

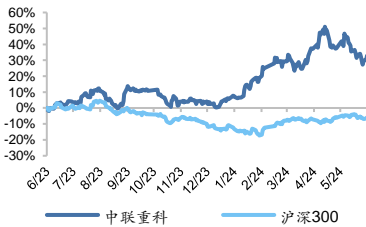
国际化成果显著，新兴业务高速发展

投资评级：买入（首次）

报告日期：2024-06-07

收盘价（元）	7.99
近12个月最高/最低（元）	9.53/6.03
总股本（百万股）	86.78
流通股本（百万股）	70.71
流通股比例（%）	81.48
总市值（亿元）	693.37
流通市值（亿元）	564.93

公司价格与沪深300走势比较



分析师：张帆

执业证书号：S0010522070003

邮箱：zhangfan@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 重要事件

公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报：2023 年公司实现营收 470.75 亿元，同比+13.08%；归母净利润 35.06 亿元，同比+52.04%；扣非后归母净利润 27.08 亿元，同比+109.51%；加权平均净资产收益率 6.41%，同比+2.28pct。公司拟 10 股派发现金红利 3.20 元（含税）。2024 年第一季度公司实现营收 117.73 亿元，同比+12.93%；归母净利润 9.16 亿元，同比+13.06%；加权平均净资产收益率 1.62%，同比+0.14pct。

● 2024 年行业内需筑底企稳，公司作为国内优质整机厂率先受益

行业端来看，工程机械行业自 2021 年进入了本轮下行周期。综合宏观层面的基建、地产以及行业中观层面的设备更新与环保排放，我们认为 2024 年工程机械行业有望企稳回升。

公司成立于 1992 年，深耕工程机械行业多年，通过多次收购不仅拓宽了产品链矩阵并完善了业务产业链条，还整合了海外行业优质资源。目前公司的主打产品包括混凝土机械、起重机械、土石方施工机械、高空作业机械、矿山机械、桩工机械、农业机械、消防机械、叉车等。同时，公司重视股东回报，维持高分红政策。我们认为，在行业需求好转时，中联重科作为国内优质领先整机厂，有望率先受益。

● 国际化+新兴业务+内部提质增效，盈利能力显著提升

公司深耕行业多年，具备穿越周期的强竞争力，阿尔法属性持续凸显。向未来看，公司仍具备高成长性，主要系：1) 持续国际化。自 2001 年开始，公司就迈出了国际化步伐，通过并购、海外建厂、成立海外子公司等方面加速全球布局。公司以直接触达市场和用户为出发点，在行业内率先进行颠覆式创新，构建起独特的基于“端对端、数字化、本土化”的全球直销业务体系，在助力公司业务高速增长的同时，还强有力支撑了其全球范围内的端对端风险管控。截至 2023 年底，公司在全球范围内有 30 余个一级业务航空港，350 多个二级网点，产品覆盖超 140 个国家和地区。公司海外业务持续突破新高，2023 年公司海外收入同比增长超过 79.2%。

2) 新兴业务高速发展，土方+高空+农机+矿机持续突破。其中，土方机械发力中大挖产品型号并加速完善电动产品系列，中大挖市占率已进入国产品牌前三；高空作业机械国内市场中小客户市场占有率位居第一、出口金额位居中国品牌第二；农业机械不断提升资源投入，聚焦拖拉机和主粮收获机械，已实现主销机型的全覆盖；矿机专注露天矿山市场，正加快市场拓展与团队建设，下线自主研发的首台百吨级全国产化电传动矿用自卸车，正式进入高端市场。3) 加快数字化转型，内部提质增效。公司通过应用物联网、5G、云计算、大数据、人工智能等核心技术赋能业务开展，加速构建数字系统建设，公司在数字化转型上的研发投入已超过 50 亿元人民币，自主孵化了国家级工业互联网平台中科云谷，打通了研发、生产、供应链、营销、服务、业财、管理、产业链上下游等环节，已做到企业全流程的数字化管控，赋能降本增效。

● 投资建议

我们看好中联重科各类产品在国内及海外市场的持续发展，预计公司 2024-2026 年分别实现收入 566.34/666.96/777.85 亿元，同比增长 20.3%/17.8%/16.6%；实现归母净利润 42.86/53.79/68.91 亿元，同比增长 22.3%/25.5%/28.1%；2024-2026 年对应的 EPS 为 0.49/0.62/0.79 元。公司当前股价对应的 PE 为 16/13/10 倍。首次覆盖，给予“买入”评

级。

● **风险提示**

1) 国内行业需求不及预期；2) 海外市场拓展不及预期；3) 应收账款回收风险，变成坏账准备；4) 行业竞争加剧。

重要财务指标		单位: 百万元			
主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业收入	47,075	56,634	66,696	77,785	
收入同比 (%)	13.1%	20.3%	17.8%	16.6%	
归属母公司净利润	3,506	4,286	5,379	6,891	
净利润同比 (%)	52.0%	22.3%	25.5%	28.1%	
毛利率 (%)	27.5%	28.1%	28.6%	29.0%	
ROE (%)	6.3%	7.4%	8.8%	10.6%	
每股收益 (元)	0.40	0.49	0.62	0.79	
P/E	19.78	16.18	12.89	10.06	
P/B	1.23	1.17	1.11	1.03	
EV/EBITDA	17.44	16.04	13.32	11.08	

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 公司财务情况：盈利大幅增长，海外和新兴业务持续发力	5
2 国内优质整机厂，外延并购整合优质资产	7
2.1 混合所有制典范企业，持续高分红	7
2.2 外延内生同步发展，多品类业务助力高成长	8
3 国际化+新兴业务+内部提质增效，多方面构筑强竞争力	11
3.1 持续耕耘海外市场，业务实现跨越式发展	11
3.2 传统业务市场地位稳固，新兴业务打造新增长点	12
3.3 加速推进数字化转型，内部聚焦提质增效	13
4 投资建议	15
4.1 基本假设与营业收入预测	15
4.2 估值和投资建议	16
风险提示	17

