系实现 4-72 米全覆盖，电动化产品渗透率达 90% 以上，其中超高米段臂式产品及关键技术达到国际领先水平，为国内型号最全的高机制造商。

图43. 公司高空作业机械产品谱系完整，覆盖剪叉、曲臂、直臂三大类

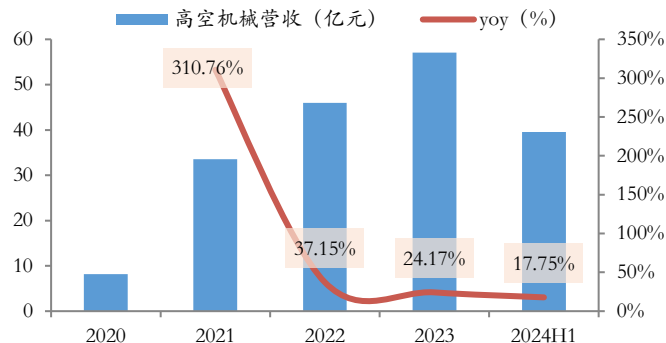


资料来源：公司官网，国投证券研究中心

高机业务后来居上，2023 年位列全球第七。公司于 2020 年建成工艺自动化、智能化水平行业领先的高机智能产线；于 2022 年实现臂式装配等 9 条高机智能产线的建成投产；凭借产能的快速扩张，公司高机收入规模实现突破式增长。2020-2023 年，公司高机业务收入规模由 8.16 亿元快速增长至 57.07 亿元，3 年 CAGR 达 91.24%。全球竞争格局方面，根据 Access M20 公布的全球高机制造商 40 强榜单，2023 年，公司位列高机行业全球第 7，全球

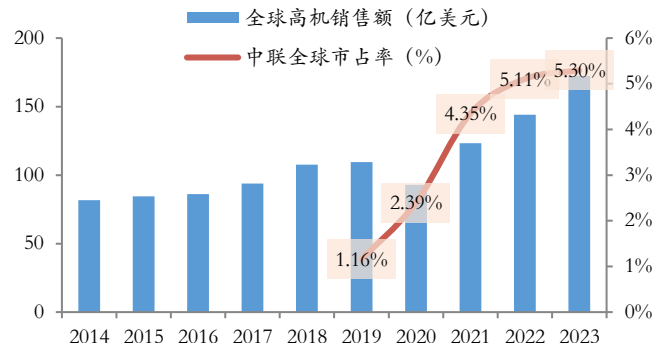
市占率 5.3%，国产品牌中仅次于徐工机械与浙江鼎力。凭借较短的时间，公司高机业务市场份额迅速提升，充分彰显了公司强大的业务开拓能力与新兴业务的增长潜力。

图44. 2021-2024H1 年公司高空机械收入及同比增速



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

图45. 2014-2023 年全球高机市场规模及公司市占率



资料来源: Access M20, 国投证券研究中心;

注释: 高机全球市场规模为榜单公司收入加和计算而得

表5: 2014-2023 年 Access M20 全球高空作业车制造商 40 强 (营业收入, 百万美元)

排名	公司	总部	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1	JLG Industries	美国	1746	1975	1911	2116	2479	2365	1437	2103	2402	2999
2	Terex	美国	1987	1901	1748	1693	2124	1915	1264	1580	1801	2118
3	徐工机械	中国	—	—	—	—	—	158	488	753	1058	1502
4	Skyjack	加拿大	592	616	777	960	1114	1010	606	788	906	1069
5	浙江鼎力	中国	86	77	111	182	246	382	473	799	871	1042
6	Haulotte	法国	583	545	562	758	690	791	563	647	790	1004
7	中联重科	中国	—	—	—	—	—	127	222	536	735	912
8	Time	美国	152	200	210	210	265	310	375	610	725	761
9	临工重机	中国	—	—	—	37	91	160	332	628	673	744
10	星邦智能	中国	31	33	39	52	115	150	266	379	451	605
11	Aichi Corporation	日本	483	501	448	435	429	405	547	527	592	466
12	Manitou	法国	132	127	184	270	295	315	229	313	345	404
13	Niftylift	英国	93	133	143	146	205	211	147	206	226	284
14	Altec	美国	420	420	420	436	457	228	228	250	255	280
15	Alimak Hek	瑞典	287	305	206	237	340	373	152	167	203	278
16	klubb	美国	—	—	59	74	119	142	160	184	211	253
17	Multitel Paglierio	意大利	78	72	99	104	106	133	139	164	231	240
18	Palfinger Platforms	德国	146	153	169	171	179	184	166	173	198	218
19	Snorkel	美国	85	110	119	166	201	221	111	155	177	193
20	Bronto Skylift	芬兰	139	122	140	137	129	161	147	153	165	181

