

投资评级 优于大市 维持

## 价值兼具成长，工程机械龙头出海再起航

### 股票数据

05月12日收盘价(元)	15.71
52周股价波动(元)	13.30-20.38
总股本/流通A股(百万股)	8487/8464
总市值/流通市值(百万元)	133325/132973

### 相关研究

《毛利率逐季改善，“三化”战略快速推进》  
2023.04.09

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-9.7	-11.6	-5.0
相对涨幅(%)	-5.8	-10.9	-0.9

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 赵靖博

Tel: (021) 23154119

Email: zjb13572@haitong.com

证书: S0850521100001

联系人: 刘绮雯

Tel: (021) 23154659

Email: lqw14384@haitong.com

### 投资要点:

- 成长兼具价值，长期来看公司回报率突出。**公司2022年营业收入为808.22亿元，相比2003年增长37.71倍，CAGR为21.22%；归母净利润为42.73亿元，相比2003年增长12.16倍，CAGR为14.53%。在公司的发展过程中，表现出了兼具成长和价值的属性，属于不可多得的核心资产。
- 参考海外市场，国内工程机械仍有提升空间。**受国标切换，基建投资实际偏弱影响，国内工程机械行业进入一定的调整期。但长期来看，受益于人工替代和工具替代等因素影响及国家政策的推动，参考日本市场，我国挖掘机保有量有望持续提升。
- 海外布局完善，海外收入有望持续增长。**全球工程机械市场规模超2300亿美元，海外市场空间广阔。三一重工在印度、印尼、美国、欧洲等主要市场均有所布局，在全球拥有近200家销售分公司、2000多个服务中心、近万名技术服务工程师。2022年三一重工海外营收365.71亿元，2016-2022年CAGR为25.67%。公司海外布局完善，收入有望进入快速增长期。
- 数字化智能化持续推进，降本增效效果显著。**数字化、智能化发展有益于生产效率提升，成为大势所趋。同时，工程机械操作难度较高，借助人工智能、机器人技术，工程机械企业能够全面提高工厂自动化水平，并促进管理系统、生产线与产品的智能化升级。另外，数字化、智能化可以帮助企业压缩人员、生产、物流成本，提高生产效率，平滑行业周期。公司推行“销售一代、储备一代、研发一代”的三代研发政策，全面推进智能化、电动化，并取得积极成果。
- 盈利预测:**我们认为，公司海外布局完善，逐步进入收获期，另外，行业历经新一轮价格战后，格局可能再次触底向好，公司市场份额的向上可能平抑短周期波动的影响。后续随着国内行业呈现回暖势头以及海外市场需求扩大，公司业绩有望持续修复，进一步在全球市场上彰显竞争力。我们选取徐工机械、中联重科、柳工和恒立液压作为公司可比公司，可比公司2023年PB平均值为2.00倍。考可比公司，我们给予公司2023年2.3-2.5倍PB估值，合理价值区间为19.44-21.13元/股，维持“优于大市”评级。
- 风险提示:**业绩不达盈利预测的风险、政策风险、市场竞争加剧风险、原材料价格波动风险、电动化数字化发展不及预期的风险。

### 主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	106873	80822	84371	96323	104670
(+/-)YoY(%)	6.8%	-24.4%	4.4%	14.2%	8.7%
净利润(百万元)	12033	4273	6762	9465	11268
(+/-)YoY(%)	-22.0%	-64.5%	58.2%	40.0%	19.0%
全面摊薄EPS(元)	1.42	0.50	0.80	1.12	1.33
毛利率(%)	25.9%	24.0%	25.6%	26.7%	27.7%
净资产收益率(%)	18.9%	6.6%	9.4%	11.7%	12.2%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 目 录

1. 竞争优势维度不断延伸，公司 $\alpha$ 出众.....	6
1.1 筚路蓝缕三十年，民营工程机械领头羊的崛起之路.....	6
1.2 价值兼具成长，公司长期业绩表现优异.....	7
2. 制造到“制造+服务”，服务巩固公司核心竞争力.....	8
2.1 服务竞争时代，公司优质服务铸就“业界标杆”.....	9
2.2 卓越的经销商管理体系打造优秀的市场“触手”.....	10
3. 核心产品市占率不断提升，盈利能力持续增强.....	11
3.1 挖掘机：公司市占率持续提升，行业中长期景气度不悲观.....	11
3.1.1 国标切换内销短期承压，长期景气度不悲观.....	11
3.1.2 公司市场份额持续提升，出口销量快速增长.....	13
3.2 混凝土机械：行业龙头地位较稳固，数字化、智能化降本增效.....	15
3.2.1 大型设备市场集中度高，出口连续两年高增.....	15
3.2.2 市占率位居行业第一位，毛利率有望边际改善.....	16
3.3 起重机：下游景气度持续回升，起重机市场竞争格局稳定.....	16
3.3.1 汽车起重机占比超 50%，下游需求缓慢回升.....	16
3.3.2 公司毛利率下行压力大，市场份额继续提升.....	17
4. 出口布局全球，海外有望迈上新台阶.....	18
4.1 海外空间广阔，近三倍于国内空间.....	18
4.2 拥抱智能化、数字化，三一 2.0 迈入新时代.....	21
5. 盈利预测和估值模型.....	23
5.1 盈利预测：归母净利润 2023/2024/2025 年增速 58.2%/40.0%/19.0%.....	23
5.2 估值：合理价值区间为 19.44-21.13 元/股.....	24
6. 风险提示.....	25
6.1 业绩不达盈利预测的风险.....	25
6.2 政策风险.....	26
6.3 市场竞争加剧风险.....	26
6.4 原材料价格波动风险.....	26
6.5 电动化、数字化发展不及预期风险.....	26
财务报表分析和预测.....	27

## 图目录

图 1	公司历史沿革.....	6
图 2	公司股权结构（截至 2022 年 12 月 31 日）.....	6
图 3	公司主要产品谱系.....	7
图 4	公司营业收入及其增速.....	7
图 5	公司归母净利润及其增速.....	7
图 6	公司毛利率、净利率.....	8
图 7	公司各项费用率.....	8
图 8	公司净资产收益率.....	8
图 9	公司分红及股利支付率.....	8
图 10	公司累计融资结构（截至 2022 年底）.....	8
图 11	公司 S520 服务战略.....	9
图 12	公司服务 2.0 价值承诺.....	9
图 13	卡特彼勒和三一重工金融服务业务营业收入.....	10
图 14	公司全国工程机械经销商网络布局.....	11
图 15	挖掘机行业销量年度及增速.....	11
图 16	2016-2022 年挖掘机行业月度销量增速.....	11
图 17	挖掘机行业出口销量及增速.....	12
图 18	挖掘机行业出口销量占比.....	12
图 19	非道路移动机械国标切换梳理.....	12
图 20	中日城镇化率.....	12
图 21	中日人均 GDP.....	12
图 22	日本挖掘机保有量结构.....	13
图 23	中国小型挖掘机密度和建筑业劳动力成本.....	13
图 24	中日挖掘机/装载机销量比例.....	13
图 25	中国和日本小松挖掘机月均开工小时数（小时）.....	13
图 26	各派系挖掘机销量市占率.....	14
图 27	主要企业挖掘机销量市占率.....	14
图 28	公司挖掘机销量及市占率.....	14
图 29	公司挖掘机销售收入及同比增速.....	14
图 30	公司挖掘机械销售毛利率.....	15

图 31	公司挖掘机出口销量及同比增速	15
图 32	2021 年混凝土搅拌车市场竞争格局	15
图 33	2022H1 混凝土泵车市场竞争格局	15
图 34	混凝土泵车、搅拌车销量及同比增速	16
图 35	混凝土泵车、搅拌车出口销量及同比增速	16
图 36	公司混凝土机械销售收入及同比增速	16
图 37	公司混凝土机械毛利率	16
图 38	工程起重机 2022 年月度销量及同比增速	17
图 39	庞源租赁装配式建筑产值占比 (%)	17
图 40	起重机主要产品 2022 年月度出口销量增速	17
图 41	2020 年汽车起重机市场格局	18
图 42	履带起重机主要厂商市占率	18
图 43	公司起重机械销售收入及同比增速	18
图 44	公司起重机械毛利率	18
图 45	全球工程机械市场规模	19
图 46	全球挖掘机与中国挖掘机市场销售额	19
图 47	卡特彼勒发展历史	19
图 48	卡特彼勒各地区营业收入占比	19
图 49	卡特彼勒全球网点布局	19
图 50	公司国际化布局	20
图 51	公司海外业务营业收入及增速	20
图 52	公司海外业务营业收入占比	20
图 53	公司海外业务各品类占比	21
图 54	公司海外业务各区域占比	21
图 55	公司分业务区域毛利率	21
图 56	2012-2021 中国劳动力人口与人力成本	22
图 57	三一 5G 远程无人操作智能挖掘机产品	22
图 58	公司信息化布局情况	22
图 59	公司研发投入	22
图 60	公司专利数量	22
图 61	公司智能服务体系示意图	23

## 表目录

---

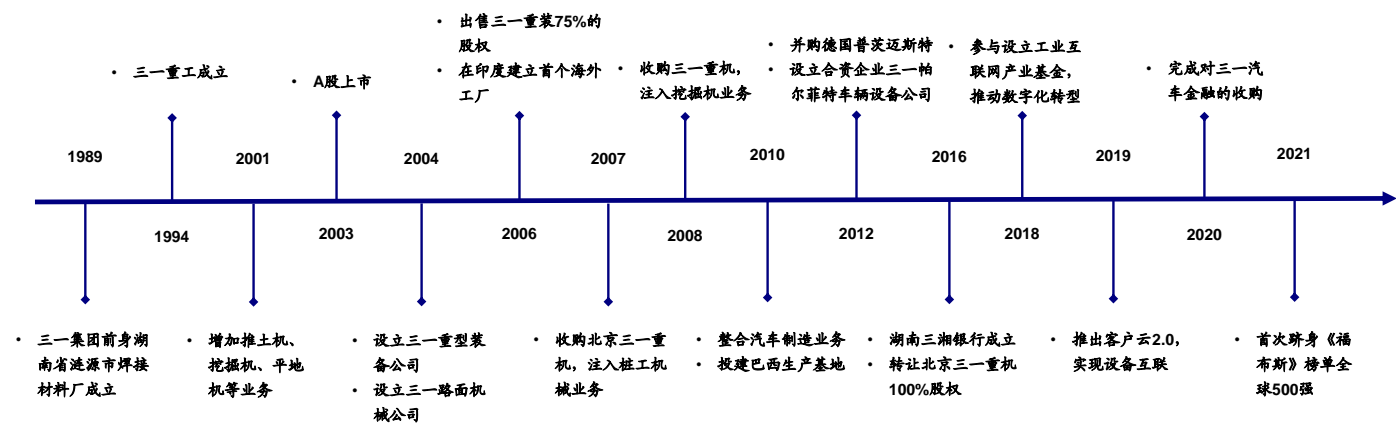
表 1	公司主要省份经销商参股情况 .....	10
表 2	公司分业务预测表.....	24
表 3	可比公司 PB 估值 .....	25
表 4	三一重工收入增速预测敏感性分析 .....	25
表 5	三一重工归母净利润增速预测敏感性分析 .....	25

# 1. 竞争优势维度不断延伸，公司 α 出众

## 1.1 筚路蓝缕三十年，民营工程机械领头羊的崛起之路

三一重工创办于 1994 年，其前身为涟源市焊接材料工厂，随后开始涉足混凝土输送泵等工程机械建筑产品领域。1999 年，三一重工开始涉足挖掘机领域，2015 年公司入选国家智能制造首批试点示范项目，为工程机械行业唯一入选企业。2018 年，国内首款互联网商用车三一重卡开始放量，年内累计销售 6000 余台。2021 年，公司入选福布斯全球企业榜单第 468 位，首次跻身《福布斯》榜单全球企业 500 强。

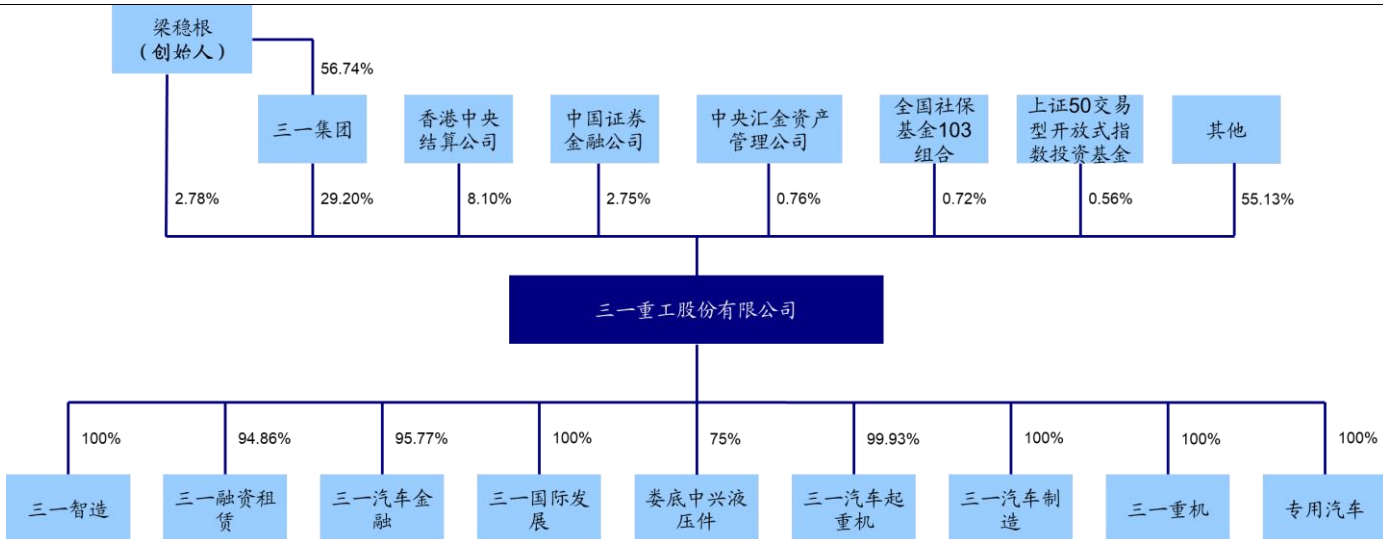
图1 公司历史沿革



资料来源：公司官网、公司招股说明书、公司《关于三一汽车金融有限公司股权收购进展暨完成的公告》、公司 2009 年年度报告、商派公众号、Wind、海通证券研究所

**创始人梁稳根合计持股 19.35%，股权激励提升管理层工作积极性。**根据公司 2022 年年度报告，截至 2022 年 12 月 31 日，三一集团持股 29.2% 为公司第一大股东；创始人梁稳根直接持股 2.78%，通过三一集团间接持股 16.57%，合计持股比例为 19.35%。公司 2020-2022 年连续三年通过员工持股计划对公司中高层管理人员和核心技术人员实现股权激励，充分调动管理层工作积极性和创造性。