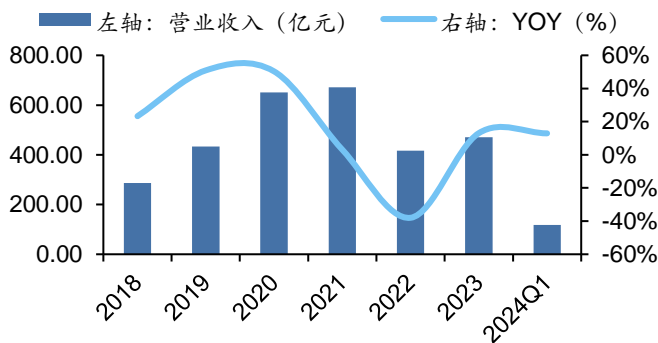
图表目录

图表 1 中联重科近年营运表现.....	5
图表 2 中联重科近年盈利表现.....	5
图表 3 公司近年各项费用率情况.....	5
图表 4 公司近年研发费用及研发费用率情况.....	5
图表 5 公司近年来利润率情况.....	6
图表 6 公司近年来国内外市场营收占比情况.....	6
图表 7 公司近年来国内外毛利率情况.....	6
图表 8 中联重科发展历程.....	7
图表 9 中联重科股权结构.....	8
图表 10 中联重科并购事件梳理.....	9
图表 11 中联重科主要产品系列.....	9
图表 12 中联重科产品线重点事件梳理.....	10
图表 13 中联重科近年各项业务毛利率.....	10
图表 14 中联重科海外布局.....	11
图表 15 公司近年来国外营收情况.....	11
图表 16 我国近年来起重机销量.....	12
图表 17 我国近年来房屋新开工面积（万平方米）.....	12
图表 18 公司近年各业务营收占比情况.....	13
图表 19 中科云谷智慧服务平台.....	13
图表 20 公司营业收入预测.....	16

1 公司财务情况：盈利大幅增长，海外和新兴业务持续发力

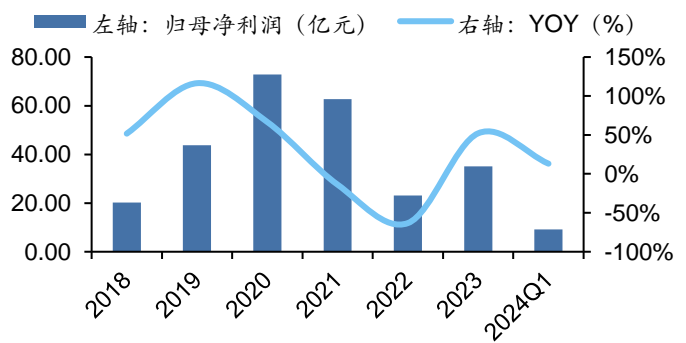
工程机械行业下行周期有望见底，产业多元化和海外拓展带动公司盈利能力回升。近年来，公司营收及归母净利润受国内行业周期性下行影响，总体呈下滑趋势。但受益于公司自身的强竞争力、产业多元化以及海外业务的加速发展，公司于2023年营收及归母净利润均有所上升，其中归母净利润达到了35.06亿，同比增长高达52.04%。2024年Q1公司实现营收117.73亿元，同比增长12.93%；实现归母净利润9.16亿元，同比增长13.06%。

图表1 中联重科近年营运表现



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

图表2 中联重科近年盈利表现

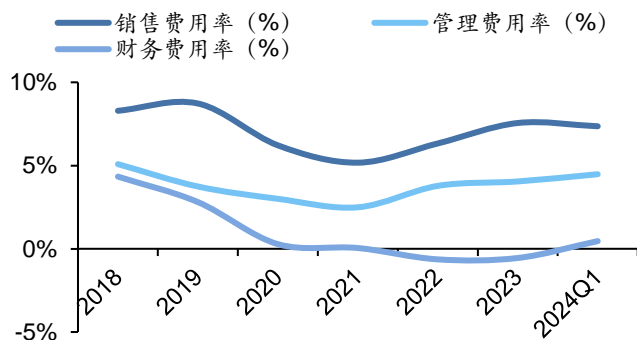


资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

加大全球布局，销售及管理费用有所提升。期间费用方面，公司的销售费用率，管理费用率和财务费用率总体维持在较为稳定的区间，体现公司优秀的费用管控能力。目前公司已形成覆盖全球的销售、服务网络，2023年公司持续在全球范围内整合优质资源，发力海外市场，销售费用及管理费用均有所提升。2023年公司销售、管理及财务费用率分别为7.56%/4.04%/-0.55%，期间费用率合计11.05%。2024年Q1期间费用率合计12.29%。

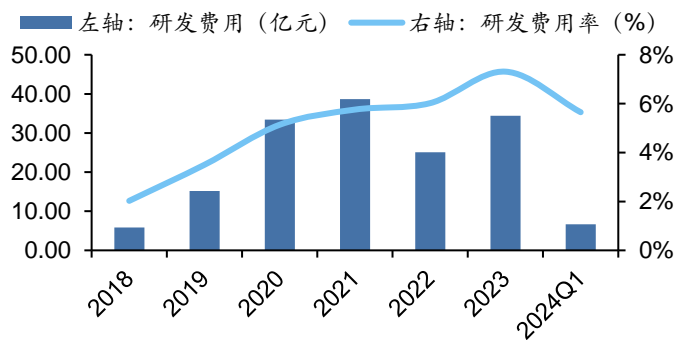
高度重视自主研发，高强度的研发投入取得显著实质成果，土方、高机等新兴产业增长迅速。从研发费用来看，公司近年来持续投入研发与技术创新，包括关键零部件研发、新能源产品研发等，研发费用由2018年的5.81亿提升至2023年的34.41亿，年复合增长率达到了42%。从研发费用率来看，公司研发费用率持续上升，由2018年的2.02%提升到2023年的7.31%。2024年Q1研发费用率为5.65%。