资料来源: Access M20, 国投证券研究中心;

注释: 仅截取榜单前 20 名公司; 排名顺序按照 2023 年榜单

3.3. 农业机械厚积薄发，由培育期步入成长期

战略转型布局重点，打造现代化、智能化农业机械。2013 年，国内工程机械行业周期下行步入行业寒冬，公司工程机械主业承压；为谋全局而非一域，着眼长远而非具现眼前，公司开启战略转型，提出将农机作为主要板块重点发展的设计蓝图；2014 年，公司以 20.88 亿元收购当时国内农机领域佼佼者奇瑞重工 60% 的股份，标志着公司农机板块的发展战略实际落地。

经历 10 年的积累与沉淀，公司农机在研发、制造、管理及销售等方面已逐步形成坚实的发展优势。目前，公司农机产品已实现耕、种、管、收、烘干设备等主销机型的全覆盖；烘干机、小麦机国内市场份额保持数一数二地位，系全国产品系列最全、产品与农业生产管理

融合最深的农机制造商。并且，近年公司陆续发布国内首创的大马力 AI 拖拉机等创新产品、打造智慧农业创新模式，引领行业迈入人工智能与新能源时代。

图46. 公司农业机械产品谱系丰富，聚焦拖拉机与主粮收获机



资料来源：公司官网，国投证券研究中心

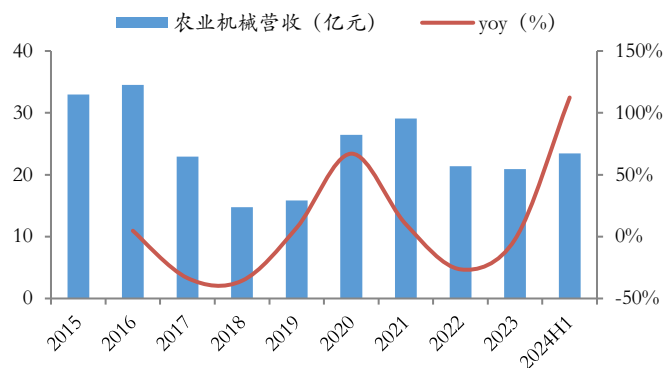
得益于研发与技术创新，农机收入边际增长趋势显著，盈利能力仍具较大提升空间。

从收入规模上看，根据 Wind，2023 年，公司农机实现营收 20.92 亿元，同比-2.15%；2024 年上半年，公司农机实现营收 23.43 亿元，同比+112.41%。2024 年以来，公司农机收入增势迅猛，主要得益于：公司充分辐射工程机械主业技术与资源优势至农机板块，推进农机的高端升级与结构优化，农机业务逐步从培育期向快速成长期转变。其中，拖拉机销量快速增长，玉米机、水稻机、插秧机等新品投入市场，为公司农机发展积蓄持续增长动能。

②从盈利能力上看，我们选取国内、海外农机行业的领先企业一拖股份与约翰迪尔与中联重科进行对比，根据 Wind，2023 年，中联重科农机业务毛利率为 11.74%，一拖股份与约翰迪尔毛利率分别为 15.89%、32.13%。公司农机毛利率相对较低，我们判断一方面系公司农机收入体量相比一拖与迪尔较小，规模效益尚未显现；另一方面，约翰迪尔作为农机行业全球龙头，以高端农机与发达国家市场为主，产品盈利能力突出。