图2 公司股权结构（截至 2022 年 12 月 31 日）



资料来源：公司 2022 年年度报告、Wind、海通证券研究所



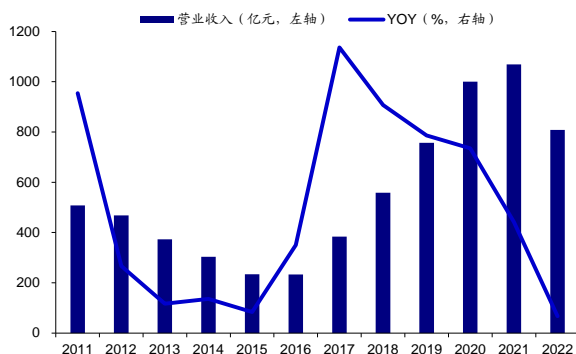
**公司产品图谱不断完善。**公司主要产品包括土方机械、混凝土机械、起重机械、路面机械、桩工机械等维度的系列产品，产品矩阵丰富，可适应不同应用场景的定制化需求。

**图3 公司主要产品谱系**

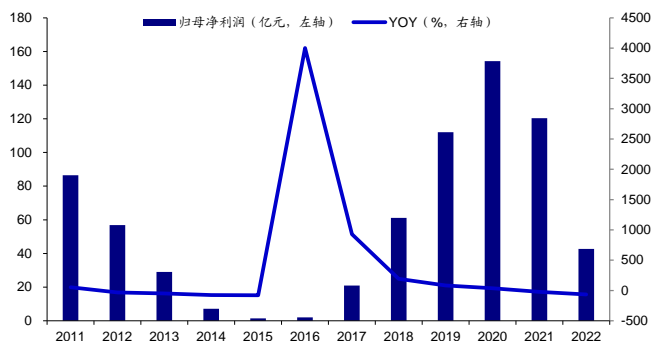

资料来源：公司官网，海通证券研究所

## 1.2 价值兼具成长，公司长期业绩表现优异

**公司上市以来业绩实现长期稳定增长。**公司 2022 年实现营业收入 808.22 亿元，相比 2003 年增长 37.71 倍，CAGR 为 21.22%；实现归母净利润 42.73 亿元，相比 2003 年增长 12.16 倍，CAGR 为 14.53%。在公司的发展过程中，表现出了兼具成长和价值的属性，属于不可多得的核心资产。

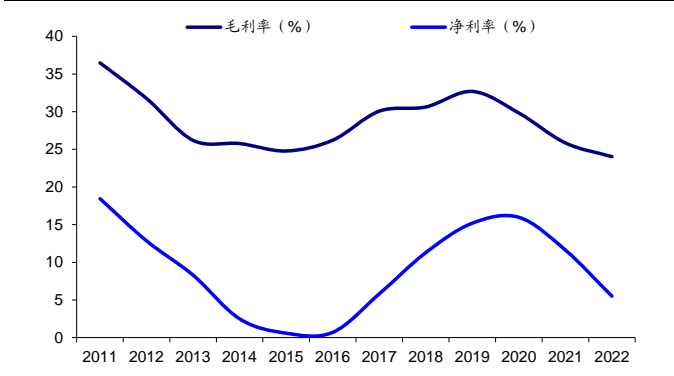
**图4 公司营业收入及其增速**


资料来源：Wind，海通证券研究所

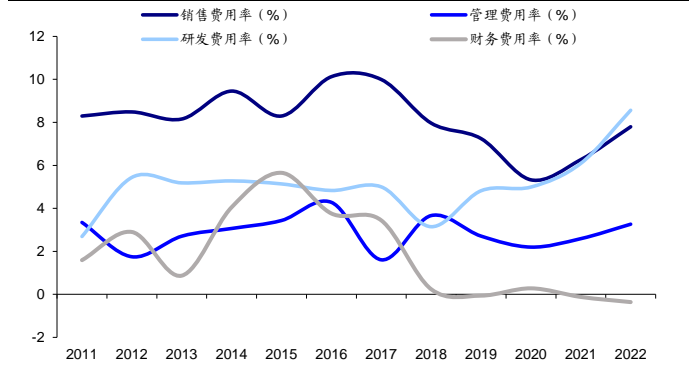
**图5 公司归母净利润及其增速**


资料来源：Wind，海通证券研究所

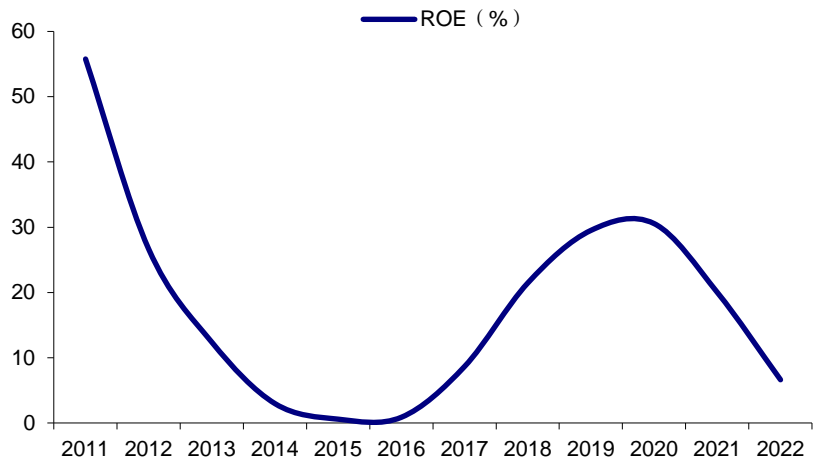
**行业周期波动中，公司毛利率保持相对稳定。**2022 年受行业下行影响，公司毛利率为 24.02%，同比-1.83pct，净利率为 5.50%，同比-6.12pct，净资产收益率为 6.64%，但公司 2022 年毛利率实现环比逐季改善。近年来，公司研发费用率持续增长，2022 年为 8.57%，同比提升 2.48pct，不断加大对新产品、新技术的研发投入。

**图6 公司毛利率、净利率**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

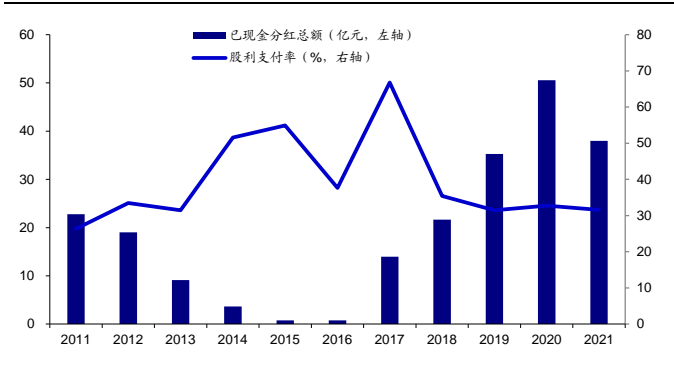
**图7 公司各项费用率**


资料来源: 公司 2011-2017 年报、Wind, 海通证券研究所

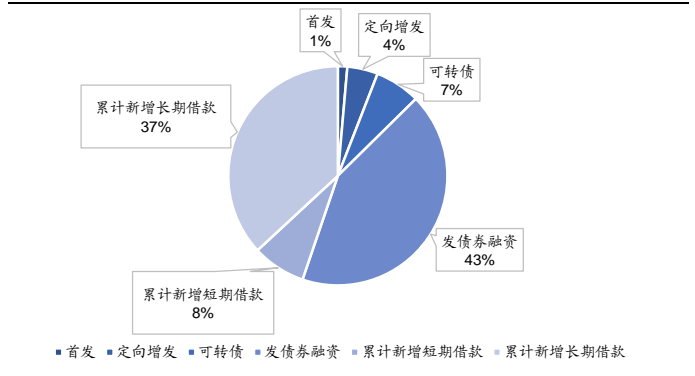
**图8 公司净资产收益率**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

公司融资方式以债券融资和长期借款为主。上市以来公司累计直接融资 370.70 亿元, 累计间接融资 279.03 亿元。其中股权再融资 75.36 亿元, 占比为 11.60%, 债券融资 286.00 亿元, 占比为 44.02%。截至 2021 年, 公司上市以来累计分红 230.19 亿元, 分红率为 28.31%。

**图9 公司分红及股利支付率**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图10 公司累计融资结构 (截至 2022 年底)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

## 2. 制造到“制造+服务”, 服务巩固公司核心竞争力



## 2.1 服务竞争时代，公司优质服务铸就“业界标杆”

**服务竞争时代下的“业界标杆”。**公司有一生服务无忧的承诺，从服务效率、服务速度、维护成本、质量标准等方面建立了“业界标杆”的服务能力。目前公司在全球拥有1700多个服务中心，7000余名技术人员，可以实现365x24全时服务，2小时内到达现场，1天内提供常用维修配件。公司有着良好的服务质量和将服务作为核心能力建设的追求，不断完善的服务体系建设增强了客户对公司产品粘性，构建了公司的核心竞争力。

图11 公司 S520 服务战略



资料来源：公司官网、中国工程机械商贸网、海通证券研究所

**工程施工的特性对售后服务提出更高要求。**工程施工的主要特点是工作环境复杂、工作周期长、施工风险大。面对繁重的作业任务和复杂的作业环境，工程机械产品极易出现故障，容易造成人员伤亡和财产损失。三一首创 ECC 控制中心，实现一键式在线服务，并提供“211”服务承诺。

图12 公司服务 2.0 价值承诺



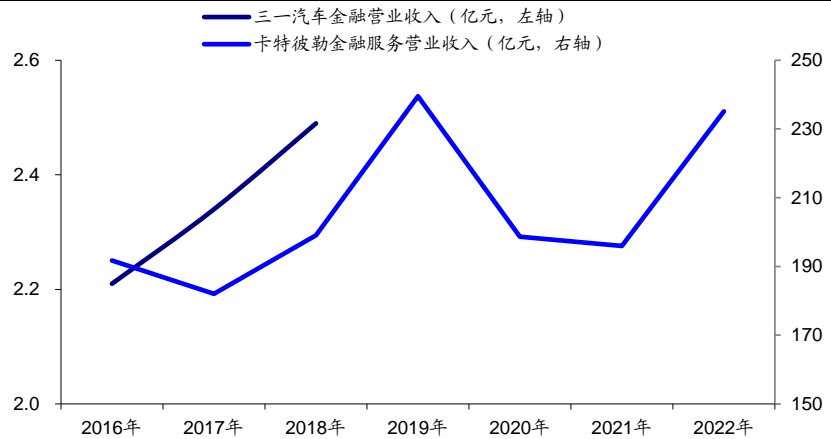
资料来源：公司官网、海通证券研究所

**背靠集团，金融服务更加多元。**集团金融服务业务涵盖贷款、租赁、咨询、投资等众多领域，为客户提供一站式、全流程整体解决方案。公司通过收购三一汽车金融，推进制造与服务转型，不仅可以为客户提供产品，也可以为客户提供相关一揽子的金融服务，降低客户融资成本，提升公司产品的服务水平，推动公司向“制造+服务”转型。

**金融服务对于公司国际化之路至关重要，世界工程机械巨头多采用“设备制造+设备金融”的产融协同模式。**以卡特彼勒为例，其在全球40个国家和地区拥有办事处或子公司，能够为近100个国家的客户提供支持。卡特彼勒不仅可以提供标准化的融资租赁服务，还可以为中国企业提供定制融资租赁解决方案，帮助客户节约更多流动资金，通过租赁、融资购买以及延保，使用原先可能无力承担的设备与服务，进一步促进公司产品

的销售。2022 年卡特彼勒金融服务业务收入为 235.12 亿元，占比为 5.68%，同比增长 20%。

图13 卡特彼勒和三一重工金融服务业务营业收入



资料来源：《三一重工股份有限公司关于收购三一汽车金融有限公司股权暨关联交易的的公告》、Wind、海通证券研究所

## 2.2 卓越的经销商管理体系打造优秀的市场“触手”

公司建立了以华东地区为核心的经销商管理网络，并通过持有经销商 10%左右的股份与其建立深度合作关系。公司鼓励经销商专营三一产品，为经销商提供足够的发展空间，促进其深耕所在市场，鼓励和扶持其成为三一长期、稳定、专一忠诚的合作伙伴。同时，公司自 2006 年开始逐步建立海外市场渠道体系，截至 2021 年底，拥有 140 多个渠道网点和 300 多家优秀代理商合作伙伴，渠道建设已取得积极进展。

