

# 徐工机械 (000425)

## 全品类布局工程机械电动化，为长期成长注入新活力

买入 (维持)

2024年07月30日

证券分析师 周尔双

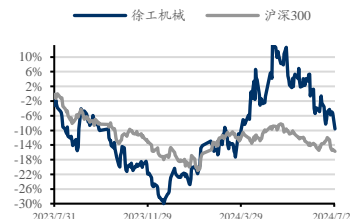
执业证书: S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值        | 2022A   | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|----------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 (百万元)    | 93817   | 92848  | 103007 | 117146 | 134112 |
| 同比 (%)         | (19.67) | (1.03) | 10.94  | 13.73  | 14.48  |
| 归母净利润 (百万元)    | 4312    | 5326   | 6672   | 8821   | 11711  |
| 同比 (%)         | (47.46) | 23.51  | 25.27  | 32.20  | 32.77  |
| EPS-最新摊薄 (元/股) | 0.36    | 0.45   | 0.56   | 0.75   | 0.99   |
| P/E (现价&最新摊薄)  | 18.93   | 15.33  | 12.24  | 9.26   | 6.97   |

### 股价走势



### 投资要点

- **事件:** 公司6月下线全球首台混动矿用挖掘机, 引领大型矿用挖掘机电动化进程。
- **电动化布局早, 2023年电动装载机销量第一。** 公司自2018年起全面展开工程机械电动化布局并处于行业领先地位。2023年, 公司各类纯电动工程机械产品销售额达93亿元。其中, 新能源装载机销量1046台行业第一, 市场占有率达23.8%; 电动挖掘机XE215E、XE270E已实现批量销售, 广泛应用于川藏铁路、矿山、低排放港口、隧道施工等场景; 电动高空作业平台已覆盖4-45米系列主力机型, 臂架式高机市占率达35%; 搭建成熟起重机专用混合动力技术平台, 产品动力性、经济性全球领先。
- **提供多样化客户服务, 缩短回本周期、降低运营成本。** 公司开展多样化、灵活性的客户服务(为某煤矿客户电装设计了全新的“三电机”动力系统框架, 提高工作效率的同时7500h即可回收整车购置成本), 打下坚实客户基础。其次, 公司针对客户各自的作业场景, 提供成套化新能源解决方案, 统一产品补能方式、降低单台设备基础设施投入, 同时便于车队管理、大幅降低单位运营成本。
- **产品实力强, 已布局混动/纯电/氢燃料电池等多种技术路径。** 公司产品实力较强, 电动化产品在极端工况下具备显著优势。在高海拔、矿山场景下, 由于空气密度较低, 燃油得不到充分燃烧, 内燃机功率平均降低10%且油耗升高6%, 工作效率、经济性显著降低。公司电动化产品耐高寒、高湿, 极端工况下依然可以保证较高的稳定性, 提供较强核心竞争力。在技术储备方面, 公司已经布局混动/纯电/氢燃料电池等多种技术路径, 满足各类场景需求。
- **盈利预测与投资评级:** 近期市场对出口链情绪悲观, 但公司北美敞口较低, 整体影响有限。中长期来看, 公司在矿山机械、电动化机械领域优势突出, 成长空间大。我们预计公司24-26年净利润为67/88/117亿元, 当前市值对应PE12x/9x/7x, 估值位于底部建议重点关注, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 下游投资不及预期; 行业周期波动; 国际贸易争端; 电动化技术突破不及预期。

### 市场数据

|             |           |
|-------------|-----------|
| 收盘价(元)      | 6.23      |
| 一年最低/最高价    | 4.91/8.14 |
| 市净率(倍)      | 1.27      |
| 流通A股市值(百万元) | 50,588.16 |
| 总市值(百万元)    | 73,614.71 |

### 基础数据

|              |           |
|--------------|-----------|
| 每股净资产(元,LF)  | 4.89      |
| 资产负债率(% ,LF) | 64.01     |
| 总股本(百万股)     | 11,816.17 |
| 流通A股(百万股)    | 8,120.09  |