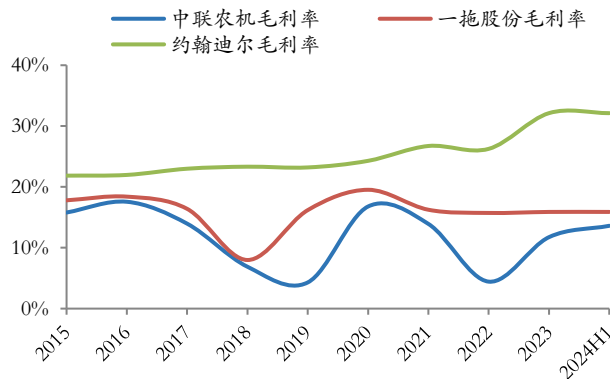
我们认为：未来，随着规模效益逐步显现、高端产品持续突破、国际化占比不断提升，公司农机业务或迎来收入与利润弹性的双重释放，有望成为工程机械主业外的另一核心成长支柱。

图47. 2015-2024H1 年公司农业机械收入及同比增速



资料来源：Wind，国投证券研究中心

图48. 2015-2024H1 国内外主要农机企业毛利率对比



资料来源：Wind，国投证券研究中心

3.4. 矿山机械旭日方升，步入万亿级大赛道

矿山设备历史悠久，近年正式挺进高端矿机领域。根据公司官网，公司具备深厚悠久的矿山基因，1987年，公司前控股股东建机院“年产千万吨级露天矿成套设备”获国务院颁发的重大技术装备奖；上世纪90年代，公司前身引进日本技术开发矿用挖机；2011年，公司万吨取料机在巴西淡水河谷项目投入使用；2012年，公司自主研制300吨级液压挖机；上述成就奠定了公司在矿山机械设备研发领域的前沿地位。

历经近十余年发展，公司整合分散在各事业部的矿山产品，专注露天矿山市场，提供矿山一站式解决方案，形成了三大系列产品：露天采矿设备，破碎筛分设备，物料输送设备，其中采矿设备包括矿用钻机、矿用挖机、矿卡；破碎筛分设备包括全系列移动破碎筛分站和固定破碎筛分线；物料输送设备包括全系列堆取料机、圆管带式输送机、装卸机械等。研发方面，2023年，公司结合移动互联、人工智能等前沿技术，实现“无人化”“少人化”，自主研制的首台百吨级全国产化电动矿用自卸车下线，正式挺进高端矿业装备市场。2023年，公司矿机营收接近8亿元，同比+140%。

图49. 公司矿山机械产品谱系涵盖“露天采矿设备+破碎筛分设备+物料输送设备”



资料来源：公司官网，国投证券研究中心

全球矿山机械市场规模庞大，其中采矿设备保有量超10万台。根据美国矿机咨询公司The Parker Bay，基于对全球121个国家与地区约1700座矿山使用的大型露天采矿设备的统计，目前全球采矿设备保有量达12.96万台（在役设备保有量达9.67万台），对应价值量超1950亿美元。并且，矿机由于独特的工作环境具有高负载、大吨位的特点，设备均价与附加值较高。公司作为矿机领域的新兴进入者，矿机业务具有较高的成长空间，有望为公司未来业绩增长提供新的助力。

图50. 目前，全球活跃运行的采矿设备保有量达9.67万台，市场规模超万亿人民币



资料来源：The Parker Bay Company，国投证券研究中心

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 收入分项拆分

起重机械：该业务包含建筑起重机与工程起重机。根据中国工程机械工业协会，各类起重机内销量于 2021 年起逐步下滑，未来有望进入更新周期，出口销量仍保持较好增长。因此，2024-2026 年，我们判断公司起重机械业务收入增长将保持边际加速趋势，假设公司起重机械业务收入同比-7.02%、7.06%、12.7%，对应收入分别为 179.37、192.03、216.42 亿元；凭借海外收入占比持续提升、“端对端”精准把握高毛利订单以及中联智慧产业园产能利用率提升对于生产成本的节省，预计公司起重机械业务毛利率年均提升 0.5~1pct，分别为 32%、32.5%、33%。