表 1 公司主要省份经销商参股情况

省份	经销商	参股公司	持股比例
黑龙江	哈尔滨力好工程机械有限公司	昆山三一投资有限公司	9.00%
辽宁	辽宁三君工程机械有限公司	昆山三一投资有限公司	16.00%
内蒙古	内蒙古众力工程机械有限公司	昆山三一投资有限公司	9.00%
河北	河北汇邦工程机械有限公司	三一汽车起重机械有限公司	9.00%
山东	山东力好工程机械有限公司	昆山三一投资有限公司	9.00%
河南	河南三湘机械设备有限公司	三一汽车制造有限公司	5.00%
山西	山西北起工程机械有限公司	三一汽车起重机械有限公司	5.00%
陕西	陕西鼎柒工程设备有限公司	三一汽车制造有限公司	5.00%
安徽	合肥湘元工程机械有限公司	昆山三一投资有限公司	9.00%
江苏	江苏力好工程机械有限公司	昆山三一投资有限公司	9.00%
湖北	湖北鸿辉机械有限公司	浙江三一装备有限公司	9.00%
四川	四川路迈特工程设备有限公司	三一集团有限公司	46.67%
浙江	杭州九象工程机械有限公司	三一汽车起重机械有限公司	9.00%
湖南	湖南大驰工程机械有限公司	三一汽车起重机械有限公司	9.00%
江西	江西大豫丰工程机械有限公司	三一重工股份有限公司	9.00%
福建	福建闽瑞通工程机械有限公司	昆山三一投资有限公司	9.00%
贵州	贵州通程兄弟工程机械有限公司	昆山三一投资有限公司	9.00%
广东	广东华三行工程机械有限公司	三一汽车制造有限公司	5.00%
云南	云南肯瑞工程机械有限公司	三一汽车起重机械有限公司	9.00%
广西	广西南宁巨缘合工程机械有限公司	三一汽车起重机械有限公司	9.00%

资料来源：三一汽车金融官网、Wind、海通证券研究所

**整机、配件、服务代理三位一体，为经销商长期发展提供支持。**公司带领经销商推行“1+N”的经营模式，在确定主机市场主导地位的同时，积极进入服务、配件、大修、租赁、融资服务等后市场，力图打通工程机械上下游的盈利链条。公司积极助力经销商拓展多种盈利模式，提高其抗风险能力，实现共同成长。

图14 公司全国工程机械经销商网络布局



资料来源：三一汽车金融官网，海通证券研究所  
备注：京津冀标注“10”为合计经销商数量，其中河北省6家，北京市3家，天津市1家

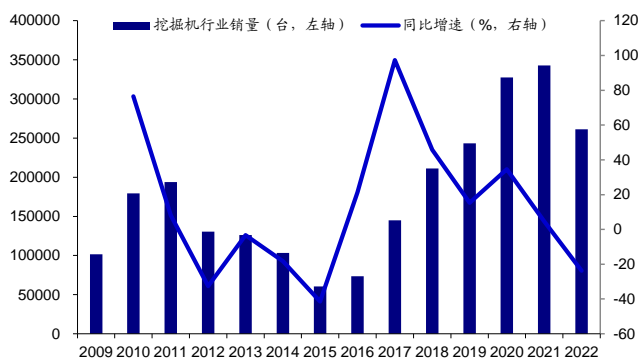
### 3. 核心产品市占率不断提升，盈利能力持续增强

#### 3.1 挖掘机：公司市占率持续提升，行业中长期景气度不悲观

##### 3.1.1 国标切换内销短期承压，长期景气度不悲观

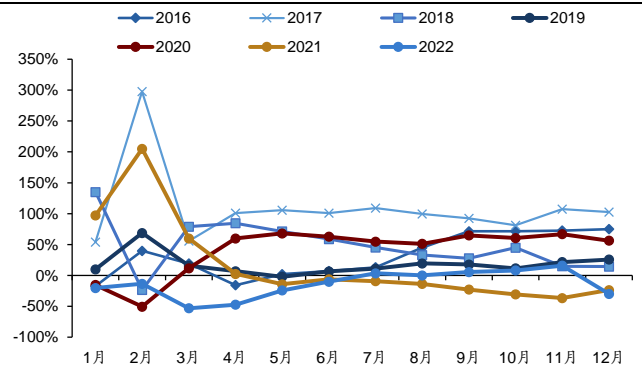
挖掘机行业景气度有所回升，出口维持快速增长，有望平抑行业周期波动。2022年7月挖掘机月度销量增速由负转正，行业景气度好转。根据今日工程机械公众号，2022年挖掘机销量为26.13万台，同比下降23.8%，其中国内销量为15.19万台，同比下降44.6%，出口销量为10.95万台，同比增长59.8%。挖掘机出口销量首次突破10万台，占比提升至41.9%，同比+21.9pct。

图15 挖掘机行业销量年度及增速

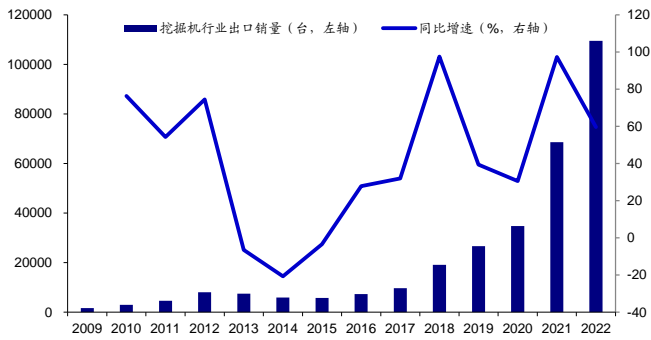


资料来源：Wind、今日工程机械公众号，海通证券研究所

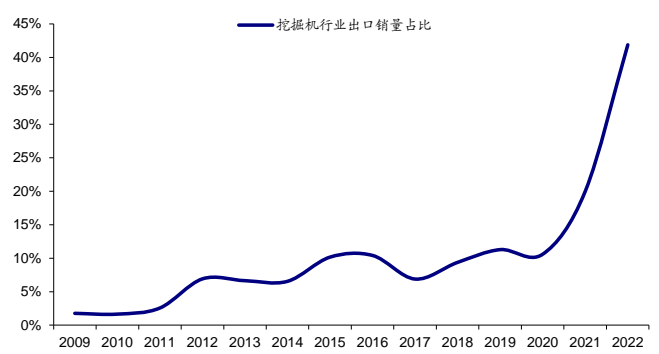
图16 2016-2022年挖掘机行业月度销量增速



资料来源：Wind，海通证券研究所

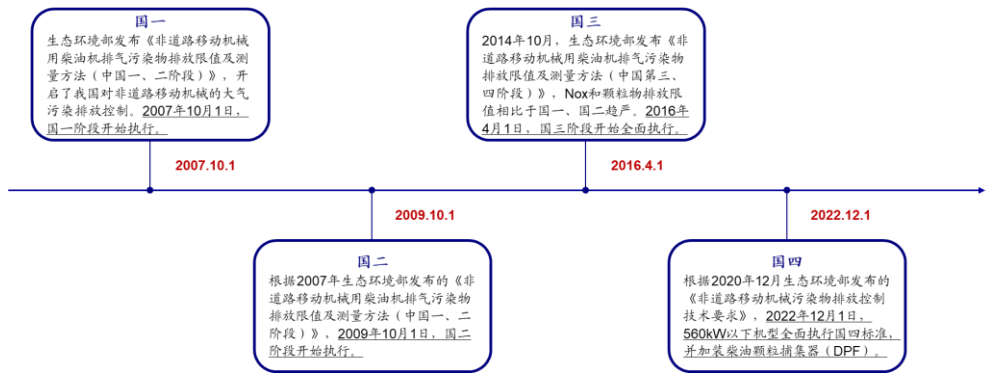
**图17 挖掘机行业出口销量及增速**


资料来源: Wind、今日工程机械公众号, 海通证券研究所

**图18 挖掘机行业出口销量占比**


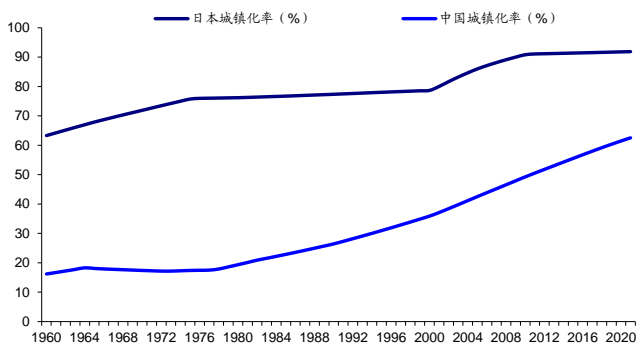
资料来源: Wind、今日工程机械公众号, 海通证券研究所

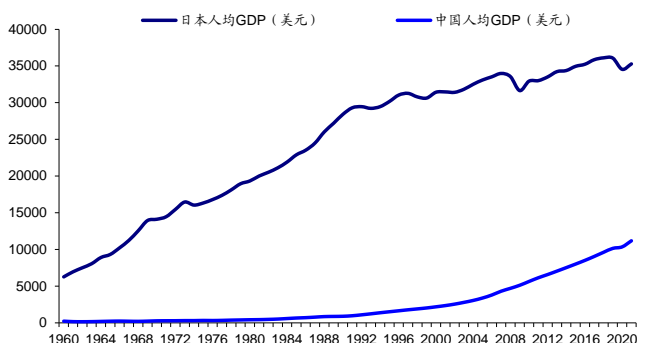
**非道路移动机械国标完成切换, 内销短期存在一定阵痛。**2022年12月1日起, 所有生产、进口和销售的560kW以下(含560kW)非道路移动机械及其装用的柴油机应符合“国四”排放标准要求。“国四”标准不仅提高了四大关键指标的限值要求, 同时也明确了技术路线: 37~560kW的非道路移动机械应加装壁流式颗粒物捕集器。国标切换也有望带来挖掘机单价的上升。根据工程机械杂志公众号, 一套SCR+DPF会增加两三万以上的成本, 针对大功率的设备, 价格接近七八万, 甚至十万元以上。

**图19 非道路移动机械国标切换梳理**


资料来源: 中华人民共和国生态环境部, 海通证券研究所

**中长期看, 对标日本, 中国挖掘机保有量仍有提升空间。**日本挖掘机保有量结构性变化持续至今, 迷你挖掘机保有量占比持续提升, 2019年达到61%。2022年中国城镇化率为65%, 接近日本上世纪60年代水平, 人均GDP约为日本上世纪60年代水平。

**图20 中日城镇化率**

 资料来源: 世界银行, 海通证券研究所  
 备注: 城镇化率=城镇人口/总人口

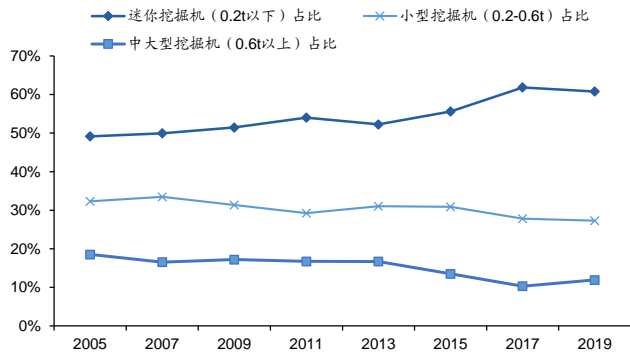
**图21 中日人均GDP**

 资料来源: 世界银行, 海通证券研究所  
 备注: 人均GDP为2015年不变价美元



### 四大行业趋势长期驱动挖掘机保有量提升:

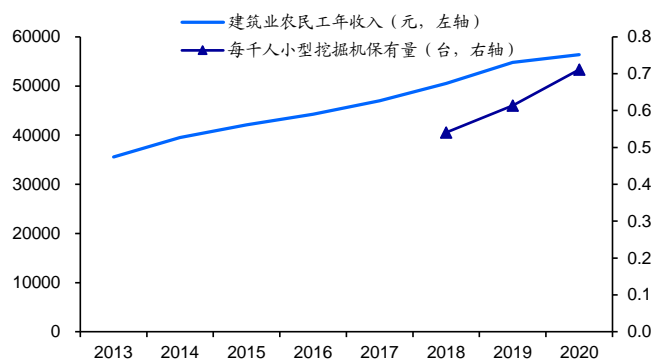
**1) 劳动力替代驱动小挖密度上升:** 日本迷你型液压挖掘机密度很高, 2019 年迷你型挖掘机密度 (保有量台数每千人) 达到 3.21。小型挖机密度和建筑行业劳动力成本相关性较强, 而建筑行业劳动力短缺问题持续凸显, 推动小挖需求增长。此外, 在城镇化成熟阶段, 挖机需求集中在小型挖机更适合工作的紧凑的建成区域。

图22 日本挖掘机保有量结构



资料来源: 日本国土交通省, 海通证券研究所  
 备注: 日本政府统计综合网站公布的国土交通省统计数据

图23 中国小型挖掘机密度和建筑业劳动力成本



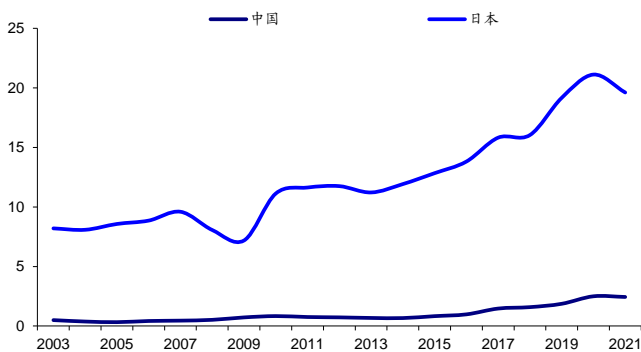
资料来源: 2019-2021 年《中国工程机械工业年鉴》、Wind, 海通证券研究所

**2) 矿山机械化比例提高驱动大型挖机密度提升:** 2020 年以来, 政府出台多项“煤矿智能化”相关政策, 目的是提高矿山资源开发和利用效率, 减少能源消耗和污染、保护矿山环境。矿山机械化也意味着挖掘机在矿山开采活动中的渗透率有很大的提升空间。

