

## 山推股份 (000680.SZ) 土方机械王者归来，双重曲线助力腾飞

2024 年 12 月 02 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

孟鹏飞（分析师）

罗悦（分析师）

mengpengfei@kysec.cn

luoyue@kysec.cn

证书编号：S0790522060001

证书编号：S0790524090001

日期	2024/11/29
当前股价(元)	10.43
一年最高最低(元)	10.95/4.44
总市值(亿元)	156.48
流通市值(亿元)	136.42
总股本(亿股)	15.00
流通股本(亿股)	13.08
近3个月换手率(%)	158.94

### ● 国内土方机械龙头，双重曲线助力腾飞，首次覆盖给予“买入”评级

公司是国内土方机械龙头，主营业务涵盖土方机械（推土机、挖掘机等）及相关配件业务等。2023 年公司全球推土机份额仅 10%、挖掘机份额不足 1%，市场潜力大。公司背靠山东重工“黄金内核”，海外拓展加速。2024H1 公司营收/归母净利润分别 65.2/4.1 亿元，同比高增 34%/38%。公司大型推土机、挖掘机业务均处于“从 1 到 10”放量期，我们预计 2024-2026 年归母净利润为 9.5/12.4/15.0 亿元，对应 PE 分别为 16.5/12.6/10.4 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

### ● 推土机：大马力产品出口高速增长，主机厂迎量利齐升

全球主流金属矿资本开支高景气，催生大马力推土机需求。2023 年我国大马力推土机（P>235.36kw）出口 954 台，同比增长 73%。公司在国内、全球推土机市场份额分别为 65%、19%，尤其在大马力推土机竞争力领先，受益大马力推土机出口高增。2023 年公司大马力推土机毛利率 46.9%，高于中小马力推土机 29.1%。随着公司大马力推土机全球份额提升，推土机板块迎量利齐升。

### ● 挖掘机：得挖机者得天下，第二曲线有望再造山推

公司通过减资退出小松，解除竞业限制，重启挖掘机业务，通过采购山重建机挖掘机进行商业贸易合作。公司通过市场化采购山重建机挖掘机进行海外销售，挖掘机业务快速增长，2022 年山重建机挖掘机全球份额仅 1%，相对公司体量而言，挖掘机市场潜力大、增长空间广阔。

### ● 持续整合优质资源，激活企业发展动能

公司多次进行股权结构调整，通过整合资源，优化业务结构及管理效率。从产品结构看，挖掘机及大马力推土机属于高毛利产品，随着公司产品结构优化，盈利能力具备提升空间。横向来看，公司毛利率在行业中相对较低，存在较大提升空间。公司持续进行管理优化，叠加产品结构优化，盈利能力有望持续提升。

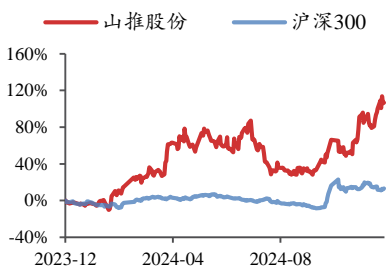
● **风险提示：**行业周期大幅波动、海外市场拓展不及预期、大马力产品销售不及预期、国际贸易摩擦与汇率波动、行业竞争加剧。

### 财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	9,998	10,541	13,288	15,969	18,591
YOY(%)	9.0	5.4	26	20	16
归母净利润(百万元)	632	765	950	1,240	1,502
YOY(%)	288.5	21.2	24.1	30.5	21.1
毛利率(%)	14.7	18.4	16.6	17.6	18.0
净利率(%)	6.3	7.3	7.1	7.8	8.1
ROE(%)	12.3	13.1	14.6	16.1	16.5
EPS(摊薄/元)	0.42	0.51	0.63	0.83	1.00
P/E(倍)	24.8	20.4	16.5	12.6	10.4
P/B(倍)	3.2	2.8	2.5	2.1	1.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

### 股价走势图



数据来源：聚源

## 目 录

1、国内推土机龙头，业绩高速增长 .....	4
1.1、国内推土机龙头，背靠山东重工集团协同效应显著 .....	4
1.2、业绩高速增长，推土机大型化助推盈利改善 .....	9
2、推土机：大马力产品出口高速增长，主机厂迎量利齐升 .....	13
2.1、推土机市场稳定、格局集中、价格坚挺 .....	13
2.2、全球采矿业维持高景气，催生大马力推土机需求 .....	17
2.3、大马力推土机出口高速增长，主机厂迎量利齐升 .....	18
3、挖掘机：得挖机者得天下，第二曲线有望再造山推 .....	21
3.1、与山重建机合作，挖掘机板块高速拓展 .....	21
3.2、得挖机者得天下，第二曲线有望再造山推股份 .....	24
4、拟收购山重建机 100% 股权，集团资产有望进一步整合 .....	26
5、盈利预测与投资建议 .....	28
6、风险提示 .....	29
附：财务预测摘要 .....	30

## 图表目录

图 1：公司主营工程机械主机、配件两大核心业务 .....	4
图 2：公司实控人为山东省国资委（截至 2024 年 9 月 30 日） .....	5
图 3：山东重工集团旗下涵盖山推股份、潍柴集团、中国重汽等优秀上市公司 .....	6
图 4：山东重工集团重卡全球销量第一、推土机销量中国第一，行业地位领先 .....	6
图 5：2023 年山东重工集团收入达 5100 亿元，年复合增长率 15% .....	6
图 6：山东重工六大业务板块：工程机械、动力系统与农业机械等形成协同效应 .....	7
图 7：集团技术赋能公司大马力推土机 .....	7
图 8：集团“黄金内核”赋能产品更加省油、高效 .....	7
图 9：2023 年公司前五大供应商中，关联方采购额比例超过 25% .....	8
图 10：山东重工国内产业链布局完善 .....	9
图 11：山东重工海外业务布局完善 .....	9
图 12：2024H1 公司收入 65 亿元，2024H1 同比增长 34% .....	9
图 13：2024H1 归母净利润 4.1 亿元，同比增长 38% .....	9
图 14：工程机械主机、配件为核心业务，2024H1 占比分别为 65%、26% .....	10
图 15：2024H1 公司工程机械主机、配件板块毛利率分别 19.7%、11.9% .....	10
图 16：2024H1 公司毛利率/净利率分别为 16.8%/6.5%，同比-0.8pct/+0.2pct，盈利能力持续改善 .....	10
图 17：2024H1 公司期间费用率为 8.5%，同比下降 2.1pct .....	10
图 18：2024H1 公司海外收入 36 亿元，同比增长 44%，占总收入比重升至 56% .....	11
图 19：2024H1 年公司国内/海外业务毛利率分别 10.3%/22.1%，海外市场盈利能力优于国内 .....	11
图 20：2023 年公司大马力推土机毛利率 46.9%，高于中小马力推土机 29.1% .....	11
图 21：2020-2023 年公司工程机械主机毛利率由 16.6% 提升至 23.2%，推土机大型化带动公司毛利率上行 .....	11
图 22：公司 DH46-G 大马力推土机在大型矿山工作 .....	12
图 23：2020 年山推股份定增投入 4.9 亿元，进一步加强大马力推土机综合实力 .....	12
图 24：推土机主要应用下游包括采矿业、道路建设 .....	13
图 25：2022 年全球推土机市场规模 33.5 亿美元，同比增长 6%，市场整体较为稳定 .....	14

图 26: 2022 年全球推土机前三市场为美国、中国和俄罗斯.....	15
图 27: 山推股份国内推土机市场份额达 65%，稳居第一.....	15
图 28: 山推股份全球推土机市场份额 19%，位居第二.....	15
图 29: 2022 年中国推土机产量 6306 台，相较挖掘机、装载机等产品销量较小.....	16
图 30: 推土机产品壁垒高，结构复杂、零部件多样.....	16
图 31: 全球工程机械市场规模（以价值量计），履带式推土机仅占 7%，市场规模有限.....	16
图 32: 推土机出口价格坚挺，2024 年大功率推土机均价提升至 28.2 万元/台（单位：万元）.....	17
图 33: 金、铜价格水平较高，有望支撑矿业开采高景气.....	17
图 34: 预计未来三年全球头部矿商资本支出保持较高水平.....	18
图 35: 铜、金、铁资本支出有望维持较高水平.....	18
图 36: 2022 年国内推土机销量 2753 台，国内市场整体稳定.....	19
图 37: 2024 年前三季度大马力推土机出口 838 台，同比增长 17%.....	19
图 38: 2024M1-M9 大型推土机出口金额 16.7 亿人民币，同比增长 24%.....	19
图 39: 24M1-M9 我国推土机出口金额占比，俄罗斯、非洲、东南亚地区位列前三.....	20
图 40: “一带一路”地区发展指数回升.....	20
图 41: 俄罗斯、印尼两大市场采矿业发展向好.....	20
图 42: 受益推土机大型化，主机毛利率由 2019 年 17.2%提升至 2023 年 23.2%.....	21
图 43: 山重建机底蕴深厚，与日本小松、德国利勃海尔均有深度合作.....	23
图 44: 2023 年山推股份挖掘机商业销售板块收入 15.90 亿元，同比增长 49.40%.....	23
图 45: 2022 年山重建机挖掘机销量 8426 台，市场份额 3.22%.....	23
图 46: 2023 年全球工程机械市场规模 2494 亿美元，同比增长 8%.....	24
图 47: 2023 年公司在全球工程机械份额仅 0.6%，提升潜力大.....	24
图 48: 全球工程机械细分产品份额，挖掘机为第一大市场.....	24
图 49: 2022 年山重建机挖掘机国内份额 3.2%.....	25
图 50: 2022 年山重建机挖掘机全球份额 1.3%.....	25
图 51: 从集团结构看，山推股份与山重建机存在业务协同性.....	27
图 52: 横向来看，公司毛利率仍有较大提升空间.....	27
图 53: 公司净利率在可比公司处于中等水平，仍有提升空间.....	27
表 1: 2023 年公司向集团关联方采购货物的 26.7 亿元.....	8
表 2: 公司大马力履带式推土机性能比肩海外头部品牌.....	12
表 3: 推土机主要分类及应用场景.....	14
表 4: 山推股份与小松的合资公司及发展情况.....	22
表 5: 挖掘机为工程机械价值量最大单品，全球主要工程机械制造商均配置挖掘机.....	25
表 6: 公司多次调整出资结构，优化业务结构及管理效率.....	26
表 7: 2022-2026E 山推股份分业务拆分.....	28
表 8: 可比公司估值表.....	28

## 1、国内推土机龙头，业绩高速增长

### 1.1、国内推土机龙头，背靠山东重工集团协同效应显著

全球推土机领军企业，业务涵盖工程机械主机与配件。公司业务涵盖推土机、挖掘机、装载机、路面机械等多类主机产品，以及挖机配件如四轮一带、履带板、底盘件、结构件（如动臂、斗杆）。公司聚焦中高端工程机械后市场，不仅满足自身需求，还为国内外工程机械主机厂提供配套件，尤其在四轮一带、变速箱、结构件等领域竞争力强。年生产能力包括1万台推土机、6000台道路机械、500台混凝土搅拌站、15万条履带总成、100万件“四轮”配件、8万台套液力变矩器及2万台套变速箱。公司行业地位显著，位列全球建设机械制造商50强和中国制造业500强。