图表3 公司近年各项费用率情况



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

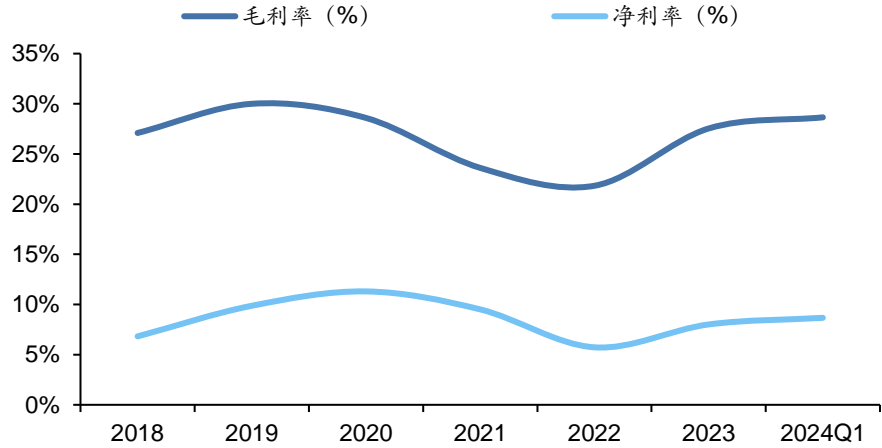
图表4 公司近年研发费用及研发费用率情况



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

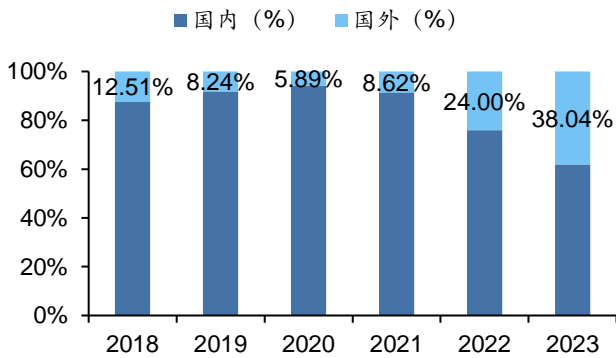
海外市场加速拓展，带动公司整体盈利水平提升。从公司利润率水平来看，2020-2022 年行业整体下行期，需求下滑，受价格战等竞争影响，公司利润率水平有所下滑，但 2023 年公司毛利率和净利率分别达到了 27.51%/8.01%，接近 2020 年的公司水平。主要系近两年来公司海外市场步入收获期，海外营收占比从 2022 年的 24% 提升至 2023 年的 38.04%，而海外市场的毛利率水平也提升较快，2023 年高达 32.23%，远高于同期国内的 24.66%，因此带动公司整体毛利率水平提升。2024 年 Q1 公司毛利率和净利率维持高位，分别为 28.65% 和 8.67%。

图表 5 公司近年来利润率情况



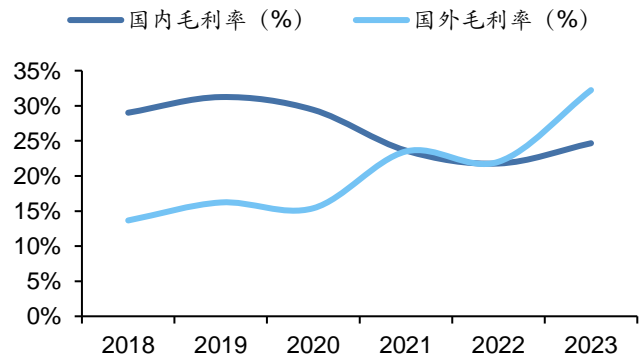
资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

图表 6 公司近年来国内外市场营收占比情况



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

图表 7 公司近年来国内外毛利率情况



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

2 国内优质整机厂，外延并购整合优质资产

2.1 混合所有制典范企业，持续高分红

深耕行业多年，是业内首家 A+H 股上市公司，专注高端技术装备及新型建筑材料研发。公司 1992 年成立于湖南长沙，经过多年发展现已成为我国工程机械行业领军企业。根据发展战略，公司的发展历程可分为四个阶段：

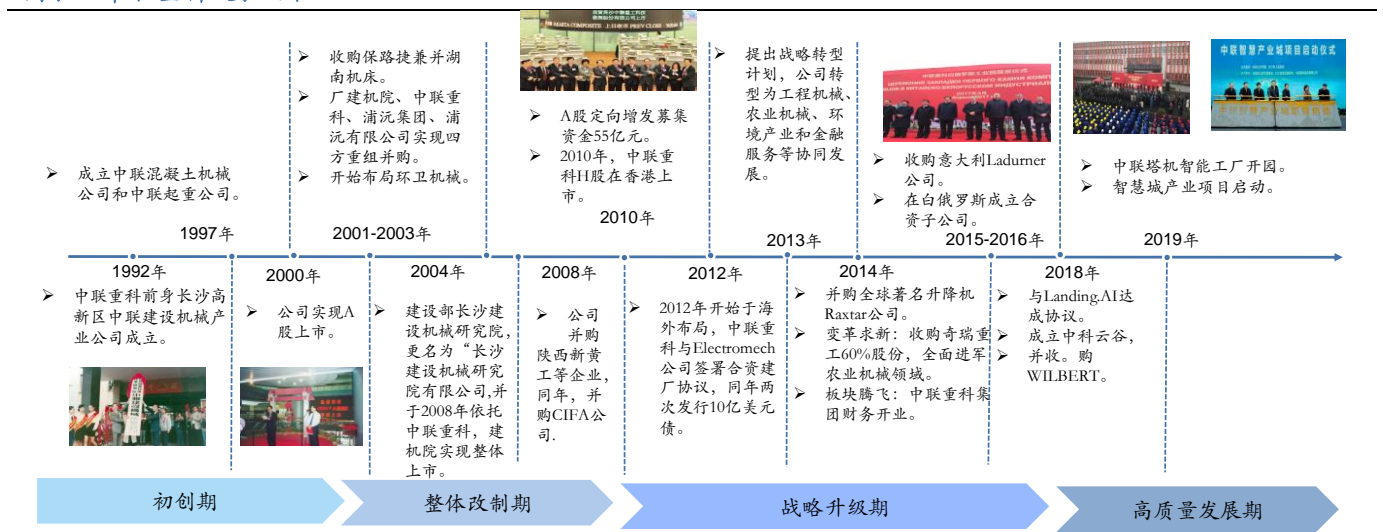
1) **初创期 (1992 年-2000 年)**：1992 年公司成立，1993 年正式下线了第一台 HBT40 混凝土输送泵。1997 年公司成立混凝土机械公司和起重公司，并于 2000 年在深交所上市。

2) **整体改制期 (2000 年-2008 年)**：公司从上市后开始了改制工作。2000 年，建机院作为部属 134 个科研机构之一改制为企业。2003 年，建机院、中联重科、浦沅集团、浦沅有限公司实现四方重组并购。次年，建设部长沙建设机械研究院完成企业名称更名为“长沙建设机械研究院有限公司”并于 2008 年依托中联重科，建机院实现整体上市。2008 年，中联重科发起了一系列重组并购，先后收购陕西新黄工、湖南汽车车桥厂等。同年中联重科正式并购全球混凝土设备领先企业 CIFA 公司。

3) **战略升级期 (2008 年-2018 年)**：为实现战略升级，2010 年公司 A 股定向增发募集资金 55 亿元。同年 12 月在港股上市，成为业内首家 A+H 股上市公司。2012 年公司开始于海外建厂，并同年发行海外债，次年公司提出战略转型计划，从重点发展工程机械，转型为工程机械、农业机械、环境产业和金融服务等协同发展。2014 年并购全球著名升降机企业荷兰 Raxtar 公司、收购奇瑞重工 60% 股份，全面进军农业机械领域。2015 年-2016 年收购意大利 Ladurner 公司，在白俄罗斯成立合资子公司。

4) **高质量发展期 (2018 年-至今)**：公司开始智能制造升级，实现高质量发展。2018 年以后，公司进行一系列提“智”措施：与 Landing.AI 签署战略合作协议、成立中科云谷、宣布收购全球塔机领先制造商德国 WILBERT。2019 年在湖南常德建立全球大塔机智能工厂——中联重科塔机智能工厂。并启动智慧城产业项目。经过多年的发展，中联重科智能发展已步入新的台阶，并向更高高度迈进。