混凝土机械：混凝土机械受内销影响较大，各类混凝土机械内销量于 2021 年起逐步下滑。2024-2026 年，我们判断公司依靠内需进入更新周期、出口占比提升支撑混凝土业务增长，假设公司混凝土机械业务收入同比+3.16%、+7.91%、+8.06%，对应收入分别为 88.7、95.72、103.44 亿元；毛利率小幅改善，分别为 24.5%、24.8%、25%。

土方机械：该业务以挖掘机为主。根据中国工程机械工业协会，2021-2023 年，国内挖掘机内销持续下滑，出口经历高增后增速逐步收窄直至转负；2024-2026 年，我们判断公司土方机械业务内销稳步复苏、出口增速回暖，考虑到公司土方机械仍处于产能逐步提升的高速增长阶段，假设公司土方机械业务收入同比+17.33%、+46.67%、+31.15%，对应收入分别为 78、114.4、150.04 亿元；公司中大挖市占率提升较快、海外市场开拓迅猛，预计公司土方机械业务毛利率年均提升 0.5pct，分别为 29.5%、30%、30.5%。

高空作业机械：2020 年以来，凭借产品谱系完善、新建产能放量、海外渠道拓展，公司高空作业机械全球市占率提升迅速，考虑到高机行业近年内需增速放缓，海外市场从景气高点逐步下行。2024-2026 年，我们判断高机行业未来整体保持温和增长，假设公司高空作业机械业务收入同比+15%、+10%、+10%，对应收入分别为 65.63、72.19、79.41 亿元；预计通过内控降本小幅改善毛利率，分别为 23.5%、23.8%、24%。

农业机械：2024 年以来，凭借转型升级与渠道布局的前期投入，公司农机业务迎来突破式增长。2024-2026 年，我们判断公司有望持续较好开拓市场、提升高端化、国际化产品渗透率，假设公司农机业务收入同比+100%、+30%、+30%，对应收入分别为 41.84、54.39、70.71 亿元；大马力拖拉机与大型联合收割机等高端产品优化公司农机业务盈利能力，但渠道端仍存在较高投入，预计公司农业机械毛利率保持平稳，分别为 12%、12%、12%。

其他机械：该业务包含道路机械、矿山机械等。2024-2026 年，我们判断公司非矿机械保持温和增长，矿山机械保持较快增长，假设公司该业务收入同比+3.49%、+17.08%、+19.07%，对应收入分别为 43.9、51.4、61.2 亿元；毛利率小幅提升，分别为 27%、27.2%、27.5%。