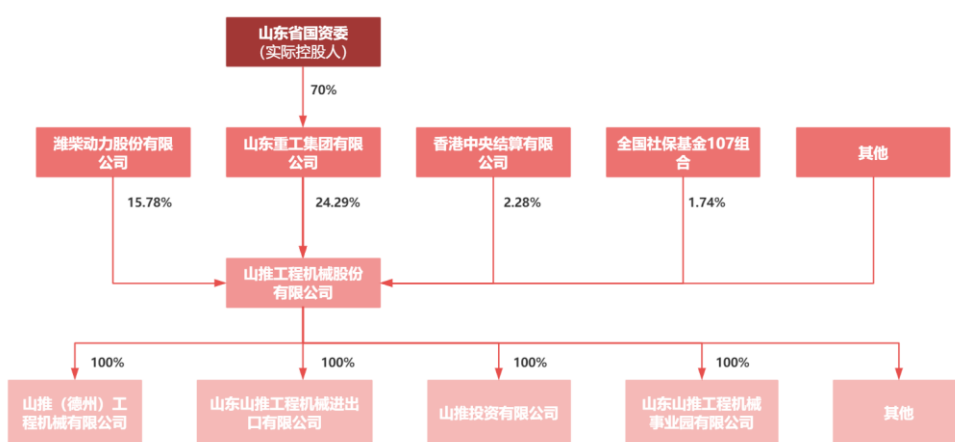
图1：公司主营工程机械主机、配件两大核心业务

产品分类	产品用途	示意图	
工程机械主机	推土机	堆料、矿山、农业、物料装卸和建筑工地等	
	平地机	路面精平、路基筑建、积雪清除、物料散布等	
	装载机	堆料、矿山、农业、物料装卸和建筑工地等	
	挖掘机	土方工程、城市建设、建筑施工、矿山开采、园林绿化等挖掘作业	
	混凝土机械	混凝土输送、混凝土批量生产、建筑施工、桥梁建设、大型建筑工程等	
	压路机	场地整平、道路压实、土方工程等	
	摊铺机	路基修筑、沥青混凝土路面施工、道路改造等	
配件产品	推土机、挖掘机、装载机配件		

资料来源：公司官网、开源证券研究所

公司实控人为山东省国资委。公司为地方国有企业，实控人为山东省国资委。公司控股股东为山东重工集团，持有公司 24.29% 的股份，并通过潍柴动力间接持有 2.57%。潍柴动力是公司第二大股东，持股 15.78%，2021 年，公司向潍柴动力增发 2.37 亿股，进一步加强了两者的协同效应。截至 2024 年 9 月 30 日，公司其他主要股东包括香港中央结算有限公司(持股 2.28%)和全国社保基金 107 组合(持股 1.74%)。山东省国资委通过直接和间接持股，合计持有山东重工集团 90% 的股份，确保对公司的实际控制权。

图2：公司实控人为山东省国资委（截至 2024 年 9 月 30 日）



资料来源：公司官网、开源证券研究所

**背靠山东重工集团，协同优势显著。**公司隶属于山东重工集团，得益于集团内多个知名企业的资源与业务协同。山东重工旗下包括潍柴动力、中国重汽、雷沃重工、山重建机、德国林德液压等知名企业，涵盖动力系统、商用车、工程机械、农业装备等多个领域。集团的协同优势体现在多方面，如潍柴动力在发动机和变速器上的技术支持，以及雷沃重工在农业装备领域的合作。山东重工的国际化布局进一步增强了其竞争力，通过收购德国凯傲、意大利法拉帝等国际品牌，集团在全球市场中占据重要地位，尤其在发动机、重卡等销售上处于领先。

图3: 山东重工集团旗下涵盖山推股份、潍柴集团、中国重汽等优秀上市公司

## 山东重工：在全球具有重要影响力的工业装备跨国集团 SHIG: Multinational Industrial Equipment Group

山东重工集团  
Shandong Heavy Industry Group



全球员工**15.7**万人，其中国外**4.6**万人、国内**11.1**万人  
**157,000** employees worldwide, including **46,000** abroad and **111,000** in China

资料来源：公司官网

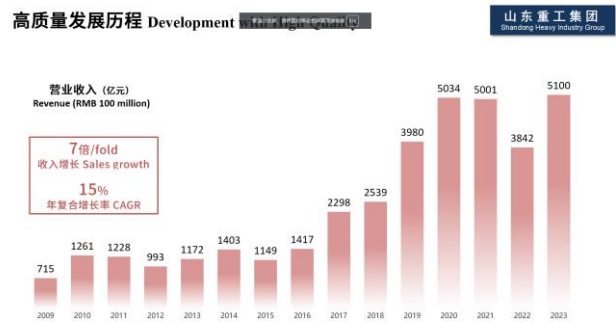
图4: 山东重工集团重卡全球销量第一、推土机销量中国第一，行业地位领先



图4资料来源

资料来源：公司官网

图5: 2023年山东重工集团收入达5100亿元，年复合增长率15%



资料来源：公司官网

(1) **产品端：协同效应强劲，集团赋能助力公司竞争力提升。**公司依托山东重工集团的六大业务板块，具备显著的产品优势和协同效应。山东重工集团拥有完整的产业链，山推股份与集团内的潍柴动力、林德液压等企业共同开发“黄金内核”动力传动系统，产品更加省油、高效、可靠。公司最新大马力推土机为集团协同效应的典型案例，其液压件由林德液压提供，发动机来自潍柴动力，传动件则由公司自行生产。此外，公司主打推土机、道路机械、装载机等工程机械设备，与集团旗下中国重汽、陕重汽等企业的卡车和相关设备形成互补，提供综合施工解决方案。

图6：山东重工六大业务板块：工程机械、动力系统与农业机械等形成协同效应

## 2030战略：建设世界一流企业 2030 Strategy: Build A World-class Enterprise

山东重工集团  
Shandong Heavy Industry Group



资料来源：公司官网

图7：集团技术赋能公司大马力推土机



资料来源：公司官网

图8：集团“黄金内核”赋能产品更加省油、高效



资料来源：公司官网

(2) **成本端**：集采自制双管齐下，成本控制卓有成效。公司依托山东重工集团的产业链优势，通过资源共享在动力总成、液压件、变速箱、变矩器、四轮一带等方面实现高效协同。公司利用集团的集采平台，推进供应商战略合作，制定高效的采购方案，集中采购原材料，降低采购成本。同时，通过严格控制原材料采购计划，积极引入新材料、新技术和新工艺，持续优化成本结构，进一步提升了公司在市场

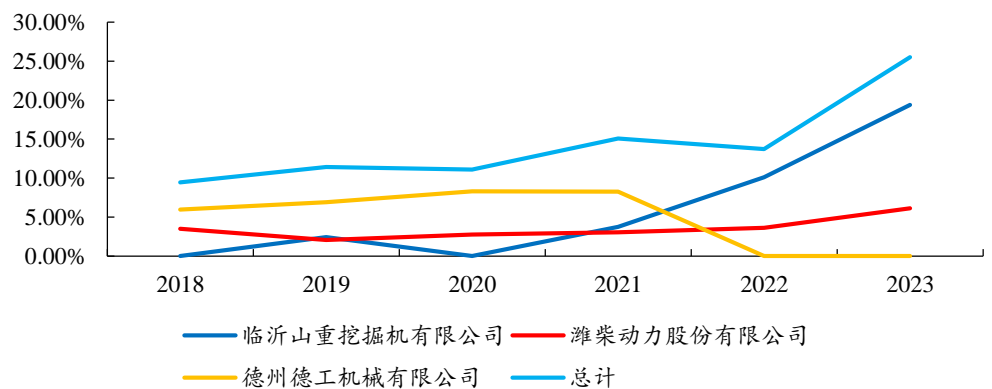
中的竞争力。

**表1：2023 年公司向集团关联方采购货物的 26.7 亿元**

关联交易方	关联关系	关联交易类型	关联交易内容	关联交易金额（万元）	占同类交易金额的比例（%）
潍柴控股集团有限公司及其关联方	同受控于山东重工集团	采购产品和接受劳务	采购零部件、整机整车等	88,874.32	10.34
山重建机有限公司及其关联方	同受控于山东重工集团	采购产品和接受劳务	采购挖掘机等	136,974.48	15.93
中国重型汽车集团有限公司及其关联方	同受控于山东重工集团	采购产品和接受劳务	采购零部件、整车等	14,572.75	1.7
潍柴控股集团有限公司及其关联方	同受控于山东重工集团	销售产品和提供劳务	销售零部件、整机等	39,677.71	3.76
山重建机有限公司及其关联方	同受控于山东重工集团	销售产品和提供劳务	销售零部件等	21,501.80	2.04
山重融资租赁有限公司	同受控于山东重工集团	销售产品和提供劳务	销售整机等	3,715.39	0.35
中国重型汽车集团有限公司及其关联方	同受控于山东重工集团	销售产品和提供劳务	销售整机等	4,706.49	0.45
<b>合计</b>				<b>310022.94</b>	

数据来源：公司年报、开源证券研究所

**图9：2023 年公司前五大供应商中，关联方采购额比例超过 25%**



数据来源：Wind、开源证券研究所

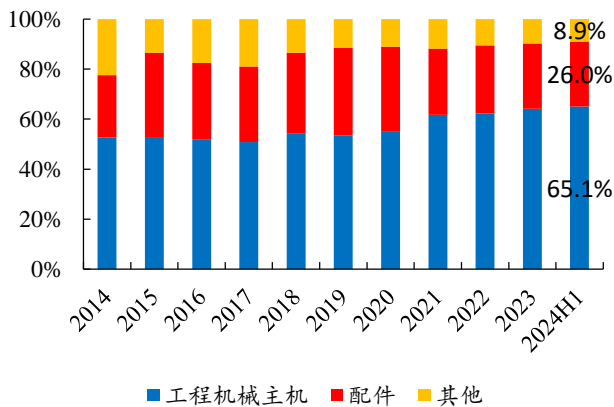
**(3) 渠道端：共用渠道拓展海外市场，全球网络助力业务增长。**公司依托山东重工集团的产业链和渠道协同优势，积极开拓国内外市场，产品远销至 160 多个国家和地区。公司借助集团的全球销售网络，已发展 140 余个代理商、10 个海外子公司和 32 个海外办事处，市场覆盖面积进一步拓展。同时，集团在全球拥有 287 个办事处、905 个渠道代理商和 8 家合资工厂，各企业通过资源共享和组合销售等方式实





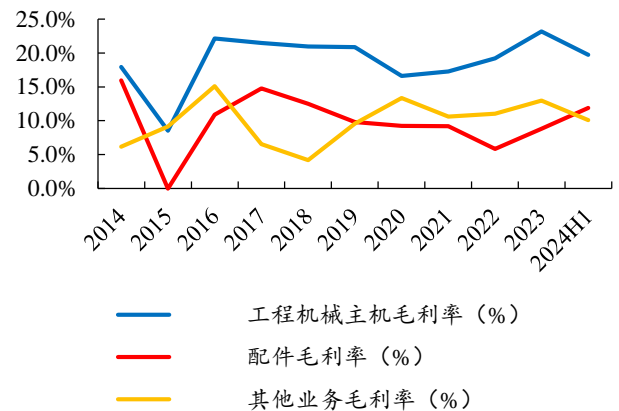
分业务来看,公司分为工程机械主机、配件两大板块,2024H1 占比分别为 65%、26%。2024 年上半年,公司工程机械主机产品、工程机械配件及其他业务分别实现收入 42.35 亿元和 16.91 亿元,同比增长 40%和 25%,合计占营业收入的 91%。为适应市场变化,公司加速向高利润、高附加值的大吨位产品转型,大马力高端产品的占比进一步扩大。新推出的多款纯电装载机销售收入大幅增长,同时海外挖掘机商业产品销售收入同比增长 69%。2024H1 公司工程机械主机、配件板块毛利率分别 19.7%、11.9%,工程机械板块为核心利润来源。

