

# 中联重科 (000157)

## 2023 年三季报点评：出口翻倍增长，盈利能力大幅提升

买入（维持）

2023 年 10 月 31 日

证券分析师 周尔双

执业证书：S0600515110002  
021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 罗悦

执业证书：S0600522090004  
luoyue@dwzq.com.cn

研究助理 韦译捷

执业证书：S0600122080061  
weiyj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	41,631	47,609	55,059	63,814
同比	-38%	14%	16%	16%
归属母公司净利润（百万元）	2,306	3,513	4,495	5,657
同比	-63%	52%	28%	26%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.27	0.40	0.52	0.65
P/E（现价&最新股本摊薄）	23.29	15.29	11.95	9.50

关键词：#出口导向

事件：公司披露 2023 年三季报。

投资要点

### ■ Q3 归母净利润同比+80%，受益于出口高速增长

2023 年前三季度公司实现营业总收入 355 亿元，同比增长 16%，归母净利润 29 亿元，同比增长 32%。单 Q3 公司实现营业总收入 114 亿元，同比增长 22%，归母净利润 8.1 亿元，同比增长 80%。公司业绩增长亮眼，相对工程机械行业具备明显阿尔法，主要受益（1）出口高速增长：2023 年前三季度公司境外收入 130 亿元，同比增长 101%，其中出口收入 115 亿元，同比增长 128%；境内收入 225 亿元，同比下降 7%，降幅缩窄。单 Q3 公司境内收入 68 亿元，同比增长 1%转正；境外收入 47 亿元，同比增长 78%，其中出口收入 44 亿元，同比增长 104%。（2）挖机、高机等新兴板块放量，优化业务结构，且规模效应释放。前三季度公司土方机械收入增速超 100%，份额大幅提升，中大挖战略成效显著；高机收入增速超过 40%，土方、高机收入占比同比合计提升 8pct。

### ■ 盈利能力大幅提升，受益产品结构优化、规模效应释放

2023 年前三季度公司销售毛利率 27.8%，同比提升 6.8pct，销售净利率 8.6%，同比提升 1.4pct。单 Q3 公司销售毛利率 27.5%，同比提升 6.1pct，环比下降 1.6pct，销售净利率 7.4%，同比提升 2.5pct，环比下降 2.6pct。公司前三季度盈利能力提升明显，主要系海外收入占比提升，叠加智能工厂规模效应释放，实现降本增效。2023 年前三季度期间费用率 17.63%，同比提升 3.81pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.24%/3.57%/7.23%/-0.41%，同比分别变动 +1.09/-0.05/+1.39/+1.38pct，费用率提升主要系海外销售渠道建设推进、研发投入持续增长，和汇兑净损益减少。随着公司国际化加速，海外收入占比提升，挖机、高机等新兴板块放量，规模效应继续释放，公司利润中枢有望持续上移。

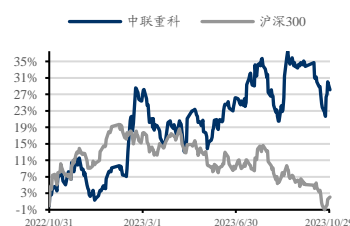
### ■ 业务布局多板块驱动增长，新一期持股计划彰显信心

看好公司业绩稳健增长，利润弹性更大：（1）公司智能制造产业集群预计年底完工，产能将陆续落地。智能制造覆盖整机及零部件，有望助力公司生产降本增效，规模效应显现。（2）国内周期温和修复，海外份额提升驱动成长。公司高机板块有望受益国内城中村政策拉动基建需求，同时传统优势产品和土方机械海外市占率有望持续提升。（3）持股计划彰显成长信心：2023 年 8 月 31 日，公司发布第二期核心管理层持股计划，拟使用先前回购的占总股本的 4.89% 的股份用于新一期员工持股计划。计划覆盖公司管理层和核心员工不超 1500 人，业绩考核条件为 2023/2024/2025 年归母净利润同比增速不低于 40%/14%/30%，且当年净利润不低于对标公司净利润 75 分位水平。员工持股计划彰显公司成长信心，且将进一步激发员工积极性和凝聚力。

■ 盈利预测与投资评级：我们维持 2023-2025 年归母净利润预测 35/45/57 亿元，当前市值对应 PE 为 15/12/10 倍，维持“买入”评级。

■ 风险提示：地缘政治冲突，基建项目落地不及预期，原材料价格波动等。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	6.56
一年最低/最高价	5.31/7.12
市净率(倍)	1.05
流通 A 股市值(百万元)	46,353.57
总市值(百万元)	56,927.63

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	6.24
资产负债率(%，LF)	58.44
总股本(百万股)	8,677.99
流通 A 股(百万股)	7,066.09