### 相关研究

《徐工机械(000425): 2023年年报及2024年一季报点评: 混改推进释放业绩弹性, 分红回购彰显信心》

2024-04-30

《徐工机械(000425): 推出“质量回报双提升”行动方案, 打造与投资者“命运共同体”》

2024-02-07

## 内容目录

|   |   |
|---|---|
| 1. 深耕新能源工程机械产业，长线布局打造新增长极 .....         | 4 |
| 1.1. 全面布局工程机械新能源产业链，多样化解决方案拓展下游可能性..... | 4 |
| 1.2. 新能源产品扩张速度快，为公司未来发展注入新活力.....       | 6 |
| 2. 盈利预测 .....                           | 8 |
| 3. 风险提示 .....                           | 8 |

## 图表目录

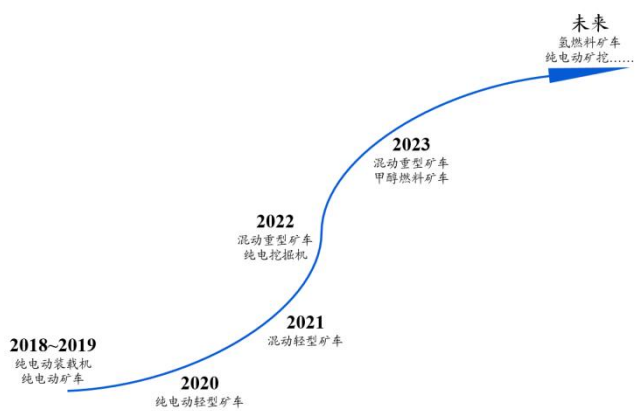
|       |                                       |   |
|-------|---------------------------------------|---|
| 图 1:  | 公司自 2018 年以来全面布局电动化产品矩阵.....          | 4 |
| 图 2:  | 公司已建立立体化电动产品矩阵.....                   | 4 |
| 图 3:  | 公司针对各种不同工况开发专用新能源基础零部件.....           | 5 |
| 图 4:  | 公司搭建的新“三电机”动力架构在节能环保方面表现卓越.....       | 5 |
| 图 5:  | 公司针对各种不同工况开发专用新能源基础零部件.....           | 6 |
| 图 6:  | 公司新能源板块收入占比预计在 2030 年达 35%.....       | 6 |
| 图 7:  | 公司 2023 年新能源板块拆分（单位：亿元）.....          | 6 |
| 图 8:  | 电装行业销量井喷式增长，2024H1 同比+356.6%.....     | 7 |
| 图 9:  | 2024 年电装渗透率快速提升，24M6 达 14.5%.....     | 7 |
| 图 10: | 2021 年~2023 年新能源矿卡销量 CAGR=101.4%..... | 7 |
| 图 11: | 2023 年新能源矿卡渗透率达 4.6%.....             | 7 |

## 1. 深耕新能源工程机械产业，长线布局打造新增长极

### 1.1. 全面布局工程机械新能源产业链，多样化解决方案拓展下游可能性

以矿车为中心辐射全品类工程机械产品，公司全面布局新能源产品矩阵。公司从2018年开始入局新能源矿车板块，陆续打造出纯电装载机、纯电矿车、混动矿车等产品，到2022年前后推出混动重型矿卡与纯电挖掘机等产品。目前公司正在研发氢能源矿车与纯电矿用挖掘机，并于2024年6月推出全行业首台纯电矿挖。矿用挖掘机相比于传统工程机械产品对功率与续航的要求更高、环境适应性更严格，纯电矿挖的落地无疑是工程机械行业电动化发展的一块里程碑。