图14: 工程机械主机、配件为核心业务, 2024H1 占比分别为 65%、26%



数据来源: Wind、开源证券研究所

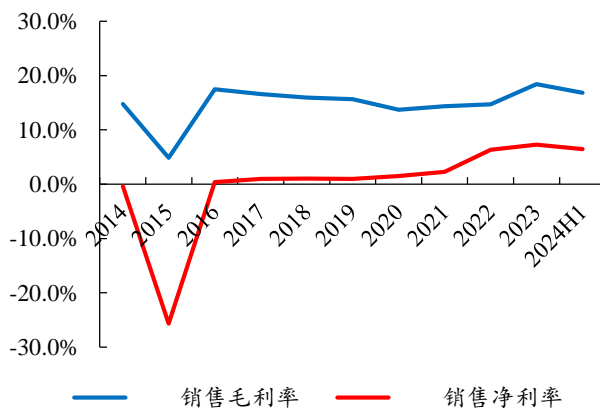
图15: 2024H1 公司工程机械主机、配件板块毛利率分别 19.7%、11.9%



数据来源: Wind、开源证券研究所

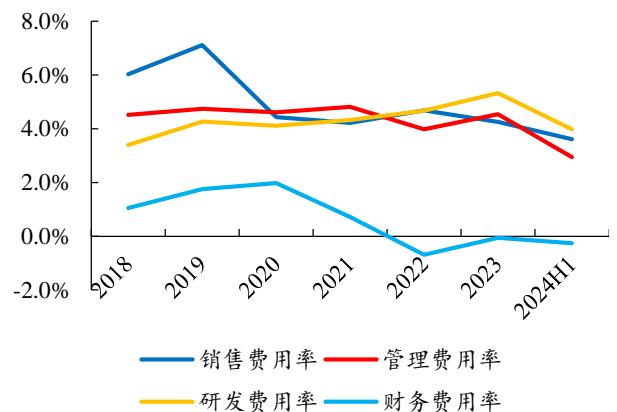
2024H1 公司毛利率为 16.8%，净利率为 6.5%，产品结构优化推动盈利能力持续改善。公司利润率随着产品结构升级而逐步提高,2022 年公司成功出口大马力推土机等高附加值产品,显著提升了海外毛利率,从而带动整体毛利率上升。2024H1 毛利率 16.8%,同比下降 0.8pct;净利率 6.5%,同比提升 0.2pct。2024H1 公司期间费用率为 8.5%,同比下降 2.1pct,费用管理优化。

图16: 2024H1 公司毛利率/净利率分别为 16.8%/6.5%, 同比-0.8pct/+0.2pct, 盈利能力持续改善



数据来源: Wind、开源证券研究所

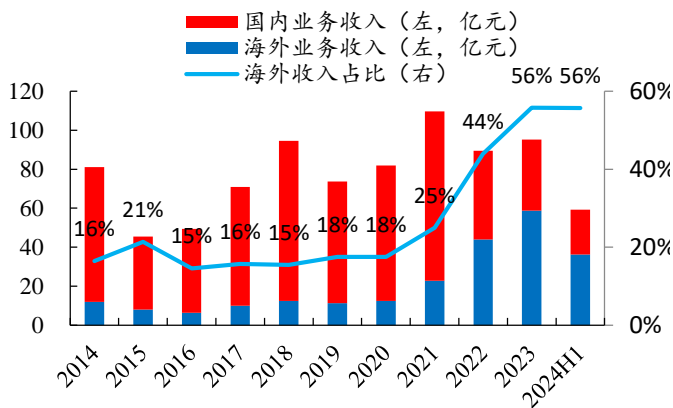
图17: 2024H1 公司期间费用率为 8.5%, 同比下降 2.1pct



数据来源: Wind、开源证券研究所

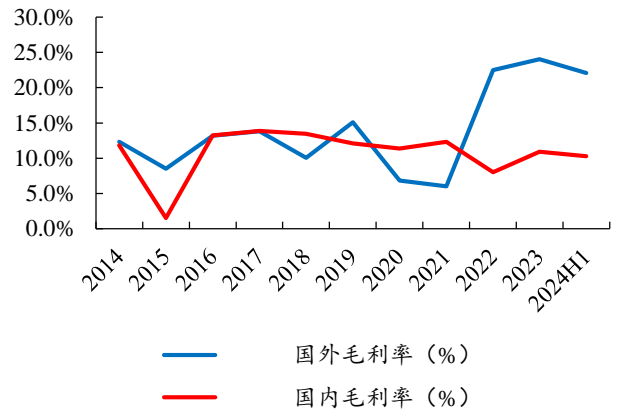
海外市场高速拓展，2024H1 公司海外收入 36 亿元，同比增长 44%，占总收入 56%。大马力推土机的出口需求旺盛，增强了公司在国际市场的竞争力，从而推动了海外市场高速拓展及盈利能力的改善。2024H1 公司海外收入 36 亿元，同比增长 44%，占总收入比重升至 56%。2024H1 公司国外毛利率为 22.06%，比国内业务毛利率高出 11.75 个百分点，海外市场盈利能力优于国内。展望未来，公司预计 2024 年实现总营收 140 亿元，其中海外营收 85 亿元，占比 61%，海外高毛利业务的占比提升，有望进一步增强公司的盈利能力。

**图18：2024H1 公司海外收入 36 亿元，同比增长 44%，占总收入比重升至 56%**



数据来源：Wind、开源证券研究所

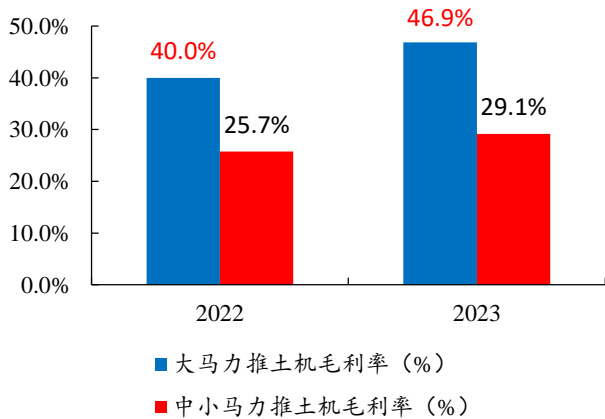
**图19：2024H1 年公司国内/海外业务毛利率分别 10.3%/22.1%，海外市场盈利能力优于国内**



数据来源：Wind、开源证券研究所

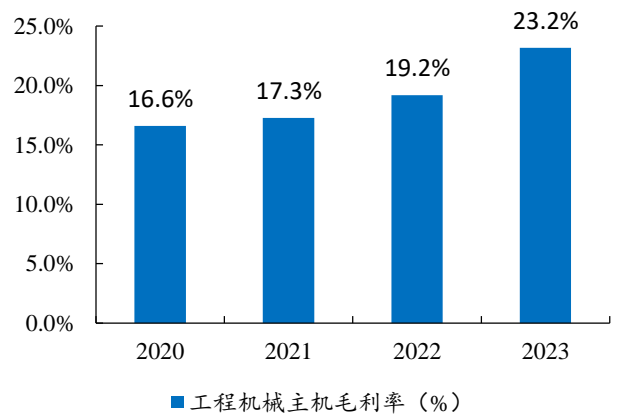
推土机大型化，带动公司盈利能力持续提升。公司高端大马力推土机具有更高的附加值和技术壁垒，盈利能力明显优于中小马力推土机。2022 年公司大马力推土机的毛利率为 40.0%，中小马力推土机为 25.7%。2023 年公司大马力推土机毛利率升至 46.9%，中小马力推土机毛利率为 29.1%，受益于公司大马力推土机出口高速增长，公司工程机械主机毛利率逐年上升，从 2020 年的 16.6%提升至 2023 年的 23.2%。随着大马力推土机在海外市场需求的进一步增长，公司工程机械主机的盈利能力有望持续提升。

**图20：2023 年公司大马力推土机毛利率 46.9%，高于中小马力推土机 29.1%**



数据来源：Wind、开源证券研究所

**图21：2020-2023 年公司工程机械主机毛利率由 16.6% 提升至 23.2%，推土机大型化带动公司毛利率上行**



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司大马力推土机优势显著，比肩海外头部品牌产品。全球大马力高端推土机市场主要由卡特彼勒、小松、约翰迪尔等海外公司主导。公司通过持续研发新型产品，实现了国内高端大马力推土机的突破。据山推股份、卡特彼勒和小松官网最新大功率大马力履带式推土机相关数据，山推股份旗下 SD90-C5 以可靠的动力传动系统、灵活的操作性能、舒适的驾乘环境、广泛的工作适应能力和易维护性，具备较强的市场竞争力。此外，公司通过定增进一步增强了推土机的生产能力，为未来大型推土机的拓展奠定基础。

图22：公司 DH46-G 大马力推土机在大型矿山工作



资料来源：公司官网

图23：2020 年山推股份定增投入 4.9 亿元，进一步加强大马力推土机综合实力

项目名称	投资总额(亿元)	拟投入募集资金金额(亿元)
高端大马力推土机产业化项目	4.89	4.46
补充流动资金及偿还银行贷款	2.36	2.36
合计	7.25	6.82

数据来源：公司公告、开源证券研究所

表2：公司大马力履带式推土机性能比肩海外头部品牌

公司	山推股份	卡特彼勒	小松
型号	SD90-C5	D11	D475A-5E0
额定功率(kw)	708	534	664
工作质量(kg)	106260	104236	108390
接地长度(mm)	4520	4444	4524
接地比压(kPa)	143.7	—	166
松土深度(mm)	1670	1612	1010
燃油箱容量(L)	1750	1895	1670

数据来源：山推股份、卡特彼勒、小松官网、开源证券研究所

## 2、推土机：大马力产品出口高速增长，主机厂迎量利齐升

### 2.1、推土机市场稳定、格局集中、价格坚挺

推土机主要作用是物料集散，广泛应用于采矿、基建等领域。推土机的主要功能包括物料集散，尤其是在 100 米以内的高效作业中，推土机的效率超过挖掘机等其他土方机械，独特功能使其在工程施工中占据重要地位，具体应用包括：（1）平整土地：用于基建、公路和铁路建设，以及土地开发和林业木业。（2）建筑施工：广泛房屋建筑、架桥和市政工程（如垃圾处理）中；（3）采矿业：煤矿和金属矿广泛应用大型推土机。

图24：推土机主要应用下游包括采矿业、道路建设



资料来源：开源证券研究所

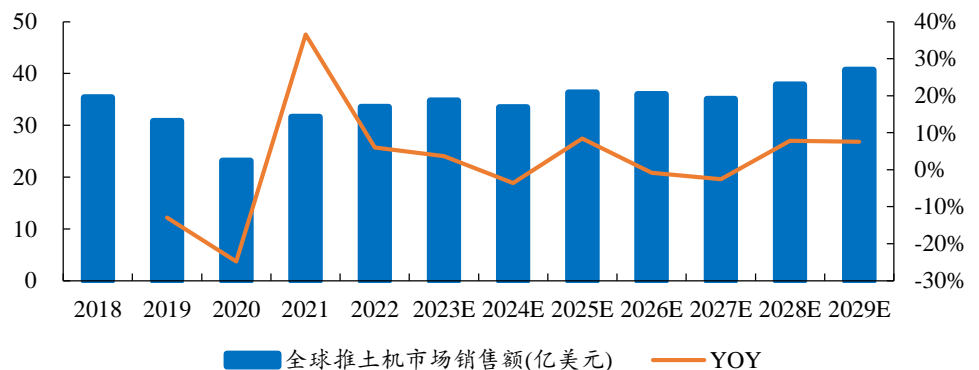
根据发动机功率分类，推土机可分为大型推土机（325 马力以上）、中小型推土机（325 马力以下）。从推土机的应用场景及功率区分，大型推土机(239kw/325 马力)用于坚硬土质或深度冻土的大型土方工程，如大型水利、矿山开采等工程；小型推土机（75kw/102 马力）用于小面积和零星土方作业场地；中型推土机（75-239kw/102-325 马力）用于一般的土方作业，如中型公路、一般性水利工程等基础设施建设。此外，以行走方式可分为履带式和轮胎式，按推土板安装方式可分为固定式铲刀和回转式铲刀，根据用途可分为普通型和专用型，区别传动方式可分为机械式传动、液力机械传动式、全液压传动式和电传动式推土机。