### 相关研究

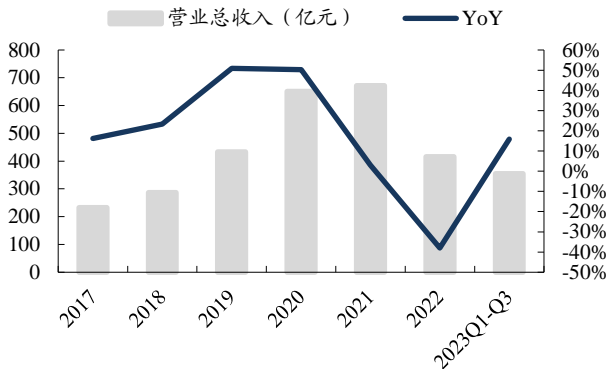
《中联重科(000157)：2023 年中报点评：业绩略超预期，海外市场翻倍增长》

2023-08-31

《中联重科(000157)：拟分拆中联高机重组上市，彰显加速发展决心》

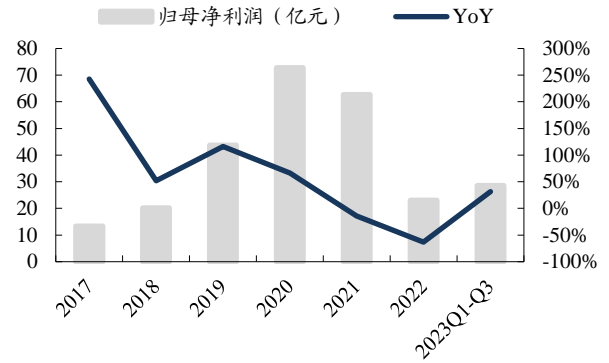
2023-07-12

图1: 2023 年前三季度公司实现营业总收入 355 亿元, 同比增长 16%



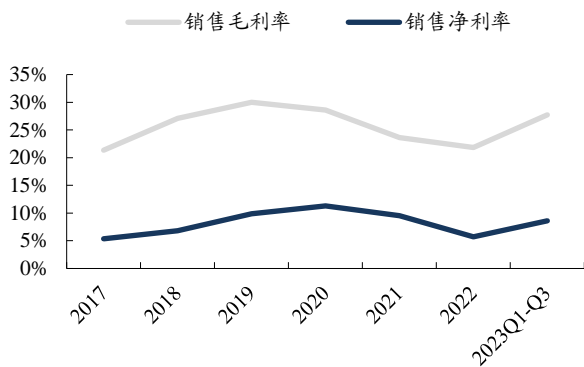
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2023 年前三季度公司实现归母净利润 29 亿元, 同比增长 32%



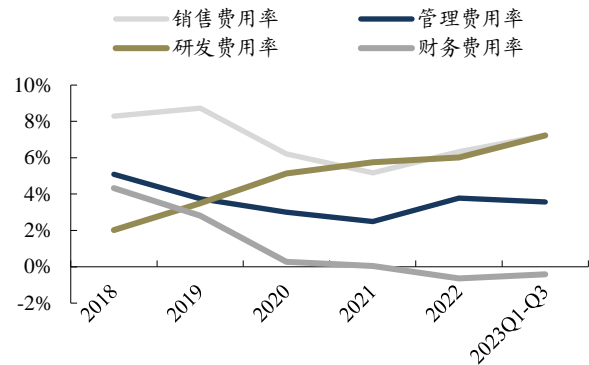
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2023 年前三季度公司销售毛利率/净利率为 27.8%/8.6%, 同比提升 6.8/1.4pct



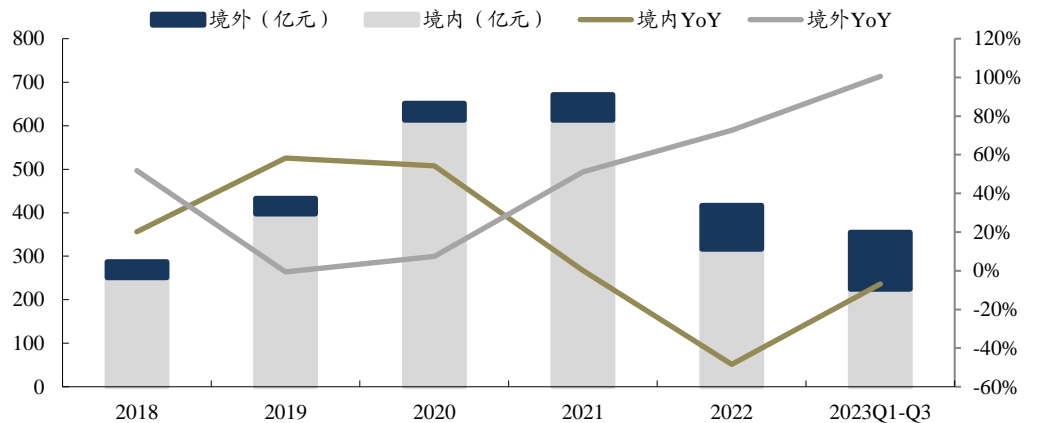
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2023 年前三季度公司期间费用率为 17.63%, 同比提升 3.81pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2023 年前三季度公司境内/境外收入分别为 225/130 亿元, 同比变动-7%/+101%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