图1：公司自2018年以来全面布局电动化产品矩阵



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

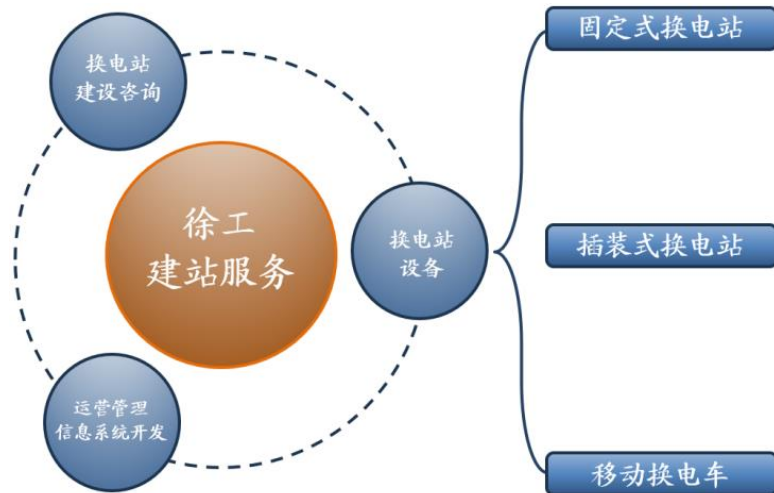
图2：公司已建立立体化电动产品矩阵



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

新能源技术路线并驾齐驱多点开花，多样化解决方案适应差异化市场需求。公司新能源技术储备覆盖柴油混动、纯电、氢燃料电池、氢燃料/低碳内燃机等多个路线，同时提供成套化新能源解决方案，降本的同时便于车队管理。电动化产品降本减排方面以及极端工况下具备显著优势。1) 降本减排：新能源工程机械换算后平均降低能耗50%左右，大大降低了运行成本以及碳排放；2) 极端工况：以高海拔场景为例，由于空气密度较低，内燃机功率平均降低10%且油耗升高6%，工作效率、经济性显著降低。公司电动化产品耐高寒、高湿，提供较强核心竞争力。

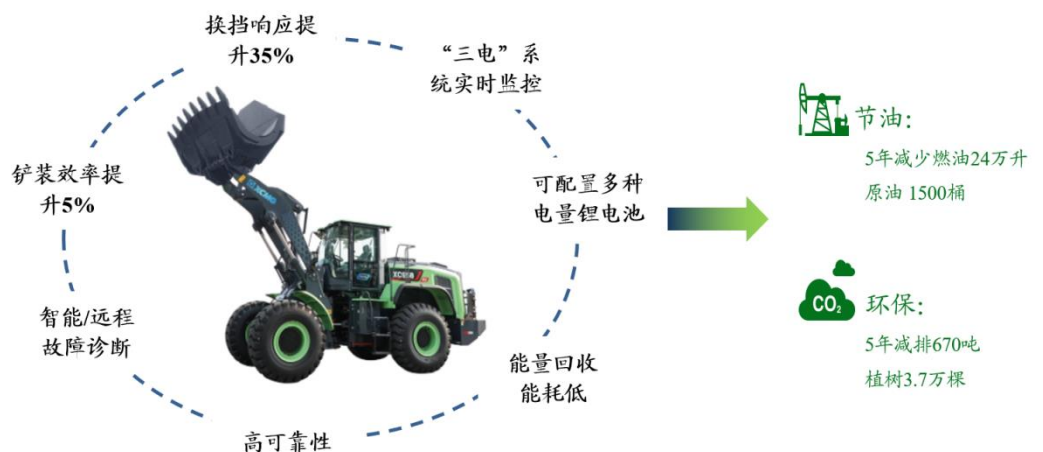
图3: 公司针对各种不同工况开发专用新能源基础零部件



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

针对不同作业场景搭建主机动力架构, 成套化新能源主机解决方案高效施工。1) **动力架构搭建:** 以装载机为例, 针对西北某煤矿客户的需求搭建了全新“三电机”动力架构, 便于煤炭的运输装卸工作, 并成功交付。经测算回本周期约为 7500h/2 年, 五年内每台 5 吨装载机预计将减少柴油消耗 24 万升, 实现碳减排 670 吨。2) **成套化新能源解决方案:** 公司新能源主机产品矩阵丰满, 针对不同的作业场景提供成套化新能源产品。成套产品便于使用统一补能方式, 降低单机成本与运营成本的同时便于车队管理。