**表3: 推土机主要分类及应用场景**

分类方式	类型
发动机功率	小型推土机(75kw/102 马力): 小面积和零星土方作业场地
	中型推土机: (75-239kw/102-325 马力): 中型公路、一般性水利工程等基础设施建设
	<b>大型推土机(239kw/325 马力):</b> <b>坚硬土质或深度冻土的大型土方工程, 如大型水利、矿山开采等工程</b>
行走方式	履带式推土机
	轮胎式推土机
推土板安装方式	固定式铲刀推土机
	回转式铲刀推土机
传动方式	机械式传动推土机
	液力机械传动式推土机
	全液压传动式推土机
用途	电传动式推土机
	普通型推土机
	专用型推土机

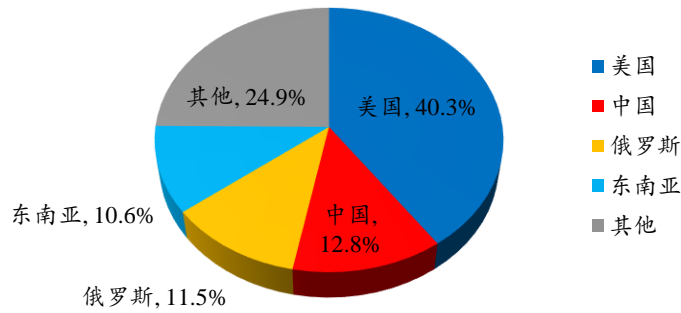
资料来源: 中国建设机械职业教育网、开源证券研究所

全球推土机市场规模稳定在 30 至 40 亿美元之间, 美中俄三国占据最大市场。根据 QY Research 的数据, 2022 年全球推土机市场销售额为 33.49 亿美元, 其中美国以 13.5 亿美元占全球市场的 40.26%, 中国占 4.3 亿美元, 约 12.77%, 俄罗斯和东南亚市场分别占 11.54% 和 10.55%。除 2020 年因新冠疫情导致销售额下降外, 市场整体保持稳定, 预计到 2029 年将达到 40.68 亿美元, 2022 至 2029 年的复合年增长率 (CAGR) 为 2.82%, 市场整体较为稳定。

**图25: 2022 年全球推土机市场规模 33.5 亿美元, 同比增长 6%, 市场整体较为稳定**


数据来源: QY research、开源证券研究所

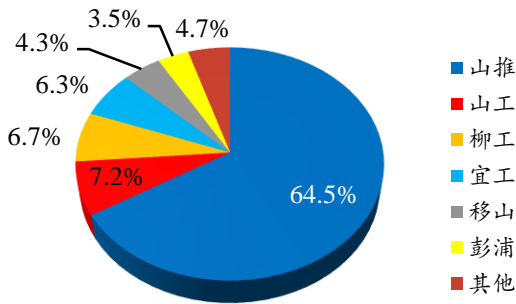
图26：2022 年全球推土机前三市场为美国、中国和俄罗斯



数据来源：QY research、开源证券研究所

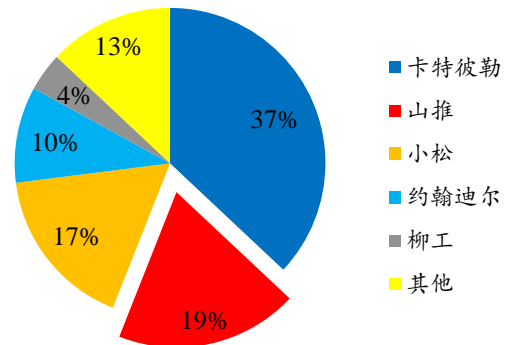
从竞争格局看，推土机行业格局集中，公司国内市场份额 65%、全球份额 19%。国内推土机市场的国产化率高于 90%，中小马力推土机已基本替代海外品牌。目前国内推土机市场由少数企业主导，山推股份独占鳌头，市占率持续保持在 60%以上，市场集中度 CR6 超过 90%。山推股份在国内推土机市场处于领先地位，市场份额高达 64.5%，而排名第二和第三的山工和柳工分别仅占 7.2%和 6.7%。其余竞争者如宜工、移山和彭浦等的市场份额总和不到 19%。全球推土机市场 CR5 达到 87%，其中卡特彼勒以 37%占据市场龙头，山推股份占 19%，其他份额被小松(17%)、约翰迪尔(10%)等厂商占据。

图27：山推股份国内推土机市场份额达 65%，稳居第一



数据来源：前瞻研究院、开源证券研究所

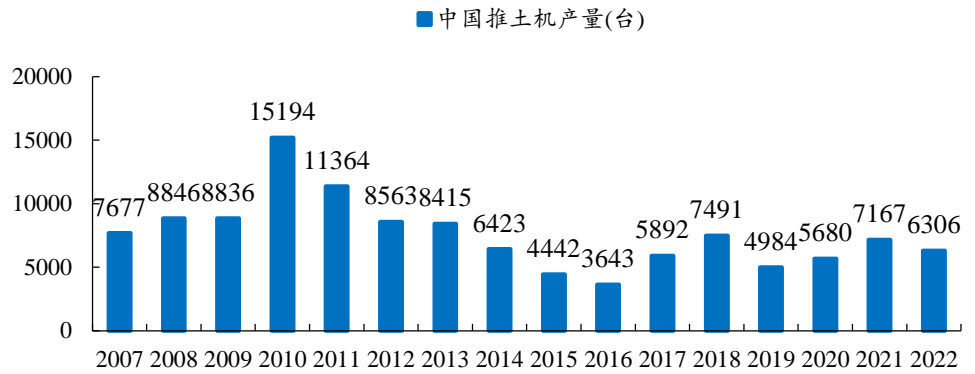
图28：山推股份全球推土机市场份额 19%，位居第二



数据来源：Wind、开源证券研究所

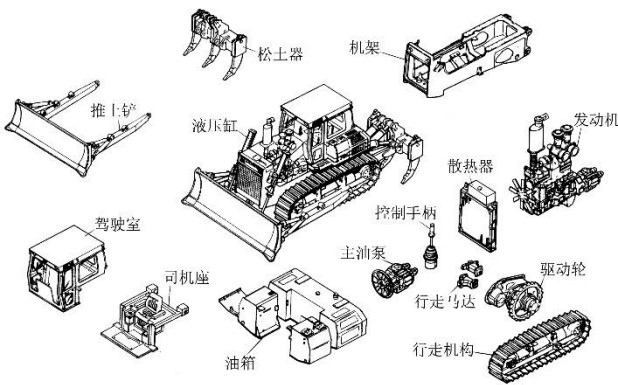
推土机市场规模有限、技术壁垒较高，两个因素导致行业集中且格局稳定。从市场规模来看，2022 年中国推土机产量（含出口）仅为 6306 台，远低于同期挖掘机销量 26 万台，市场容量相对较小。全球工程机械市场规模（以价值量计），履带式推土机仅占 7%，低于挖掘机 57%、装载机 18%，市场规模有限。此外，推土机技术壁垒较高，生产特点包括多品种、小批量和复杂制造工艺，复杂结构和多样化零部件制造需要大量投入，尤其是大马力推土机，涉及液压系统和复杂结构件，加上运输技术的难度，使得行业进入门槛较高。推土机市场规模有限、技术壁垒较高，两个因素导致了推土机的寡头竞争格局，国内推土机市场主要由山推股份等少数企业主导。

图29：2022年中国推土机产量6306台，相较挖掘机、装载机等产品销量较小



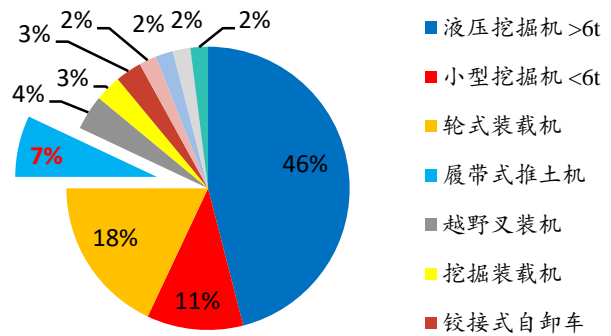
数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：推土机产品壁垒高，结构复杂、零部件多样



资料来源：中国建设机械职业教育网

图31：全球工程机械市场规模（以价值量计），履带式推土机仅占7%，市场规模有限

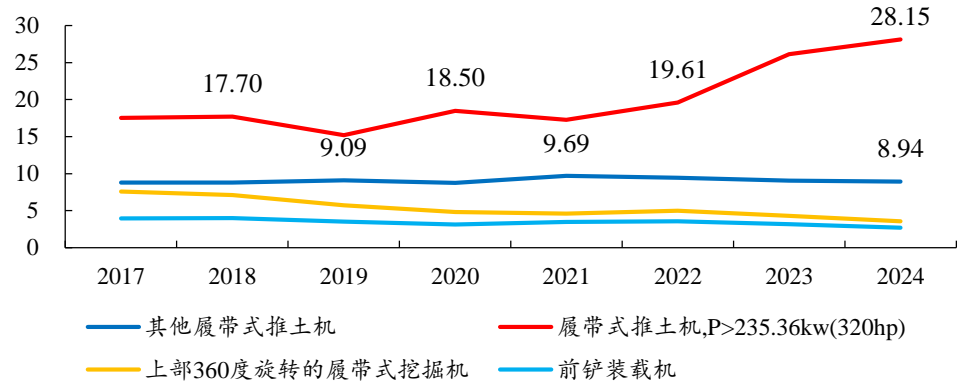


数据来源：OFF-HIGHWAY、开源证券研究所

得益于稳定集中的竞争格局，推土机出口价格保持坚挺。与竞争激烈的挖掘机和装载机等其他工程机械品类相比，推土机的价格近年来相对稳定。根据海关总署的数据，自2017年1月至2024年7月，中小马力推土机的出口单价上升了72.09%，而大马力推土机的出口单价微降0.78%。相比之下，挖掘机和装载机的出口单价则分别下降了58.08%和27.95%。