表6：预计 2024 年-2026 年中联重科营收分别为 502.66、585.61、686.96 亿元

分项目	单位	2022	2023	2024E	2025E	2026E
起重机械						
收入	亿元	189.79	192.91	179.37	192.03	216.42
YoY	%	-47.99%	1.64%	-7.02%	7.06%	12.70%
毛利率	%	22.91%	31.04%	32.00%	32.50%	33.00%
收入占比	%	45.59%	40.98%	35.68%	32.79%	31.50%
混凝土机械						
收入	亿元	84.60	85.98	88.70	95.72	103.44
YoY	%	-48.35%	1.63%	3.16%	7.91%	8.06%
毛利率	%	20.32%	22.92%	24.50%	24.80%	25.00%
收入占比	%	20.32%	18.27%	17.65%	16.35%	15.06%
土方机械						
收入	亿元	35.12	66.48	78.00	114.40	150.04
YoY	%	8.50%	89.32%	17.33%	46.67%	31.15%
毛利率	%	23.48%	27.93%	29.50%	30.00%	30.50%
收入占比	%	8.43%	14.12%	15.52%	19.54%	21.84%
高空作业机械						
收入	亿元	45.96	57.07	65.63	72.19	79.41
YoY	%	37.15%	24.16%	15.00%	10.00%	10.00%
毛利率	%	20.81%	22.66%	23.50%	23.80%	24.00%
收入占比	%	11.04%	12.12%	13.06%	12.33%	11.56%
农业机械						
收入	亿元	21.38	20.92	41.84	54.39	70.71
YoY	%	-26.43%	-2.17%	100.00%	30.00%	30.00%
毛利率	%	4.43%	11.74%	12.00%	12.00%	12.00%
收入占比	%	5.14%	4.44%	8.32%	9.29%	10.29%
其他机械						
收入	亿元	34.44	42.42	43.90	51.40	61.20
YoY	%	-15.21%	23.16%	3.49%	17.08%	19.07%
毛利率	%	17.25%	26.65%	27.00%	27.20%	27.50%
收入占比	%	8.27%	9.01%	8.73%	8.78%	8.91%
金融服务						
收入	亿元	5.02	4.97	5.22	5.48	5.75
YoY	%	-28.40%	-0.97%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	%	97.94%	96.55%	97.00%	97.00%	97.00%
收入占比	%	1.21%	1.06%	1.04%	0.94%	0.84%
合计						
收入	亿元	416.31	470.75	502.66	585.61	686.96
YoY	%	-37.98%	13.08%	6.78%	16.50%	17.31%
毛利率	%	21.83%	27.54%	27.75%	27.91%	28.09%

资料来源：Wind，国投证券研究中心

4.2. 可比公司估值与建议

公司主营业务为起重机械、混凝土机械、土方机械等工程机械业务，为国内行业龙头之一。我们选取三一重工、徐工机械、柳工以及山推股份作为可比公司。根据 Wind 一致预期，2024-2026 年，可比公司的平均 PE 为 16.53X、12.86X、10.2X，平均 PB 为 1.68X、1.52X、1.36X；根据我们对公司的盈利预测，2024-2026 年中联重科的 PE 为 15.45X、11.39X、9.24X，PB 为 1.06X、1.01X、0.96X，中联重科的估值水平低于行业平均水平。

基本面来看，公司起重机械、混凝土机械等传统业务市场份额稳固、盈利能力较强，有望充分受益于未来需求筑底复苏；土方机械、高空机械、农业机械等新兴业务为公司注入成长新动能，“端对端、数字化、本土化”直销模式助力公司持续较好开拓国际市场，成长性突出。给予公司 2025 年 PE 14X 估值，对应 12 个月目标价 8.82 元，给予“买入-A”评级。

表7：中联重科与可比公司 2023-2026E 平均估值水平

证券代码	公司简介	EPS				PE				PB			
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600031.SH	三一重工	0.53	0.73	0.93	1.18	33.36	24.56	19.06	15.08	2.22	2.10	1.94	1.78
000425.SZ	徐工机械	0.45	0.55	0.69	0.88	16.44	13.42	10.67	8.41	1.56	1.45	1.33	1.19
000528.SZ	柳工	0.44	0.74	0.98	1.28	26.75	15.84	11.94	9.16	1.41	1.31	1.20	1.09
000680.SZ	山推股份	0.51	0.64	0.80	0.96	15.33	12.31	9.76	8.18	2.11	1.84	1.60	1.38
平均值		/	/	/	/	22.97	16.53	12.86	10.20	1.82	1.68	1.52	1.36
000157.SZ	中联重科	0.40	0.46	0.63	0.77	17.65	15.45	11.39	9.24	1.10	1.06	1.01	0.96