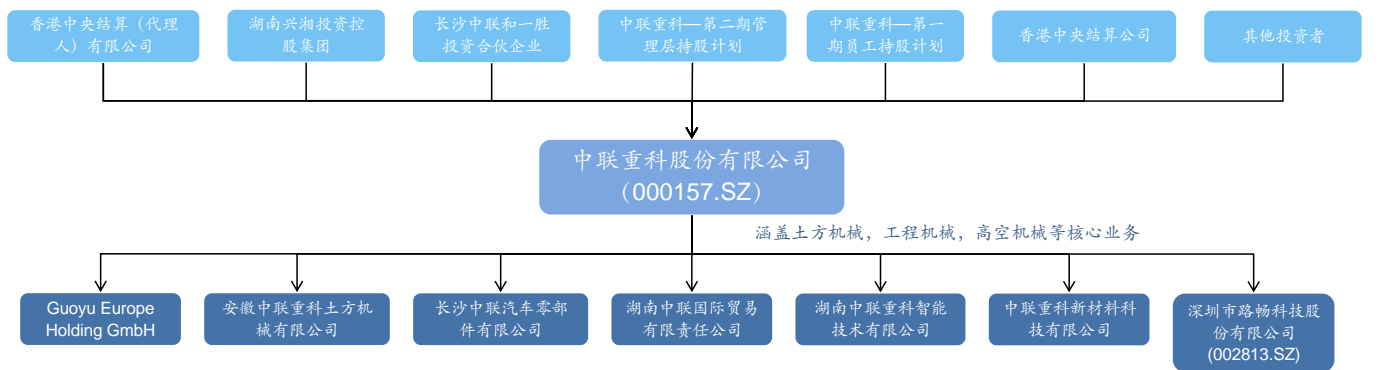
图表 8 中联重科发展历程



资料来源：公司官网，华安证券研究所整理

公司股权结构分散，无实际控制人。中联重科经历了股份制改革、整体上市和国际化发展，股权结构逐渐分散，管理层和员工持股比例增加。这种多元化的股权结构有助于发挥各方优势，推动公司高质量可持续增长。此外，公司通过股权激励计划和利润分享机制激发管理层和员工的活力，深化业务管理，提升市场竞争优势，实现业务高效、透明和可控运行。作为国企混改样本企业，中联重科持续进行员工激励。公司通过股份制改造实现A股上市、母公司改制实现整体上市、H股上市实现资本国际化，形成了混合所有制产权结构。公司还发布了股权激励计划和核心经营管理层持股方案，回购股票奖励员工，增强凝聚力。

图表 9 中联重科股权结构



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

高分红回报股东，实现质量回报双收。公司一贯重视股东回报，自公司 2000 年上市以来，每年均实施现金分红。截至 2023 年 12 月 31 日，累计现金分红 235 亿元。根据公司 2023 年年报，2023 年利润分配预案为向全体股东每 10 股派发现金红利人民币 3.20 元（含税）。**公司统筹发展、业绩增长与股东回报的动态平衡，致力于实现“长期、稳定、可持续”的股东价值回报机制。**

2.2 外延内生同步发展，多品类业务助力高成长

外延并购整合优质资产，完善产业链布局以强化竞争力。自 2002 年以来，公司通过多次收购不仅拓宽了产品链矩阵并完善了业务产业链条，还整合了海外行业优质资源，推动公司在欧美市场的战略布局，实现了向全球快速扩张。

图表 10 中联重科并购事件梳理

时间	并购事件	对经营情况影响
2002年	收购湖南机床厂	1、扩大公司现有产品的生产规模； 2、拓宽公司产品体系：培育双金属带锯条产品。
2003年	收购长沙高新技术产业开发区中标实业有限公司全部经营性资产和相关的负债	1、完善工程机械产业链条：迅速进入环卫、环保机械设备领域； 2、整合资源，降低成本，增加利润。
2003年	收购湖南浦沅工程机械有限责任公司相关经营性资产及负债	完善工程机械产业链条：打造国内最大的汽车起重机生产制造基地。
2005年	收购湖南省浦沅集团有限公司资产机下属公司股权	1、完善汽车起重机产品线； 2、整合产业链。
2008年	收购陕西新黄工机械有限责任公司100%的股权	扩展公司产品链，快速进入土方机械行业。
2008年	收购建机院拥有的土地、设备、建筑物及所持长沙商业银行股权等资产。	打造完整产业链，减少关联交易
2008年	收购Compagnia Italiana Forme Acciaio S.p.A 60%的股权	加紧布局欧洲海外市场，避免贸易壁垒，加速产业升级调整
2008年	收购华泰重工制造有限公司82%的股权	拓宽产业链，占有市场
2008年	收购湖南省国资委所持有湖桥的82.73%股权所对应的主要国有经营性净资产。	进一步拓展公司产品产业链，提升本公司产品的核心配套能力和降低采购成本，稳定和提升本公司主机产品质量。
2013年	收购Zoomlion CIFA(H.K) Holdings Co., Ltd 22.84%股权, SUNNY CASTLE INTERNATIONAL LIMITED 100%的股权	1、进一步推动香港海外市场的布局； 2、完善产业链。
2015年	收购奇瑞重工股份有限公司60%股权	1、布局农业机械市场； 2、发挥协同效应，提升资本市场估值。
2015年	收购中联重机股份有限公司7.51%股份	进一步增强公司未来盈利能力，更好地实现公司战略转型。
2015年	收购长沙中联重科环卫机械有限公司所有资产、债权、利益以及所承担的责任、债务	拓展业务板块：打造工程机械、环境产业、农业机械、重卡和金融服务等五大业务板块
2016年	收购意大利纳都勃公司57%的股权	加快布局意大利海外市场
2016年	收购湖南宁乡乡仁和垃圾综合处理有限公司100%股权	进入环卫设备领域，产业战略转型落地
2022年	收购深圳市路畅科技股份有限公司29.99%股权	发挥公司与路畅科技的业务协同效应，提升交易双方的业务拓展能力和竞争实力
2022年	收购中联农业机械股份有限公司7.2%股权	协同已有农业机械业务，提升产业规模
2022年	收购深圳市路畅科技股份有限公司23.83%股权	进一步控股，增加公司的控制力

资料来源：公司公告，华安证券研究所整理






以工程机械为核心，积极投入研发，拓展高空、农机、矿机等新兴业务。除并购外，公司内生驱动力强，始终专注于产品的研发、制造、销售及服务领域，目前公司的主打产品包括混凝土机械、起重机械、土石方施工机械、高空作业机械、矿山机械、桩工机械、农业机械、消防机械、叉车等。