图4: 公司搭建的新“三电机”动力架构在节能环保方面表现卓越

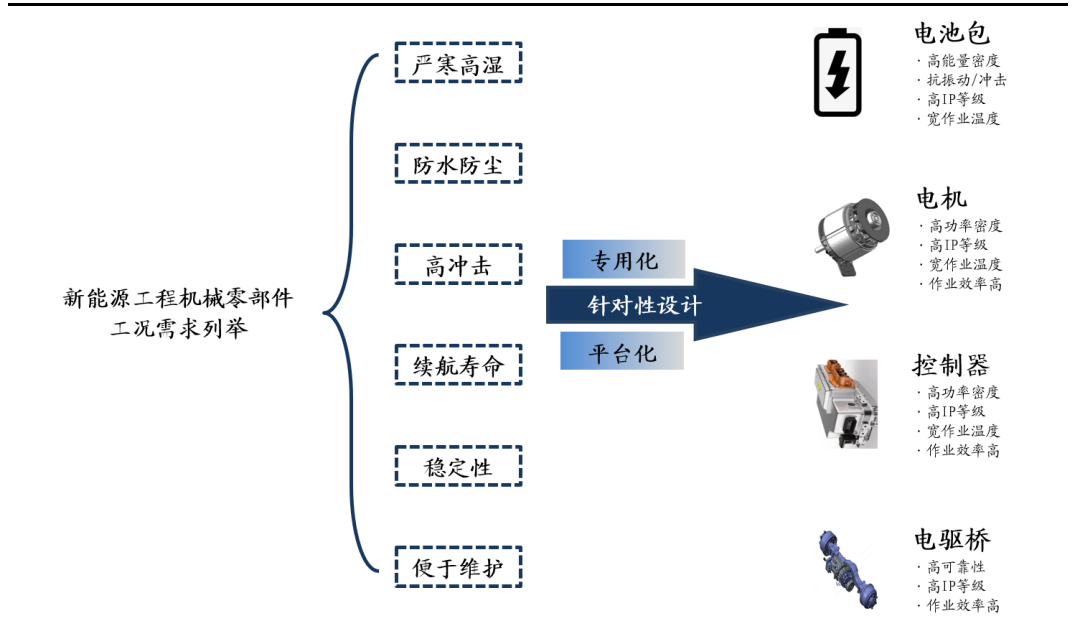


数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

基础设备端研发积淀深厚, 覆盖多种主机零件通用化需求。公司注重基础零部件研发, 针对各种可能出现的极端特殊工况 (严寒高湿、续航寿命、外部冲击、稳定性等),

进行了工程机械专用电池包、电机、控制器及电驱动总成系统等基础项目研发。与此同时，通过平台化、专用化、集成化设计等手段，有效覆盖不同主机对零部件的通用化需求。自研基础部件在进行长期技术积累的同时保证了零部件质量与良好的成本控制。

图5: 公司针对各种不同工况开发专用新能源基础零部件



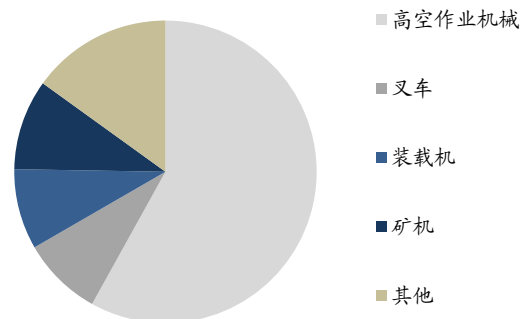
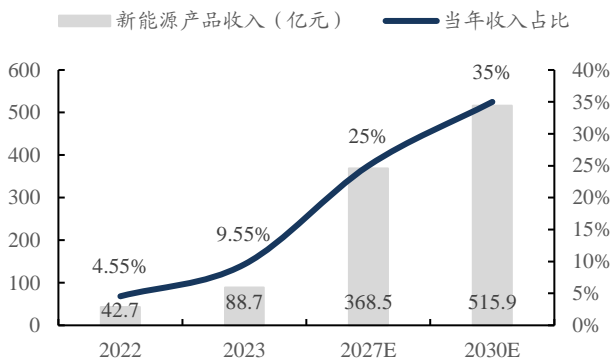
数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

## 1.2. 新能源产品扩张速度快, 为公司未来发展注入新活力

新能源产品市场表现亮眼, 多项销售数据再创新高。2023年, 公司各类纯电动工程机械产品销售额达93亿元, 占公司总收入比重约10%, 预计到2030年新能源板块收入占比超35%。在2023年新能源收入结构中, 高空作业机械占比达68%, 系新能源产品收入占比最大的品类; 矿机、装载机、叉车分别占比12%、10%、10%左右。

图6: 公司新能源板块收入占比预计在2030年达35%

图7: 公司2023年新能源板块拆分(单位: 亿元)