**3) 挖掘机将持续替代装载机:** 国内挖掘机和装载机销量之比仍然远低于日本。2021 年中国挖掘机和装载机销量之比为 2.4 倍, 而日本的比例从 2003 年的 8.2 倍已提升至 2021 年的 19.6 倍。随着城镇化的发展, 挖掘机的功能性和灵活性在建设工程场所将更受欢迎, 驱动挖掘机从整个土方机械市场的结构变化中获得增量。

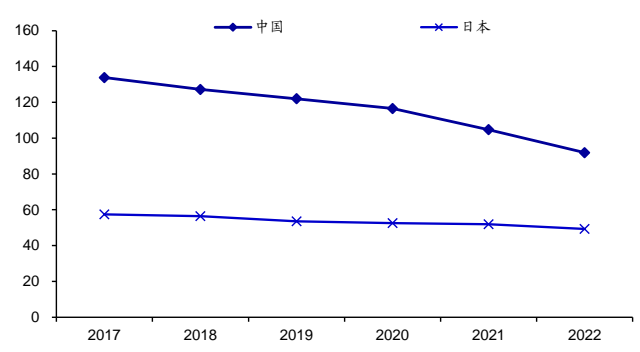
**4) 挖机工作时长持续下降, 扩大市场容量:** 根据小松数据, 2022 年国内挖机月均开机时长为 92 小时, 接近日本的 2 倍。在融资贷款利率减少、劳动力成本上升的长期趋势下, 国内挖掘机工作时长呈现明显减少趋势, 推动挖掘机保有量增加。

图24 中日挖掘机/装载机销量比例



资料来源: 日本建筑机械工业协会 (CEMA)、Wind, 海通证券研究所

图25 中国和日本小松挖掘机月均开工小时数 (小时)

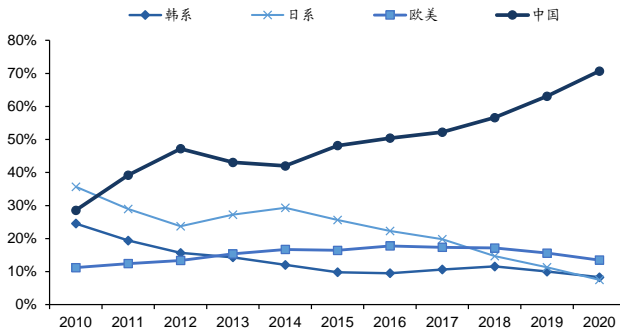


资料来源: Wind, 海通证券研究所

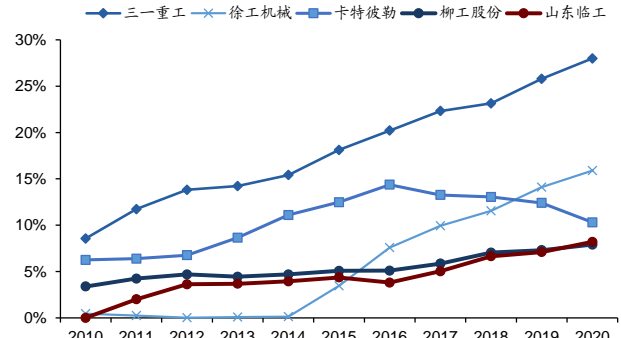
### 3.1.2 公司市场份额持续提升, 出口销量快速增长

**国产品牌持续发力, 挖掘机全面进入后国产替代时代。**以三一重工、徐工机械为代表的国产品牌市占率快速提升, 韩系、日系、欧美品牌市占率有所下降。据《中国工程机械工业年鉴 2021》, 2020 年我国挖掘机市场国产品牌销量为 23.17 万台, 同比增

长 55.8%，市场占有率达到 70.7%，同比提升 7.6pct。日系、欧美、韩系品牌销量市占率分别为 7.5%、13.5%和 8.3%。

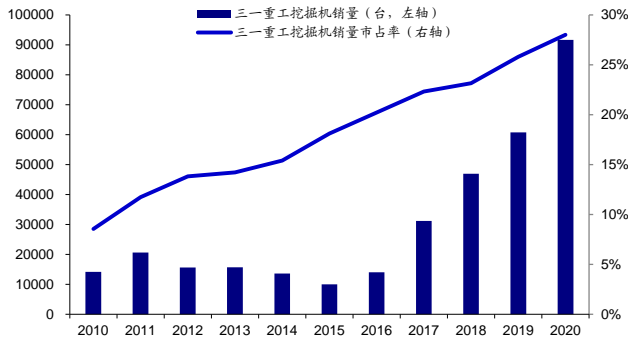
**图26 各派系挖掘机销量市占率**


资料来源：2020-2021 年《中国工程机械工业年鉴》、Wind，海通证券研究所

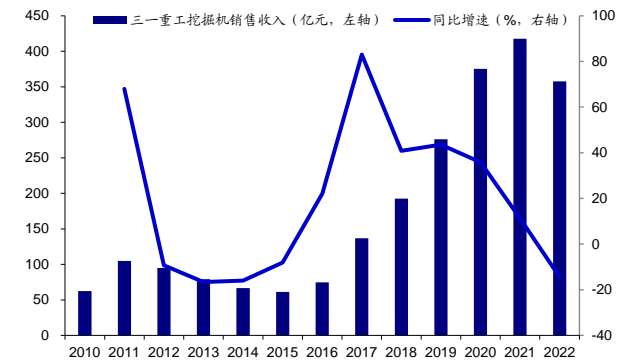
**图27 主要企业挖掘机销量市占率**


资料来源：2020-2021 年《中国工程机械工业年鉴》、Wind，海通证券研究所

**公司作为挖掘机行业标杆，连续 12 年保持中国市场销量第一。**公司较早开始研制并试生产挖掘机产品，并于 2001 年 6 月开始投放市场，2010 年以来挖掘机销量持续提升。据《中国工程机械工业年鉴 2021》，公司 2020 年销售挖掘机 9.16 万台，同比增长 50.8%，市占率达到 28.0%。2022 年，公司挖掘机械销售收入达 357.56 亿元，同比下降 14.36%。

**图28 公司挖掘机销量及市占率**


资料来源：2020-2021 年《中国工程机械工业年鉴》、Wind，海通证券研究所

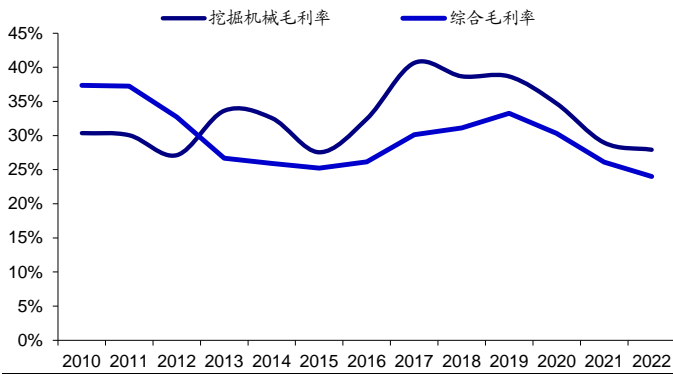
**图29 公司挖掘机销售收入及同比增速**


资料来源：Wind，海通证券研究所

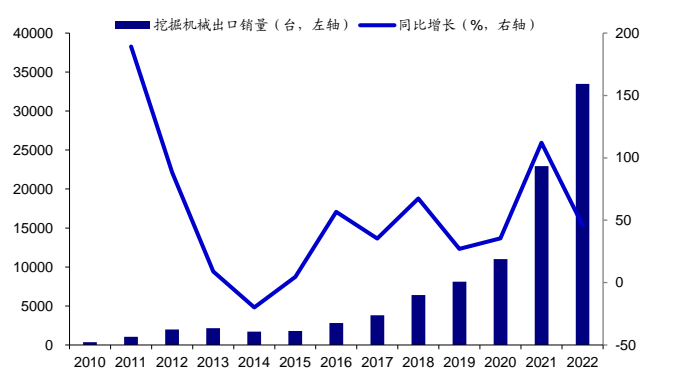
**挖掘机毛利率维持较高水平。**2016-2020 年，公司挖掘机械毛利率均在 30% 以上，2022 年受国内行业下行调整影响，公司挖掘机械毛利率小幅下降，2022 年为 27.90%。

**海外需求火热，出口销量有望迎来快速增长。**近年来，中国企业全球竞争力持续提升，公司也全面提速国际项目，打造销售、服务加研发的铁三角模式，通过国际协同迅速切入海外市场，全球主要市场均实现高速增长。2022 年三一重工出口挖掘机械 3.35 万台，同比增长 46.02%，占中国挖掘机出口总量的三成，挖掘机械出口销售额为 180.8 亿元，同比增长 69%。



**图30 公司挖掘机销售毛利率**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图31 公司挖掘机出口销量及同比增速**


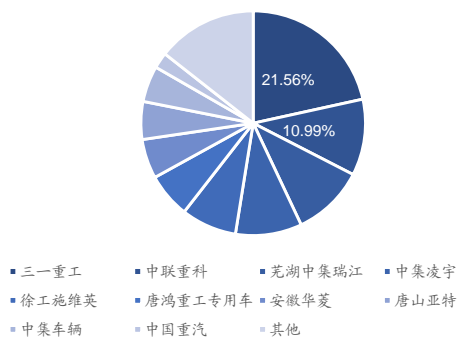
资料来源: 三一重工 2021 年年度报告、三一重工 2022 年年度报告、2020 和 2021 年《中国工程机械工业年鉴》、Wind, 海通证券研究所

## 3.2 混凝土机械: 行业龙头地位较稳固, 数字化、智能化降本增效

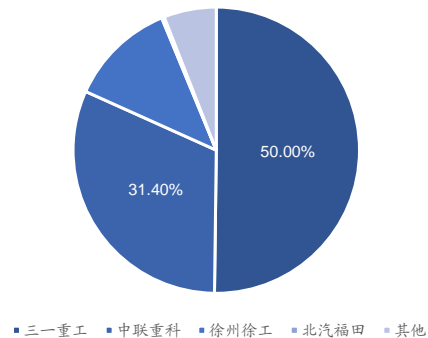
### 3.2.1 大型设备市场集中度高, 出口连续两年高增

**混凝土机械主要分为四大类产品: 泵车和泵、搅拌车和搅拌站。**这四类产品作用各不相同, 搅拌站将混凝土生产出来, 再由搅拌车运输到施工现场, 通过泵车或者混凝土泵将混凝土送到浇筑地点。

**混凝土机械行业具有大型设备市场集中度高、中小型设备市场集中度低、多层次竞争等特点。**三一重工、中联重科、芜湖中集瑞江等行业骨干企业占据了我国大型水泥混凝土搅拌设备较大部分市场份额, 其中, 在标准化生产领域, 三一重工和中联重科通过国际并购形成“三一重工+普茨迈斯特”和“中联重科+CIFA”的全球双寡头格局, 在标准化产品市场处于领先地位。

**图32 2021 年混凝土搅拌车市场竞争格局**


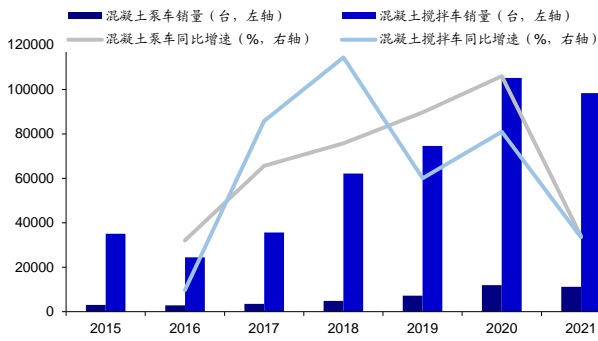
资料来源: 第一专用车网, 海通证券研究所

**图33 2022H1 混凝土泵车市场竞争格局**


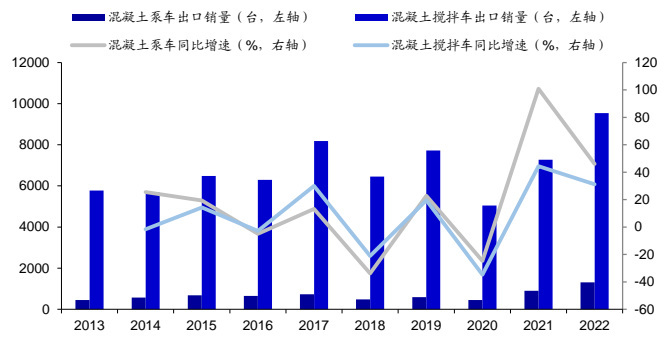
资料来源: 华经情报网百家号, 海通证券研究所

**混凝土机械市场规模持续增长, 整体趋势向好。**伴随着我国工程机械产业升级及环保政策出台, 混凝土机械产业向绿色发展转型, 同时行业出现持续性更新换代需求。据《中国工程机械工业年鉴 2021》, 2020 年我国混凝土泵车保有量约为 7.53 万台, 混凝土搅拌车保有量约为 53.23 万台。2021 年上半年混凝土机械需求比较强劲, 下半年由于大宗商品、原材料价格大幅上涨, 市场需求疲软, 全年混凝土泵车销量同比下降 6.0%, 混凝土搅拌车销量同比下降 6.5%。

**混凝土泵车、搅拌车出口连续两年实现较高增速。**2021 年混凝土泵车出口销量为 896 台, 同比增长 100.9%, 混凝土搅拌车出口销量为 7275 台, 同比增长 44.3%。2022 年, 混凝土泵车出口销量为 1308 台, 同比增长 46.0%, 混凝土搅拌车出口销量为 9544 台, 同比增长 31.2%。