中联重科三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>73,586</b>	<b>55,763</b>	<b>69,377</b>	<b>70,850</b>	<b>营业总收入</b>	<b>41,631</b>	<b>47,609</b>	<b>55,059</b>	<b>63,814</b>
货币资金及交易性金融资产	19,509	11,119	5,824	11,565	营业成本(含金融类)	32,543	34,469	39,597	45,619
经营性应收款项	31,786	25,916	37,354	35,964	税金及附加	289	302	350	405
存货	14,203	10,691	17,907	15,040	销售费用	2,635	3,571	3,854	4,148
合同资产	2	0	0	0	管理费用	1,574	1,904	2,092	2,233
其他流动资产	8,085	8,038	8,292	8,281	研发费用	2,507	3,571	4,129	4,786
<b>非流动资产</b>	<b>49,967</b>	<b>51,468</b>	<b>53,144</b>	<b>54,912</b>	财务费用	(265)	48	440	638
长期股权投资	4,476	4,771	5,100	5,496	加:其他收益	783	739	813	732
固定资产及使用权资产	10,961	13,144	14,291	15,147	投资净收益	309	474	551	638
在建工程	3,373	1,827	1,398	1,279	公允价值变动	(11)	188	207	227
无形资产	5,326	5,959	6,665	7,383	减值损失	(1,035)	(1,226)	(1,151)	(1,262)
商誉	2,598	2,533	2,458	2,374	资产处置收益	(8)	134	166	185
长期待摊费用	16	16	16	16	<b>营业利润</b>	<b>2,386</b>	<b>4,054</b>	<b>5,181</b>	<b>6,505</b>
其他非流动资产	23,217	23,217	23,217	23,217	营业外净收支	84	58	71	90
<b>资产总计</b>	<b>123,553</b>	<b>107,231</b>	<b>122,521</b>	<b>125,762</b>	<b>利润总额</b>	<b>2,471</b>	<b>4,113</b>	<b>5,252</b>	<b>6,595</b>
<b>流动负债</b>	<b>48,391</b>	<b>29,574</b>	<b>40,279</b>	<b>37,736</b>	减:所得税	86	533	667	811
短期借款及一年内到期的非流动负债	11,191	7,878	7,878	7,878	<b>净利润</b>	<b>2,385</b>	<b>3,580</b>	<b>4,585</b>	<b>5,784</b>
经营性应付款项	21,234	7,798	16,400	11,478	减:少数股东损益	79	67	90	127
合同负债	1,892	1,723	1,980	2,281	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,306</b>	<b>3,513</b>	<b>4,495</b>	<b>5,657</b>
其他流动负债	14,074	12,174	14,020	16,099	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.27	0.40	0.52	0.65
非流动负债	18,186	18,186	18,186	18,186	EBIT	1,830	5,044	6,175	7,660
长期借款	10,937	10,937	10,937	10,937	EBITDA	2,991	6,346	7,472	8,966
应付债券	25	25	25	25	毛利率(%)	21.83	27.60	28.08	28.51
租赁负债	355	355	355	355	归母净利率(%)	5.54	7.38	8.16	8.86
其他非流动负债	6,869	6,869	6,869	6,869	收入增长率(%)	(37.98)	14.36	15.65	15.90
<b>负债合计</b>	<b>66,578</b>	<b>47,760</b>	<b>58,465</b>	<b>55,922</b>	归母净利润增长率(%)	(63.22)	52.35	27.95	25.84
归属母公司股东权益	54,741	57,170	61,665	67,322					
少数股东权益	2,234	2,301	2,391	2,518					
<b>所有者权益合计</b>	<b>56,975</b>	<b>59,471</b>	<b>64,056</b>	<b>69,840</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>123,553</b>	<b>107,231</b>	<b>122,521</b>	<b>125,762</b>					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2,425	(1,186)	(2,569)	8,419	每股净资产(元)	6.31	6.59	7.11	7.76
投资活动现金流	567	(1,941)	(1,975)	(1,928)	最新发行在外股份(百万股)	8,678	8,678	8,678	8,678
筹资活动现金流	(2,494)	(5,263)	(750)	(750)	ROIC(%)	2.25	5.55	6.66	7.80
现金净增加额	601	(8,391)	(5,294)	5,740	ROE-摊薄(%)	4.21	6.15	7.29	8.40
折旧和摊销	1,161	1,302	1,298	1,307	资产负债率(%)	53.89	44.54	47.72	44.47
资本开支	(1,441)	(2,308)	(2,404)	(2,397)	P/E(现价&最新股本摊薄)	23.29	15.29	11.95	9.50
营运资本变动	(2,497)	(7,306)	(9,359)	456	P/B(现价)	0.98	0.94	0.87	0.80

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>