数据来源: 徐工机械定期报告, 东吴证券研究所测算

数据来源: 徐工机械定期报告, 东吴证券研究所测算

电动装载机&重卡成公司两大亮点, 高市占率受益高成长性板块。

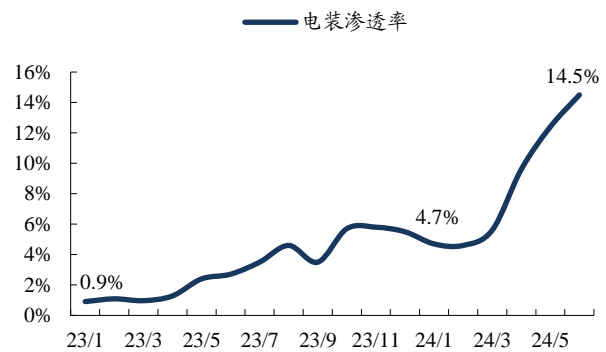
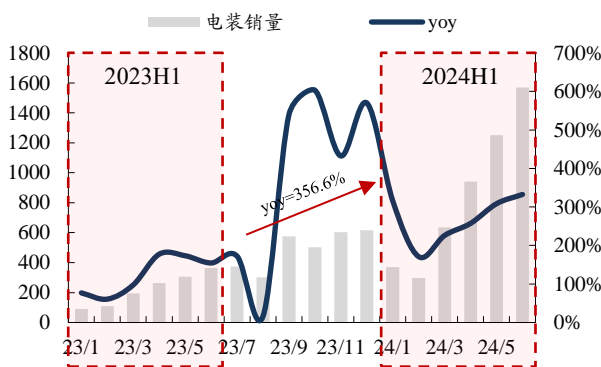


1) 公司新能源装载机与电动矿卡全面领跑，行业规模高速增长。①**电动装载机**: 公司 2023 年销量 1046 台，位列行业第一，市场占有率达 23.8%。电装 2024H1 行业总销量超 4300 台、同比增长 356.6%，呈井喷式增长。②**电动矿卡**: 公司 2023 年新能源矿机收入约 9 亿元，其中**新能源矿卡营收同比增加 400%**，领跑全行业。电动矿卡从 2021 年起逐步放量，2021 年至 2023 年复合增长率达 101.4%，预计 2025 年可达 2013 台。**电动装载机与新能源矿卡渗透率仍较低 (2024 年 6 月电装渗透率 14.5%、新能源矿卡渗透率 4.6%)**，即将进入“S”型增长曲线高斜率区间，预期未来继续维持高成长性。

3) 其他: ①**电动挖掘机**: 公司电挖 XE215E、XE270E 已实现批量销售，广泛应用于川藏铁路、矿山、低排放港口、隧道施工等场景; ②**电动高空作业平台**: 已覆盖 4-45 米系列主力机型，**臂架式高机市占率达 35%**。公司已搭建成熟起重机专用混合动力技术平台，产品动力性、经济性全球领先。③**电动重卡**: 2023 年子公司徐工汽车销售电动重卡近 5400 辆、位列全行业第一，收入规模近 40 亿元，为上市公司摊薄电动化成本。

图8: 电装行业销量井喷式增长, 2024H1 同比+356.6%

图9: 2024 年电装渗透率快速提升, 24M6 达 14.5%

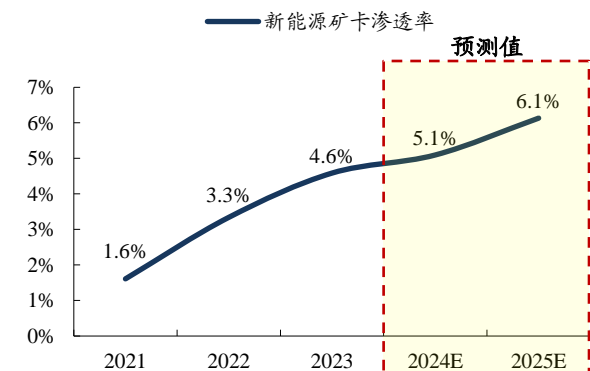
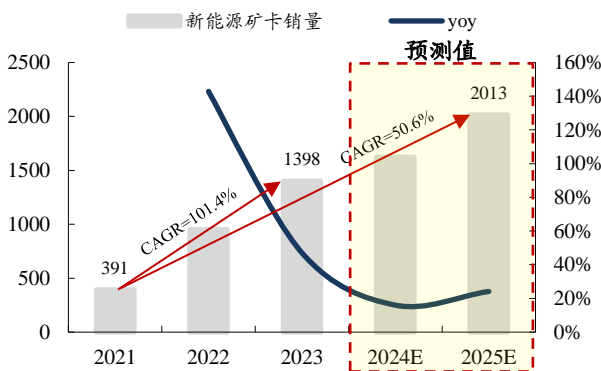


数据来源: 中国工程机械行业协会, 东吴证券研究所

数据来源: 中国工程机械行业协会, 东吴证券研究所

图10: 2021 年~2023 年新能源矿卡销量 CAGR=101.4%

图11: 2023 年新能源矿卡渗透率达 4.6%



数据来源: 高工产业研究院, 东吴证券研究所

数据来源: 高工产业研究院, 东吴证券研究所

## 2. 盈利预测

近期市场对出口链情绪悲观，但公司北美敞口较低，整体影响有限。中长期来看，公司在矿山机械、电动化机械领域优势突出，成长空间大。我们预计公司 24-26 年净利润为 67/88/117 亿元，对应 PE12x/9x/7x，估值位于底部建议重点关注，维持“买入”评级。

## 3. 风险提示

下游投资不及预期；行业周期波动；国际贸易争端；电动化技术突破不及预期



## 徐工机械三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元)      |                |                |                |                | 利润表 (百万元)       |               |                |                |                |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
|                  | 2023A          | 2024E          | 2025E          | 2026E          |                 | 2023A         | 2024E          | 2025E          | 2026E          |
| <b>流动资产</b>      | <b>111,060</b> | <b>146,184</b> | <b>149,686</b> | <b>197,321</b> | <b>营业总收入</b>    | <b>92,848</b> | <b>103,007</b> | <b>117,146</b> | <b>134,112</b> |
| 货币资金及交易性金融资产     | 23,410         | 46,402         | 54,154         | 70,856         | 营业成本(含金融类)      | 72,064        | 78,595         | 88,478         | 100,219        |
| 经营性应收款项          | 46,742         | 59,608         | 56,527         | 77,266         | 税金及附加           | 442           | 402            | 462            | 557            |
| 存货               | 32,378         | 32,349         | 29,996         | 40,804         | 销售费用            | 6,702         | 7,417          | 8,200          | 9,120          |
| 合同资产             | 58             | 64             | 66             | 66             | 管理费用            | 2,706         | 2,884          | 3,163          | 3,353          |
| 其他流动资产           | 8,471          | 7,762          | 8,943          | 8,327          | 研发费用            | 4,000         | 4,429          | 5,037          | 5,767          |
| <b>非流动资产</b>     | <b>50,935</b>  | <b>45,529</b>  | <b>39,542</b>  | <b>33,116</b>  | 财务费用            | 726           | 824            | 937            | 1,073          |
| 长期股权投资           | 4,510          | 4,510          | 4,510          | 4,510          | 加:其他收益          | 724           | 548            | 698            | 842            |
| 固定资产及使用权资产       | 22,709         | 18,862         | 14,083         | 8,551          | 投资净收益           | (4)           | 92             | 50             | 6              |
| 在建工程             | 2,923          | 1,754          | 1,052          | 631            | 公允价值变动          | 179           | 0              | 0              | 0              |
| 无形资产             | 7,374          | 7,374          | 7,374          | 7,374          | 减值损失            | (1,471)       | (1,632)        | (1,673)        | (1,685)        |
| 商誉               | 0              | 0              | 0              | 0              | 资产处置收益          | 5             | (10)           | (11)           | (15)           |
| 长期待摊费用           | 45             | 45             | 45             | 45             | <b>营业利润</b>     | <b>5,640</b>  | <b>7,454</b>   | <b>9,932</b>   | <b>13,171</b>  |
| 其他非流动资产          | 13,374         | 12,985         | 12,478         | 12,004         | 营业外净收支          | 37            | 28             | 14             | 14             |
| <b>资产总计</b>      | <b>161,995</b> | <b>191,713</b> | <b>189,228</b> | <b>230,436</b> | <b>利润总额</b>     | <b>5,678</b>  | <b>7,482</b>   | <b>9,946</b>   | <b>13,185</b>  |
| <b>流动负债</b>      | <b>86,366</b>  | <b>109,402</b> | <b>98,088</b>  | <b>127,588</b> | 减:所得税           | 442           | 800            | 1,117          | 1,476          |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 29,127         | 29,127         | 29,127         | 29,127         | <b>净利润</b>      | <b>5,236</b>  | <b>6,682</b>   | <b>8,829</b>   | <b>11,709</b>  |
| 经营性应付款项          | 41,844         | 67,315         | 55,570         | 83,623         | 减:少数股东损益        | (90)          | 10             | 8              | (2)            |
| 合同负债             | 4,708          | 3,930          | 4,424          | 5,011          | <b>归属母公司净利润</b> | <b>5,326</b>  | <b>6,672</b>   | <b>8,821</b>   | <b>11,711</b>  |
| 其他流动负债           | 10,687         | 9,030          | 8,967          | 9,827          | 每股收益-最新股本摊薄(元)  | 0.45          | 0.56           | 0.75           | 0.99           |
| 非流动负债            | 18,142         | 18,142         | 18,142         | 18,142         | EBIT            | 6,254         | 10,693         | 13,390         | 16,830         |
| 长期借款             | 12,515         | 12,515         | 12,515         | 12,515         | EBITDA          | 10,222        | 16,709         | 19,670         | 23,283         |
| 应付债券             | 1,998          | 1,998          | 1,998          | 1,998          | 毛利率(%)          | 22.38         | 23.70          | 24.47          | 25.27          |
| 租赁负债             | 96             | 96             | 96             | 96             | 归母净利率(%)        | 5.74          | 6.48           | 7.53           | 8.73           |
| 其他非流动负债          | 3,532          | 3,532          | 3,532          | 3,532          | 收入增长率(%)        | (1.03)        | 10.94          | 13.73          | 14.48          |
| <b>负债合计</b>      | <b>104,508</b> | <b>127,544</b> | <b>116,230</b> | <b>145,729</b> | 归母净利润增长率(%)     | 23.51         | 25.27          | 32.20          | 32.77          |
| 归属母公司股东权益        | 56,145         | 62,817         | 71,638         | 83,349         |                 |               |                |                |                |
| 少数股东权益           | 1,342          | 1,353          | 1,360          | 1,358          |                 |               |                |                |                |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>57,487</b>  | <b>64,169</b>  | <b>72,998</b>  | <b>84,707</b>  |                 |               |                |                |                |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>161,995</b> | <b>191,713</b> | <b>189,228</b> | <b>230,436</b> |                 |               |                |                |                |

| 现金流量表 (百万元) |         |         |         |         | 重要财务与估值指标       |        |        |        |        |
|-------------|---------|---------|---------|---------|-----------------|--------|--------|--------|--------|
|             | 2023A   | 2024E   | 2025E   | 2026E   |                 | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
| 经营活动现金流     | 3,571   | 24,963  | 9,582   | 18,280  | 每股净资产(元)        | 4.75   | 5.32   | 6.06   | 7.05   |
| 投资活动现金流     | 1,411   | (889)   | (747)   | (496)   | 最新发行在外股份(百万股)   | 11,816 | 11,816 | 11,816 | 11,816 |
| 筹资活动现金流     | (7,778) | (1,082) | (1,082) | (1,082) | ROIC(%)         | 5.71   | 9.13   | 10.58  | 12.19  |
| 现金净增加额      | (2,974) | 22,992  | 7,752   | 16,702  | ROE-摊薄(%)       | 9.49   | 10.62  | 12.31  | 14.05  |
| 折旧和摊销       | 3,968   | 6,017   | 6,281   | 6,452   | 资产负债率(%)        | 64.51  | 66.53  | 61.42  | 63.24  |
| 资本开支        | (5,903) | (982)   | (797)   | (502)   | P/E (现价&最新股本摊薄) | 15.33  | 12.24  | 9.26   | 6.97   |
| 营运资本变动      | (7,281) | 9,660   | (8,230) | (2,644) | P/B (现价)        | 1.45   | 1.30   | 1.14   | 0.98   |

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），北交所基准指数为北证 50 指数），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>