**图34 混凝土泵车、搅拌车销量及同比增速**


资料来源：华经情报网百家号、中研网、Wind、海通证券研究所

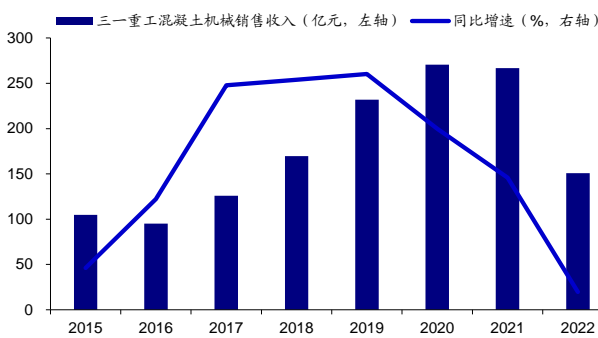
**图35 混凝土泵车、搅拌车出口销量及同比增速**


资料来源：Wind、海通证券研究所

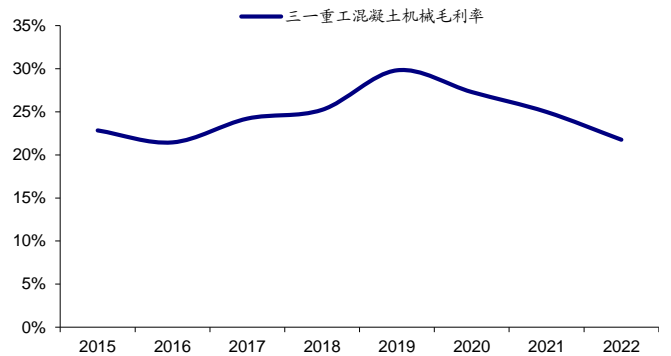
### 3.2.2 市占率位居行业第一位，毛利率有望边际改善

**公司市占率稳步提升，位居行业第一。**混凝土机械作为公司传统的优势板块，具有突出的竞争优势。根据公司2022年半年报，2022年上半年公司搅拌车、泵车、车载泵等产品国内市场份额全线大幅提升，混凝土泵车市占率达到50%，稳居全球第一品牌。混凝土搅拌车市场格局比较分散，根据公司2022年年度报告，2022年公司市占率已经超过30%，较2021年上升9%。

**混凝土机械销售收入持续增长，毛利率保持相对稳定。**2016-2022年公司混凝土机械销售收入复合增长率为8.00%。2022年受房地产行业持续低迷和疫情因素影响，公司全年混凝土机械销售收入为150.80亿元，同比下降43.46%。其中，2022年混凝土机械出口销售收入75.4亿元，同比增长6.1%，混凝土泵车双品牌联合市场占有率达40%。毛利率方面，公司自2017年以来混凝土机械维持在25%左右的水平，2023年有望企稳回升。

**图36 公司混凝土机械销售收入及同比增速**


资料来源：Wind、海通证券研究所

**图37 公司混凝土机械毛利率**


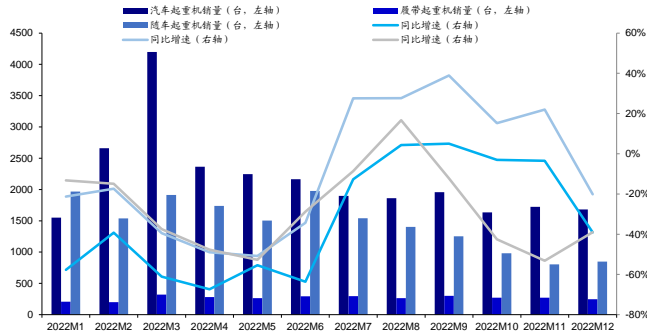
资料来源：Wind、海通证券研究所

## 3.3 起重机：下游景气度持续回升，起重机市场竞争格局稳定

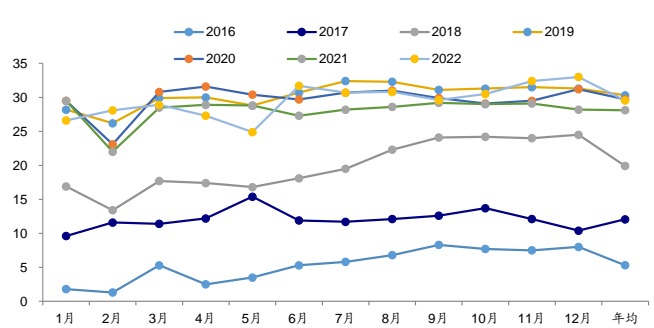
### 3.3.1 汽车起重机占比超50%，下游需求缓慢回升

**起重机可以分为工程起重机和建筑起重机。**工程起重机中销量最大的是汽车起重机，根据Wind和今日工程机械公众号统计数据，2022年汽车起重机销量占工程起重机总销量的53.6%，随车起重机占比为36.1%，履带起重机占比为6.6%。随着国家高速的基础设施建设，国内工程起重机市场急速扩张，起重机械向重点产品大型化，通用产品轻量化，零部件通用化的发展趋势转变。

下游景气度逐渐回升，履带起重机销量三季度后呈现回升态势，装配式建筑产值占比相较上年同期略有增长。2022年汽车起重机销量为2.59万台，同比下滑47.2%；2022年履带起重机销量为0.32万台，同比下降19.4%；2022年随车起重机销量为1.75万台，同比下降31.7%。2022年庞源租赁装配式建筑产值占比年均值为29.5%，2021年年均值为28.1%，2020年年均值为29.7%。

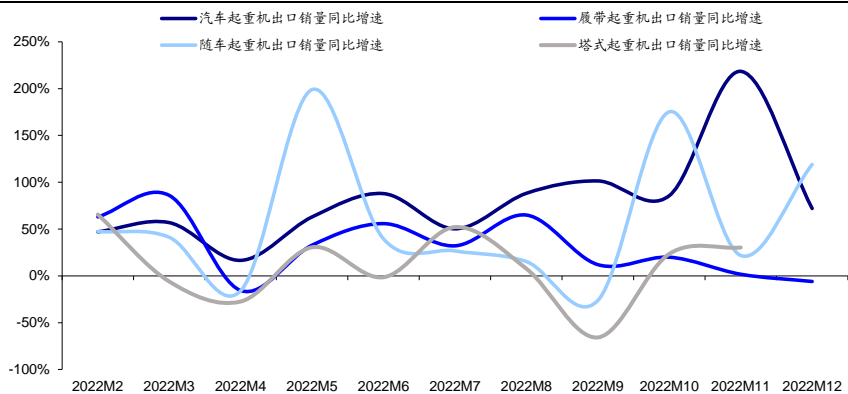
**图38 工程起重机 2022 年月度销量及同比增速**


资料来源：今日工程机械公众号，海通证券研究所

**图39 庞源租赁装配式建筑产值占比 (%)**


资料来源：庞源租赁公众号，海通证券研究所

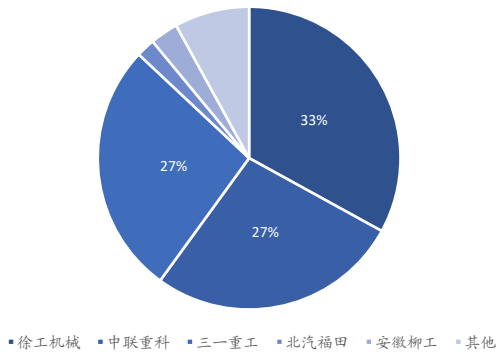
**2022 年起重机械出口实现较好增长。**2022 年汽车起重机出口销量单月基本实现 50% 以上的同比增长，履带起重机和随车起重机也保持较好的出口销量增幅，塔式起重机海外市场小幅增长。2022 年汽车起重机出口销量同比增长 76.05%，履带起重机出口销量同比增长 26.70%，随车起重机出口销量同比增长 45.19%，塔式起重机出口销量同比增长 7.11%。

**图40 起重机主要产品 2022 年月度出口销量增速**


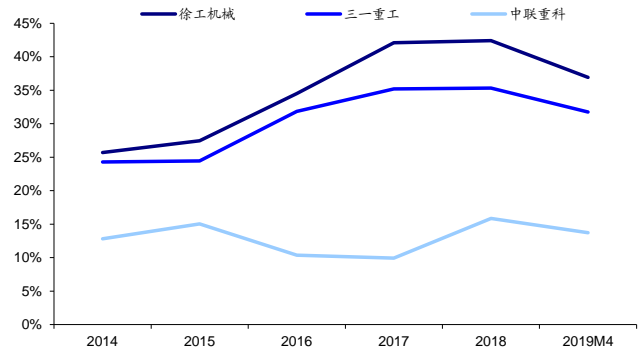
资料来源：Wind，海通证券研究所

### 3.3.2 公司毛利率下行压力大，市场份额持续提升

**起重机市场由三大国产品牌主导，公司市占率均超过 30%。**根据智研咨询，2020 年汽车起重机行业徐工机械、中联重科、三一重工三家合计市占率近 90%，且市占率相近，呈现“三足鼎立”的竞争态势。目前，国内履带起重机厂商中三一重工、徐工机械两家占据了绝大部分份额。根据公司 2021 和 2022 年年度报告，2021 年公司汽车起重机市占率已突破 31%，2022 年公司汽车起重机市占率提升至 32%。根据公司 2022 年年度报告，公司履带起重机整体市场份超过 40%，稳居全国第一。

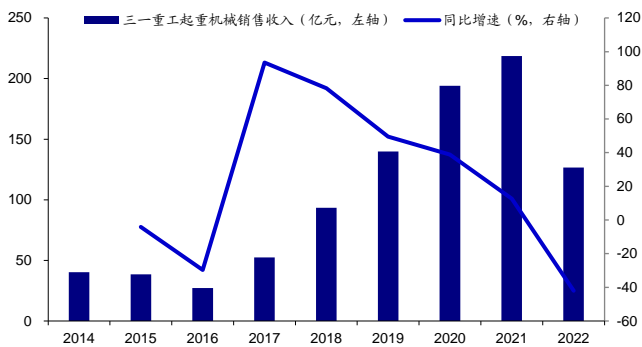
**图41 2020年汽车起重机市场格局**


资料来源：产业信息网，海通证券研究所

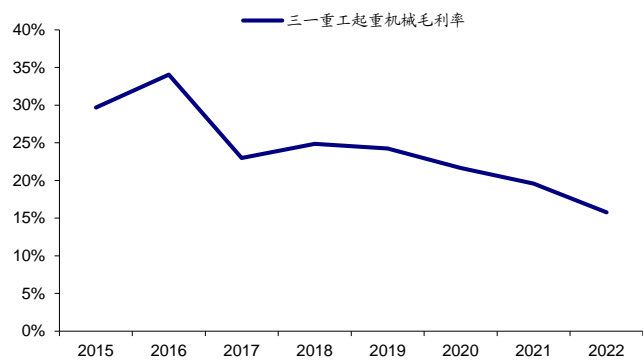
**图42 履带起重机主要厂商市占率**


资料来源：Wind，海通证券研究所

**公司起重机销售收入持续增长。**2016-2022年公司起重机械销售收入复合增长率为29.31%。2022年在房地产行业持续下行的影响下，中小吨位起重机销量大幅下滑，公司全年起重机械销售收入为126.70亿元，同比下降42.04%。

**图43 公司起重机械销售收入及同比增速**


资料来源：Wind，海通证券研究所

**图44 公司起重机械毛利率**


资料来源：Wind，海通证券研究所

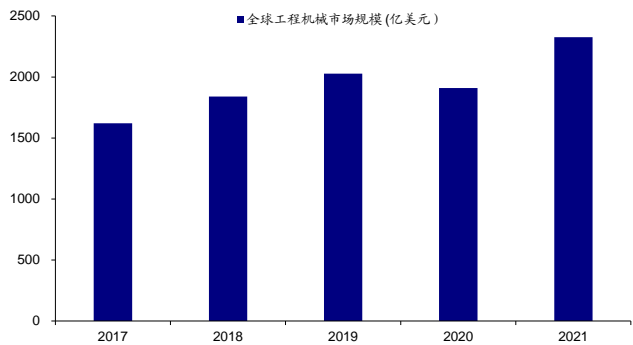
**起重机出口保持高速增长。**2021年公司起重机械出口销售收入40.9亿元，同比增长137%，汽车起重机在15个国家市场份额第一；履带起重机在12个国家市场份额第一。2022年上半年，公司履带式起重机海外市场份额突破30%，市场份额居行业第一。

## 4. 出口布局全球，海外有望迈上新台阶

### 4.1 海外空间广阔，近三倍于国内空间

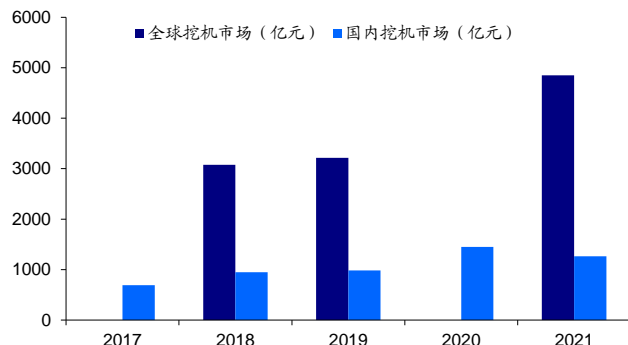
根据《国际建设》杂志统计，2021年全球工程机械市场规模超2300亿美元，公司海外业务有望迈上新台阶。根据KHL数据，2021年全球主要市场挖掘机市场规模达4851.12亿元，其中中国市场规模为1264.95亿元，海外市场规模为中国市场规模的2.84倍，海外市场空间广阔。