资料来源：Wind，国投证券研究中心（可比公司盈利预测与估值取自 2024.9.28 Wind 一致预期）

5. 风险提示

- 1) 内需复苏不及预期：如若国内工程机械行业持续筑底，未来复苏不及预期，将对公司经营业绩造成不利影响。
- 2) 全球宏观经济波动风险：如果全球宏观经济出现波动，全球资本开支收紧、工程机械需求下降，将对公司经营业绩造成不利影响。
- 3) 贸易摩擦加剧风险：公司为全球化工程机械企业，如若美国、欧洲等地区对中国工程机械行业出口制裁力度加大，将对公司经营业绩造成不利影响。
- 4) 传统业务市场竞争加剧风险：公司核心业务包括起重机械、混凝土机械等，市场相对成熟，有力竞争者较多。如若未来行业竞争加剧，将对公司经营业绩造成不利影响。
- 5) 新兴业务拓展不及预期风险：公司新兴业务包括土方机械、高空机械与农业机械等，如若公司未来新兴业务开拓进度放缓，将导致公司经营业绩不及预期。
- 6) 海外业务拓展不及预期风险：如若国内工程机械行业出口增速持续下降，将对公司经营业绩造成不利影响。
- 7) 公司盈利预测假设不及预期风险：报告盈利预测部分的假设主要包括工程机械行业内销与出口需求变化、公司分区域收入结构、公司新兴业务放量驱动业绩增长等，如若未来实际情况弱于假设，将导致公司经营业绩不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	416.3	470.7	502.7	585.6	687.0	成长性					
减: 营业成本	325.4	341.1	363.2	422.1	494.0	营业收入增长率	-38.0%	13.1%	6.8%	16.5%	17.3%
营业税费	2.9	3.3	2.8	3.3	3.8	营业利润增长率	-67.0%	74.0%	15.4%	28.2%	20.6%
销售费用	26.4	35.6	36.2	41.0	47.4	净利润增长率	-63.2%	52.0%	14.2%	35.7%	23.3%
管理费用	15.7	19.0	17.6	19.9	22.7	EBITDA 增长率	-48.3%	25.9%	35.8%	20.2%	17.5%
研发费用	25.1	34.4	32.7	36.9	42.6	EBIT 增长率	-56.5%	27.4%	45.9%	23.3%	19.7%
财务费用	-2.7	-2.6	-0.7	-1.3	-0.6	NOPLAT 增长率	-67.7%	69.6%	22.4%	27.2%	22.3%
资产减值损失	-5.9	-0.9	-4.0	-4.0	-4.0	投资资本增长率	-21.4%	12.6%	2.6%	4.8%	2.1%
加: 公允价值变动收益	-0.1	-0.4	-1.0	-0.3	-0.3	净资产增长率	-2.3%	3.8%	3.5%	4.9%	6.3%
投资和汇兑收益	3.1	-	2.0	2.0	1.3						
营业利润	23.9	41.5	47.9	61.4	74.1	利润率					
加: 营业外净收支	0.8	0.8	-1.5	2.0	4.5	毛利率	21.8%	27.5%	27.8%	27.9%	28.1%
利润总额	24.7	42.3	46.4	63.4	78.6	营业利润率	5.7%	8.8%	9.5%	10.5%	10.8%
减: 所得税	0.9	4.6	4.6	6.3	7.9	净利润率	5.5%	7.4%	8.0%	9.3%	9.7%
净利润	23.1	35.1	40.0	54.3	67.0	EBITDA/营业收入	9.6%	10.7%	13.6%	14.0%	14.1%
						EBIT/营业收入	7.1%	8.0%	11.0%	11.6%	11.9%
资产负债表						运营效率					
(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	固定资产周转天数	74	82	78	66	55
货币资金	155.0	158.7	150.8	175.7	206.1	流动营业资本周转天数	158	95	93	86	80
交易性金融资产	40.1	17.7	17.7	17.7	17.7	流动资产周转天数	704	580	557	517	495
应收帐款	286.0	253.2	299.8	318.4	368.6	应收帐款周转天数	315	206	198	190	180
应收票据	2.9	0.8	2.0	1.3	2.5	存货周转天数	120	140	144	133	133
预付帐款	26.3	29.7	28.8	36.8	31.8	总资产周转天数	1,062	973	938	850	784
存货	142.0	225.0	178.5	255.4	252.3	投资资本周转天数	304	252	253	225	199
其他流动资产	83.5	94.6	97.5	100.4	103.4						
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	4.2%	6.2%	6.9%	8.9%	10.3%
长期股权投资	44.8	45.0	45.0	45.0	45.0	ROA	1.9%	2.9%	3.2%	3.9%	4.6%
投资性房地产	1.6	0.9	0.9	0.9	0.9	ROIC	5.2%	11.2%	12.2%	15.1%	17.6%
固定资产	104.2	109.4	108.7	107.1	104.6	费用率					
在建工程	33.7	56.7	66.7	74.7	80.7	销售费用率	6.3%	7.6%	7.2%	7.0%	6.9%