图表 11 中联重科主要产品系列

产品类型	具体产品	部分产品示意图	2023年收入占比
起重机械	主要包括汽车起重机，履带式起重机，随车起重机，数智化产品中心等		41%
混凝土机械	主要包括混凝土泵车，混凝土泵，混凝土布料机，湿喷机，混凝土搅拌运输车，混凝土搅拌站等		18%
高空机械	主要包括平头塔式起重机，动臂塔式起重机，施工升降机等		12%
土方机械	主要包括履带式挖掘机，履带式推土机，旋转钻机，地下连续墙成槽机，隧道掘进机等		14%
农业机械	主要包括拖拉机，深耕机，犁地机，收割机，收获机，粮食干燥机，谷物干燥机，农业机具等		4%
其他机械和产品	主要包括矿山机械，工业车辆，消防装备等		9%

资料来源：公司招股说明书，公司官网，华安证券研究所整理

图表 12 中联重科产品线重点事件梳理

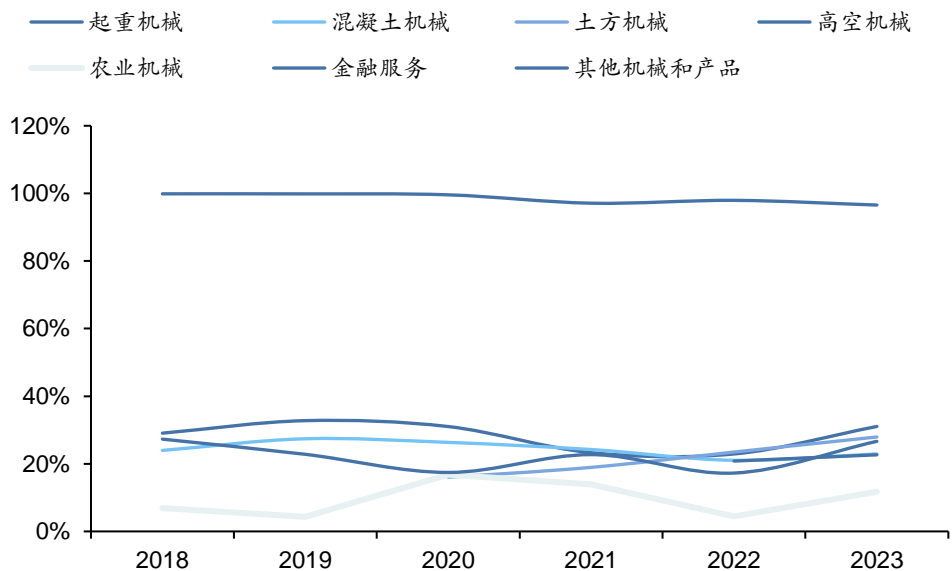
行业	起重机械	消防设备	混凝土机械	农业机械	高空机械
大事件	<ul style="list-style-type: none"> 1956年公司首次进入起重机械领域。 1968年，公司设计了中国首台液压力式汽车起重机（5吨）。 2022年，中联重科研发制造了全球最大吨位全地面起重机（2400吨）。 	<ul style="list-style-type: none"> 2008年，中联重科首台云梯消防车顺利交付，开始进入消防设备行业。 2013年，113米登高平台消防车刷新全球最大高度登高消防车纪录。 2021年，80米直曲臂登高喷射消防车成为全球最高。 	<ul style="list-style-type: none"> 2008年，中联重科发收购意大利混凝土机械生产企业CIFA公司。 2013年，中联重科并购全球干混砂浆设备品牌M-TEC公司。 2024年，中联重科推出的全新43米臂架泵车。 	<ul style="list-style-type: none"> 2014年，中联重科收购奇瑞重工60%股份，全面进军农业机械领域。 目前，农业板块已经成为中联重科三大产业板块之一，公司突破了一系列高端、智能、绿色农机产品。 	<ul style="list-style-type: none"> 2018年，公司初步进入高空机械行业。 2020年，公司全面进入高空作业机械领域。 2023年5月，公司位列2022年“全球高空作业机械制造企业20强”第七。
重点产品	<p>1956</p>  <p>ZTC1100V73 汽车起重机</p>	<p>2008</p>  <p>ZLF5310JXFYT34型 曲臂云梯消防车</p>	<p>2008</p>  <p>ZLJ5530THBJF 65X-6RZ 五桥65M解放国六泵车</p>	<p>2014</p>  <p>RD504 轮式拖拉机</p>	<p>2018</p>  <p>SR-C29智能高机</p>

目前公司产品已涵盖起重机械，混凝土机械，土方机械，农业机械，消防设备等多条产品线。

资料来源：公司招股说明书，公司公告，公司官网，华安证券研究所整理

重视各项业务协调发展，农机毛利率有所波动。近年来，中联重科起重机械产品与混凝土机械占比总体下滑，新兴业务发展迅速，由2018年的78.9%下降至2023年的40.98%，体现出中联重科多元化发展的目标。毛利率方面，除金融服务以外，起重机械始终保持着最高的毛利率水平，农业机械的毛利率则波动较大。

图表 13 中联重科近年各项业务毛利率



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

3 国际化+新兴业务+内部提质增效，多方面构筑强竞争力

3.1 持续耕耘海外市场，业务实现跨越式发展

国际化是公司穿越行业周期、打造世界级品牌的必经之路。公司全面加速海外业务发展，出海能力持续增强。近年来，国内工程机械市场增长乏力，各行业龙头纷纷寻找出海机会。公司作为行业领军者，持续深化“端对端、数字化、本地化”的海外业务直销体系，已实现全流程数字化管控体系，强化核心要素把控，建立高效运行机制，支撑海外业务增长。根据公司2023年年报，截至2023年底，公司在全球范围内有30余个一级业务航空港，350多个二级网点，全球海外本土化员工总人数超过3000人，产品覆盖超140个国家和地区。