**图32：推土机出口价格坚挺，2024 年大功率推土机均价提升至 28.2 万元/台（单位：万元）**

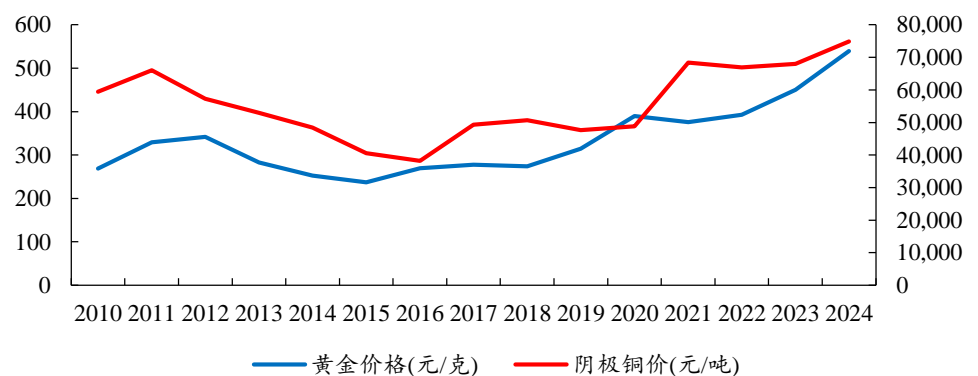


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2.2、全球采矿业维持高景气，催生大马力推土机需求

以铜、金、铁金属矿为主的长期需求较大程度上决定矿山企业资本开支，金、铜价格较高，有望支撑行业资本开支维持较高水平。铜、金和铁矿是矿山装备的主要下游。金、铜价格与头部矿业公司资本支出呈较明显正相关关系，目前黄金、铜价格已超过上轮上行周期高点，有望支撑行业资本开支维持较高水平。

**图33：金、铜价格水平较高，有望支撑矿业开采高景气**

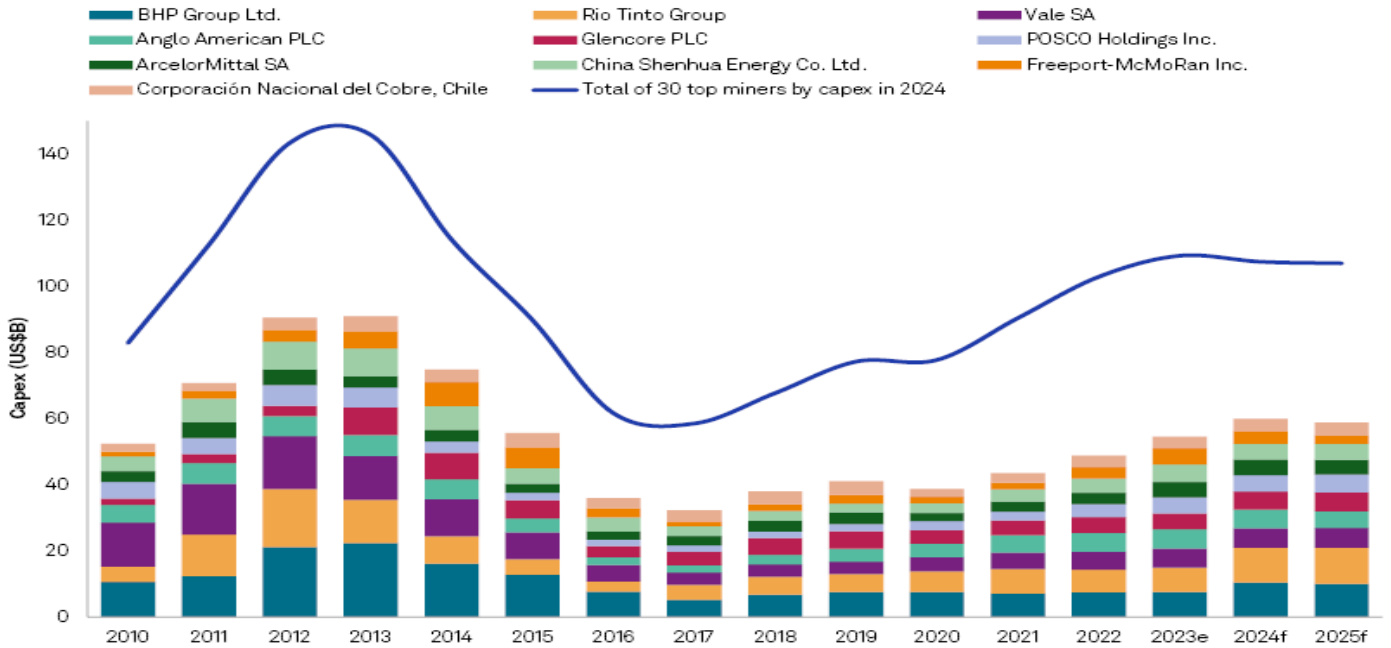


数据来源：Wind、开源证券研究所

主流金属矿资本开支高景气，大马力推土机出口有望维持较高增长。据 S&P Global 数据,2023 年全球 30 家头部矿商的资本支出预计 1092 亿美元,同比 6.2%,实现连续三年增长。随着矿山项目密集度提升、老矿山设备更新和矿山智能化建设,24 年铜、金、铁全球资本支出有望增至 786.4 亿美元。受益于矿山企业资本支出提升,大马力履带式推土机出口销量有望持续增长。

图34：预计未来三年全球头部矿商资本支出保持较高水平

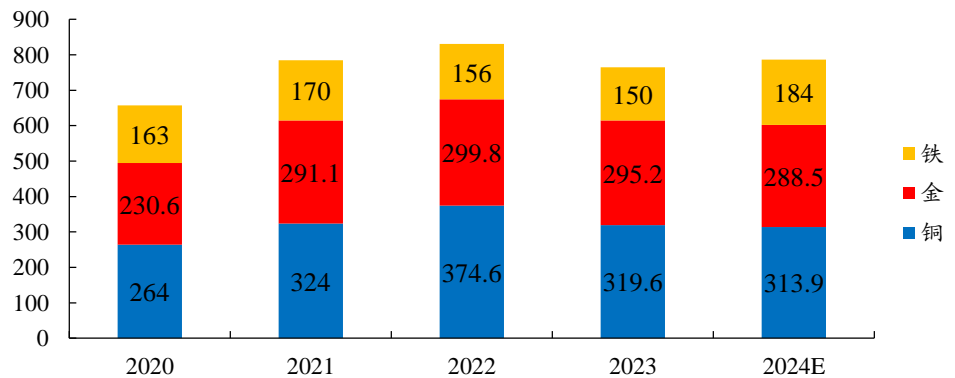
Capex by highest spending miners, 2010-25



As of Sept. 1, 2023.  
 Capex = capital expenditure; e = estimate; f = forecast.  
 Financial year for BHP Group and Fortescue Metals Group Ltd., ends June 30, and for Vedanta Ltd., March 31.  
 Source: S&P Global Market Intelligence.  
 © 2023 S&P Global.

数据来源：S&P Global Market Intelligence

图35：铜、金、铁资本支出有望维持较高水平

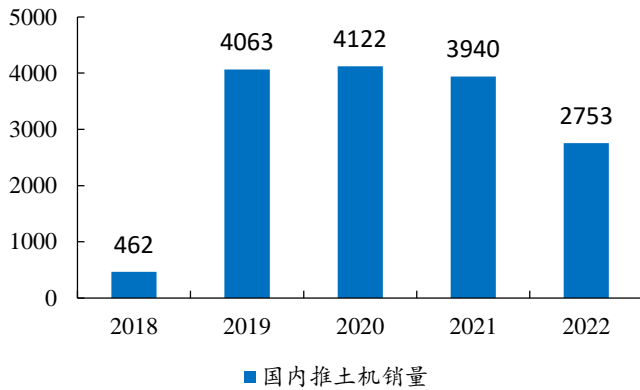


数据来源：S&P Global Market Intelligence、开源证券研究所

2.3、大马力推土机出口高速增长，主机厂迎量利齐升

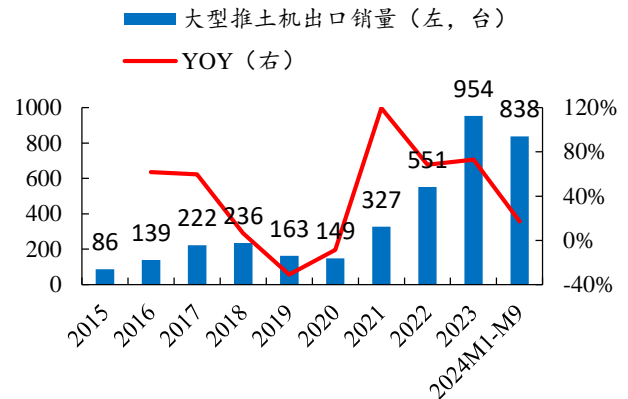
我国推土机市场趋于稳定，大马力推土机出口高速增长。中国推土机市场发展稳健,2022年国内销量为2,753台,市场整体稳定。2023年大马力推土机(P>235.36kw)出口954台,同比增长73%;2024年前三季度出口838台,同比增长17%,大马力推土机出口高速增长。

图36: 2022 年国内推土机销量 2753 台, 国内市场整体稳定



数据来源: Wind、开源证券研究所

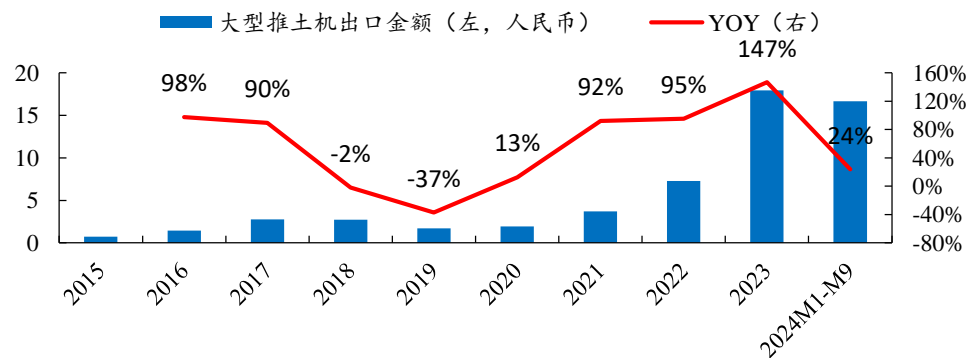
图37: 2024 年前三季度大马力推土机出口 838 台, 同比增长 17%



数据来源: 中国海关总署、开源证券研究所

**2024M1-M9 大型推土机出口金额 16.7 亿人民币, 同比增长 24%, 大型推土机出口保持高速增长。**随着国产工程机械产业链升级和服务相应能力提升, 国产推土机开始批量出口, 近年来国内大功率推土机出口金额稳中向好, 2023 年大型推土机出口金额 17.9 亿人民币, 同比增长 147%。2024 年 1-9 月大型推土机出口金额 16.7 亿人民币, 同比增长 24%。

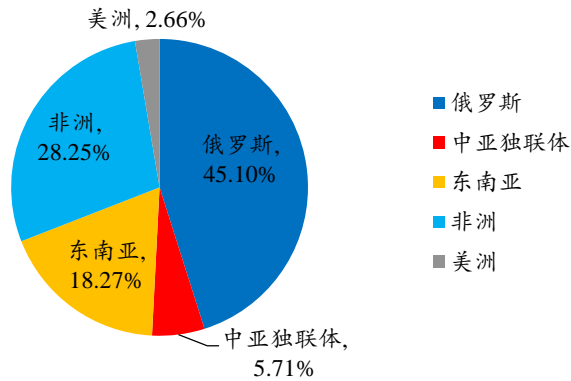
图38: 2024M1-M9 大型推土机出口金额 16.7 亿人民币, 同比增长 24%



数据来源: Wind、开源证券研究所

我国推土机主要出口面向“一带一路”地区, 前三大区域为俄罗斯、东南亚、中亚, 2024 年前三季度出口金额占比分别为 45%、28%、18%。据海关总署数据, 我国 2023 年推土机出口前五的国家分别为俄罗斯、印度尼西亚、马来西亚、菲律宾和哈萨克斯坦。在 2018-2023 年, 我国对俄罗斯出口均保持第一。尤其在 2022 年俄乌冲突后我国对俄出口数量显著增长。出口分地区看, 我国推土机出口前三大区域为俄罗斯、东南亚、中亚, 2024 年前三季度出口金额占比分别为 45%、28%、18%, 我国推土机出口主要面向“一带一路”地区。