无形资产	53.4	51.0	48.5	46.0	43.5	管理费用率	3.8%	4.0%	3.5%	3.4%	3.3%
其他非流动资产	259.2	260.3	267.1	274.2	281.5	研发费用率	6.0%	7.3%	6.5%	6.3%	6.2%
资产总额	1,235.5	1,308.6	1,311.9	1,453.6	1,538.6	财务费用率	-0.6%	-0.6%	-0.1%	-0.2%	-0.1%
短期债务	62.0	56.5	76.2	101.4	130.4	四费/营业收入	15.5%	18.4%	17.1%	16.5%	16.3%
应付帐款	196.6	178.5	204.8	233.4	260.6	偿债能力					
应付票据	81.6	118.4	85.6	141.9	146.2	资产负债率	53.9%	54.8%	53.3%	55.8%	55.6%
其他流动负债	143.7	146.5	150.9	155.4	160.1	负债权益比	116.9%	121.2%	114.2%	126.3%	125.3%
长期借款	109.4	149.4	112.4	107.3	84.4	流动比率	1.52	1.56	1.50	1.43	1.41
其他非流动负债	72.5	67.5	69.6	71.7	73.8	速动比率	1.23	1.11	1.15	1.03	1.05
负债总额	665.8	717.0	699.4	811.2	855.6	利息保障倍数	-11.20	-14.53	-80.14	-51.97	-146.41
少数股东权益	22.3	27.6	29.3	32.0	35.8	分红指标					
股本	86.8	86.8	86.8	86.8	86.8	DPS(元)	0.30	0.32	0.37	0.31	0.35
留存收益	489.1	488.4	496.4	523.6	560.4	分红比率	114.5%	79.2%	80.0%	50.0%	45.0%
股东权益	569.8	591.7	612.5	642.4	683.0	股息收益率	4.3%	4.5%	5.2%	4.4%	4.9%
现金流量表						业绩和估值指标					
(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	23.8	37.7	40.0	54.3	67.0	EPS(元)	0.27	0.40	0.46	0.63	0.77
加: 折旧和摊销	10.4	12.6	13.2	14.1	15.0	BVPS(元)	6.31	6.50	6.72	7.03	7.46
资产减值准备	10.3	8.8	-	-	-	PE(X)	26.8	17.6	15.5	11.4	9.2
公允价值变动损失	0.1	0.4	-1.0	-0.3	-0.3	PB(X)	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0
财务费用	9.4	6.9	-0.7	-1.3	-0.6	P/FCF	4.5	-866.6	44.1	10.7	9.4
投资收益	-3.1	-	-2.0	-2.0	-1.3	P/S	1.5	1.3	1.2	1.1	0.9
少数股东损益	0.8	2.6	1.7	2.7	3.7	EV/EBITDA	5.9	7.0	5.8	4.7	3.7
营运资金的变动	-128.4	-13.9	-9.2	-20.3	-14.2	CAGR(%)	33.8%	23.3%	-13.2%	33.8%	23.3%
经营活动产生现金流量	24.2	27.1	42.0	47.2	69.4	PEG	0.8	0.8	-1.2	0.3	0.4
投资活动产生现金流量	5.7	-2.8	-12.9	-17.3	-16.0	ROIC/WACC	0.6	1.3	1.4	1.7	2.0
融资活动产生现金流量	-24.9	-26.4	-37.1	-5.0	-22.9	REP	1.3	0.8	0.8	0.6	0.5

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

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

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

目 分析师声明

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

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

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

目 免责声明

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

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

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

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

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

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034