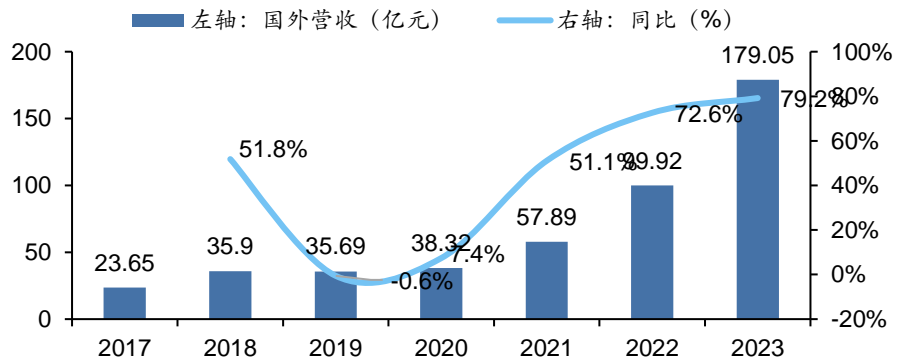
图表 14 中联重科海外布局

时间	事件
2001	中联重科正式收购英国保路捷公司，这是中国入世后国内企业首次成功并购国际知名企业。
2004	中联集团亮相BAUMA2004，迈出国际化之旅。
2005	中联集团召开发展战略工作会议，确立了以“专业化、股份化、国际化”为核心内涵的“核裂变”战略，在中联集团发展进程中的重要地位。
2007	成立中联重科海湾公司。
2008	收购意大利CIFA60%股权。
2009	成立中联重科澳大利亚公司、俄罗斯公司。
2010	增加5个海外子公司、10个办事处、23家海外代理商。
2012	中联重科与印度Electromech公司签署合资建厂协议。
2013	中联重科收购全球干混砂浆设备著名品牌——德国M-TEC公司。
2014	中联重科并购全球著名升降机企业——荷兰Raxtar公司。
2016	中联重科与白俄罗斯MAZ集团签署战略合作协议，正式成立中联重科-MAZ合资公司。
2018	中联重科宣布收购全球塔机领先制造商德国WILBERT100%股权。
2019	中联重科携海外本地化“智造”亮相2019德国宝马展，收获订单近7亿元。
2020	中联重科收购德国百年农具品牌拉贝RABE。
2021	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，标志着中联重科全球化布局进一步完善。
2023	老挝首家中联重科农机旗舰店盛大开业。

资料来源：公司公告，公司官网，华安证券研究所整理

公司海外业务持续突破创新高，多产品在海外市场保持优势。营收上，2023年公司海外收入同比增长超过79.2%。产品上，公司工程起重机械成为土耳其、中亚市占率最高的品牌；建起产品保持土耳其市场第一地位。随着公司在海外的持续本地化耕耘，公司在沙特、马来西亚、越南等市场市占率迅速提升，海外销售的区域结构持续多元化，各区域呈现出接续高增的态势，西欧、北美两大发达市场的占比提升迅速。“一带一路”倡议沿线众多国家力推基建、房建以及制造业，同时公司在欧美发达地区的市占率还极低，海外市场对公司产品的需求快速增长并有望持续。

图表 15 公司近年来国外营收情况



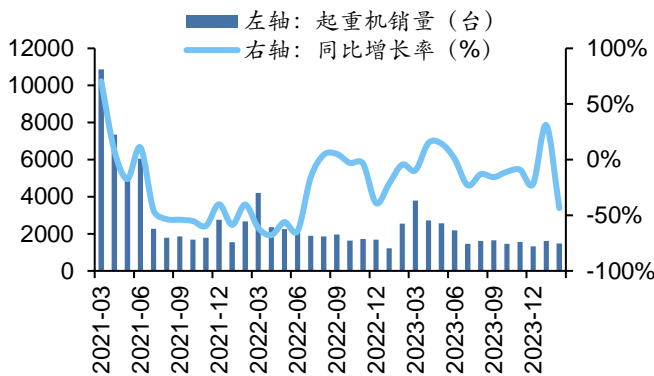
资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

3.2 传统业务市场地位稳固，新兴业务打造新增长点

➤ 传统业务

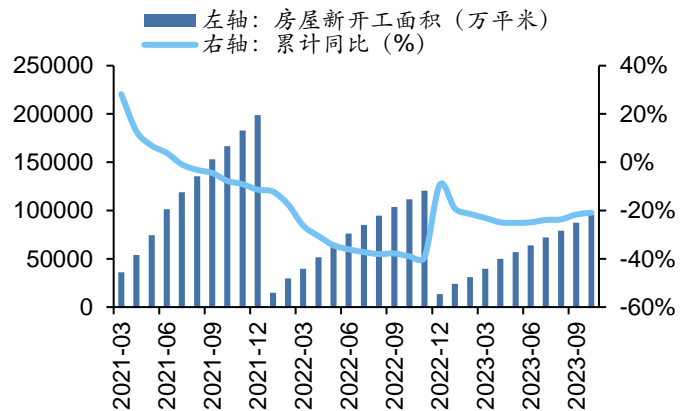
公司为混凝土机械行业标准的制修订者，传统产品及技术引领行业发展。公司在混凝土机械、工程起重机械、建筑起重机械三大传统优势产业的市场地位稳中有升，产品竞争力持续增强。混凝土机械长臂架泵车、搅拌站市场份额仍稳居行业第一，搅拌车市场份额保持行业第二。工程起重机械市场份额保持行业领先，25吨及以上汽车起重机销量位居行业第一，500吨及以上履带起重机位居行业第一。随着国内工程机械市场回暖，公司作为行业领先的工程机械制造商，有望率先受益。

图表 16 我国近年来起重机销量



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

图表 17 我国近年来房屋新开工面积 (万平方米)



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

➤ 新兴业务:

新兴业务加速发展，土方+高空+农机+矿机持续突破。为进一步扩大公司整体竞争力，除了主导产品市场保持较高的市场地位，公司也着力加快培育壮大新兴业务。其中：

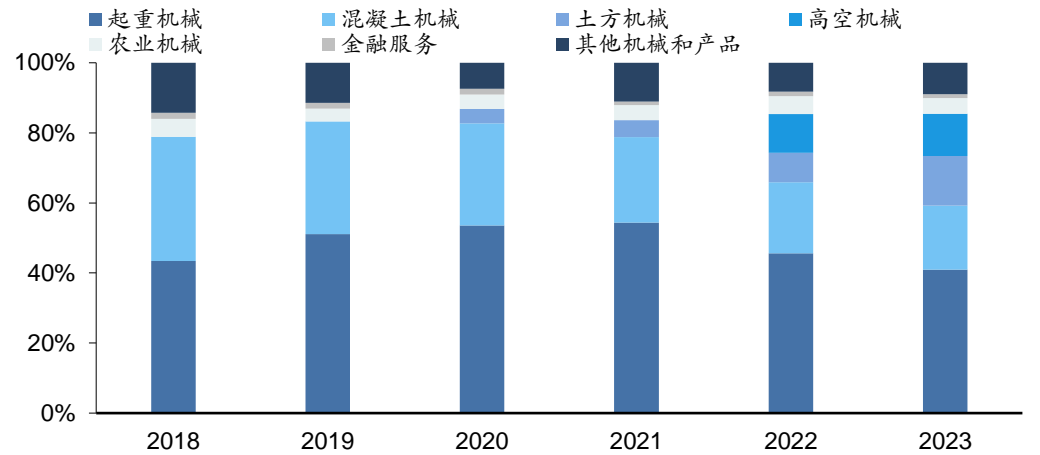
1) **土方机械**发力中大挖产品型号并加速完善电动产品系列，2023 年营收占比显著提升至 14.12%；