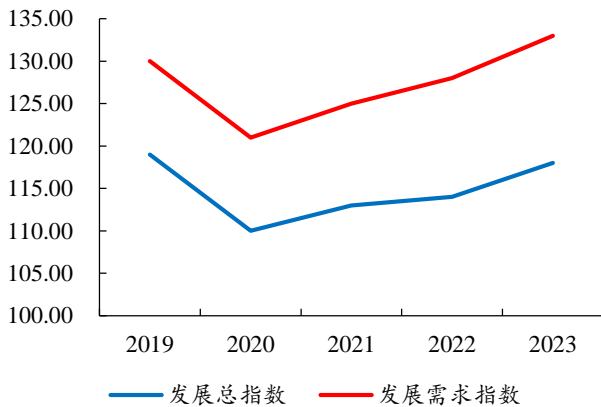
图39：24M1-M9 我国推土机出口金额占比，俄罗斯、非洲、东南亚地区位列前三



数据来源：中国海关总署、开源证券研究所

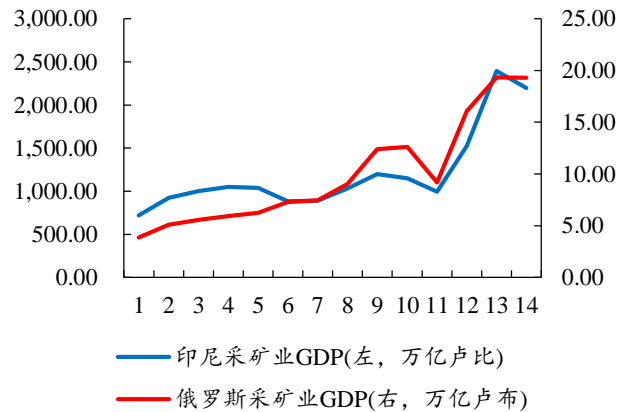
**“一带一路”采矿和基础设施建设推进，催生大马力推土机需求。**在海外采矿方面，我国推土机对外出口量最大的国家俄罗斯和印尼矿产形势稳步向好。2024年1月，俄罗斯采矿和采石业工业生产指数同比增长3.7%，2023年印尼采矿业实际GDP同比增长6.1%。在海外基建方面，随着全球经济持续复苏，“一带一路”国家基础设施发展需求和热度回暖。2022年共建国家推进建设的基础设施项目超过500个。2023年“一带一路”国家基础设施发展指数达到118，回升至疫情前水平。

图40：“一带一路”地区发展指数回升



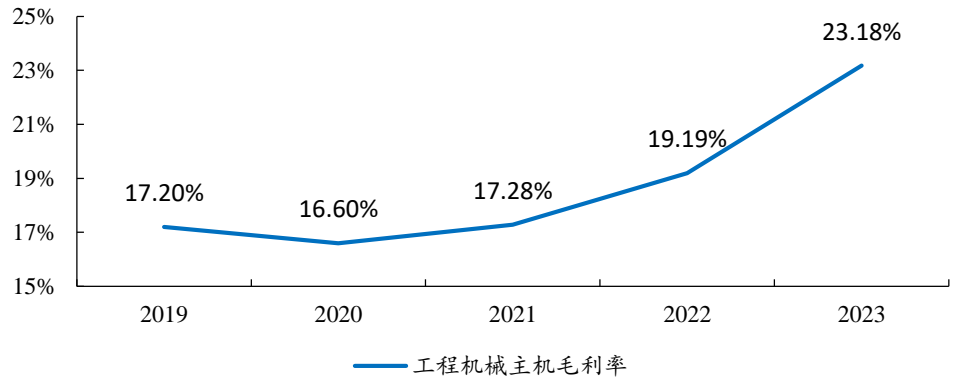
数据来源：Wind、开源证券研究所

图41：俄罗斯、印尼两大市场采矿业发展向好



数据来源：Wind、开源证券研究所

**大马力推土机出口带动量价齐升。**大马力产品强盈利能力带动工程机械主机板块毛利率提升。据公司公告，大马力扩产项目已开始实现生产销售，以推土机产品为主的工程机械主机产品毛利率稳步提升，公司工程机械主机毛利率由2019年17.2%提升至2023年23.2%。

**图42：受益推土机大型化，公主机毛利率由 2019 年 17.2%提升至 2023 年 23.2%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3、挖掘机：得挖掘机者得天下，第二曲线有望再造山推

#### 3.1、与山重建机合作，挖掘机板块高速拓展

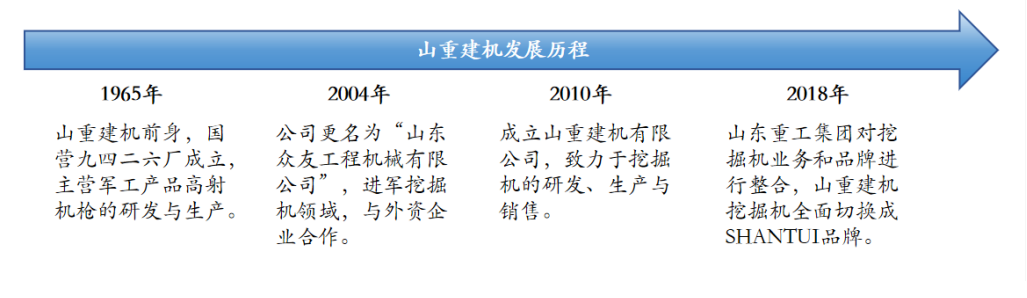
**2022 年减资退出小松，重启挖掘机业务。**自 1979 年起，山推股份与小松在推土机、液压挖掘机及工程机械结构件等领域展开合作，成立了多个合资企业。通过与小松的技术合作，引进了 D85 推土机技术，并在此基础上实现了国产化和技术创新。2022 年山推股份解除与小松的竞业限制，开始独立发展挖掘机业务，并与山重建机合作，利用其技术和产品优势拓展市场。

**表4：山推股份与小松的合资公司及发展情况**

公司名称	成立年份	主营业务	成立时的股权机构	发展情况
小松山推工程机械有限公司	1995年	液压挖掘机生产、销售。	山东推土机总厂 50%；日本国株式会社小松制作所 40%；日本国住友商事株式会社 6%；日本国九红株式会社 3%；日本国伊藤忠商事株式会社 1%。	2022年1月，公司减资退出小松山推，不再持有小松山推股权，并解除挖掘机竞业限制。公司成为小松集团的全资控股公司，并更名为小松机械制造(山东)有限公司。
山东山推工程机械结构件有限公司	2002年	主要生产挖掘机、推土机、装载机等工作装置和结构件配套件。	山推工程机械股份有限公司 60%；日本株式会社小松制作所 25%；山东山推机械有限公司 15%。	截至2023年底，山推工程机械股份有限公司持股 75%，日本株式会社小松制作所持股 25%。
山东彩桥驾驶室有限公司	2003年	生产销售工程机械的驾驶室、地板架总成和板金件喷漆。	山推工程机械股份有限公司 40%；小松(中国)投资有限公司 30%；日本国大京株式会社 30%。	2011年经历股权变更，小松退出，2018年山推股份将公司吸收合并，成为山推股份的驾驶室事业部
山推铸钢有限公司	2005年	主要从事建筑、矿产和土木工程机械部件及其他民用铸钢产品的研发、生产、销售及进出口业务，包括机械加工及热处理业务。此外，公司还制作和销售铸造用模型及加工用。	山推工程机械股份有限公司 70%；日本 KomatsuCastcx 株式会社 30%	更名为山东恒基材料成型有限公司，截至2023年底，山东恒基集团股份有限公司持股 55.33%，山推工程机械股份有限公司持股 44.67%

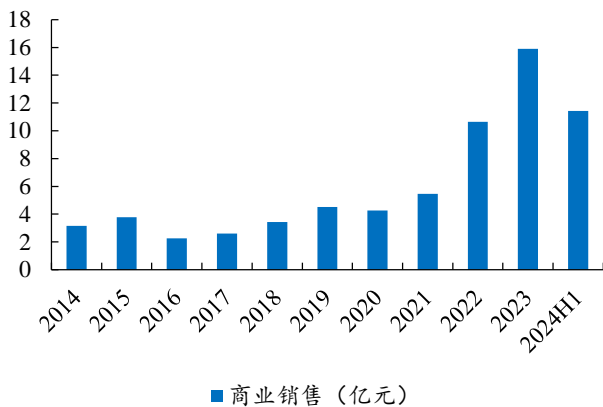
资料来源：公司公告、开源证券研究所

**山重建机底蕴深厚，与日本小松、德国利勃海尔均有深度合作。**山重建机有限公司的前身是成立于1965年的军工国营九四二六厂，最初专注于高射机枪的研发与生产。1994年，公司引进小松和利勃海尔的技术，开始专业生产挖掘机。2010年，山重建机正式成立，依托集团资源协同优势，专注于液压挖掘机的研发、生产与销售。2018年，山东重工集团对挖掘机业务进行战略整合，使山重建机的产品全面切换为山推品牌。

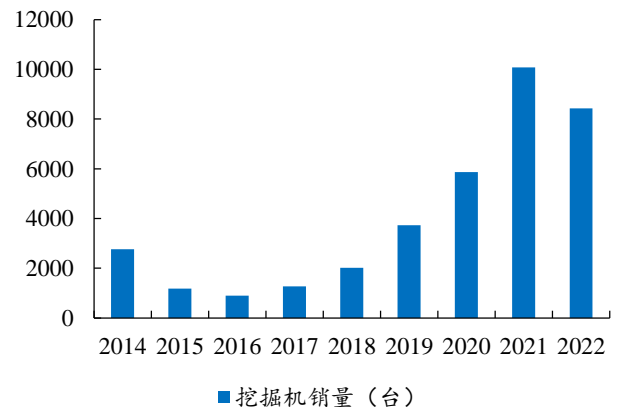
**图43：山重建机底蕴深厚，与日本小松、德国利勃海尔均有深度合作**


资料来源：公司官网、开源证券研究所

目前公司通过采购山重建机挖掘机进行商业贸易。公司与山重建机及其关联方合作，按市场价格采购挖掘机产品，再向境外客户进行销售。山重建机目前拥有位于临沂和济宁的两个生产基地，具备年产 2 万台挖掘机的生产能力，涵盖从 1.2 吨到 125 吨的全系列挖掘机产品。2023 年和 2024 年前三季度，山重建机的营收分别为 24.09 亿元和 24.26 亿元，归母净利润分别为 0.43 亿元和 0.45 亿元。

**图44：2023 年山推股份挖掘机商业销售板块收入 15.90 亿元，同比增长 49.40%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

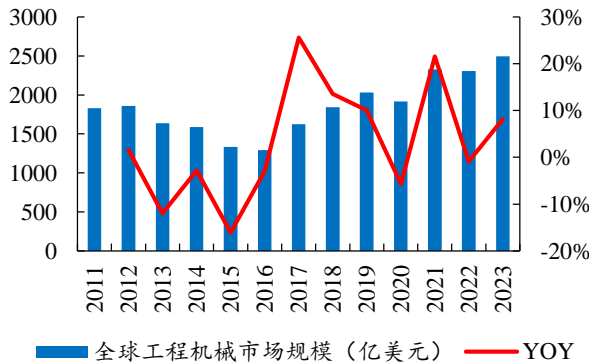
**图45：2022 年山重建机挖掘机销量 8426 台，市场份额 3.22%**