图45 全球工程机械市场规模



资料来源: KHL, 海通证券研究所

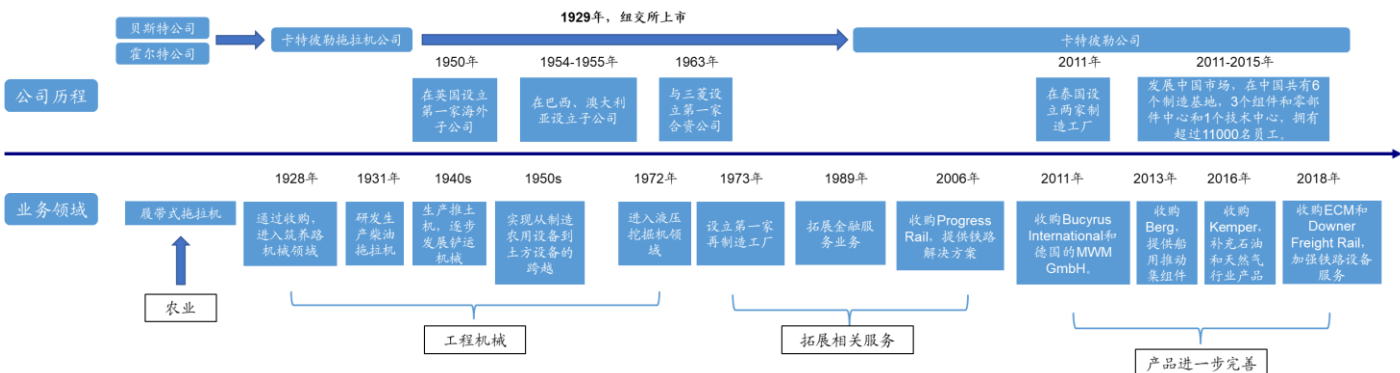
图46 全球挖掘机与中国挖掘机市场销售额



资料来源: Fortune, Polaris, Imarcgroup, Wind, 海通证券研究所  
注: 人民币兑美元汇率为 2022/12/21 即期汇率; 国内挖机均价约 40 万元

**工程机械龙头均经历从本土到海外的发展之路。**以卡特彼勒为例,卡特彼勒自 1950 年开始进行全球布局,在英国设立首家海外子公司,并逐步进入欧洲、亚太等地区市场,建设海外制造基地。目前卡特彼勒在中国共有 6 个制造基地, 3 个组件和零部件中心, 和 1 个技术中心, 拥有超过 11000 名员工。

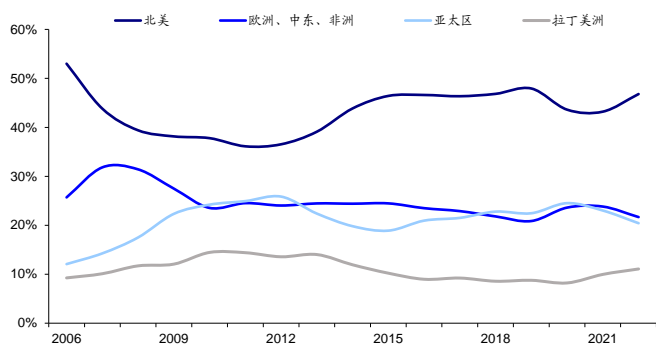
图47 卡特彼勒发展历史



资料来源: 卡特彼勒官网、第一工程机械网、卡特彼勒中国公众号、卡特彼勒 2013、2016、2018 年年度报告、Wind, 海通证券研究所

2007 年以来, 卡特彼勒海外营收占比保持在 50%以上, 其中 2020 年亚太地区占比提升至 25%左右。随着卡特彼勒的全球布局, 其在各地区设立代理商和分支机构, 为用户提供生产和销售服务, 目前在全球共拥有 500 多个制造、服务、研发及代理商网点。

图48 卡特彼勒各地区营业收入占比



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图49 卡特彼勒全球网点布局



资料来源: 卡特彼勒官网, 海通证券研究所

**公司海外布局完善, 全球有望多区域放量增长。**公司坚定推进国际化战略, 贯彻“以我为主、本土经营、服务先行”的经营策略, 渠道建设、服务能力建设、服务配件体系建



设等取得较大进展。截至目前，三一重工在印度、印尼、美国、欧洲等主要市场均有所布局，在全球拥有近 200 家销售分公司、2000 多个服务中心、近万名技术服务工程师。

**1) 以我为主:** 除普茨迈斯特海外渠道外，公司已建立覆盖 400 多家海外子公司、合资公司及优秀代理商的海外市场渠道体系。**2) 本土经营:** 美、欧、印等海外事业部本地化率超过 90%，积极推进海外灯塔工厂建设。**3) 服务先行:** 大幅增加服务资源，完善海外各区域配件中心，提升海外配件供应能力，国际服务网点突破 1200 个。

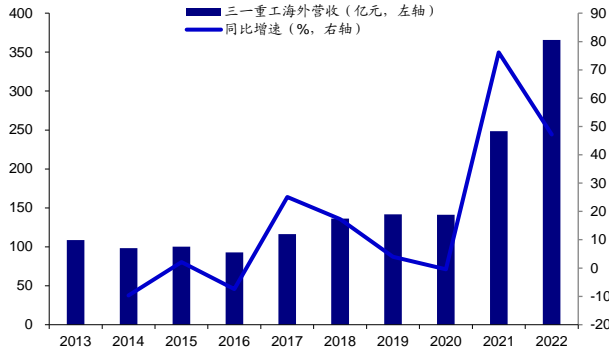
图50 公司国际化布局



资料来源：公司官网，海通证券研究所

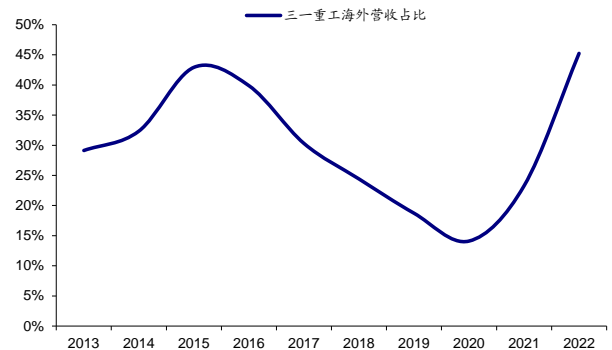
公司海外业务营收连续两年实现高增长，2022 年营收占比提升至 45.7%。2021 年三一重工海外市场营业收入为 248.5 亿元，同比增长 76%，2022 年公司海外市场营业收入为 365.71 亿元，同比增长 47.19%。2021 年公司海外业务占比开始回升，2022 年提升至 45.7% 的新高。

图51 公司海外业务营业收入及增速



资料来源：Wind，海通证券研究所

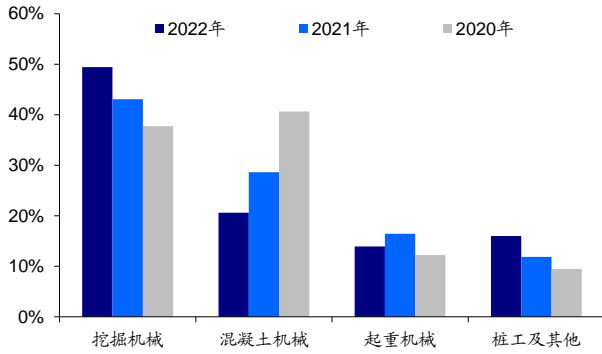
图52 公司海外业务营业收入占比



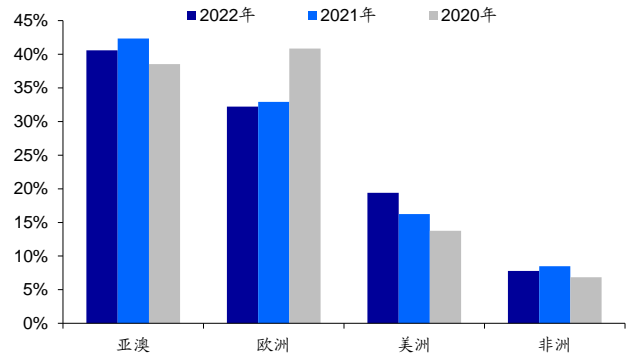
资料来源：Wind，海通证券研究所

**1) 分品类看，海外市场中挖掘机、混凝土机械占比较高。**2022 年挖掘机海外营收为 180.8 亿元，占海外营收比重为 49.4%；2022 年混凝土机械海外营收为 75.4 亿元，占海外营收比重为 20.6%。**2) 分区域看，亚澳地区仍为主要出口区域，美洲地区呈现较快增速。**2022 年亚澳地区营收为 148.5 亿元，同比增长 41.1%，占海外营收 40.6%；欧洲地区营收为 117.8 亿元，同比增长 44%；北美洲地区营收为 40.3 亿元，同比增长 85.8%；南美洲地区营收为 30.7 亿元，同比增长 63.8%；非洲地区营收为 28.5 亿元，同比增长 35.4%。



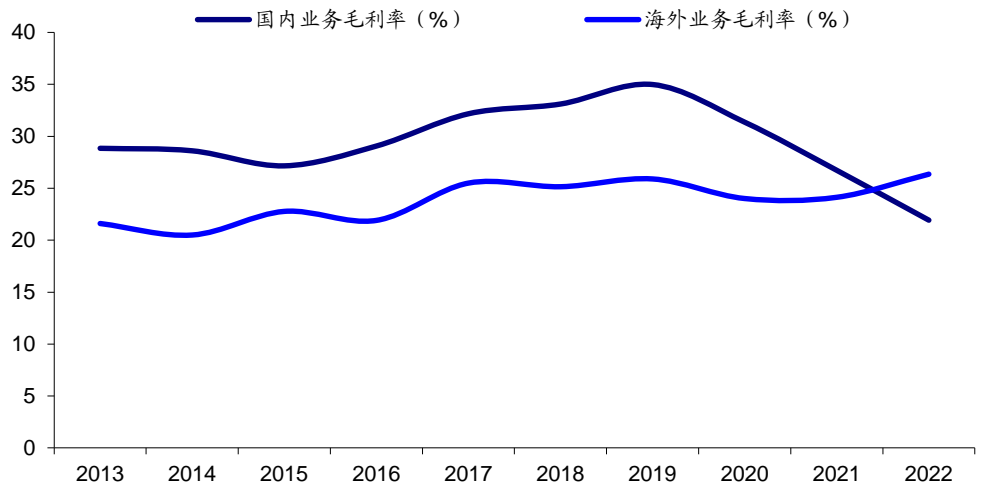
**图53 公司海外业务各品类占比**


资料来源：公司 2021、2022 年年度报告、Wind，海通证券研究所

**图54 公司海外业务各区域占比**


资料来源：公司 2021、2022 年年度报告、Wind，海通证券研究所

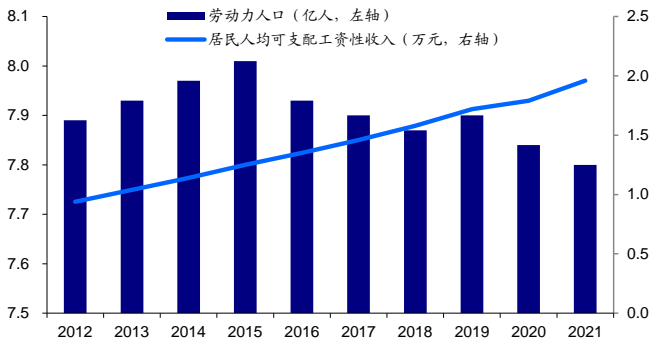
**2022 年海外业务毛利率首次高于国内业务，贡献主要利润。**2017 年以来公司海外业务毛利率维持在 25%左右，2022 年公司海外业务毛利率为 26.36%，国内业务毛利率为 21.92%。公司海外渠道建设的不断完善和规模效应，促进盈利能力有效提升。

**图55 公司分业务区域毛利率**


资料来源：Wind，海通证券研究所

## 4.2 拥抱智能化、数字化，三一 2.0 迈入新时代

**数字化、智能化发展有益于生产效率提升，成为大势所趋。**近年来，我国人口红利日渐消退，劳动力出现短缺、用人成本大幅提升。而工程机械是典型的离散制造，行业繁荣期需要大量人员，低迷期往往需要控制人员数量，这就导致制造成本高，市场响应速度慢。数字化转型能为工程机械企业大幅压缩人员、生产、物流成本，提高生产效率，平滑行业周期。

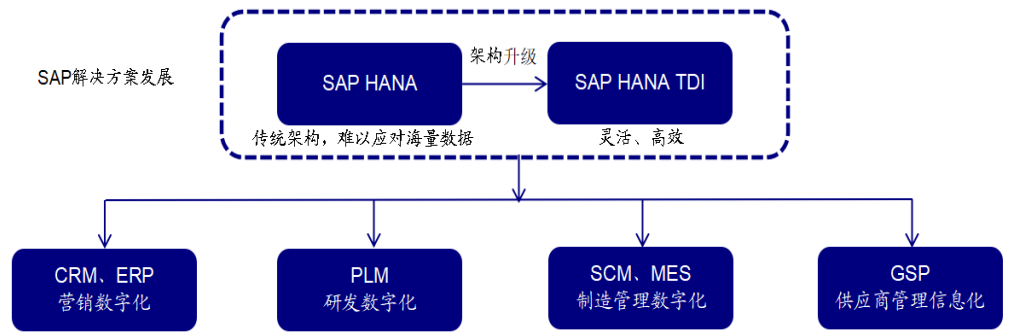
**图56 2012-2021 中国劳动力人口与人力成本**


资料来源：国家统计局，海通证券研究所

**图57 三一 5G 远程无人操作智能挖掘机产品**

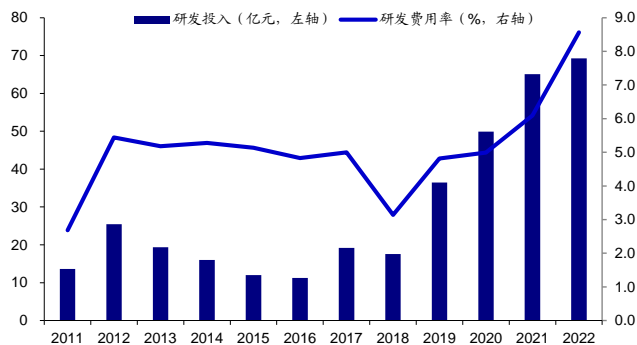

资料来源：公司官网，海通证券研究所

**公司领先在业内布局数字化、智能化转型。**公司致力于打造领先的智能化产品和技术，加强工业软件自主研发能力，全面推进包括研发、供应链、营销服务、财务等各方面的数字化与智能化升级，推动智能制造、智慧运营、智慧供应链、研发数字化等项目。公司通过建设三一数据中台，实现生产运营设备、销售设备的互联互通，以数据驱动业务创新和产业升级。

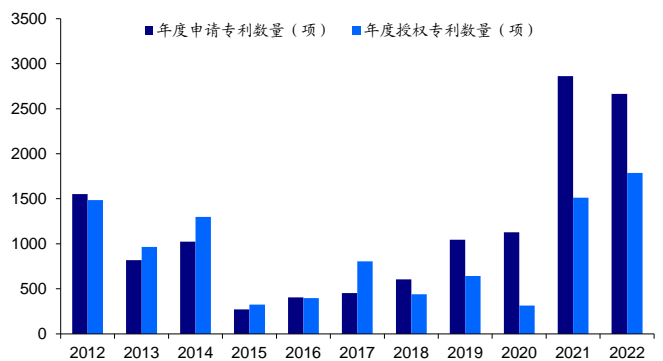
**图58 公司信息化布局情况**


资料来源：公司历年年报，HITACHI 官网，海通证券研究所

**公司研发工作成果显著，推动公司“两新三化”战略。**公司推行“销售一代、储备一代、研发一代”的三代研发政策，全面推进智能化、电动化、国际化，并取得积极成果。2021年公司研发费用投入65.09亿元，同比增长30.4%，2022年研发费用率提升至8.57%。截至2022年底，公司研发人员达7466人，申请专利15803项，授权专利10905项，申请及授权数均居国内行业第一。

**图59 公司研发投入**


资料来源：Wind、公司历年年报，海通证券研究所

**图60 公司专利数量**


资料来源：公司 2012-2021 年年度报告，海通证券研究所

**智能化、数字化服务彰显公司竞争力。**公司率先在行业内建立企业控制中心 ECC，依托物联网平台“云端+终端”建立了智能服务体系，实现了全球范围内工程设备 2 小时到

现场，24小时完工的服务承诺；推出客户云 2.0，实现设备互联、设备数据共享、工况查询、设备导航、设备保养提醒。基于此，公司先后荣获商务部与中国行业联合会等颁发的“全国售后服务十佳单位”和“全国售后服务特殊贡献单位”、中国信息协会与中国服务贸易协会颁发的“中国最佳服务管理奖”，充分彰显公司独特核心竞争力。

图61 公司智能服务体系示意图



资料来源：公司官网，海通证券研究所

## 5. 盈利预测和估值模型

### 5.1 盈利预测：归母净利润 2023/2024/2025 年增速 58.2%/40.0%/19.0%

我们预计公司 2023/2024/2025 年实现营业收入 843.71/963.23/1046.70 亿元，同比增长 4.4%/14.2%/8.7%；归母净利润为 67.62/94.65/112.68 亿元，同比增长 58.2%/40.0%/19.0%。

关键假设：我们认为，

**1) 挖掘机械：**挖掘机行业出口持续高增速，景气度有望回升，预计 2023/2024/2025 年挖掘机销量增速为-4%/17%/13%。三一重工作为行业龙头，市场份额持续提升，预计 2023-2025 年公司挖掘机市占率维持在 32%-33%。公司挖掘机产品结构稳定，预计 2023-2025 年收入同比增长-4%、18%、7%，毛利率分别为 28.5%、29%、30%。

**2) 混凝土机械：**混凝土机械行业整体有望实现平稳发展，公司混凝土搅拌车和泵车市占率有望实现持续提升，预计 2023 年分别为 28%、46%。考虑到房地产行业回暖，预计 2023-2025 年公司混凝土机械收入同比增长 20%、17%、13%，毛利率分别为 22%、24%、26%。

**3) 起重机械：**三一重工作为起重机行业三大主导品牌之一，汽车起重机市占率约为 30%，履带起重机市占率约为 40%。2022 年受房地产行业下行影响，起重机行业销量下滑较为明显，后续有望逐渐企稳回升。预计公司 2023-2025 年起重机械收入同比增长 8%、7%、5%，毛利率分别为 20%、21%、22%。

表 2 公司分业务预测表

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>挖掘机械</b>					
营收 (亿元)	417.50	357.56	343.69	404.61	433.74
yoy	11.25%	-14.36%	-3.88%	17.73%	7.20%
毛利率	28.94%	27.90%	28.50%	29.00%	30.00%
业务占比	39.07%	44.24%	40.74%	42.01%	41.44%
<b>混凝土机械</b>					
营收 (亿元)	266.74	150.80	181.54	212.44	239.46
yoy	-1.40%	-43.47%	20.38%	17.03%	12.71%
毛利率	24.99%	21.77%	22.00%	24.00%	26.00%
业务占比	24.96%	18.66%	21.52%	22.06%	22.88%
<b>起重机械</b>					
营收 (亿元)	218.59	126.70	136.29	145.76	153.05
yoy	12.62%	-42.04%	7.57%	6.95%	5.00%
毛利率	19.59%	15.77%	20.00%	21.00%	22.00%
业务占比	20.45%	15.68%	16.15%	15.13%	14.62%
<b>配件及其他</b>					
营收	54.05	84.99	93.49	102.84	113.12
yoy	68.59%	57.24%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	20.84%	19.77%	20.00%	20.00%	20.00%
业务占比	5.06%	10.52%	11.08%	10.68%	10.81%
<b>桩工机械类</b>					
营收 (亿元)	51.66	30.65	33.72	37.09	40.80
yoy	-24.31%	-40.67%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	40.71%	36.46%	40.00%	40.00%	40.00%
业务占比	4.83%	3.79%	4.00%	3.85%	3.90%
<b>路面机械</b>					
营收 (亿元)	27.06	30.81	33.89	37.28	41.01
yoy	-3.50%	13.86%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	28.57%	22.31%	23.00%	23.00%	23.00%
业务占比	2.53%	3.81%	4.02%	3.87%	3.92%
<b>其他业务</b>					
营收 (亿元)	33.13	19.18	21.10	23.21	25.53
yoy	2.57%	-42.11%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	35.08%	44.50%	45.00%	45.00%	45.00%
业务占比	3.10%	2.37%	2.50%	2.41%	2.44%
<b>合计</b>					
营业收入 (亿元)	<b>1068.73</b>	<b>808.22</b>	<b>843.71</b>	<b>963.23</b>	<b>1046.70</b>
YOY	<b>6.82%</b>	<b>-24.38%</b>	<b>4.39%</b>	<b>14.17%</b>	<b>8.67%</b>
毛利率	<b>26.4%</b>	<b>24.0%</b>	<b>25.6%</b>	<b>26.7%</b>	<b>27.7%</b>

资料来源: Wind, 海通证券研究所

## 5.2 估值: 合理价值区间为 19.44-21.13 元/股

考虑到公司主要从事工程机械产品的生产和销售, 因此我们选取业务及应用领域相关的公司作为三一重工的可比公司, 分别为徐工机械、中联重科、柳工和恒立液压。

可比公司预测 2023 年 PB 平均值为 2.00 倍，参考可比公司我们给予公司 2023 年 2.3-2.5 倍 PB 估值，合理价值区间为 19.44-21.13 元/股。我们看好电动化、智能化发展方向和服务竞争时代下公司作为行业龙头企业的高成长性，有望迎来收入快速增长，维持“优于大市”评级。

**表 3 可比公司 PB 估值**

公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	每股净资产 (元/股)	市净率 PB (倍)
徐工机械	729.06	6.17	5.22	1.18
中联重科	557.99	6.43	6.66	0.97
柳工	150.83	7.73	9.18	0.84
恒立液压	767.22	57.22	11.40	5.02
<b>平均值</b>				<b>2.00</b>

资料来源：Wind，海通证券研究所

注：收盘价为 2023 年 5 月 12 日价格，总市值为 2023 年 5 月 12 日市值，市净率估值为根据 Wind 一致预期 2023 年每股净资产计算。

## 6. 风险提示

### 6.1 业绩不达盈利预测的风险

预计公司 2023/2024/2025 年实现营业收入 843.71/963.23/1046.70 亿元，归母净利润为 67.62/94.65/112.68 亿元，公司业绩不达盈利预测，会导致 2023E 估值偏高，进而影响股价。小幅低于预期、大幅低于预期和极端情况下预测营业收入和归母净利润及增速如下表所示。

**表 4 三一重工收入增速预测敏感性分析**

项目	2022	2023E	2024E	2025E
预期收入 (亿元)	808.22	843.71	963.23	1046.70
yoy	-24.38%	4.39%	14.17%	8.67%
小幅低于预期收入 (亿元)	808.22	803.32	876.68	909.62
yoy	-24.38%	-0.61%	9.13%	3.76%
大幅低于预期收入 (亿元)	808.22	762.93	794.20	785.09
yoy	-24.38%	-5.60%	4.10%	-1.15%
极端情况预期收入 (亿元)	808.22	730.82	731.95	696.12
yoy	-24.38%	-9.58%	0.16%	-4.90%

资料来源：Wind，海通证券研究所

**表 5 三一重工归母净利润增速预测敏感性分析**

项目	2021	2022E	2023E	2024E
预期归母净利润 (亿元)	42.73	67.62	94.65	112.68
yoy	-64.49%	58.25%	39.98%	19.04%
小幅低于预期归母净利润 (亿元)	42.73	64.11	85.84	97.42
yoy	-64.49%	50.05%	33.88%	13.49%
大幅低于预期归母净利润 (亿元)	42.73	60.61	77.44	83.54
yoy	-64.49%	41.86%	27.76%	7.88%
极端情况预期归母净利润 (亿元)	42.73	57.92	71.16	73.51
yoy	-64.49%	35.55%	22.86%	3.30%

资料来源：Wind，海通证券研究所

## 6.2 政策风险

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

## 6.3 市场竞争加剧风险

公司在推进海外市场过程中也面临和海外龙头竞争加剧的问题。全球贸易保护主义抬头，国际贸易不确定性较大，市场竞争加剧，大宗商品价格波动以及人工成本上升等因素，可能对公司销售规模和效益产生影响。

## 6.4 原材料价格波动风险

公司原材料及零部件的成本可能受到多种因素的影响，如市场供求、供应商变动、替代材料的可获得性、供应商生产状况的变动及自然灾害等。

## 6.5 电动化、数字化发展不及预期风险

公司作为行业电动化和数字化发展的先行者，前期投入较多，且多部门之间协同效应还有待进一步磨合提升。考虑到数字技术更新迭代较快，若公司不能及时跟进最新技术可能将无法巩固竞争优势，不利于公司未来发展。



## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>80822</b>	<b>84371</b>	<b>96323</b>	<b>104670</b>
每股收益	0.50	0.80	1.12	1.33	营业成本	61178	62737	70583	75645
每股净资产	7.65	8.45	9.57	10.89	毛利率%	24.0%	25.6%	26.7%	27.7%
每股经营现金流	0.48	0.73	1.40	1.83	营业税金及附加	368	337	385	419
每股股利	0.16	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	6302	5484	6261	6804
P/E	32.24	20.37	14.55	12.22	营业费用率%	7.9%	6.5%	6.5%	6.5%
P/B	2.12	1.92	1.70	1.49	管理费用	2639	2362	2408	2617
P/S	1.71	1.63	1.43	1.32	管理费用率%	3.3%	2.8%	2.5%	2.5%
EV/EBITDA	21.95	13.70	9.83	7.72	EBIT	3869	8397	11506	13506
股息率%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-294	-168	-202	-293
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-0.4%	-0.2%	-0.2%	-0.3%
毛利率	24.0%	25.6%	26.7%	27.7%	资产减值损失	-104	-100	-100	-100
净利率	5.3%	8.0%	9.8%	10.8%	投资收益	746	844	963	1047
净资产收益率	6.6%	9.4%	11.7%	12.2%	<b>营业利润</b>	<b>4747</b>	<b>8109</b>	<b>11371</b>	<b>13546</b>
资产回报率	2.7%	4.6%	5.4%	6.5%	营业外收支	85	50	50	50
投资回报率	3.7%	7.0%	8.8%	9.4%	<b>利润总额</b>	<b>4832</b>	<b>8159</b>	<b>11421</b>	<b>13596</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	6442	10333	13467	15486
营业收入增长率	-24.4%	4.4%	14.2%	8.7%	所得税	428	1224	1713	2039
EBIT 增长率	-69.1%	117.0%	37.0%	17.4%	有效所得税率%	8.9%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	-64.5%	58.2%	40.0%	19.0%	少数股东损益	132	173	243	289
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>4273</b>	<b>6762</b>	<b>9465</b>	<b>11268</b>
资产负债率	58.4%	50.5%	52.8%	46.0%					
流动比率	1.56	1.89	1.77	2.13	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
速动比率	0.97	1.27	1.11	1.51	货币资金	21343	24695	33867	46777
现金比率	0.32	0.50	0.50	0.85	应收账款及应收票据	25610	21272	21034	19227
<b>经营效率指标</b>					存货	19738	9788	23343	12178
应收账款周转天数	100.50	100.00	80.00	70.00	其它流动资产	39070	37159	40923	39158
存货周转天数	113.10	85.00	85.00	85.00	流动资产合计	105762	92913	119167	117339
总资产周转率	0.54	0.55	0.60	0.60	长期股权投资	2239	2239	2239	2239
固定资产周转率	4.86	4.41	5.33	6.23	固定资产	19636	18645	17470	16148
					在建工程	3971	3177	2541	2033
					无形资产	4438	4488	4538	4588
					非流动资产合计	52993	54414	55811	57188
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>资产总计</b>	<b>158755</b>	<b>147328</b>	<b>174979</b>	<b>174528</b>
净利润	4273	6762	9465	11268	短期借款	4540	4540	4540	4540
少数股东损益	132	173	243	289	应付票据及应付账款	28908	18145	34792	21942
非现金支出	3102	2636	2660	2680	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-1203	-848	-968	-1051	其它流动负债	34182	26583	27879	28722
营运资金变动	-2205	-2560	462	2332	流动负债合计	67630	49268	67211	55204
<b>经营活动现金流</b>	<b>4099</b>	<b>6163</b>	<b>11863</b>	<b>15517</b>	长期借款	21625	21625	21625	21625
资产	-5538	-150	-150	-150	其它长期负债	3491	3491	3491	3491
投资	-524	-3459	-3459	-3459	非流动负债合计	25116	25116	25116	25116
其他	4224	844	963	1047	<b>负债总计</b>	<b>92746</b>	<b>74384</b>	<b>92327</b>	<b>80320</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1838</b>	<b>-2765</b>	<b>-2645</b>	<b>-2562</b>	实收资本	8493	8487	8487	8487
债权募资	7779	0	0	0	归属于母公司所有者权益	64966	71727	81192	92460
股权募资	697	0	0	0	少数股东权益	1043	1216	1459	1748
其他	-3649	-45	-45	-45	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>158755</b>	<b>147328</b>	<b>174979</b>	<b>174528</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>4826</b>	<b>-45</b>	<b>-45</b>	<b>-45</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>7002</b>	<b>3352</b>	<b>9172</b>	<b>12910</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 12 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

# 信息披露

## 分析师声明

赵靖博 机械行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 浙江鼎力,中联重科,捷佳伟创,中兵红箭,北路智控,三一重工,高测股份

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

## 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

## 海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长  
(021)23219403 luying@haitong.com

邓勇 副所长  
(021)23219404 dengyong@haitong.com

荀玉根 副所长  
(021)23219658 xyg6052@haitong.com

涂力磊 所长助理  
(021)23219747 tll5535@haitong.com

余文心 所长助理  
(0755)82780398 ywx9461@haitong.com

### 宏观经济研究团队

梁中华(021)23219820 lzh13508@haitong.com  
应稼娴(021)23219394 yjx12725@haitong.com  
李俊(021)23154149 lj13766@haitong.com  
侯欢(021)23154658 hh13288@haitong.com  
联系人  
李林芷(021)23219674 llz13859@haitong.com  
王宇晴 wyq14704@haitong.com  
贺媛 hy15210@haitong.com

### 金融工程研究团队

冯佳睿(021)23219732 fengjr@haitong.com  
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@haitong.com  
罗蕾(021)23219984 ll9773@haitong.com  
余浩淼(021)23219883 yhm9591@haitong.com  
袁林青(021)23212230 ylq9619@haitong.com  
黄雨薇(021)23185655 hyw13116@haitong.com  
张耿宇(021)23212231 zgy13303@haitong.com  
联系人  
郑玲玲(021)23154170 zll13940@haitong.com  
曹君豪 021-23219745 cjh13945@haitong.com  
卓泚莹 zyx15314@haitong.com

### 金融产品研究团队

倪韵婷(021)23219419 niyt@haitong.com  
唐洋运(021)23185680 tangyy@haitong.com  
徐燕红(021)23219326 xyh10763@haitong.com  
谈鑫(021)23219686 tx10771@haitong.com  
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@haitong.com  
谭实宏(021)23219445 tsh12355@haitong.com  
江涛(021)23219819 jt13892@haitong.com  
张弛(021)23219773 zc13338@haitong.com  
吴其右(021)23185675 wqy12576@haitong.com  
滕颖杰(021)23219433 tyj13580@haitong.com  
联系人  
章画意(021)23154168 zhy13958@haitong.com  
陈林文(021)23219068 clw14331@haitong.com  
魏玮(021)23219645 ww14694@haitong.com  
舒子宸 szc14816@haitong.com

### 固定收益研究团队

姜珺珊(021)23154121 jps10296@haitong.com  
王巧喆(021)23154142 wqz12709@haitong.com  
孙丽萍(021)23154124 slp13219@haitong.com  
张紫睿 021-23154484 zZR13186@haitong.com  
联系人  
王冠军(021)23154116 wgj13735@haitong.com  
方欣来 021-23219635 fxl13957@haitong.com  
藏多(021)23212041 zd14683@haitong.com

### 策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@haitong.com  
高上(021)23154132 gs10373@haitong.com  
郑子勋(021)23219733 zzx12149@haitong.com  
吴信坤 021-23154147 wxk12750@haitong.com  
杨锦(021)23185661 yj13712@haitong.com  
余培仪(021)23185663 ypy13768@haitong.com  
联系人  
王正鹤(021)23219812 wzh13978@haitong.com  
刘颖(021)23214131 ly14721@haitong.com  
陈菲 cf15315@haitong.com

### 中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@haitong.com  
潘莹练(021)23154122 pyl10297@haitong.com  
王园沁 02123154123 wyq12745@haitong.com

### 政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@haitong.com  
吴一萍(021)23219387 wuyiping@haitong.com  
朱蕾(021)23219946 zl8316@haitong.com  
周洪荣(021)23219953 zhr8381@haitong.com  
李姝醒 02163411361 lsx11330@haitong.com  
联系人  
纪尧 jy14213@haitong.com

### 石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@haitong.com  
朱军军(021)23154143 zjj10419@haitong.com  
胡歆(021)23154505 hx11853@haitong.com  
联系人  
张海榕(021)23219635 zhr14674@haitong.com

### 医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@haitong.com  
郑琴(021)23219808 zq6670@haitong.com  
贺文斌(010)68067998 hwb10850@haitong.com  
朱赵明(021)23154120 zzm12569@haitong.com  
梁广楷(010)56760096 lgk12371@haitong.com  
孟陆 86 10 56760096 ml13172@haitong.com  
周航(021)23219671 zh13348@haitong.com  
联系人  
彭婷(010)68067998 pp13606@haitong.com  
肖治健(021)23219164 xzj14562@haitong.com  
张澄(010)56760096 zc15254@haitong.com

### 汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@haitong.com  
房乔华 021-23219807 fqh12888@haitong.com  
张觉尹 021-23185705 zjy15229@haitong.com  
刘一鸣(021)23154145 lym15114@haitong.com

### 公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@haitong.com  
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@haitong.com  
联系人  
余玖翰(021)23154141 ywh14040@haitong.com  
阎石 ys14098@haitong.com

### 批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com  
李宏科(021)23154125 lhk11523@haitong.com  
高瑜(021)23219415 gy12362@haitong.com  
曹蕾娜 cln13796@haitong.com  
联系人  
张冰清 021-23154126 zbq14692@haitong.com  
李艺冰 lyb15410@haitong.com

### 互联网及传媒

毛云聪(010)58067907 myc11153@haitong.com  
陈星光(021)23219104 cxg11774@haitong.com  
孙小雯(021)23154120 sxw10268@haitong.com  
康百川(021)23212208 kbc13683@haitong.com  
联系人  
崔冰睿(021)23219774 cbr14043@haitong.com

### 有色金属行业

陈先龙 02123219406 cxl15082@haitong.com  
陈晓航(021)23154392 cxh11840@haitong.com  
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@haitong.com  
联系人  
张恒浩(021)23219383 zhh14696@haitong.com

### 房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@haitong.com  
谢盐(021)23219436 xiey@haitong.com  
联系人  
曾佳敏(021)23154399 zjm14937@haitong.com

<b>电子行业</b> 张晓飞 zxf15282@haitong.com 李 轩(021)23154652 lx12671@haitong.com 肖隽翀(021)23154139 xjc12802@haitong.com 华晋书 02123185608 hjs14155@haitong.com 薛逸民(021)23219963 xym13863@haitong.com 联系人 文 灿(021)23154401 wc13799@haitong.com 酆奕滢 lyy15347@haitong.com 张 幸 zx15429@haitong.com	<b>煤炭行业</b> 李 淼(010)58067998 lm10779@haitong.com 王 涛(021)23219760 wt12363@haitong.com 联系人 朱 彤(021)23212208 zt14684@haitong.com	<b>电力设备及新能源行业</b> 吴 杰(021)23154113 wj10521@haitong.com 房 青(021)23219692 fangq@haitong.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@haitong.com 马天一 02123219171 mty15264@haitong.com 联系人 姚望洲(021)23154184 ywz13822@haitong.com 马菁菁 mj14734@haitong.com 吴志鹏 wzp15273@haitong.com
<b>基础化工行业</b> 刘 威(0755)82764281 lw10053@haitong.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@haitong.com 孙维容(021)23219431 swr12178@haitong.com 李 智(021)23219392 lz11785@haitong.com 李 博 lb14830@haitong.com	<b>计算机行业</b> 郑宏达(021)23219392 zhd10834@haitong.com 杨 林(021)23154174 yl11036@haitong.com 于成龙(021)23154174 ycl12224@haitong.com 洪 琳(021)23154137 hl11570@haitong.com 联系人 杨 蒙(0755)23617756 ym13254@haitong.com 夏思寒 xsh15310@haitong.com 杨昊翔(021)23185620 yhy15080@haitong.com	<b>通信行业</b> 余伟民(010)50949926 ywm11574@haitong.com 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@haitong.com 联系人 夏 凡(021)23154128 xf13728@haitong.com 徐 卓 xz14706@haitong.com
<b>非银行金融行业</b> 孙 婷(010)50949926 st9998@haitong.com 何 婷(021)23219634 ht10515@haitong.com 任广博(010)56760090 rgb12695@haitong.com 联系人 曹 锐 010-56760090 ck14023@haitong.com 肖 尧(021)23154171 xy14794@haitong.com	<b>交通运输行业</b> 虞 楠(021)23219382 yun@haitong.com 陈 宇(021)23219442 cy13115@haitong.com 罗月江(010)56760091 lyj12399@haitong.com	<b>纺织服装行业</b> 梁 希(021)23219407 lx11040@haitong.com 盛 开(021)23154510 sk11787@haitong.com 联系人 王天璐(021)23219405 wtl14693@haitong.com
<b>建筑建材行业</b> 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@haitong.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@haitong.com 申 浩(021)23154114 sh12219@haitong.com	<b>机械行业</b> 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@haitong.com 赵靖博(021)23154119 zjb13572@haitong.com 联系人 刘绮雯(021)23154659 lqw14384@haitong.com	<b>钢铁行业</b> 刘彦奇(021)23219391 liuyq@haitong.com
<b>建筑工程行业</b> 张欣劼 18515295560 zxj12156@haitong.com 联系人 曹有成 18901961523 cyc13555@haitong.com 郭好格 13718567611 ghg14711@haitong.com	<b>农林牧渔行业</b> 李 淼(010)58067998 lm10779@haitong.com 巩 健(021)23219402 gj15051@haitong.com 冯 鹤 fh15342@htesc.com	<b>食品饮料行业</b> 颜慧菁 yhj12866@haitong.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@haitong.com 程碧升(021)23154171 cbs10969@haitong.com 联系人 张嘉颖(021)23154019 zjy14705@haitong.com
<b>军工行业</b> 张恒晖 zhx10170@haitong.com 联系人 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@haitong.com 胡舜杰(021)23154483 hsj14606@haitong.com	<b>银行行业</b> 林加力(021)23154395 lj12245@haitong.com 联系人 董栋梁(021) 23219356 ddl13206@haitong.com 徐凝碧(021)23154134 xnb14607@haitong.com	<b>社会服务行业</b> 汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com 许樱之(755)82900465 xyz11630@haitong.com 联系人 毛弘毅(021)23219583 mhy13205@haitong.com 王祎婕(021)23219768 wj13985@haitong.com
<b>家电行业</b> 陈子仪(021)23219244 chenzy@haitong.com 李 阳(021)23154382 ly11194@haitong.com 刘 璐(021)23214390 ll11838@haitong.com 联系人 吕浦源 lpy15307@haitong.com	<b>造纸轻工行业</b> 郭庆龙 gq13820@haitong.com 吕科佳 lkj14091@haitong.com 高翩然 gpr14257@haitong.com 王文杰 wwj14034@haitong.com	<b>环保行业</b> 戴元灿(021)23154146 dyc10422@haitong.com 联系人 杨寅琛 yyc15266@haitong.com

## 研究所销售团队

## 深广地区销售团队

伏财勇(0755)23607963 fcy7498@haitong.com  
蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@haitong.com  
辜丽娟(0755)83253022 gulj@haitong.com  
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@haitong.com  
饶伟(0755)82775282 rw10588@haitong.com  
欧阳梦楚(0755)23617160  
oymc11039@haitong.com  
巩柏含 gbh11537@haitong.com  
张馨尹 0755-25597716 zxy14341@haitong.com

## 上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@haitong.com  
黄诚(021)23219397 hc10482@haitong.com  
季唯佳(021)23219384 jiwj@haitong.com  
黄毓(021)23219410 huangyu@haitong.com  
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@haitong.com  
马晓男 mxn11376@haitong.com  
邵亚杰 23214650 syj12493@haitong.com  
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@haitong.com  
毛文英(021)23219373 mwy10474@haitong.com  
谭德康 tdk13548@haitong.com  
王祎宁(021)23219281 wyn14183@haitong.com  
张歆钰 zxy14733@haitong.com  
周之斌 zzb14815@haitong.com

## 北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@haitong.com  
董晓梅 dxm10457@haitong.com  
郭楠 010-5806 7936 gn12384@haitong.com  
张丽莹(010)58067931 zlx11191@haitong.com  
郭金焱(010)58067851 gjy12727@haitong.com  
张钧博 zjb13446@haitong.com  
高瑞 gr13547@haitong.com  
上官灵芝 sglz14039@haitong.com  
姚坦 yt14718@haitong.com

## 海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼  
电话: (021) 23219000  
传真: (021) 23219392  
网址: www.htsec.com