2) **高空作业机械**高速增长，国内市场中小客户市场占有率位居第一，产品型谱实现 4-72 米全覆盖，电动化产品渗透率达 90% 以上，为国内型号最全的高空设备厂商。2023 年营收占比达 12.12%；

3) **农机机械**方面，公司持续推进工程机械与农业机械技术一体化创新，持续赋能农机。目前公司农机实现主销机型全覆盖，并且推出的新产品在可靠性、作业效率、油耗降低方面都有明显提升。根据公司 2023 年年报，2023 年公司烘干机、小麦机国内市场份额保持数一数二地位。

4) **矿机**进入高端市场，2023 年公司矿机销售接近 8 亿，同比增速 140%，同时产品结合了人工智能等前沿技术，下线了自主研发的首台百吨级国产化电传动矿用自卸车。

图表 18 公司近年各业务营收占比情况

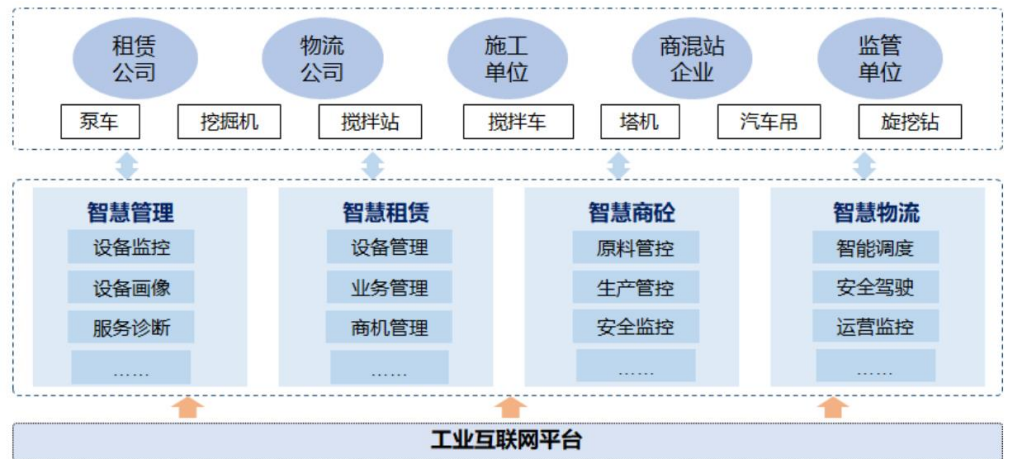


资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

3.3 加速推进数字化转型，内部聚焦提质增效

新兴技术赋能业务开展，加速构建数字系统建设。公司围绕企业核心业务场景，持续在物联网、云计算、大数据、生成式人工智能等核心技术领域取得突破加速端对端、全球化的数字支撑体系建设，高效推进海外业务端对端平台、智能制造数字化平台、极致降本数字化平台、农机数字化平台等系统建设，加速对传统管理模式、业务模式、制造模式、商业模式进行突破创新，以数据支撑业务拓展和管理运营，向数据运营的智慧中联迈进。从成果来看，2023 年中联重科中科云谷入选国家级“双跨”平台，充分体现了公司互联网云平台的高建设水平。

图表 19 中科云谷智慧服务平台



资料来源：中联重科新闻号，华安证券研究所

为保证公司高质量发展，进一步提升整体盈利水平，公司持续加强经营管理。根据公司 2023 年年报，公司提升内部能效的方式可分为四方面：1) 全面加强风险控制。将控制风险经营作为首要保障，利用“有感知、会思考”的风险智能预警平台，主动发现经营风险，牢牢把握风险控制关键点，助力业务稳健增长。2) 强化

供应链体系建设。加速推进供应链信息化和体系化建设，推动供应链数字化转型；并持续加大集采整合与关键物资战略采购降本力度，助力公司降本增效。3) 打造极致服务能力。聚焦推进数字化服务能力建设，全面落地服务端对端、精细化管理。4) 加强人才队伍建设与激励。一方面，做精人才管理，加速建设关键序列员工队伍；另一方面，通过员工持股计划等方式激励团队积极性。

4 投资建议

4.1 基本假设与营业收入预测

基本假设:

➤ 起重机械:

(1) 工程起重机是公司优势业务, 根据协会提供的数据, 公司工程起重机在国内主要企业合计规模中份额领先。我们认为 2024 年行业需求有望筑底回升, 当行业周期起来, 领先企业有望会受益, 同时, 公司一直致力于新品研发, 所以假设工程起重机的份额稳步提升;

(2) 毛利率方面, 随着各项新品的推出、起量以及出口占比的提升, 公司毛利率水平持续提升。

➤ 混凝土机械:

(1) 混凝土机械出口订单充裕, 而国内随着行业筑底需求也会起来, 因此今年预计高增, 后面几年考虑到高基数影响, 增速有所下降;

(2) 毛利率方面, 出口毛利率较高; 加上国内需求起来, 整体毛利率提升。

➤ 土方机械:

(1) 在土方机械领域, 公司发力中大挖产品型号并加速完善电动产品系列, 2023 年营收占比显著提升至 14.12%, 因此 2024-2026 年整个业务板块营收也有望增长, 但考虑到 2023 年 89% 的高增, 因此增速会有所下降;

(2) 毛利率方面, 出口毛利率较高; 加上国内需求起来, 整体毛利率提升。

➤ 高空机械:

(1) 公司高空机械国内领先, 电动化率较高。出口方面, 欧洲市场空间较大, 且新能源需求强劲。随着公司在海外的持续布局, 高空业务 2024-2026 年有望持续增长, 但考虑到高基数, 后几年增速有所降低;

(2) 毛利率方面, 出口的毛利率普遍较高, 随着出口占比的提升, 整体毛利率小幅提升。

➤ 农业机械:

(1) 设备更新与国四切换促进行业需求上行, 公司智慧农业持续投入, 2024 年步入收获期, 同时考虑到海外农机市场火热, 随着新产品的研发以及海外的持续布局, 农机业务会继续扩大, 但考虑到高基数, 因此后几年增速有所降低;

(2) 随着新品的发布以及出口的拓展, 公司农机毛利率会持续提升, 但考虑到产能问题和国内设备更新的需求, 保守估计 2024 年毛利率为 19%, 2025 年和 2026 年稳步提升。

➤ 其他机械:

(1) 考虑到矿机等多业务的拓展, 公司其他品类规模也会持续提升;

(2) 毛利率方面, 延续 2023 年增长趋势。公司降本增效+多业务高速发展+出口, 提升毛利率水平。

➤ 金融服务:

(1) 随着主业规模的扩大, 金融服务营收比重逐步降低;

(2) 毛利率方面，假设保持 2023 年水平。

图表 20 公司营业收入预测

公司业务分拆 (单位: 亿元)		2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
起重机械	营业收入	364.94	189.79	192.91	206.14	221.35	239.13
	同比 (%)	5%	-48%	2%	7%	7%	8%
	毛利率 (%)	23%	23%	31%	32%	33%	34%
混凝土机械	营业收入	163.80	84.60	85.98	103.18	121.75	140.01
	同比 (%)	-14%	-48%	2%	20%	18%	15%
	毛利率 (%)	24%	21%	23%	24%	25%	25%
土方机械	营业收入	32.37	35.12	66.48	93.07	120.99	151.24
	同比 (%)	21%	8%	89%	40%	30%	25%
	毛利率 (%)	19%	23%	28%	28%	28%	29%
高空机械	营业收入		45.96	57.07	71.34	85.61	102.73
	同比 (%)			24%	25%	20%	20%
	毛利率 (%)		21%	23%	23%	23%	23%
农业机械	营业收入	29.07	21.38	20.92	35.56	49.79	64.73
	同比 (%)	10%	-26%	-2%	70%	40%	30%
	毛利率 (%)	14%	4%	12%	19%	21%	23%
其他	营业收入	74.13	34.44	42.42	51.75	62.10	74.52
	同比 (%)	53%	-54%	23%	22%	20%	20%
	毛利率 (%)	23%	17%	27%	28%	29%	30%
金融服务	营业收入	7.01	5.02	4.97	5.30	5.37	5.49
	同比 (%)	-35%	-28%	-1%	7%	1%	2%
	毛利率 (%)	97%	98%	97%	97%	97%	97%
合计	营业收入	671.31	416.31	470.75	566.34	666.96	777.85
	同比 (%)	3%	-38%	13%	20%	18%	17%
	毛利率 (%)	24%	22%	28%	28%	29%	29%

资料来源：华安证券研究所预测

4.2 估值和投资建议

我们看好中联重科各类产品在国内及海外市场的持续发展，预计公司 2024-2026 年分别实现收入 566.34/666.96/777.85 亿元，同比增长 20.3%/17.8%/16.6%；实现归母净利润 42.86/53.79/68.91 亿元，同比增长 22.3%/25.5%/28.1%；2024-2026 年对应的 EPS 为 0.49/0.62/0.79 元。公司当前股价对应的 PE 为 16/13/10 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- 1) 国内行业需求不及预期;
- 2) 海外市场拓展不及预期;
- 3) 应收账款回收风险, 变成坏账准备;
- 4) 行业竞争加剧。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	77,971	92,416	106,934	126,494	营业收入	47,075	56,634	66,696	77,785
现金	15,870	19,093	22,485	30,571	营业成本	34,109	40,701	47,645	55,198
应收账款	24,698	38,947	36,005	51,409	营业税金及附加	330	369	434	507
其他应收款	705	848	999	1,165	销售费用	3,557	3,997	4,573	5,256
预付账款	2,967	3,570	4,204	4,903	管理费用	5,344	6,587	7,294	8,358
存货	22,504	16,721	27,889	20,769	财务费用	(260)	405	519	581
其他流动资产	11,227	29,958	43,241	38,446	资产减值损失	884	1,043	1,197	1,352
非流动资产	52,891	54,679	55,971	56,374	公允价值变动收益	(37)	0	0	0
长期投资	4,497	4,722	4,958	5,206	投资净收益	(2)	(3)	(4)	(4)
固定资产	10,935	11,872	12,881	13,929	营业利润	4,152	4,830	6,332	7,820
无形资产	5,085	4,859	4,632	4,407	营业外收入	122	145	137	135
其他非流动资产	32,374	33,227	33,500	32,832	营业外支出	47	61	56	55
资产总计	130,862	147,095	162,905	182,868	利润总额	4,228	4,914	6,414	7,900
流动负债	49,996	59,344	66,584	77,572	所得税	457	482	629	774
短期借款	7,545	9,340	10,037	10,464	净利润	3,771	4,432	5,785	7,126
应付账款	24,867	32,401	35,942	43,236	少数股东损益	265	146	406	235
其他流动负债	17,584	17,603	20,606	23,872	归属母公司净利润	3,506	4,286	5,379	6,891
非流动负债	21,699	25,704	30,387	34,619	EBITDA	5,266	6,085	7,734	9,322
长期借款	14,944	18,950	23,633	27,865	EPS (元)	0.40	0.49	0.62	0.79
其他非流动负债	6,754	6,754	6,754	6,754					
负债合计	71,695	85,048	96,971	112,191					
少数股东权益	2,760	2,906	3,313	3,548	主要财务比率				
股本	8,678	8,678	8,678	8,678	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
资本公积	18,725	19,632	20,788	22,284	成长能力				
留存收益	29,004	30,830	33,155	36,167	营业收入	13.08%	20.31%	17.77%	16.63%
归属母公司股东权益	56,407	59,140	62,620	67,129	营业利润	74.01%	16.31%	31.11%	23.49%
负债和股东权益	130,862	147,095	162,905	182,868	归属于母公司净利润	52.04%	22.25%	25.49%	28.12%
					获利能力				
					毛利率(%)	27.54%	28.13%	28.56%	29.04%
					净利率(%)	7.45%	7.57%	8.06%	8.86%
					ROE(%)	6.31%	7.42%	8.83%	10.62%
					ROIC(%)	4.64%	5.74%	6.76%	7.68%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	54.79%	57.82%	59.53%	61.35%
					净负债比率(%)	11.19%	14.82%	16.96%	10.98%
					流动比率	1.56	1.56	1.61	1.63
					速动比率	1.11	1.28	1.19	1.36
					营运能力				
					总资产周转率	0.37	0.41	0.43	0.45
					应收账款周转率	1.78	1.78	1.78	1.78
					应付账款周转率	1.42	1.42	1.39	1.39
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.40	0.49	0.62	0.79
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.31	0.21	0.33	1.01
					每股净资产(最新摊薄)	6.50	6.81	7.22	7.74
					估值比率				
					P/E	19.8	16.2	12.9	10.1
					P/B	1.2	1.2	1.1	1.0
					EV/EBITDA	17.44	16.04	13.32	11.08

资料来源: WIND, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：张帆，华安机械行业首席分析师，机械行业从业2年，证券从业16年，曾多次获得新财富分析师。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。