数据来源：中国工程机械工业协会、开源证券研究所

### 3.2、得挖机者得天下，第二曲线有望再造山推股份

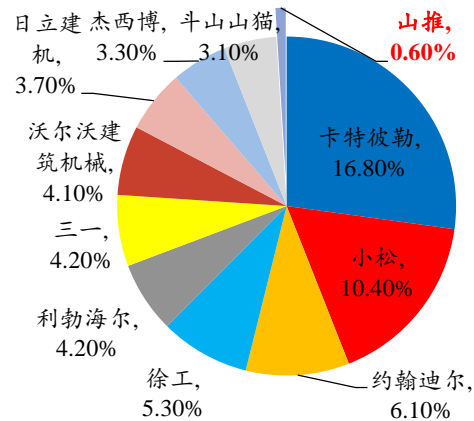
2023 年全球工程机械市场规模达到 2494 亿美元，公司全球份额仅 0.6%，提升潜力大。根据 KHL 数据，2023 年全球工程机械市场规模达到 2494 亿美元，国内上榜企业为徐工和三一重工，位居第三和第五，所占市场份额分别为 5.3%和 3.2%。山推股份的份额仅为 0.6%，提升潜力大。

图46：2023 年全球工程机械市场规模 2494 亿美元，同比增长 8%



数据来源：KHL、开源证券研究所

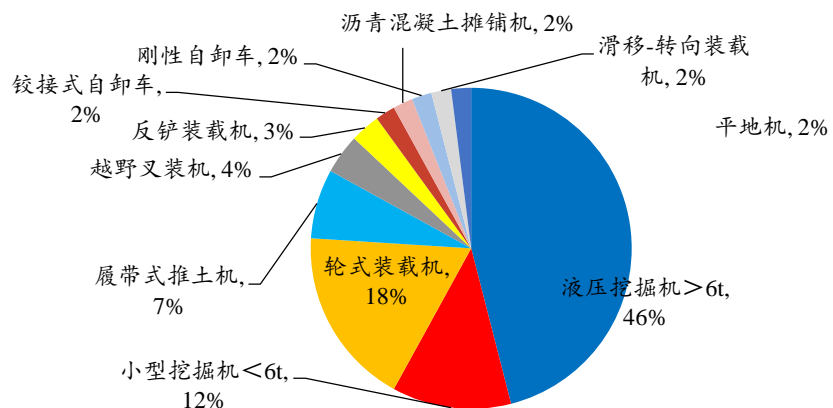
图47：2023 年公司在全球工程机械份额仅 0.6%，提升潜力大



数据来源：KHL、开源证券研究所

相对公司体量而言，挖掘机市场潜力大，第二曲线有望再造山推股份。从价值量看，推土机在工程机械行业价值量占比仅为 7%。挖掘机为工程机械第一大价值量品种，占行业价值量 58%，其中小型挖掘机在全球工程机械市场中占 12%，大型挖掘机占 46%。因此，全球头部主机厂均配置挖掘机。相对公司体量而言，挖掘机市场潜力大，第二曲线有望再造山推股份。

图48：全球工程机械细分产品份额，挖掘机为第一大市场



数据来源：Off-Highway、开源证券研究所

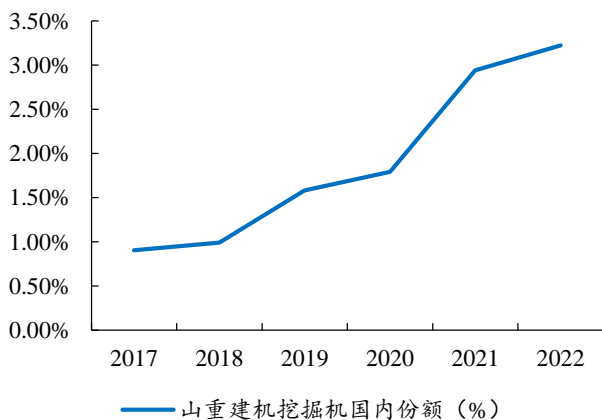


**表5: 挖掘机为工程机械价值量最大单品, 全球主要工程机械制造商均配置挖掘机**

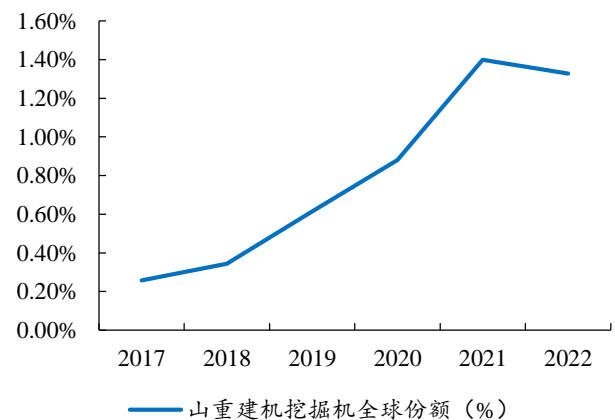
	Excavators 挖掘机	Backhoe Loaders 装载机	Cranes 起重机	Concrete Equipment 混凝土机	Dozers 推土机	Graders 平地机	Dump Trucks 自卸车	Telescopic Handler 叉车	Drilling 钻机	Powered Systems 动力系统
卡特彼勒	✓	✓			✓	✓	✓	✓	✓	✓
小松	✓	✓			✓	✓	✓	✓		
约翰迪尔	✓	✓			✓	✓				
徐工集团	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
三一重工	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
日立	✓	✓	✓				✓			
沃尔沃	✓		✓				✓			
利勃海尔	✓		✓	✓	✓				✓	
斗山	✓									
中联重科	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓	

数据来源: Yellow Table、开源证券研究所

山重建机国内份额约 3%，全球份额 1%，份额提升空间广阔。根据中国工程机械行业数据，2022 年山重建机挖掘机销量为 8426 台，按照当年国内挖机销量 26 万台、全球挖掘机销量约为 63 万台，山重建机挖掘机国内、全球市场份额分别为 3.2%、1.3%，提升空间广阔。随着公司在挖掘机领域全球份额的提升，第二曲线有望再造山推股份。

**图49: 2022 年山重建机挖掘机国内份额 3.2%**


数据来源: 中国工程机械工业协会、开源证券研究所

**图50: 2022 年山重建机挖掘机全球份额 1.3%**


数据来源: 中国工程机械工业协会、开源证券研究所

## 4、拟收购山重建机 100% 股权，集团资产有望进一步整合

公司多次进行股权结构调整，通过整合资源，优化业务结构及管理效率。

**(1) 2018 年子公司整合:** 公司将三家全资子公司道机公司(主营筑路压实机械)、彩桥公司(主营工程机械驾驶室、地板架总成及钣金件喷涂)和顺鑫易公司(主营工程机械配件)吸收合并。整合集中资源，提高协同效应。

**(2) 2021 年减资退出:** 公司通过非同比例减资方式，以 7.5 亿元价格退出了小松山推 30% 的股权，不再持有该公司股权，从而解除在挖掘机领域的业务限制，进一步优化业务布局。

**(3) 2022 年资产合并:** 德州市政府依法征收公司全资子公司山东德工的房产和附属设施，为简化管理结构，公司全资子公司山推(德州)对山东德工进行了吸收合并，进一步优化资产配置，提升管理效率。

表6：公司多次调整出资结构，优化业务结构及管理效率

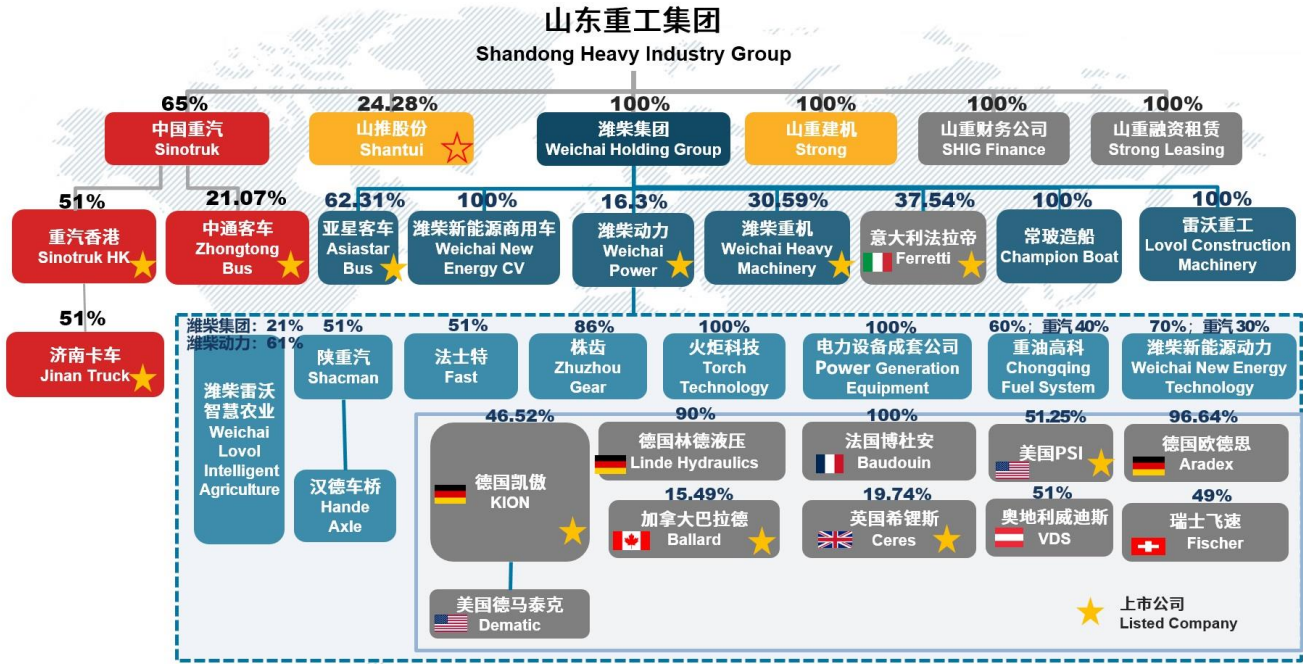
截至 2017/12/31			截至 2023/12/31	
公司名称	持股方式		公司名称	持股方式
山东山推工程机械进出口有限公司	直接持股 100%		山东山推工程机械进出口有限公司	直接持股 100%
山东山推工程机械结构件有限公司	直接持股 60%		山东山推工程机械结构件有限公司	直接持股 75%
山东山推欧亚陀有限公司	直接持股 75%		山东山推欧亚陀有限公司	直接持股 75%
山推楚天工程机械有限公司	直接持股 24.5%+间接持股 68.7%	→	山推楚天工程机械有限公司	直接持股 24.5%+间接持股 68.7%
山推建友机械股份有限公司	间接持股 51%		山推建友机械股份有限公司	间接持股 51%
山东重工集团财务有限公司	直接持股 12.5%		山东重工集团财务有限公司	直接持股 12.5%
山推道路机械有限公司	直接持股 100%		山推(德州)工程机械有限公司	直接持股 100%
山东彩桥驾驶室有限公司	直接持股 100%			
小松山推工程机械有限公司	直接持股 30%			

资料来源：公司公告、开源证券研究所

**拟收购山重建机 100% 股权，集团资产有望进一步整合。**从集团结构看，山推股份与山重建机业务同属于工程机械板块，业务协同性高。2024 年 11 月 12 日公司公告，公司拟 18.4 亿元现金购买山重工程所持山重建机 100% 的股权，交易完成后山重建机将成为山推股份的全资子公司，并承诺交割完成后三年（2024 年 1 月 1 日至 2026 年 12 月 31 日），标的公司扣非归母净利润分别不低于 0.86、1.26 和 1.67 亿元，有望大幅增厚上市公司利润。此外，集团承诺 5 年内解决雷沃工程机械、潍柴青岛与山推股份在挖掘机业务上可能存在的同业竞争问题，集团资产有望进一步整合。

图51: 从集团结构看, 山推股份与山重建机存在业务协同性

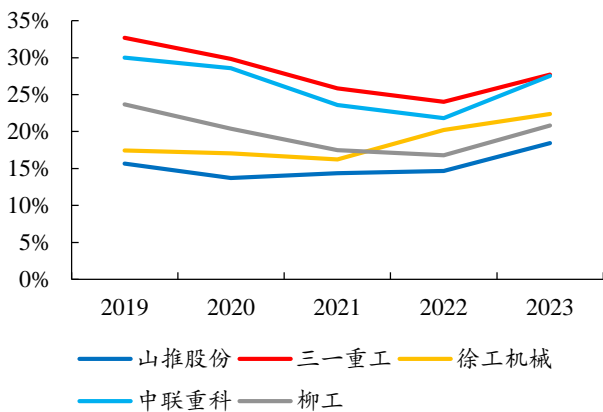
## 集团产权结构 Group Chart



资料来源: 公司官网

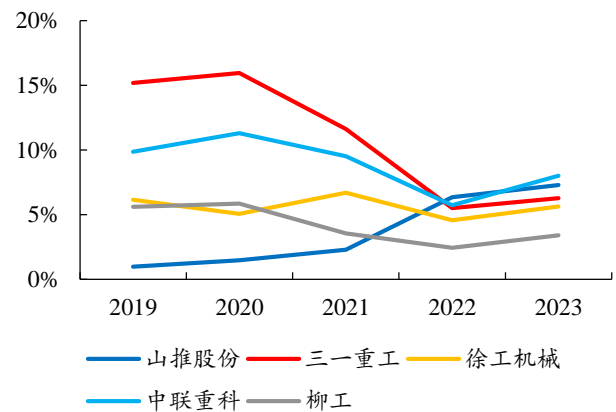
公司盈利能力有望持续提升。从产品结构看, 挖掘机及大马力推土机属于高毛利产品, 随着公司产品结构优化, 盈利能力具备提升空间。从行业来看, 公司毛利率在行业中相对较低, 存在较大提升空间。公司持续进行业务协同、管理优化, 盈利能力有望持续提升。

图52: 横向来看, 公司毛利率仍有较大提升空间



数据来源: Wind、开源证券研究所

图53: 公司净利率在可比公司处于中等水平, 仍有提升空间



数据来源: Wind、开源证券研究所

## 5、盈利预测与投资建议

核心假设如下：

**1、工程机械主机：**公司工程机械主机制造主要包括推土机、挖掘机、装载机及路面机械等。受益于推土机海外份额提升、产品大型化，挖掘机海外份额提升，我们预计 2024-2026 年公司工程机械主机收入增速分别为 31.0%/16.6%/13.5%，考虑到产品结构的影响，我们预计 2024-2026 年公司工程机械主机毛利率分别为 20.8%/20.7%/20.8%。

**2、配件：**公司配件业务包括四轮一带、履带板、底盘件、结构件（如动臂、斗杆），增速与工程机械主机保持较高一致性。我们预计 2024-2026 年公司配件收入增速分别 20%/15%/13%，考虑规模效应及产品结构变化，毛利率分别为 9%/10%/10%。

表7：2022-2026E 山推股份分业务拆分

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>一、工程机械主机</b>	<b>62.92</b>	<b>67.65</b>	<b>86.87</b>	<b>106.53</b>	<b>126.32</b>
YOY	10.0%	7.5%	28.4%	22.6%	18.6%
毛利率	19.0%	23.1%	20.1%	21.1%	21.5%
<b>二、配件</b>	<b>27.26</b>	<b>27.49</b>	<b>35.74</b>	<b>42.89</b>	<b>49.32</b>
YOY	12.3%	0.8%	30%	20%	15%
毛利率	5.8%	8.8%	9.0%	10.0%	10.0%
<b>三、其他业务</b>	<b>10.52</b>	<b>10.26</b>	<b>10.26</b>	<b>10.26</b>	<b>10.26</b>
YOY	-0.02	-2.5%	0%	0%	0%
毛利率	11.0%	13.0%	13%	13%	13%
<b>总收入合计</b>	<b>100.71</b>	<b>105.40</b>	<b>132.87</b>	<b>159.68</b>	<b>185.90</b>
YOY	9.2%	4.7%	26.1%	20.2%	16.4%
毛利率	14.6%	18.4%	16.6%	17.6%	18.0%

数据来源：Wind、开源证券研究所

我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入分别为 132/160/186 亿元，分别同比增长 26%/20%/16%；归母净利润分别为 9.5/12.4/15.0 亿元，分别同比增长 24%/31%/21%，当前股价对应 PE 分别为 16.5/12.6/10.4 倍，低于可比公司平均。公司持续受益于大型推土机、挖掘机出口高速增长双重逻辑，首次覆盖给予“买入”评级。

表8：可比公司估值表

2024/12/3		收盘价 (元)	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
代码	公司			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
600031.SH	三一重工	17.48	1,481	45.3	61.4	79.6	100.7	32.7	24.1	18.6	14.7
000425.SZ	徐工机械	8.09	956	53.3	63.9	80.7	102.6	17.9	15.0	11.8	9.3
000157.SZ	中联重科	6.98	571	35.1	41.0	53.2	66.5	16.3	13.9	10.7	8.6
000528.SZ	柳工	11.13	221	8.7	15.3900	20.3	27.1	25.4	14.3	10.9	8.2
<b>可比公司平均</b>									<b>23.1</b>	<b>16.8</b>	<b>13.0</b>
<b>000680.SZ</b>	<b>山推股份</b>	<b>10.43</b>	<b>156</b>	<b>7.7</b>	<b>9.5</b>	<b>12.4</b>	<b>15.0</b>	<b>20.4</b>	<b>16.5</b>	<b>12.6</b>	<b>10.4</b>

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：柳工、山推股份来自开源预测，其余来自 Wind 一致预测）

## 6、风险提示

**1、行业周期大幅波动：**工程机械行业具有较强的周期性，容易受到宏观经济波动的影响。如果下游的基建、矿山等投资增速不如预期，或设备更新速度减缓，公司将面临下游需求下降的风险，进而影响公司的业绩表现。

**2、海外市场拓展不及预期：**国际市场是公司未来增长的重要引擎之一。如果海外市场拓展未能达到预期，可能直接影响公司的业绩和市场估值。

**3、大马力产品销售不及预期：**公司盈利的主要增长来源于大马力推土机的销量提升。如果国内外宏观经济或政策变化影响下游需求，可能对公司盈利能力产生不利影响。

**4、国际贸易摩擦与汇率波动：**截至 2023 年，公司海外收入占比已上升至 55%。若发生贸易摩擦或汇率大幅波动，可能对公司业绩产生负面影响。

**5、行业竞争加剧：**在行业下行期间，工程机械行业的主机厂竞争可能加剧，导致公司在销量和价格上承受压力，从而面临市占率下降和利润空间被压缩的风险。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	8364	10192	11735	14898	15714
现金	2657	3288	4145	4981	5799
应收票据及应收账款	2917	3397	3652	5333	4820
其他应收款	158	141	233	188	356
预付账款	288	366	459	532	622
存货	1391	2170	2423	3026	3288
其他流动资产	952	829	823	837	830
<b>非流动资产</b>	3159	3235	3706	4074	4363
长期投资	485	513	684	865	1062
固定资产	1413	1319	1657	1897	2059
无形资产	598	412	357	291	214
其他非流动资产	663	991	1008	1021	1028
<b>资产总计</b>	11523	13427	15441	18971	20077
<b>流动负债</b>	6061	7263	1674	1673	1779
短期借款	710	618	675	668	654
应付票据及应付账款	4495	5678	0	0	0
其他流动负债	855	967	1000	1005	1125
<b>非流动负债</b>	283	301	314	315	300
长期借款	0	50	63	64	50
其他非流动负债	283	251	251	251	251
<b>负债合计</b>	6344	7564	1988	1988	2079
少数股东权益	288	292	307	318	332
股本	1501	1501	1501	1501	1501
资本公积	1539	1548	1548	1548	1548
留存收益	1934	2586	3267	4150	5220
<b>归属母公司股东权益</b>	4892	5571	13146	16665	17666
<b>负债和股东权益</b>	11523	13427	15441	18971	20077

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	380	349	1143	1557	1847
净利润	636	768	965	1251	1515
折旧摊销	184	202	188	242	292
财务费用	-59	-5	27	80	93
投资损失	-340	-45	-143	-152	-170
营运资金变动	-203	-704	63	95	72
其他经营现金流	162	133	43	41	44
<b>投资活动现金流</b>	-148	128	-506	-444	-386
资本支出	100	62	488	429	384
长期投资	-106	90	-171	-181	-198
其他投资现金流	59	100	154	166	195
<b>筹资活动现金流</b>	-606	-482	-323	-165	-220
短期借款	15	-92	56	-7	-14
长期借款	-248	50	13	1	-15
普通股增加	-1	0	0	0	0
资本公积增加	-349	9	0	0	0
其他筹资现金流	-23	-448	-392	-159	-190
<b>现金净增加额</b>	-369	-20	314	949	1241

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	9998	10541	13288	15969	18591
营业成本	8529	8597	11088	13155	15243
营业税金及附加	59	59	75	89	105
营业费用	399	365	399	495	567
管理费用	339	390	372	431	483
研发费用	398	458	432	527	614
财务费用	-59	-5	27	80	93
资产减值损失	-73	-64	-89	-102	-121
其他收益	86	162	91	102	110
公允价值变动收益	-0	2	0	1	1
投资净收益	340	45	143	152	170
资产处置收益	67	7	10	13	24
<b>营业利润</b>	699	800	997	1304	1601
营业外收入	10	8	5	6	7
营业外支出	1	1	3	3	2
<b>利润总额</b>	708	808	999	1307	1606
所得税	72	39	34	56	91
<b>净利润</b>	636	768	965	1251	1515
少数股东损益	5	3	15	11	14
<b>归属母公司净利润</b>	632	765	950	1240	1502
EBITDA	854	954	1127	1469	1796
EPS(元)	0.42	0.51	0.63	0.83	1.00

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	9.0	5.4	26.1	20.2	16.4
营业利润(%)	318.5	14.5	24.5	30.8	22.8
归属于母公司净利润(%)	288.5	21.2	24.1	30.5	21.1
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	14.7	18.4	16.6	17.6	18.0
净利率(%)	6.3	7.3	7.1	7.8	8.1
ROE(%)	12.3	13.1	14.6	16.1	16.5
ROIC(%)	10.1	11.0	12.5	14.0	14.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	55.1	56.3	12.9	10.5	10.4
净负债比率(%)	-30.6	-39.6	-48.4	-52.0	-53.2
流动比率	1.4	1.4	7.0	8.9	8.8
速动比率	1.1	1.0	5.1	6.6	6.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.9	0.8	0.9	0.9	1.0
应收账款周转率	4.2	3.4	3.8	3.6	3.7
应付账款周转率	5.1	4.8	12.4	0.0	0.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.42	0.51	0.63	0.83	1.00
每股经营现金流(最新摊薄)	0.25	0.23	0.76	1.04	1.23
每股净资产(最新摊薄)	3.26	3.71	4.20	4.96	5.89
<b>估值比率</b>					
P/E	24.8	20.4	16.5	12.6	10.4
P/B	3.2	2.8	2.5	2.1	1.8
EV/EBITDA	16.5	14.1	11.2	8.0	6.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn