

徐工机械(000425)深度报告：工程机械全球领先， 新兴板块+海外拓展贡献新动能

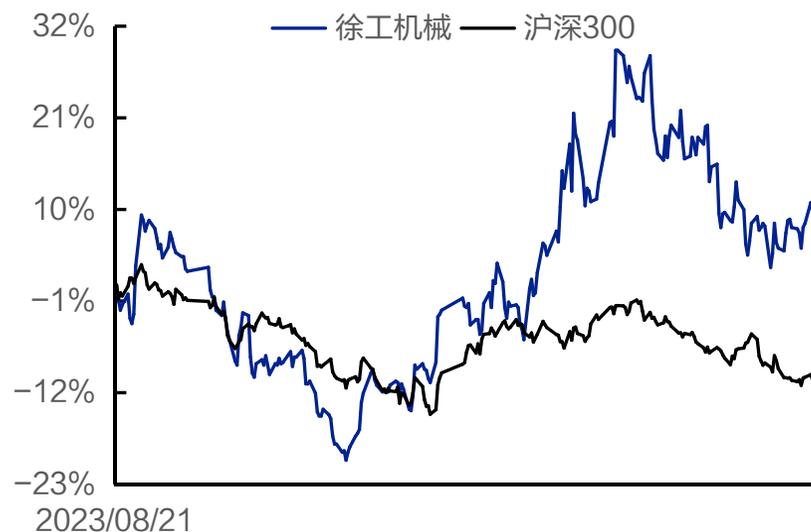
评级：买入(首次覆盖)

姚健(证券分析师)

S0350522030001

yaoj@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

| 表现 | 1M | 3M | 12M |
|-------|-------|--------|--------|
| 徐工机械 | -0.3% | -12.5% | 7.8% |
| 沪深300 | -6.1% | -9.6% | -10.9% |

市场数据

2024/08/21

| | |
|-------------|--------------|
| 当前价格 (元) | 6.53 |
| 52周价格区间 (元) | 4.91-8.14 |
| 总市值 (百万) | 77,159.56 |
| 流通市值 (百万) | 53,024.18 |
| 总股本 (万股) | 1,181,616.61 |
| 流通股本 (万股) | 812,008.96 |
| 日均成交额 (百万) | 289.04 |
| 近一月换手 (%) | 0.72 |

- ◆ **徐工机械：品类齐全的工程机械龙头企业。**公司2022年吸收合并徐工有限，新增挖掘机械、混凝土机械、矿业机械、塔式起重机等业务，据英国KHL数据，公司工程机械市占率居国内第一、全球第四。国内工程机械行业下行背景下，公司重组后依托战略新兴产业良好增长势头和海外加速拓展，业绩表现优于行业。
- ◆ **2024年国内传统工程机械行业有望筑底。**数据显示，2024年7月房地产恢复仍然缓慢，地产投资增速边际回落，基建投资增速有所改善。随着2024年以来国家地产支持和大规模设备更新等政策相继推出，工程机械存量更新需求放量有望提速。我们测算，2024年挖掘机销量有望同比持平或微降，工程机械行业底部有望显现，国内头部厂商有望充分受益行业复苏。
- ◆ **高空作业机械、矿山机械等战略新兴板块具备抗周期性。**高机主要增长逻辑为人机替代，与发达国家相比，我国高机人均保有量仍有较大提升空间。我国采矿业保持较高景气，据观研报告网，2022年我国矿山机械市场规模达4877亿元，市场空间广阔。2023年，公司高空作业机械/矿山机械实现收入89/59亿元，同比增长36%/14%，成为公司重要跨周期增长动能之一。
- ◆ **全球化前景广阔，海外拓展成为核心动能。**分地区来看，2023年10月以来，美国房地产市场逐渐回暖，基建投资保持景气，采矿业工业生产指数基本保持上升态势，2024年略有波动；欧洲建筑行业需求疲软，国产品牌在欧美市占率提升空间较大，有望依托电动化优势较快打开欧洲市场；东南亚低城镇化率提供长期需求，印尼采矿业持续景气，国产品牌有望依托区位优势 and 性价比优势快速提升市场份额。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2024-2026年分别实现营收1024/1163/1349亿元，同比增长10%/14%/16%；实现归母净利润67/84/107亿元，同比增长25%/26%/27%，最新收盘价对应PE分别为12/9/7倍。首次覆盖，给予“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**行业周期性风险；基建、地产投资不及预期风险；海外拓展不及预期风险；市场竞争加剧风险；贸易摩擦加剧风险；国内国际市场不可简单完全对比；公司经营目标不构成业绩承诺，具备较大不确定性；测算仅供参考，以实际为准。

| 预测指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 92848 | 102438 | 116332 | 134899 |
| 增长率(%) | -1 | 10 | 14 | 16 |
| 归母净利润（百万元） | 5326 | 6681 | 8401 | 10653 |
| 增长率(%) | 24 | 25 | 26 | 27 |
| 摊薄每股收益（元） | 0.45 | 0.57 | 0.71 | 0.90 |
| ROE(%) | 9 | 11 | 13 | 15 |
| P/E | 12.13 | 11.55 | 9.18 | 7.24 |
| P/B | 1.15 | 1.30 | 1.21 | 1.12 |
| P/S | 0.69 | 0.75 | 0.66 | 0.57 |
| EV/EBITDA | 8.30 | 7.75 | 6.26 | 4.91 |

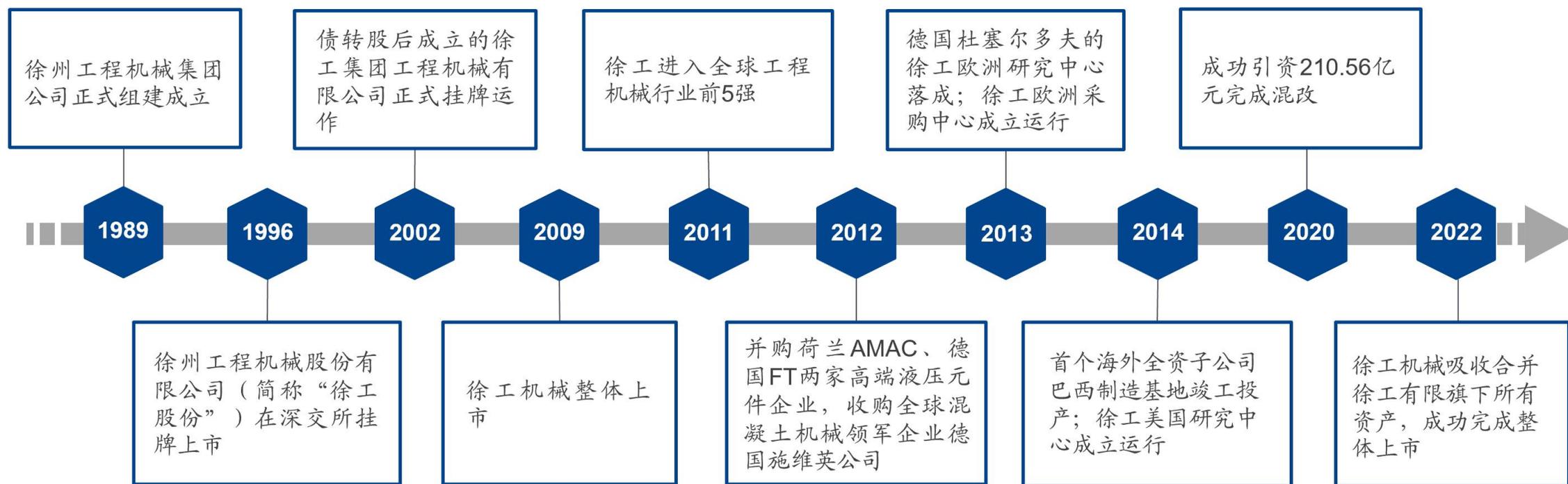
资料来源：Wind资讯、国海证券研究所

1. 徐工机械：品类齐全的工程机械龙头企业

徐工机械：工程机械龙头企业，市占率蝉联全球第三

- 徐工集团前身为1943年创建的华兴铁工厂，1989年组建成立国内行业首家集团公司。1993年，徐工机械成立并于1996年在深交所挂牌上市，2003年已成为国内行业首家营业收入、销售收入双超百亿的集团。2011年，徐工进入全球工程机械行业前5强，并投资设立巴西生产基地，开启全球化布局。2020年，徐工有限完成混改并成功引资210.56亿元，2022年，徐工机械吸收合并徐工有限，新增挖掘机械、混凝土机械、矿业机械、塔式起重机等业务，成为全国工程机械企业中产品品种与系列最多元化、最齐全的公司之一。

图表：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，国海证券研究所

产品齐全，覆盖主要工程机械品类和新兴产业

图表：公司主要产品

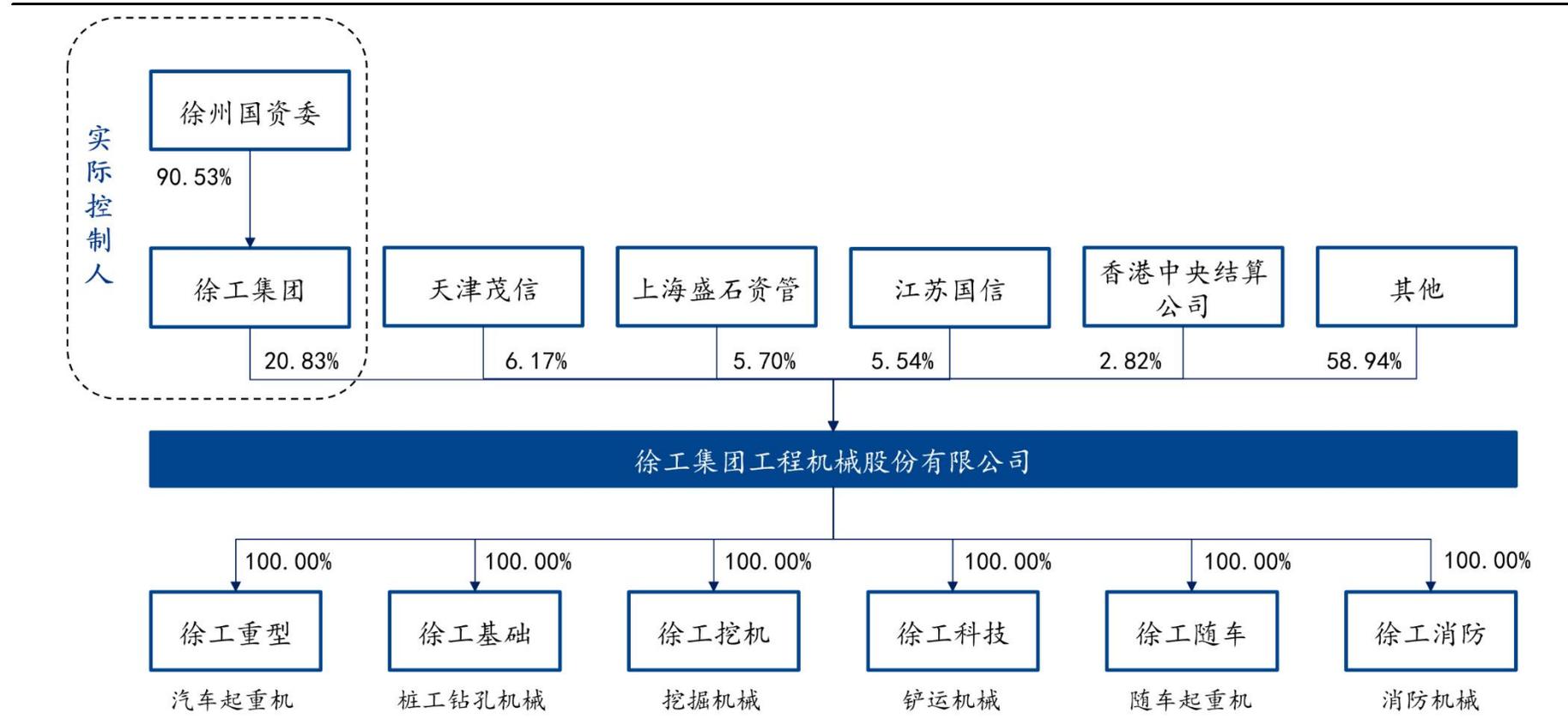


资料来源：公司官网，公司公告，国海证券研究所

控股股东徐工集团，背靠徐州国资委

- 2020年9月，徐工机械控股股东徐工有限完成混改并引入战略投资者和员工持股平台，合计增资210.56亿元，徐工集团对徐工有限持股比例由100%降至34.10%，徐工机械控股股东和实际控制人仍为徐工集团和徐工有限。2022年8月，徐工机械吸收合并徐工有限，控股股东变更为徐工集团，截至2024年3月31日，徐工集团持有公司20.83%股权，为第一大股东。徐州国资委持有徐工集团90.53%股权，仍为徐工机械最终控制人。

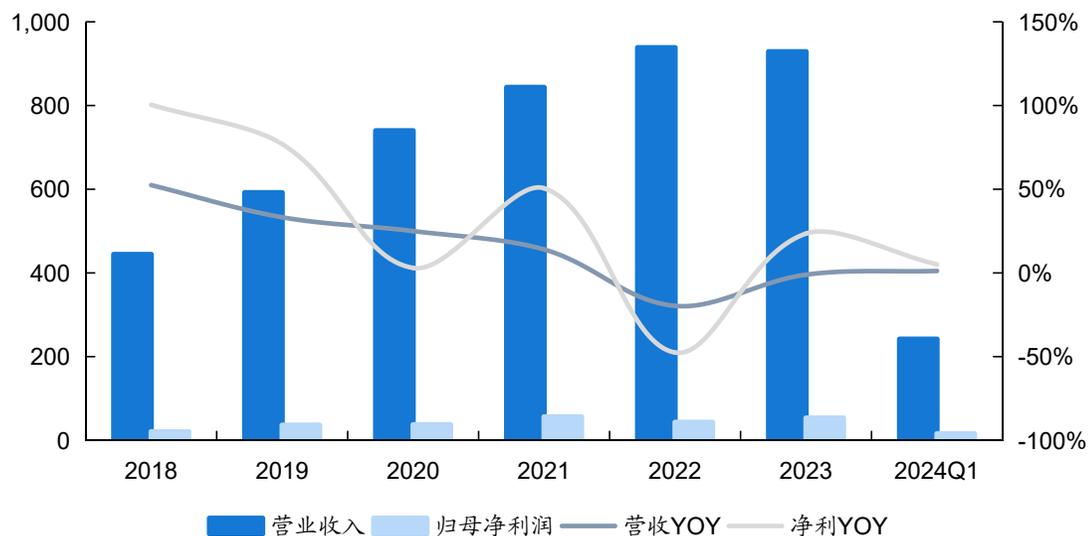
图表：公司股权结构（截至2024年3月31日）



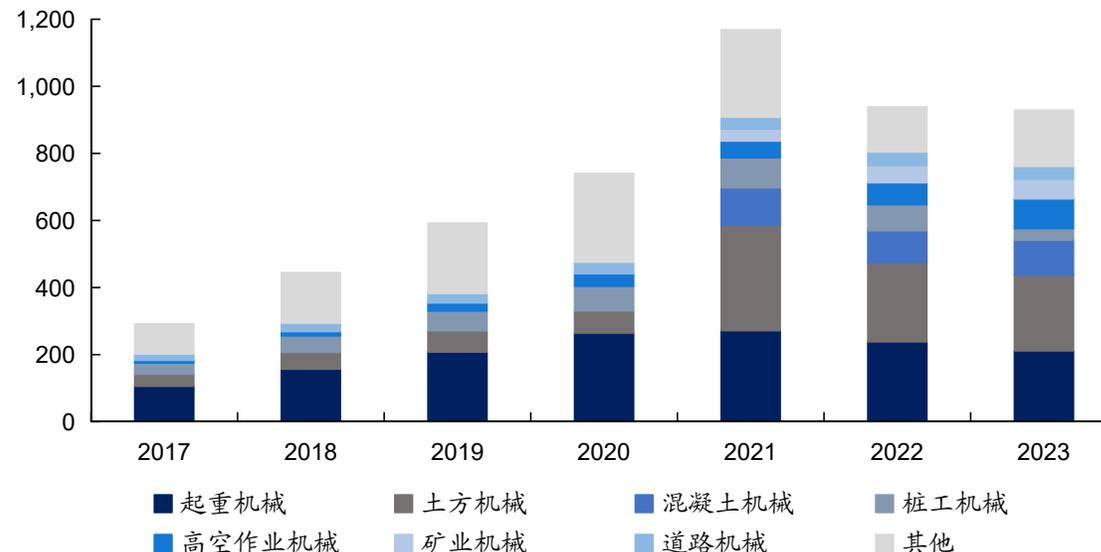
资料来源：公司公告，国海证券研究所

- **业绩行业领先。**2021年下半年以来，国内工程机械行业进入下行周期。据工程机械杂志公众号，2023年我国挖掘机销量同比下降25.4%，其中国内销量同比下降40.8%，公司受益于海外拓展加速，以及高机、矿业机械等战略新兴板块快速增长，实现营收/归母净利润928/53亿元，分别同比-1.03%/+23.51%，领跑国内行业；2024Q1实现营收/归母净利润242/16亿元，分别同比+1.18%/+5.06%。
- **从营收结构来看，土方机械超越起重机械成为公司第一大收入来源。**2023年，公司土方机械/起重机械/混凝土机械/高空作业机械/矿业机械收入占比分别为24.3%/22.8%/11.2%/9.6%/6.3%。受下游需求影响，土方机械/起重机械收入均同比下降；战略新兴产业增长趋势向好，高空作业机械/矿业机械分别实现收入89/59亿元，同比增长36%/14%。

图表：公司营业收入、归母净利润（亿元）及同比变动



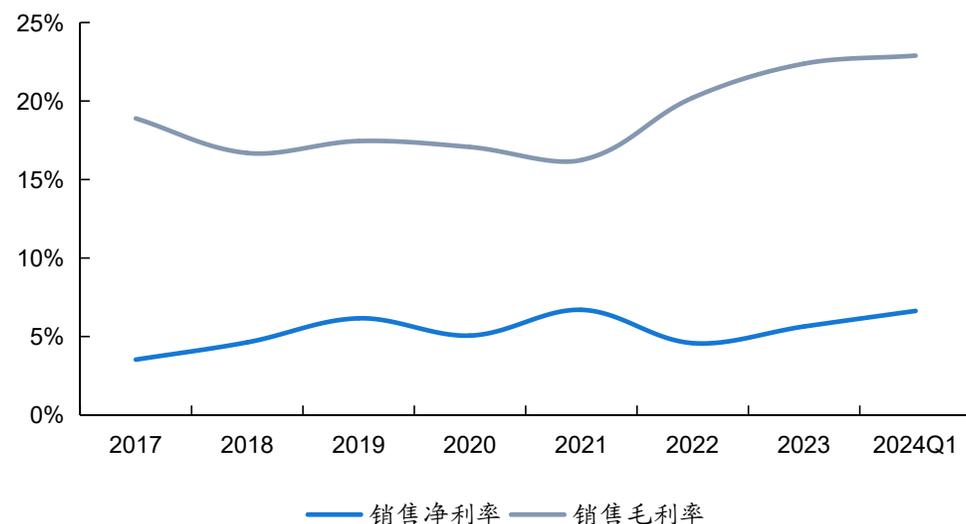
图表：公司收入产品结构（亿元）



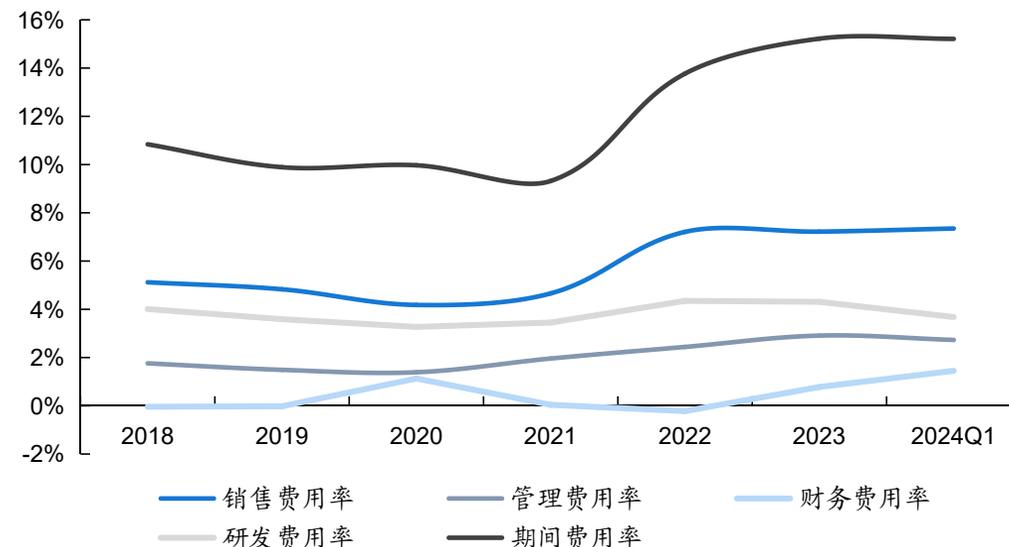
资料来源：Wind，公司公告，国海证券研究所

- **受益产品结构优化和混改提质增效，盈利能力进一步提升。**2023年，公司销售毛利率/销售净利率分别为22.38%/5.64%，分别同比提升2.17pct/1.06pct，受益于吸收合并徐工有限和战略新兴板块快速增长带来的产品结构优化，叠加混改后的强控风险和降本增效，盈利能力持续改善，2024Q1，公司销售毛利率/销售净利率分别为22.89%/6.63%，同比提升0.26pct/0.11pct。
- **费用率端，2023年，公司期间费用率为15.22%，同比提升1.45pct，**其中公司销售/管理/研发/财务费用率分别为7.2%/2.9%/4.3%/0.8%，分别同比+0.01pct/+0.47pct/-0.04pct/+1.00pct。财务费用率同比提升幅度较大，主要系2023年汇兑收益、利息收入较高。

图表：公司销售毛利率/销售净利率情况



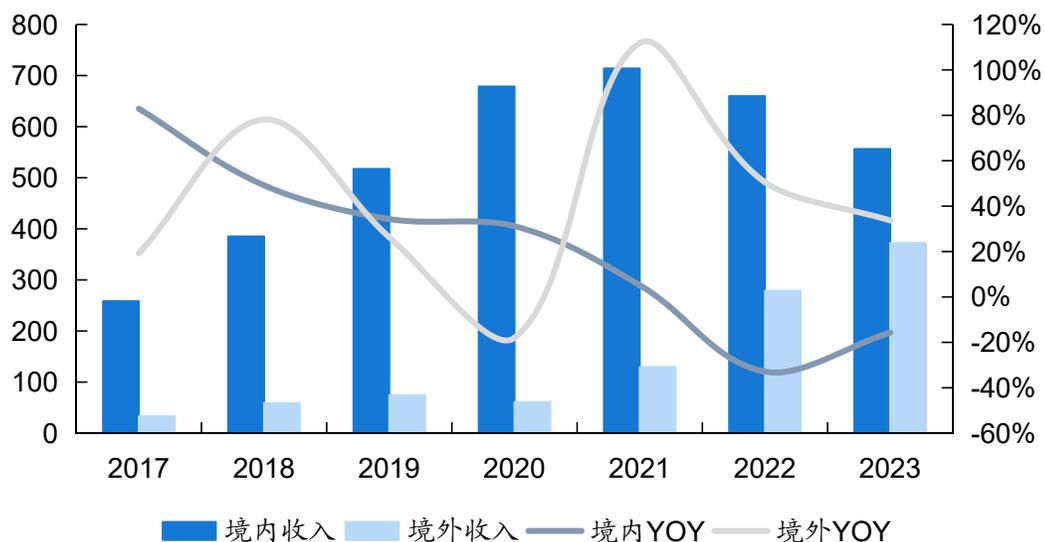
图表：公司费用率情况



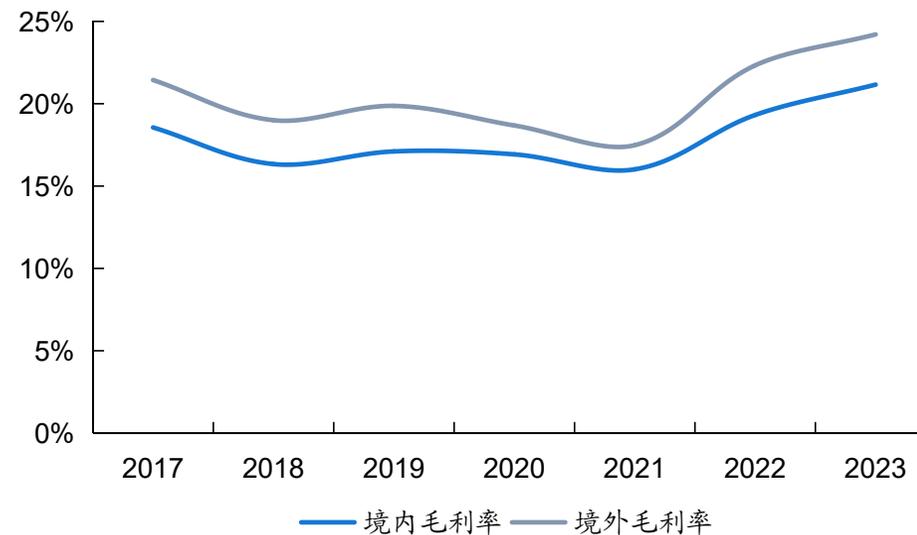
资料来源：Wind，公司公告，国海证券研究所

- 国内工程机械需求下行背景下，公司国内（大陆区域）营业收入从2021年的714亿元下降至2023年的556亿元。全球工程机械产业仍具有广阔发展空间，公司积极拓展海外市场，2022年海外业务收入达278.38亿元，同比增长50.50%；出口国家及地区拓展到191个，出口占有率提升2.42pct，八大区均实现全面增长。2023H1，公司国际化路径更加清晰，实现海外业务收入208.97亿元，同比增加33.49%，其中，西亚北非、中美洲增长超200%，欧洲增长超150%，中亚、北美增长近100%。
- 2023全年，公司实现海外业务收入372.20亿元，同比增长33.7%，有效弥补国内需求下行压力；毛利率达24.21%，同比提升1.88pct，高于国内3.05pct，进一步拉升公司盈利能力。

图表：公司境内外收入（亿元）及同比变动



图表：公司境内外毛利率



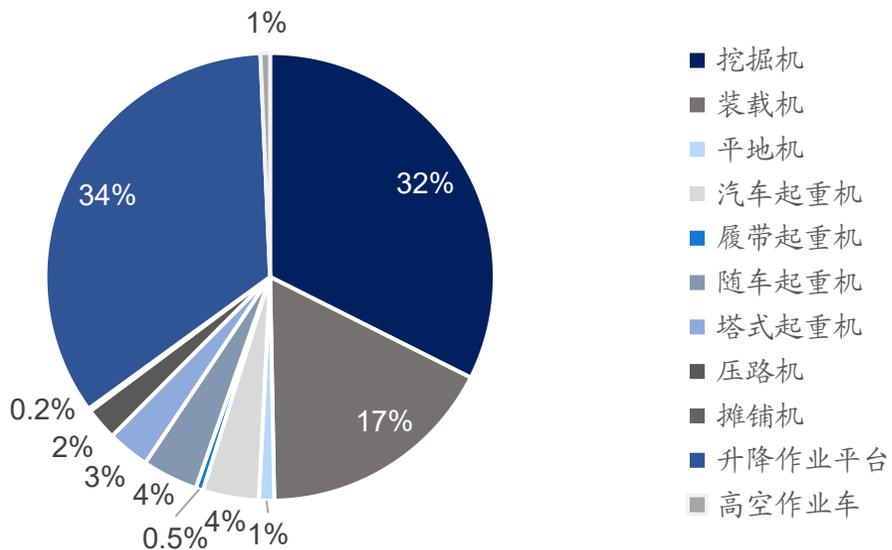
资料来源：Wind，公司公告，国海证券研究所

2. 2024年国内传统工程机械行业有望见底

工程机械下游应用广泛，2023年我国挖掘机销量占比近1/3

- 工程机械行业的上游主要是发动机、液压零部件、电子控制系统等核心零部件制造业和钢铁行业，下游应用广泛，包括基础设施建设、房地产开发、大型工程、抢险救灾、交通运输、自然资源采掘等众多领域。
- 从产品结构来看，据工程机械杂志公众号援引中国工程机械工业协会数据，2023年我国工程机械市场中，除工业车辆外，升降作业平台和挖掘机占比最多，分别为34%/32%；装载机其次，占比17%；汽车起重机/随车起重机各占比4%。

图表：2023年我国工程机械销量产品结构（除工业车辆外）



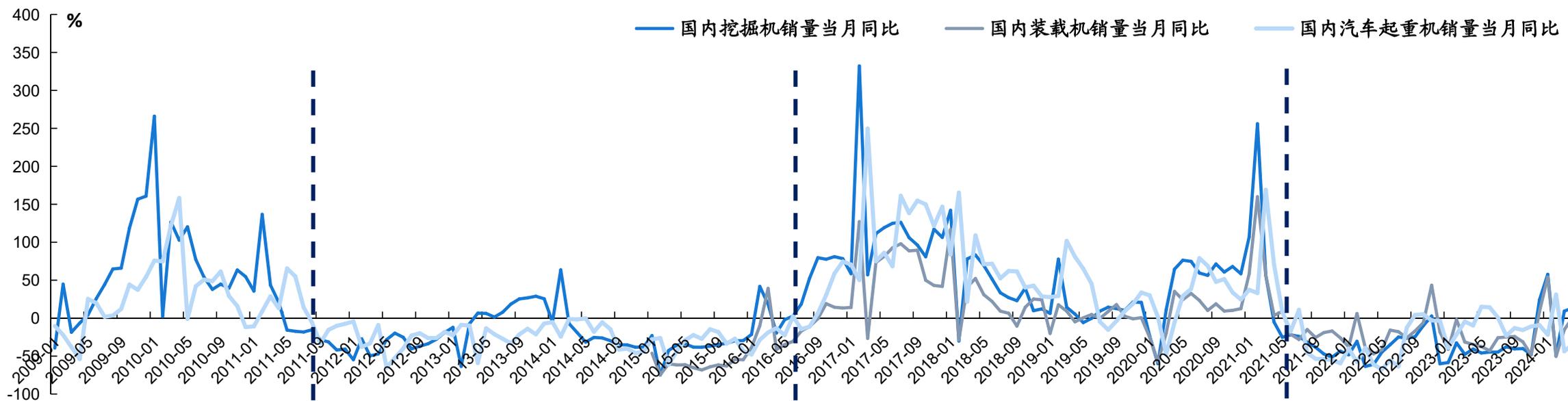
图表：工程机械主要类别及应用场景

| 产品类别 | 主要产品 | 应用场景 |
|-------|------------------------------|---|
| 挖掘机械 | 微型挖掘机 | 适用于园林、小型水利、小规模土木工程、挖沟、大棚、桥梁建设、矿道施工等各种狭小的工作环境 |
| | 小型挖掘机 | 适用于市政工程、交通等施工，主要用于小型土石方工程、市政工程、路面修复、混凝土破碎、埋设电缆、自来水管道的铺设、园林栽培及河道河沟清淤工程 |
| | 中型挖掘机 | 主要用于公路、铁路等道路施工，桥梁建设，城市建设以及机场港口及水利的施工 |
| | 大型挖掘机 | 持续作业能力强，适用于恶劣工况环境下的挖掘作业 |
| | 轮式挖掘机 | 可快速更换装置，灵活、机动性高，适用于多种挖掘作业 |
| | 矿用挖掘机 | 适用于露天矿山作业，实现矿物的挖掘、提升、回转和卸料的周期式作业 |
| 起重机械 | 汽车起重机 | 适用于较大范围的起吊和搬运，施工领域包含石油化工、风电、核电、建筑房地产、钢铁、化工能源、交通运输、电力、市政、绿化等 |
| | 履带起重机 | 可带载行走，适用于建筑工地的吊装作业。可进行挖土、夯土、打桩等多种作业 |
| | 塔式起重机 | 适用于建筑施工、道路桥梁建设、港口船舶、风电能源等 |
| | 随车起重机 | 可装载各类抓辅具，如夹木抓斗、吊篮、夹砖夹具、钻具等，以实现多场景作业 |
| | 全地面起重机 | 兼有汽车起重机和越野起重机特点的高性能产品，主要用于在狭小和崎岖不平或泥泞场地上起重作业的要求 |
| 铲运机械 | 轮式装载机、滑移装载机、侧卸装载机等 | 用于路基工程的填挖、沥青混合料和水泥混凝土料场的集料与装料等，以及推运土壤、刮平地面和牵引等作业 |
| 混凝土机械 | 混凝土泵车、混凝土拖泵、混凝土搅拌运输车和混凝土搅拌站等 | 用于城市基础设施改造及建设，如高架路、城市楼宇、大型场馆及商品房建设的混凝土供应；国家及地方重点工程中的大方量混凝土的运输，如水电站、铁路桥梁建设 |
| 桩工机械 | 旋挖钻机、连续墙抓斗、长螺旋钻机等 | 在各种桩基础施工中，用来钻孔、打桩、沉桩等，主要作用是将桩贯入地层，以加强地基的承载能力 |
| 道路机械 | 压路机、摊铺机、平地机、沥青搅拌设备等 | 广泛应用于公路、铁路、机场、桥梁、矿山、水电能源、电信工程等基础设施建设的各个领域 |

资料来源：公司公告，工程机械杂志公众号，福田康明斯订阅号公众号、徐工道路机械公众号，国海证券研究所

- (1) 2009-2011年：2008年美国次贷危机后，我国出台“四万亿投资计划”，叠加国一向国二过渡，挖机销量迅速攀升。
- (2) 2011-2016年：刺激政策效应消退、行业竞争加剧，以及宏观经济增速放缓等因素作用下，挖机进入下行期，2015年我国挖掘机销量5.76万台，为2007年以来的新低。
- (3) 2016-2021年：环保政策趋严，叠加设备更新和基建发力，挖机行业走出低谷。
- (4) 2021年下半年以来：我国挖掘机保有量过剩，地产、基建投资增速下滑，挖机再次进入调整期；2022年底国三切国四形成了短暂回暖刺激，但并未扭转下行态势。2024年3月以来，挖掘机内销连续同比回正，主要系小挖销量带动。

图表：国内挖掘机、装载机市场周期性基本一致，汽车起重机周期略有滞后

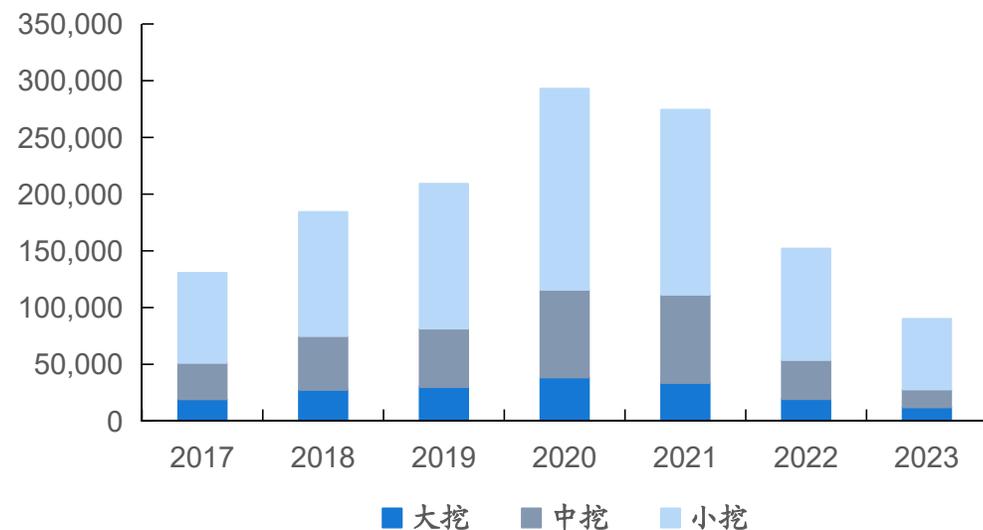


资料来源：Wind，建筑机械杂志公众号，工程机械杂志公众号，第一工程机械网公众号，国海证券研究所

挖机价格环比下行，2023年内销大幅下滑

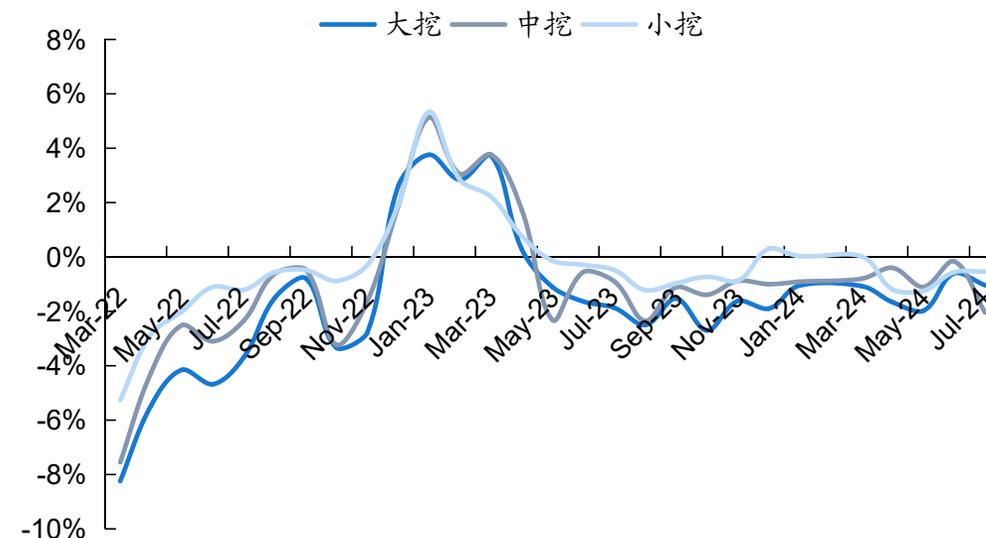
- 分机型来看，中挖销量下降最为显著，小挖价格调整幅度较小。依据中国工程机械工业协会统计数据，2023年国内市场挖掘机销量89980台，同比下降40.8%，占总销量比重46.1%。其中，小/中/大型挖掘机分别累计内销62086/15768/12126台，同比下降36.7%/54.2%/37.3%，占比分别为69.0%/17.5%/13.5%，分别同比+4.4pct/-5.1pct/+0.7pct。价格方面，2023年5月以来，我国小/中/大挖价格均处于环比下行态势，小挖调整幅度相对较小。

图表：2017-2023年国内大/中/小挖销量（台）



注：按机型划分为小挖 (<18.5t)、中挖 (18.5~28.5t)、大挖 (≥28.5t)

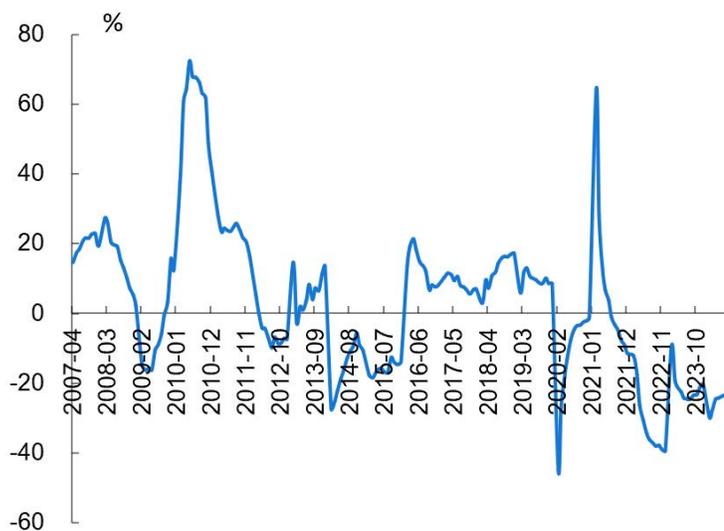
图表：2022年3月-2024年7月我国大/中/小挖价格环比变动



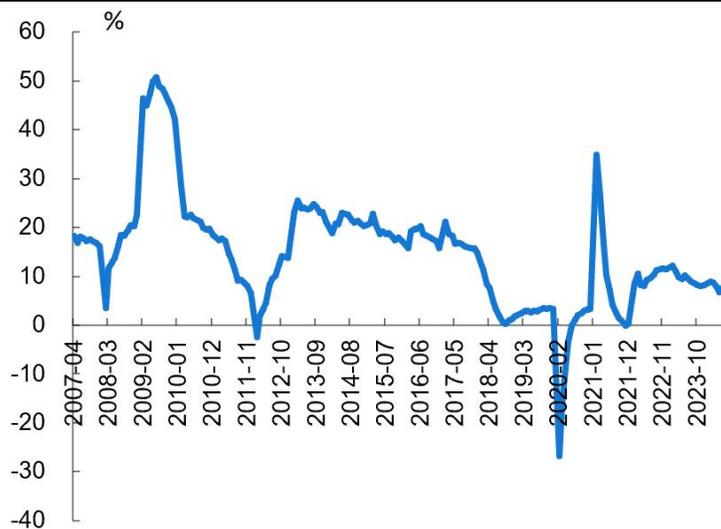
资料来源：今日工程机械公众号，工程机械杂志公众号，智研咨询，中国工程机械工业协会挖掘机分会，国海证券研究所

- 我国房地产市场恢复和去库存节奏仍然缓慢，销售总体疲软。2024年7月，我国商品房销售面积累计同比-18.6%，较1-6月+0.4pct；商品房销售金额累计同比-24.3%，较1-6月+0.7pct；房屋新开工面积累计同比-23.2%，较1-6月+0.5pct；房屋竣工面积累计同比-21.8%，与1-6月持平。
- 地产投资增速边际回落，基建投资增速有所改善。2024年7月，我国固定资产投资累计同比+3.6%，增速较1-6月-0.3pct。其中，制造业投资累计同比+9.3%，增速较1-6月-0.2pct；基建投资累计同比+8.14%，增速较1-6月+0.44pct；房地产开发投资同比-10.2%，跌幅较1-6月-0.1pct。

图表：我国房屋新开工面积累计同比



图表：我国基础设施建设投资累计同比



图表：我国房地产开发投资完成额累计同比



资料来源：Wind，国海证券研究所

- 2023年以来，为推动房地产市场平稳有序发展，各部分陆续发布一系列房地产支持政策。
- 工程机械方面，2024年3月13日，国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，7月25日，国家发改委、财政部发布《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》，明确由国家发改委牵头安排3000亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新。未来5年，央企预计安排大规模设备更新改造总投资超3万亿元，有望加速工程机械设备存量更新改造需求释放节奏。

图表：全国房地产支持政策频出

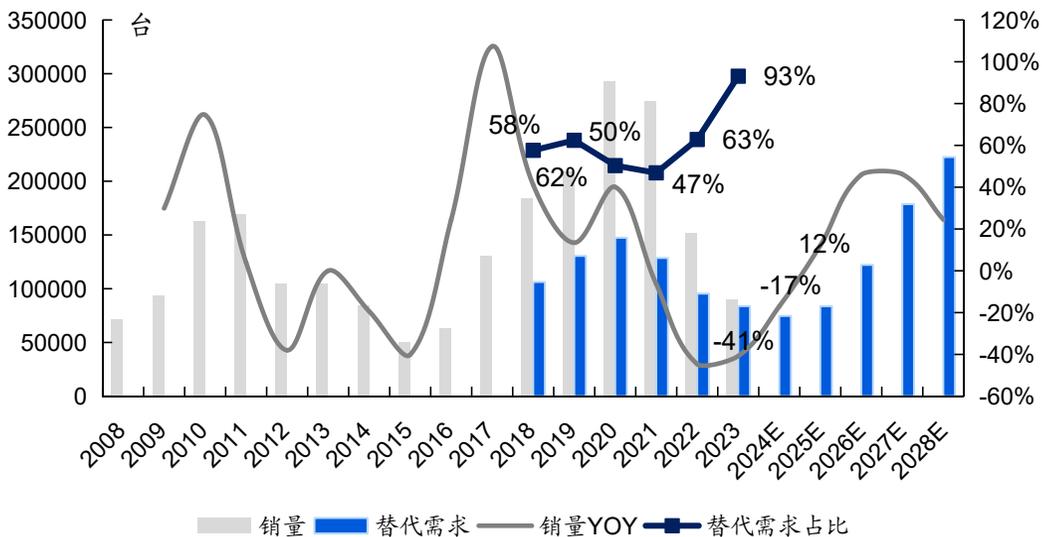
| 发布时间 | 部门 | 政策/文件/会议名称 | 主要内容 |
|----------------|---------------|---------------------------------------|---|
| 2024年3月5日 | 国务院 | 2024年政府工作报告 | 适应新型城镇化发展趋势和房地产市场供求关系变化，加快构建房地产发展新模式；加大保障性住房建设和供给，完善商品房相关基础性制度，满足居民刚性住房需求和多样化改善性住房需求 |
| 2024年2月27日 | 住建部 | 《关于做好住房发展规划和年度计划编制工作的通知》 | 各城市要科学编制2024年、2025年住房发展年度计划，并提前谋划2026-2030年住房发展规划。明确年度各类住房及用地供应规模结构和区位，测算房地产项目合理融资需求，将房地产市场平稳健康发展、住房保障轮候时间等纳入目标管理 |
| 2024年1月30日 | 上海市住建委、上海市房管局 | 《关于优化本市住房限购政策的通知》 | 放松外环以外区域（不含崇明区）限购措施 |
| 2024年1月27日 | 广州市政府办公厅 | 《广州市人民政府办公厅关于进一步优化房地产市场平稳健康发展政策措施的通知》 | 购买120平方米以上住房不再纳入限购范围 |
| 2024年1月5日 | 央行、金管局 | 《关于金融支持住房租赁市场发展的意见》 | 围绕解决新市民、青年人等群体住房问题，支持各类主体新建、改建和运营长期租赁住房，盘活存量房屋，有效增加保障性和商业性租赁住房供应 |
| 2023年12月11-12日 | 中共中央 | 中央经济工作会议 | 积极稳妥化解房地产风险，一视同仁满足不同所有制房地产企业的合理融资需求 |
| 2023年9月25日 | 央行 | 中国人民银行货币政策委员会2023年第三季度（总第102次）例会 | 支持刚性和改善性住房需求，落实新发放首套房贷款利率政策动态调整机制，调降首付比和二套房贷利率下限 |
| 2023年8月31日 | 央行、金管局 | 《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》 | 对于贷款购房的居民家庭，首套房贷款最低首付款比例为不低于20%，二套住房贷款最低首付款比例为不低于30%。 |
| 2023年8月25日 | 住建部、央行、金管局 | 《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》 | 推动落实购买首套房贷款“认房不用认贷”政策措施 |

资料来源：经济观察网，地产公众号，上海市住房和城乡建设管理委，广州市人民政府办公厅，中国政府网，国海证券研究所

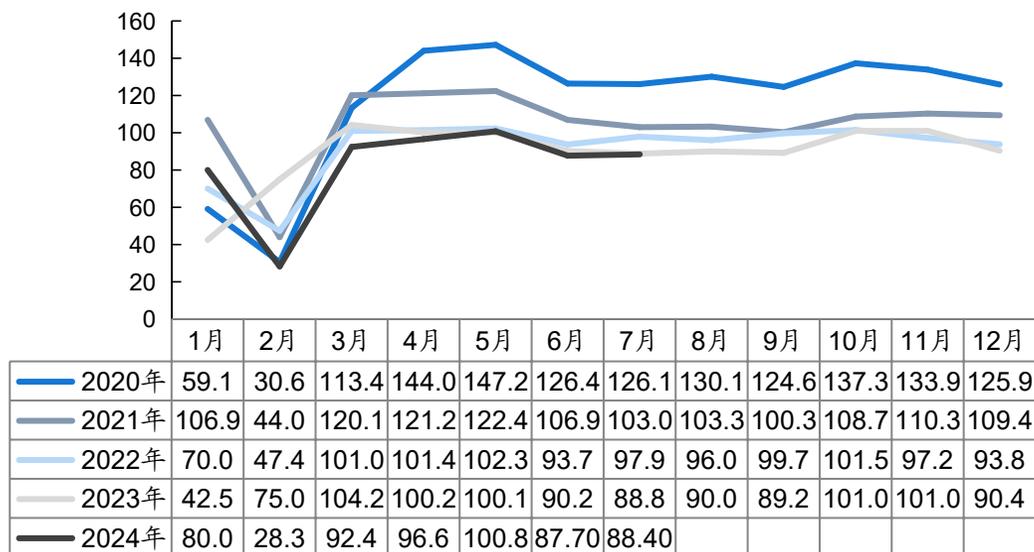
2024年挖机销量有望同比持平或微降

- 挖掘机通常使用寿命为10年，保守假设从第7年开始陆续更新，第7-10年替换比例分别为10%/20%/30%/40%，T年保有量近似估计为（T-10）至（T-1）年实际销量之和，测算得到2021-2023年替换需求占实际销量比重分别为47%/63%/93%，表明本轮挖机下行周期中，新增需求占比不断下降；测算得到2024-2026年挖掘机替换需求分别为74677/83704/122158台，分别同比-17%/+12%/+46%，表明即使不存在新增需求，2024年挖机行业也有望见底。考虑到国三机型淘汰更新，以及相关政策对设备更新需求的推动作用，2024年挖机销量有望同比持平或微降，工程机械行业底部有望显现。
- 2024年7月，挖掘机国内市场销量6234台，同比+21.9%，保持同比增长态势。从小松挖机开工小时数来看，7月我国挖机开工小时数同比-0.3%，降幅环比收窄，后续开工表现值得关注。

图表：我们测算，2024年国内挖机替代需求为74677台



图表：2024年7月我国挖机开工小时数同比降低0.3%

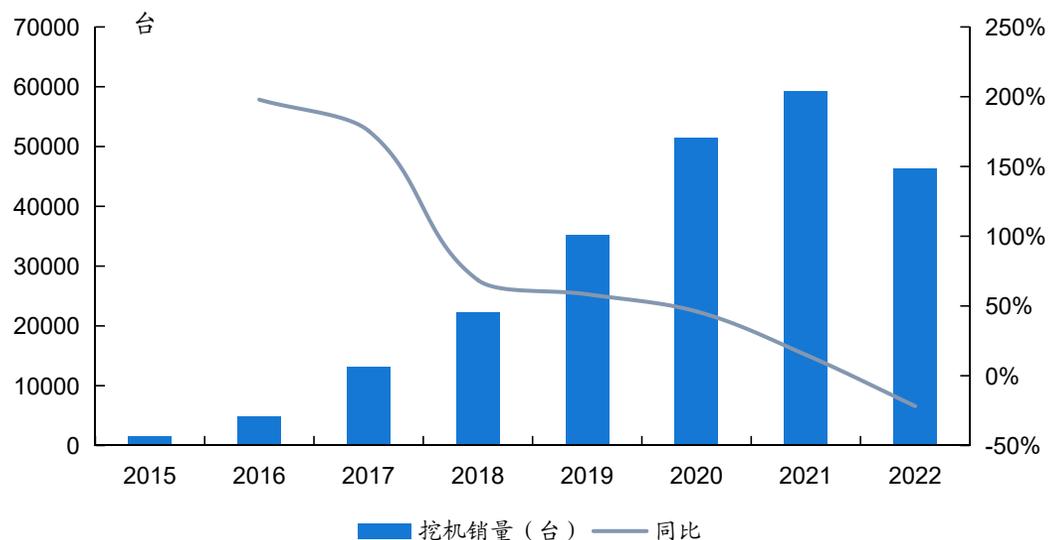


资料来源：Wind，慧聪工程机械网公众号，中国工程机械工业协会公众号，国海证券研究所

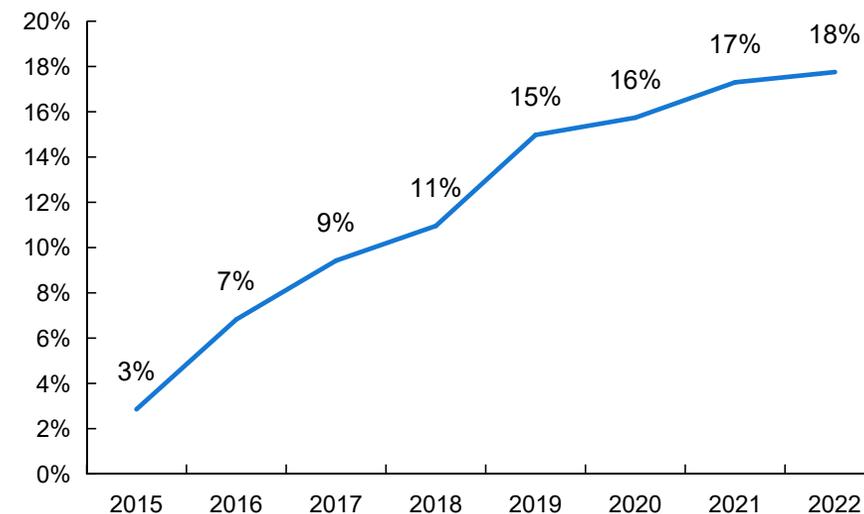
公司挖机市占率持续提升，居国内第二位

- 公司合并徐工有限后新增挖掘机械业务，包括微型挖掘机、小型挖掘机、中型挖掘机、大型挖掘机、轮式挖掘机和矿用挖掘机等多款产品，主要由子公司徐工挖机生产。
- 2022年，公司挖掘机械产量42237台，销量46398台，同比下降22%，产销率达109.85%。以中国工程机械工业协会统计的我国挖机市场总销量计算，2015-2022年，公司挖掘机在国产品牌中的市场份额由3%持续提升至18%，排名第二，仅次于三一重工。
- 2021年，公司挖掘机毛利率约30.48%，高于三一重工（28.94%）1.54pct。

图表：公司挖机销量及同比



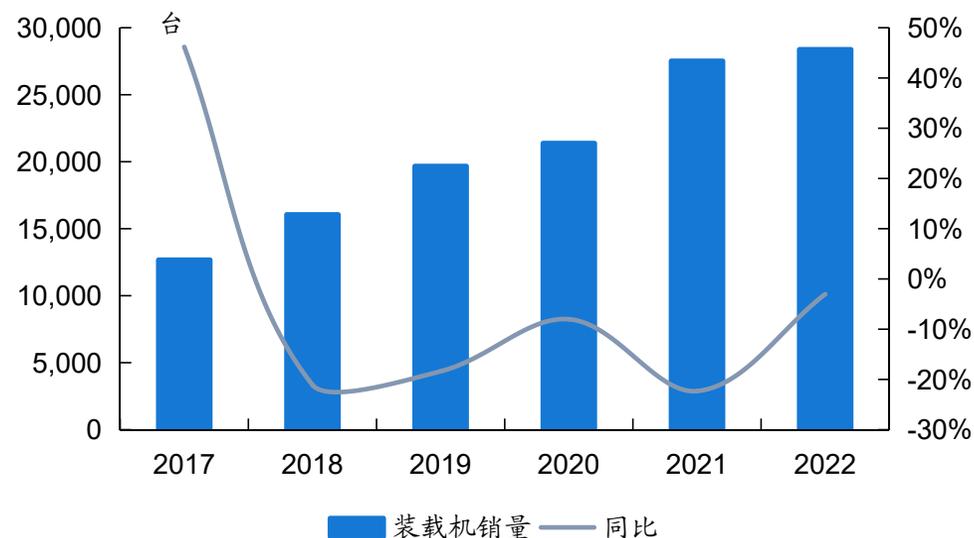
图表：公司挖机在国产品牌中的市场份额



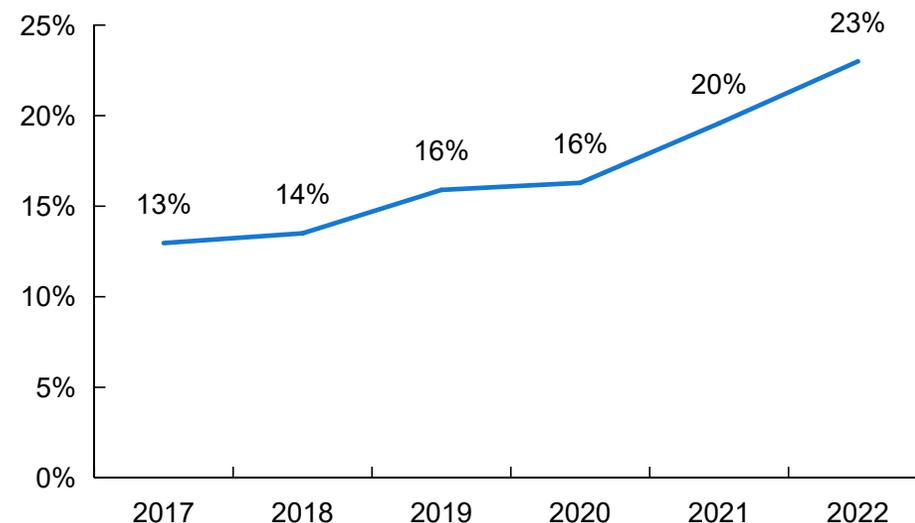
资料来源：Wind，公司公告，三一重工公司公告，国海证券研究所

- 装载机是公司铲运机械的主要产品，由下属徐工科技、徐工重庆以及徐工特机生产。1999年，公司成功研发国内领先、国际同步水平的第三代装载机，打破我国高端装载机进口垄断。目前公司开发了F、K和G三大系列，十多个型号的装载机产品，包括煤炭型、岩石型、高原型和钢厂型等以适应各种工况。
- 2022年，公司装载机产量28206台，销量28368台，同比逆势增长3.13%，产销率达134.31%。以中国工程机械工业协会统计的我国市场总销量计算，2017-2022年，公司装载机在国产品牌中的市场份额由13%持续提升至23%，成为国内第一，中大型装载机市场占有率提升，出口占有率突破30%。2023年，公司装载机跃居全球第二，其中新能源装载机增长翻番，居国内行业第一。

图表：公司装载机销量及同比



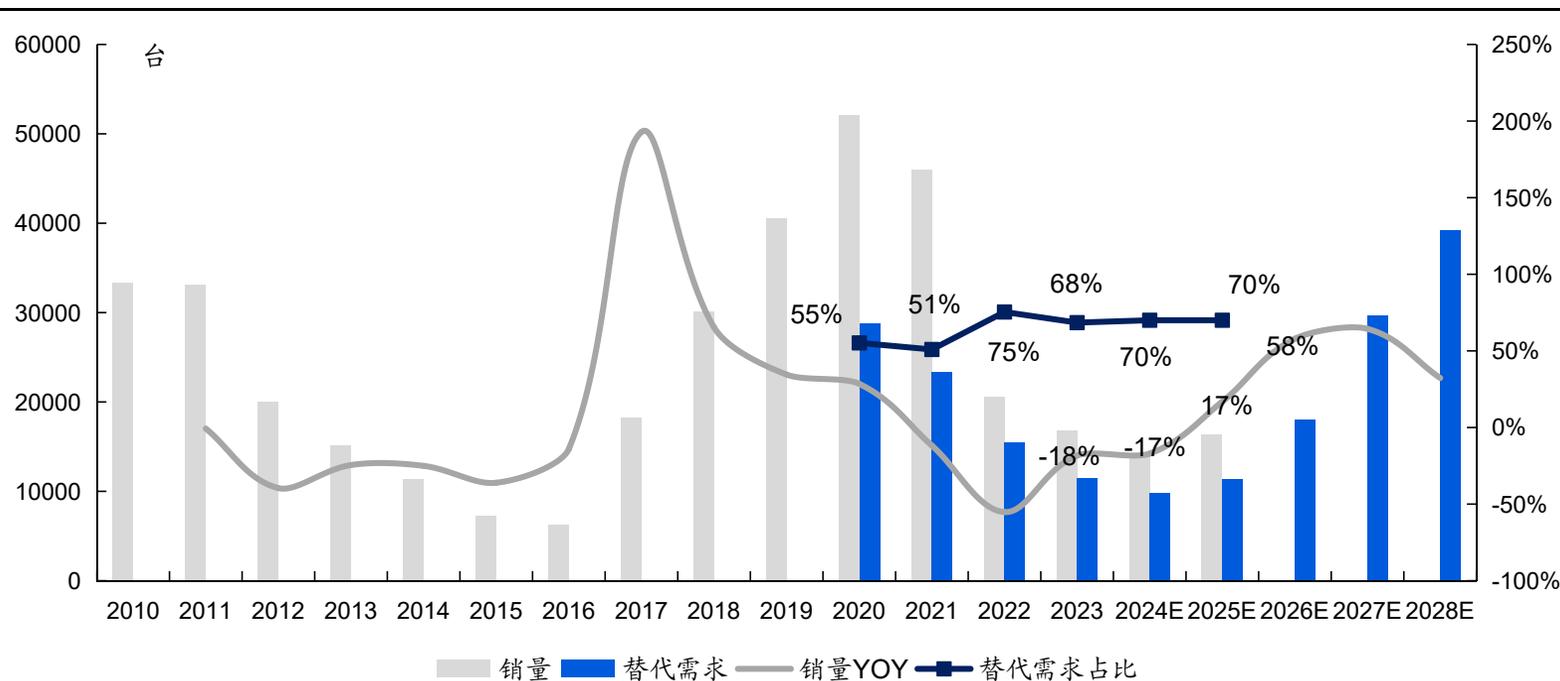
图表：公司装载机在国产品牌中的市场份额



资料来源：Wind，公司公告，国海证券研究所

- 汽车起重机通常使用寿命为10年，保守假设从第7年开始陆续更新，第7-10年替换比例分别为10%/20%/30%/40%，T年保有量近似估计为（T-10）至（T-1）年实际销量之和，测算得到2021-2023年替换需求占实际销量比重分别为51%/75%/68%。假设2024-2025年替换需求占比保持为70%，测算得到2024-2025年汽车起重机总需求分别为1.4/1.6万台，分别同比-17%/+17%，2024年汽车起重机行业有望见底。

图表：我们测算，假设2024年国内汽车起重机替代需求占比为70%，对应总需求约1.4万台

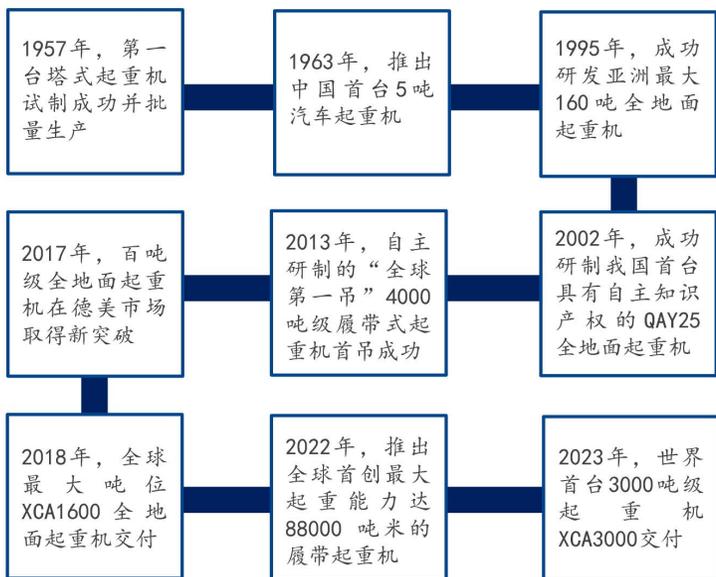


资料来源：Wind, iFind, 国海证券研究所

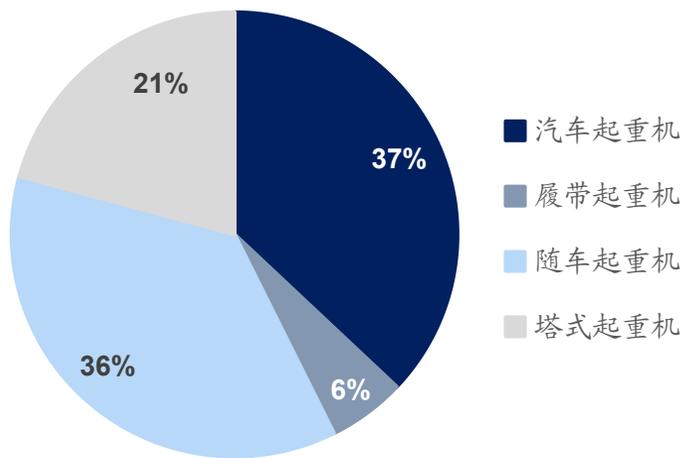
公司起重机械起步早，具有传统优势

- 起重机为公司的拳头产品，包括汽车起重机、履带起重机、随车起重机和塔式起重机四大类，分别由徐工重型、徐工建机、徐工随车和徐工塔机生产。汽车起重机是公司传统优势产品，涵盖了从8吨到160吨以上所有的产品类别，2022年在起重机械中销量占比37%。公司还大力发展全地面起重机。2002年，公司成功研制了我国第一台具有自主知识产权的QAY25全地面起重机，随后又研制出QAY300/400/500多个品种。目前，公司全地面起重机已覆盖QAY25-QAY1000十余个品种，成功替代进口，国内市场占有率接近50%。
- 根据慧聪工程机械网，英国KHL集团发布的2023年ICm20“全球最大起重机制造商”20强排行榜显示，徐工机械起重机销售额排名国内第一、全球第三。

图表：公司起重机发展历程



图表：公司2022年各类起重机销售占比



图表：2023年全球起重机制造商前10强

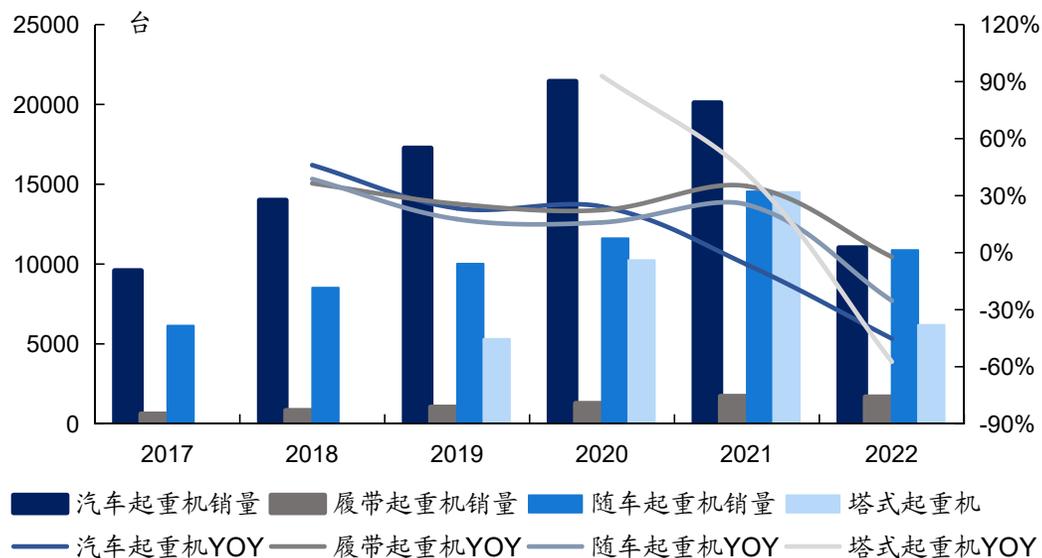
| 排名 | 品牌 | 国别 |
|----|----------|-----|
| 1 | 利勃海尔 | 德国 |
| 2 | 科尼 | 芬兰 |
| 3 | 徐工机械 | 中国 |
| 4 | 卡哥特科 | 芬兰 |
| 5 | 振华重工 | 中国 |
| 6 | 中联重科 | 中国 |
| 7 | 马尼托沃克起重机 | 美国 |
| 8 | 三一重工 | 中国 |
| 9 | 多田野 | 日本 |
| 10 | 帕尔菲格 | 奥地利 |

资料来源：公司官网，公司公告，徐工集团XCMG公众号，慧聪工程机械网，国海证券研究所

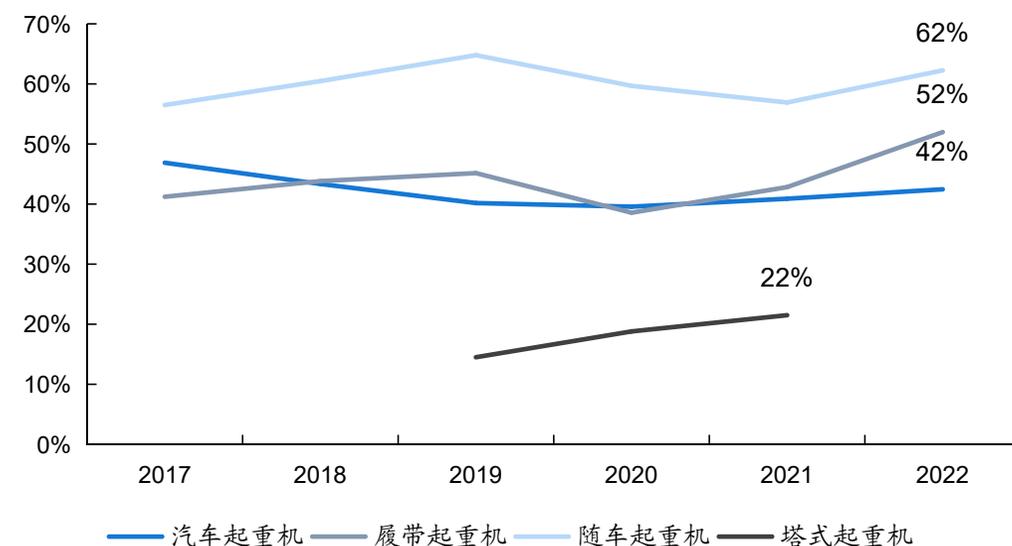
起重机械稳中求进，盈利能力持续提升

- 2022年，受房地产投资增速下滑、存量设备更新需求不足等因素影响，国内市场需求下滑，公司起重机械总销量29742台，同比减少37.65%，主要产品产量及销量均同比下降，汽车起重机、履带起重机、随车起重机和塔式起重机销量分别为11014/1671/10873/6184台，下降幅度优于行业，国内市占率持续提升。
- 2023年，徐工重型践行高质量发展理念，净利润和经营性净现金流显著提升，全地面和越野吊出口双突破200台，公司起重机械毛利率达22.60%，同比提升2.73pct。

图表：公司起重机销量及同比



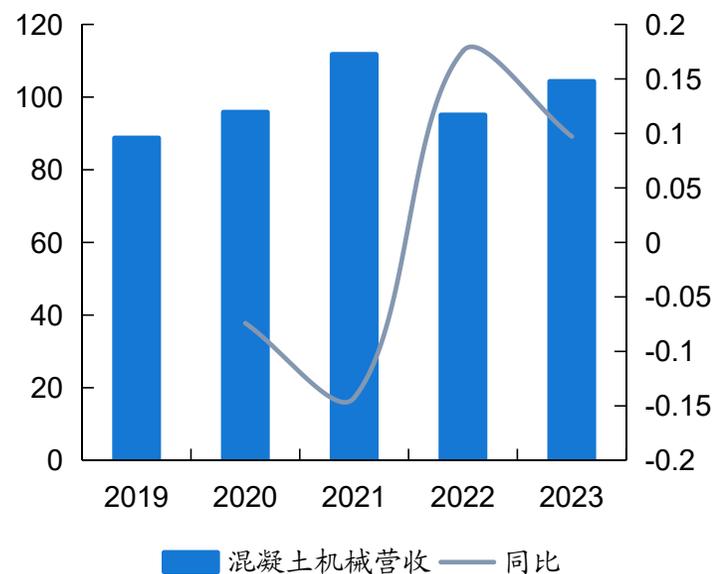
图表：公司起重机在国产品牌中的市场份额



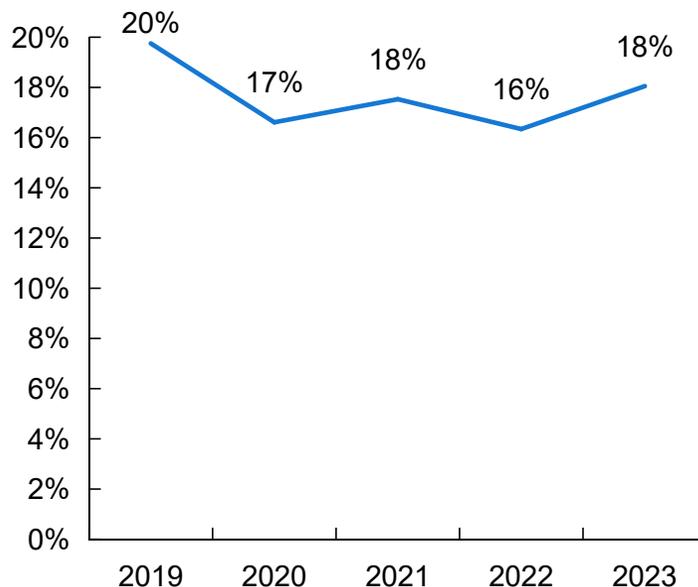
资料来源：iFind，公司公告，国海证券研究所

- 混凝土机械为公司吸收合并徐工有限后的新增业务之一，致力为客户提供成套施工解决方案。近年来，徐工混凝土机械加速出海，凭借卓越性能在摩洛哥、安哥拉、塔吉克斯坦等国家取得高效的施工表现，全球认可度持续提升。2022年，混凝土机械努力补短提能，立足“两车一站”全力寻求突破，泵车、搅拌车、搅拌站在国产品牌中的市场份额分别提升6.24、2.13、1.94pct。
- 2023年，公司积极推进全球市场协同、技术协同、产能协同，根据公司公告，混凝土机械继续保持全球第一地位，实现毛利率18.05%，同比提升1.71pct，新能源搅拌车销量突破千台。

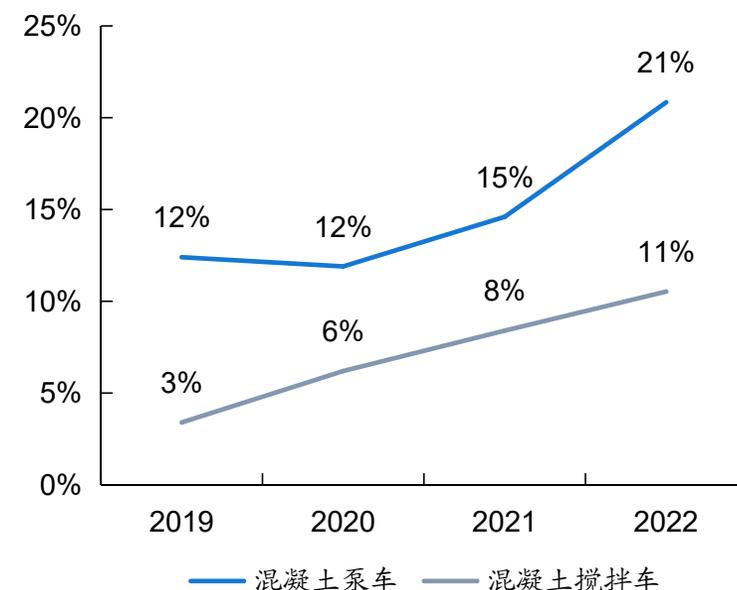
图表：公司混凝土机械营收（亿元）及同比



图表：公司混凝土机械毛利率



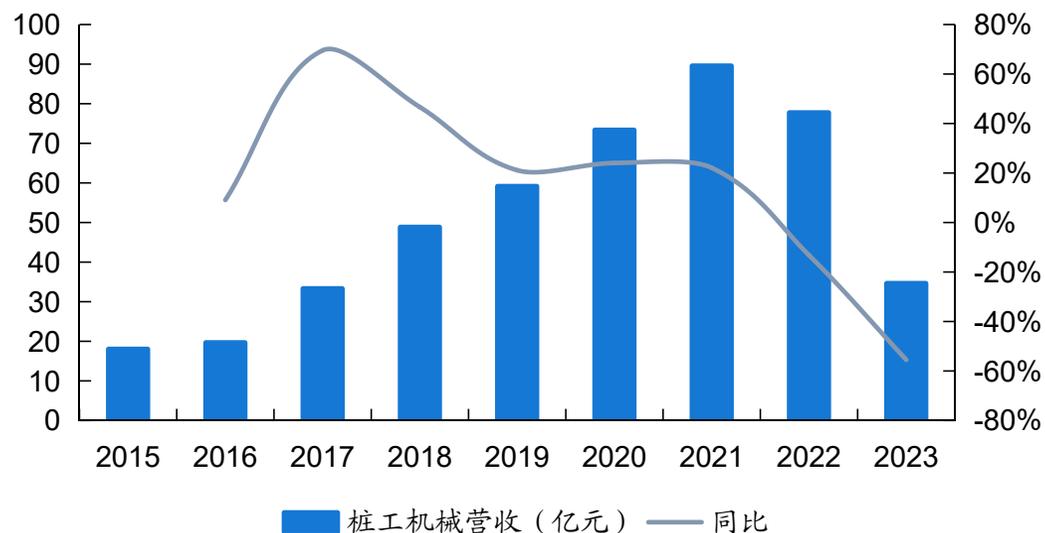
图表：公司混凝土泵车/混凝土搅拌车在国产品牌中的市场份额



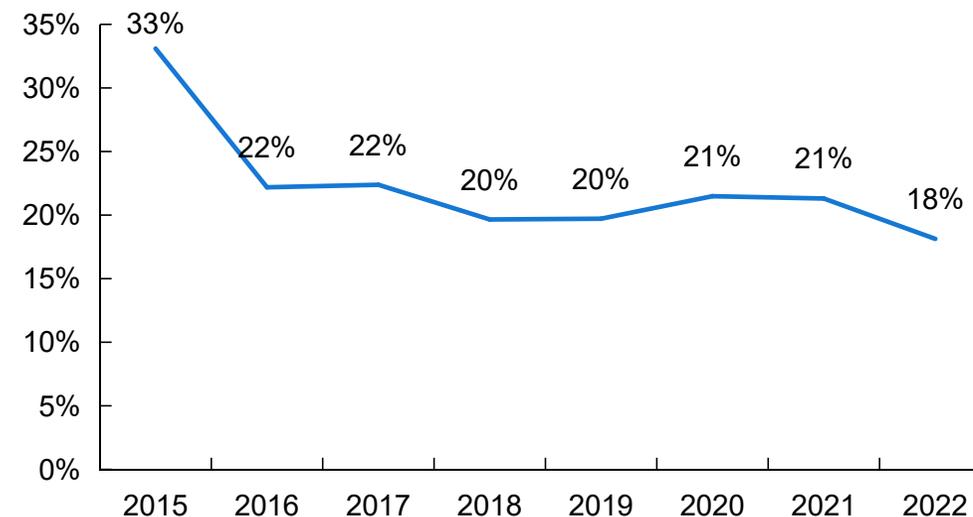
资料来源：iFind，公司公告，徐工集团XCMG公众号，国海证券研究所

- 公司桩工钻孔机械主要由下属徐工基础生产，包括已形成XR系列旋挖钻机、XG系列连续墙抓斗、系列长螺旋钻机、水平定向钻机、旋挖钻机、煤炭掘进机等系列产品。据徐工集团XCMG公众号，公司自主研发的智能模块化钻机XSM2250，在管机处理方面可实现无人工作业，钻机效率比传统石油钻机提高约10%，在运输、转场、拆解中省时50%以上、节省运输成本30%以上。
- 据公司2022年报，2022年，公司旋挖钻机业务规模行业第一；280以上大吨位产品市场占有率达60%以上，稳居行业第一；水平定向钻持续行业第一；新培育的掘进机产业化步伐很快，增长率行业第一。据公司2023年报，2023年，公司桩工机械继续稳居全球第一阵营。

图表：公司桩工机械营收及同比



图表：公司桩工机械毛利率



资料来源：iFind，Wind，公司公告，徐工集团XCMG公众号，国海证券研究所

3. 新兴产业抗周期性明显

高空作业平台较传统脚手架更具安全性和经济性

- 高空作业平台，是服务于各个行业高空作业、设备安装、检修等可移动性高空作业的产品，可替代吊篮、脚手架等传统登高机械，大幅提高高空作业的安全性及作业效率。由于高空作业平台使用频率高、使用时间短的特点，商业模式以租赁为主。从产业链而言，高空作业平台的制造、租赁企业位于产业链中游，上游主要涉及发动机、电控系统、驱动系统及其他专用配件的生产供应，下游应用主要包括市政建筑、船舶制造、仓储物流等。
- 随着建筑高度升高，为提升传统脚手架底部结构强度，需要在框架两侧安装副架，造成额外的材料成本和人工成本。据高空机械工程(2022/12)，对于工期3个月的20米高建筑工程，租赁高空作业平台较自购脚手架可节约工期8天，节约费用约56万元。

图表：高空作业平台产业链



图表：以20米高建筑工程为例，传统脚手架与高空作业平台经济性对比

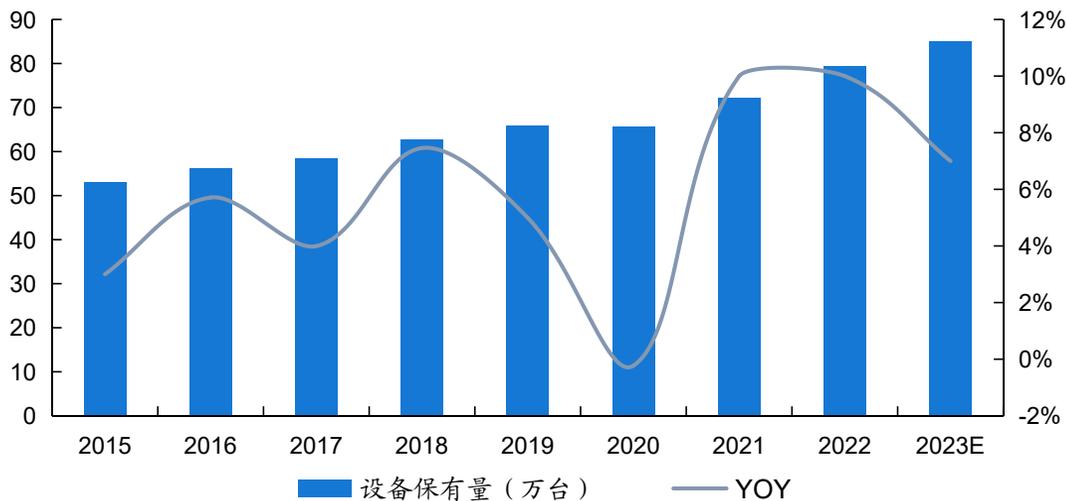
| 项目 | 高空作业平台 | 传统脚手架 |
|-------------|--|---|
| 设备需求量 (台/套) | 假设单个施工项目需安排2组作业队，每作业队需要搭配2台20m直臂高空作业平台 | (1)每米脚手架需10根2m横杆；(2)每根(6m<h<12m)立柱需8根立杆，每根(12m<h<20m)立柱需16根立杆；(3)每根2m横杆需要2个十字扣；(4)每2根立杆需2个接扣；(5)每根立柱需4根斜杆加固，每根斜杆需4个旋转扣；(6)12m及以下需2层操作平台，12m-20m需4层操作平台，每层操作平台8块跳排 |
| 周期 | 进场时间需要1天，报验达到使用条件需要2天 | 采购周期最短45天，报验达到使用条件最少7天 |
| 搭设费用 | 无 | 假设搭设周长为8m、搭设单价22元/m ² ，合计352000元 |
| 运输费用 | 较低 | 按照架杆4.17kg/m、十字扣/接扣1kg/个、旋转扣1.15kg/个、跳排19kg/块，假设运输距离50km时物流单价为50元/t，合计12458元 |
| 期间成本 | 3个月4台设备租金156000元 | 假设折旧寿命为3年，折旧费用约188114元 |
| 人工费用 | 每台设备配备工人2名，每日平均工资为213元，合计约153360元 | 需16名工人同时作业，并专门配备2名移动脚手架工人，假设每日平均工资196元，合计317520元 |
| 合计 | 312200元 | 870092元 |

资料来源：高空机械工程，智研咨询，国海证券研究所

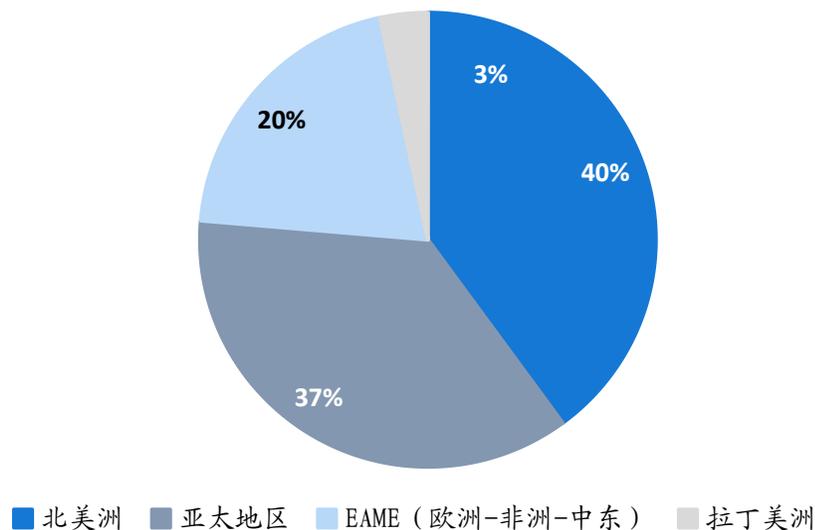
欧美高空作业平台市场较为成熟

- 根据《IPAF Rental Market Report 2023》，2022年全球高空作业平台租赁市场保有量约220万台，同比增长10%。其中北美洲保有量约88万台，占比39.94%，亚太地区保有量约80万台，占比36.41%。
- **美国是全球最大的高空作业平台市场。**2022年，美国高空作业平台租赁市场收入规模为136亿美元，同比增长15%；租赁市场高空作业平台设备保有量为79.43万台，同比增长10%，下游主要面向建筑领域。根据IPAF数据，预计2023年收入规模达150亿美元，设备保有量增长至84.99万辆。美国高空作业平台市场发展较为成熟，预计需求主要来自市场自然增长和设备更新换代，美国高机租赁业的设备平均服役年限为5年2个月。
- **欧洲高空作业平台租赁业市场保持稳步增长。**2022年欧洲十国（英国、丹麦、挪威、瑞典、芬兰、意大利、法国、荷兰、德国、西班牙）高空作业平台租赁业市场收入规模为32亿欧元，IPAF预计2023年收入规模达34亿欧元，设备保有量增长至35.14万台。

图表：2015-2023E美国高空作业平台租赁市场保有量及增速



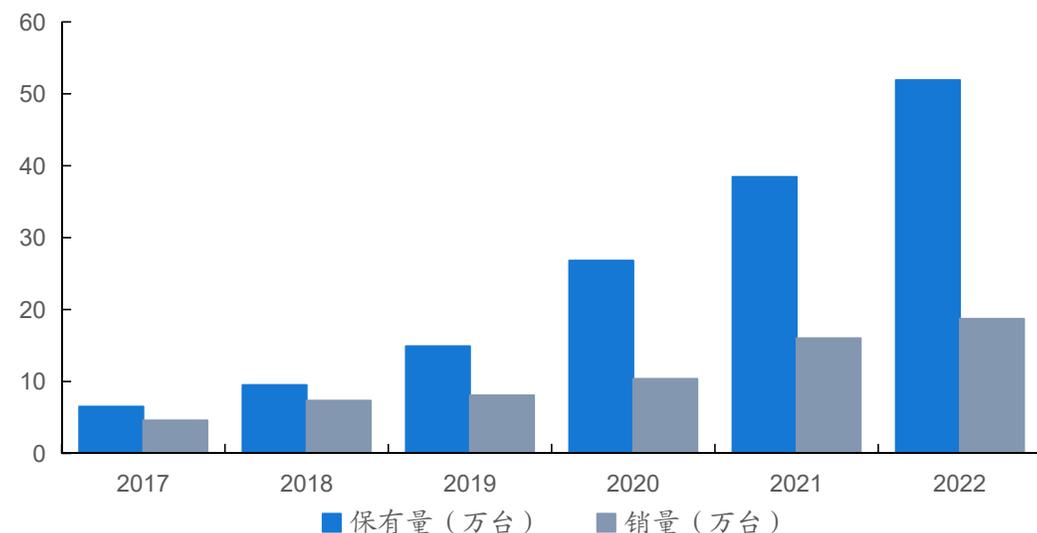
图表：2022年全球高空作业租赁主要市场的设备保有量占比



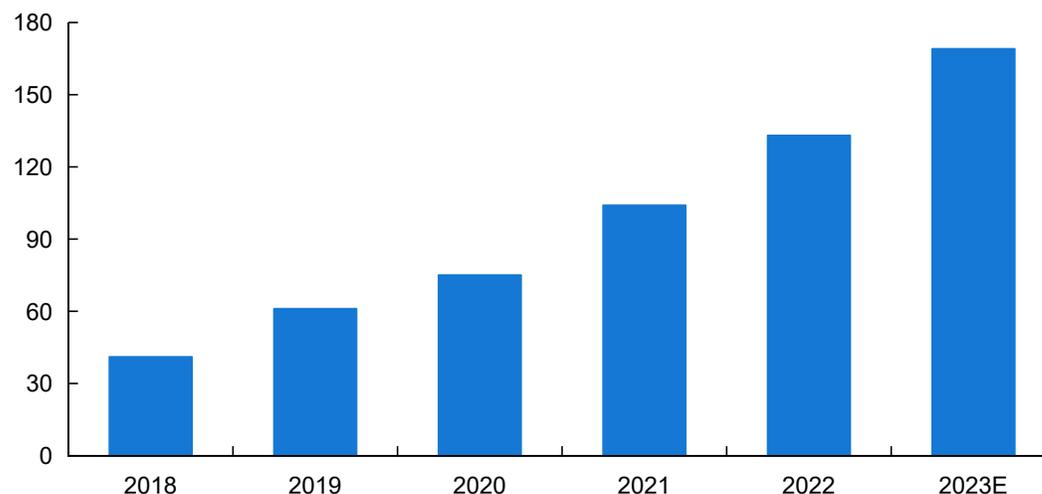
资料来源：星邦智能招股书，浙江鼎力公司公告，IPAF，国海证券研究所

- 2022年2月《“十四五”建筑业发展规划》指出，全面落实工程建设各方主体及项目负责人质量安全责任，进一步明确责任边界。随着我国安全生产重视性提高和人工成本增长，高空作业平台行业扩张迅速，根据智研咨询数据，2022年我国高空作业平台销量18.7万台，剪叉式、臂式高空作业平台分别占64.8%、26.7%；设备保有量51.9万台。根据弗若斯特沙利文数据，2022年我国高空作业平台市场规模达133亿元，2023年预计达169亿元。
- 与欧美等发达国家相比，中国高空作业平台行业起步较晚，人均保有量仍有较大提升空间。以2021年美国/欧洲十国/中国总人口数分别为3.32/3.68/14.13亿计算，2021年美国/欧洲十国/中国人均保有量分别为21.74/8.83/2.33台/万人，我国高空作业平台市场仍有较大发展潜力。

图表：2017-2022年中国高空作业平台保有量和销量（万台）



图表：2018-2023年中国高空作业平台市场规模及预测（亿元）

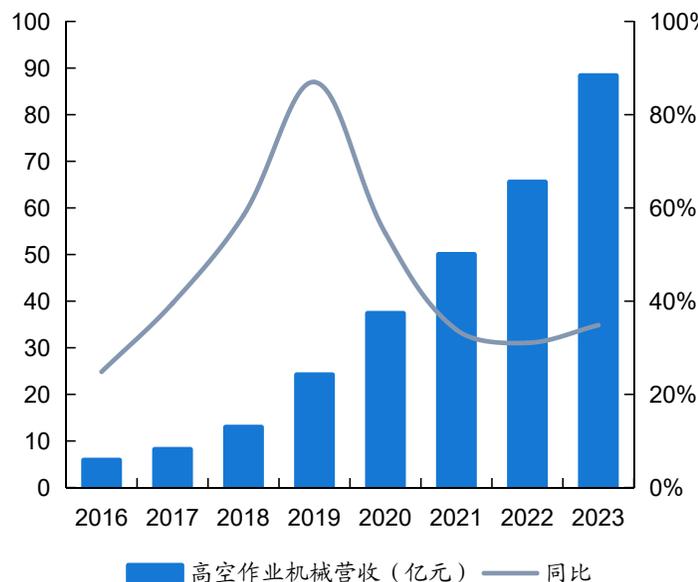


资料来源：弗若斯特沙利文，中商产业研究院，智研咨询，中国工程机械工业协会，华经产业研究院，路面机械网公众号，星邦智能招股书，IMF，国海证券研究所

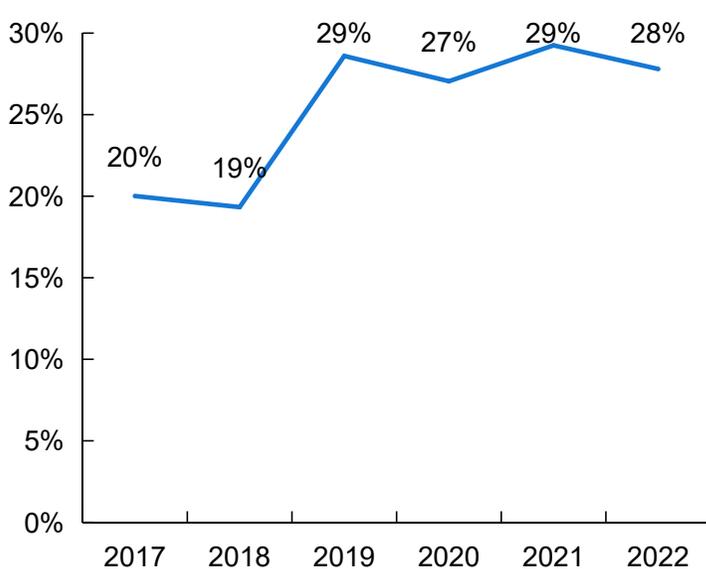
高空作业机械屡创新高，居国内第一、全球第三

- 公司高空作业机械主要包括高空作业平台和消防机械，2022年公司高空作业机械销量36347台，同比大幅提升72.67%，产能利用率达202.6%。
- 2023年，公司高空作业机械实现收入89亿元，同比增长36%，推出的DG101登高平台消防车最大工作高度达101m，为亚洲最高，整体性能指标达到国际先进水平；行业最高米数直曲臂云梯消防车已研发成功并取得认证报告，显著提升云梯消防车高空越障能力。高空作业机械进一步夯实龙头地位，据英国KHL数据，2023年公司高空作业机械稳居国内行业第一，跃升全球第三。

图表：公司高空作业机械营收及同比变动



图表：公司高空作业机械毛利率



图表：2023年全球高空作业机械制造商前10强

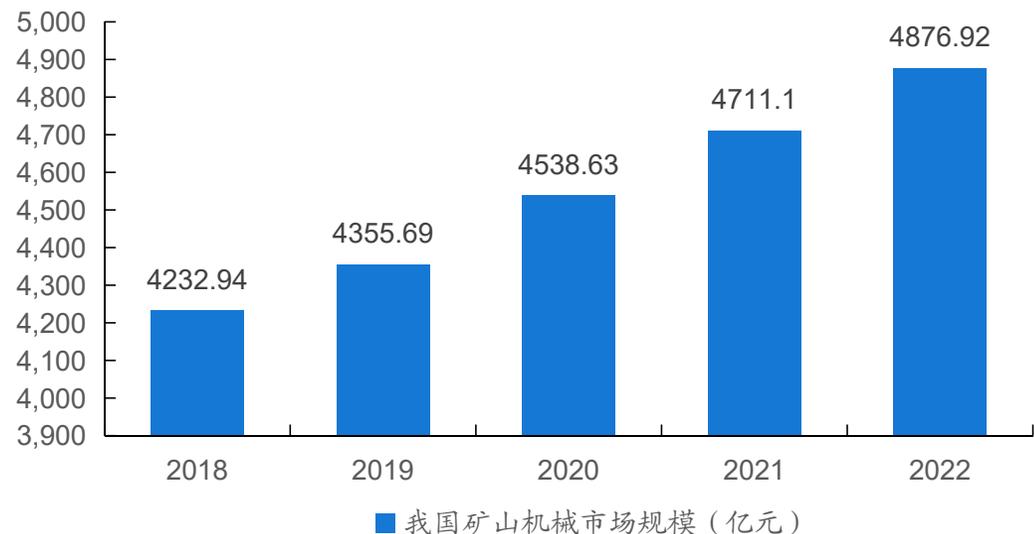
| 排名 | 品牌 | 国别 |
|----|----------|-----|
| 1 | JLG | 英国 |
| 2 | Terex | 美国 |
| 3 | 徐工机械 | 中国 |
| 4 | SkyJack | 加拿大 |
| 5 | 浙江鼎力 | 中国 |
| 6 | Haulotte | 法国 |
| 7 | 中联重科 | 中国 |
| 8 | Time | 美国 |
| 9 | 临工重机 | 中国 |
| 10 | 星邦智能 | 中国 |

资料来源：Wind，公司公告，徐工集团XCMG公众号，国海证券研究所

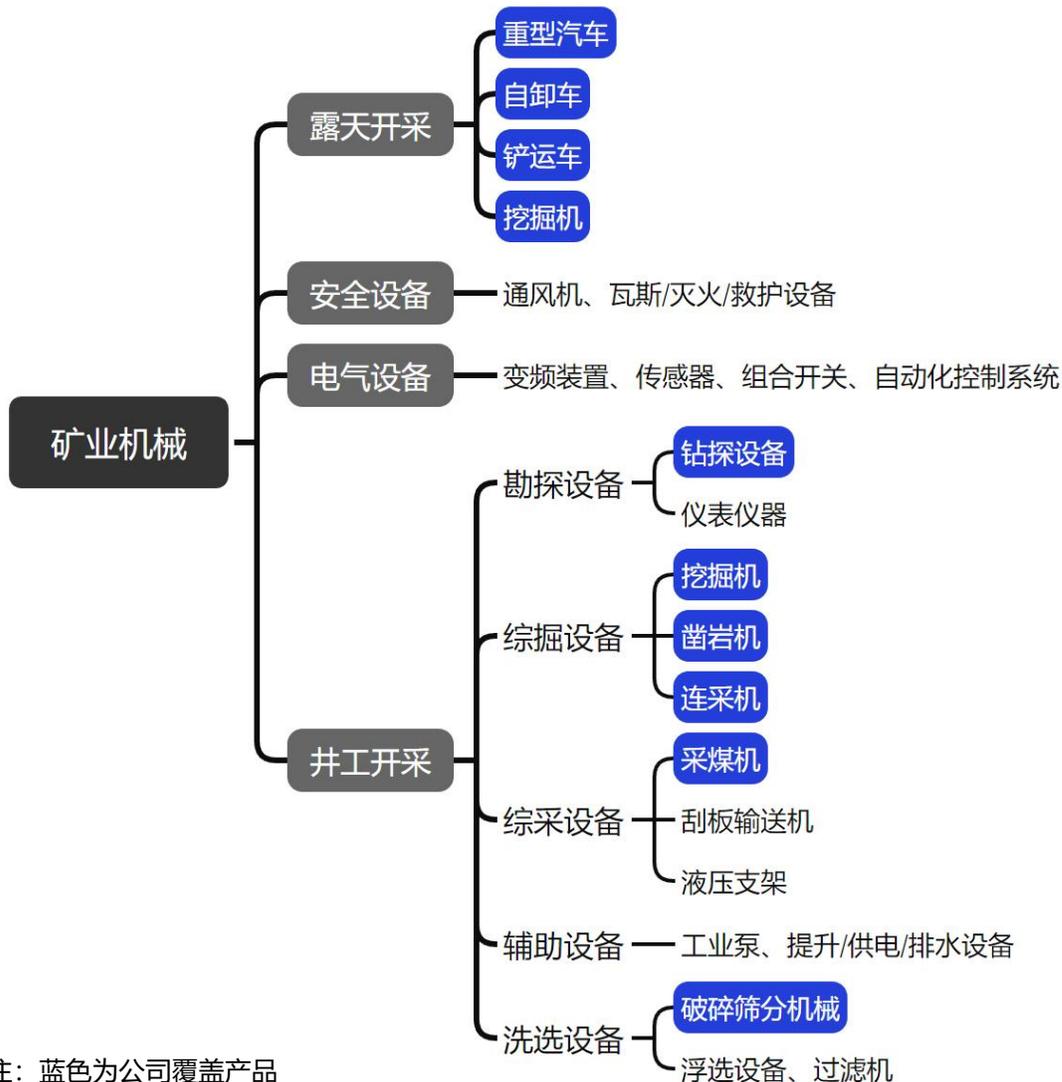
矿用机械类别广泛，市场空间广阔

- 矿山机械主要用于矿山采掘、支护、运输、洗选等生产过程，需求由下游采矿业拉动。以最常用的煤矿机械为例，可分为露天煤矿机械和井下煤矿机械；其中露天煤矿矿开采难度相对较低，因此设备通用性较高。
- 2000年以来，在国内基础工业和基础建设大发展的拉动下，矿山机械产品市场需求旺盛，带动国内市场规模的增长。据观研报告网数据，2022年我国矿山机械制造行业市场规模达到4876.92亿元，同比增长3.52%。

图表：2018-2022年我国矿山机械市场规模



图表：矿山机械主要类别

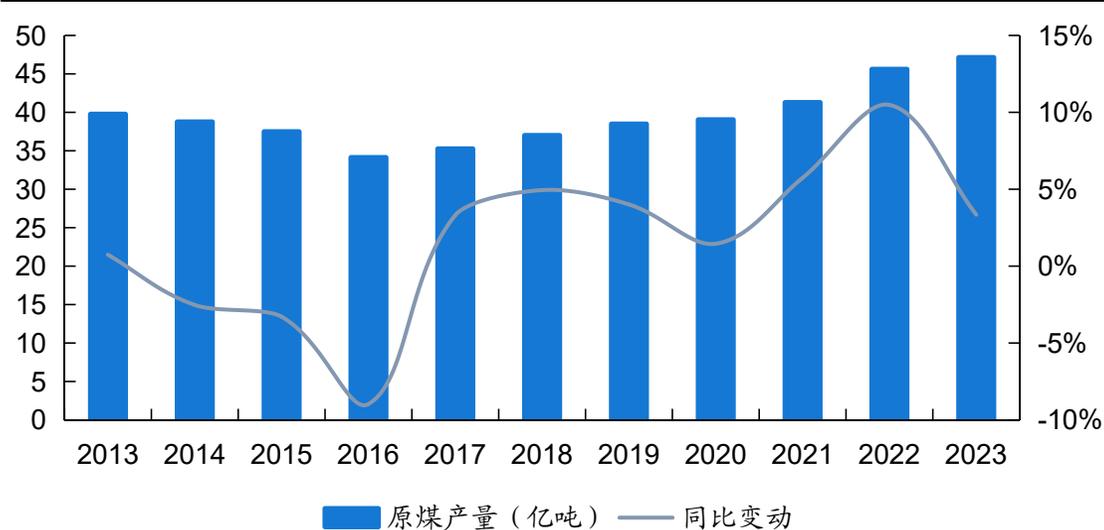


注：蓝色为公司覆盖产品

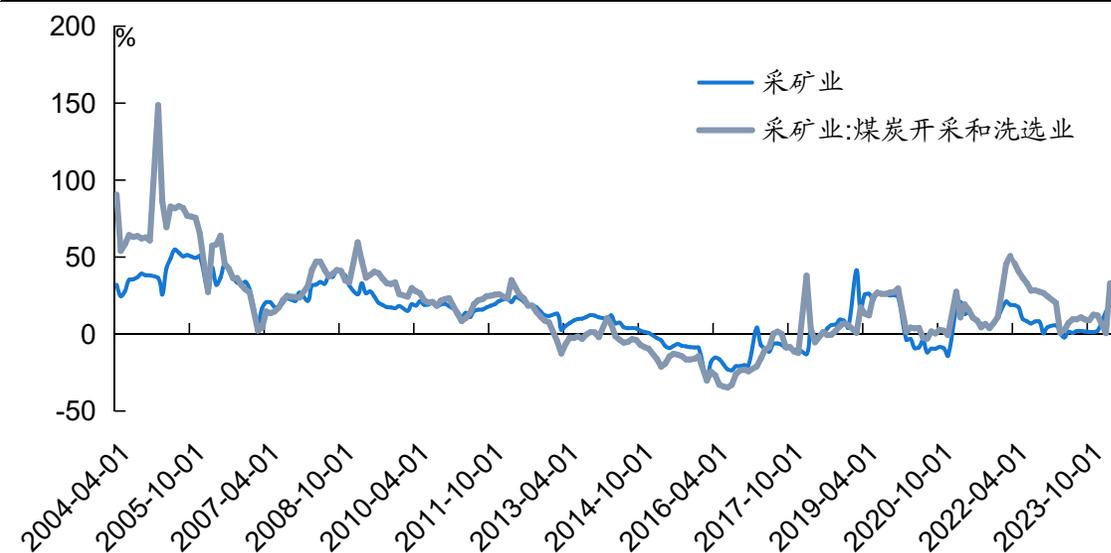
资料来源：观研报告网，机械工业公众号，国海证券研究所

- 全国煤炭供应总量再创新高，产业结构加快优化升级。据中国煤炭工业协会发布的《2023煤炭行业发展年度报告》，“十四五”以来，全国新增煤炭产能6亿吨/年左右。全国原煤产量分别于2021年、2022年跃上41亿吨、45亿吨台阶，2023年达到47.1亿吨，年均增长4.5%。截至2023年底，年产120万吨及以上的大型煤矿产量占全国的85%以上，建成年产千万吨级煤矿81处、核定产能13.3亿吨/年，较2020年增加29处、产能5.1亿吨/年；在建千万吨级煤矿24处左右、设计产能3.1亿吨/年。
- 2024H1，全国采矿业固定资产投资额累计增长17.0%，其中煤炭开采和洗选业/有色金属矿采选业/黑色金属矿采选业/非金属矿采选业投资额分别累计增长16.6%/43.5%/4.3%/28.5%，整体保持较高景气。

图表：我国原煤产量及同比



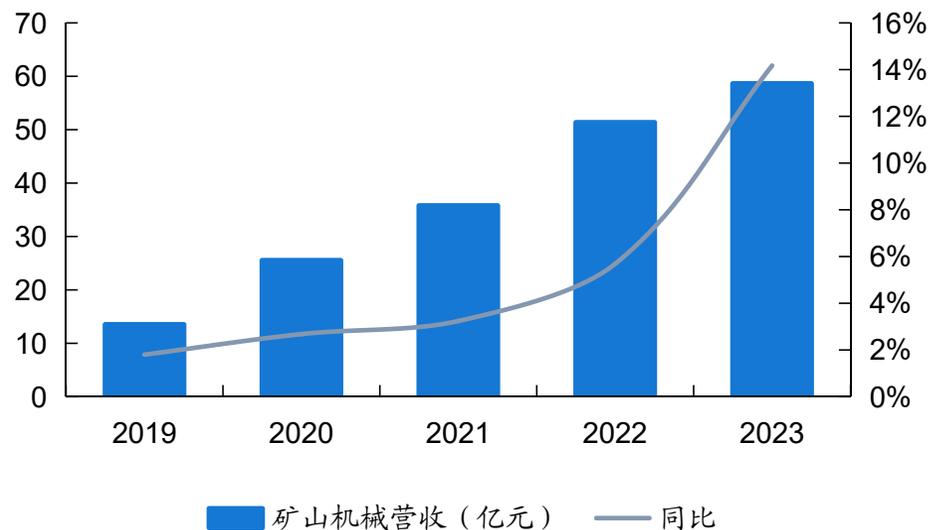
图表：我国采矿业固定资产投资（不含农户）完成额累计同比



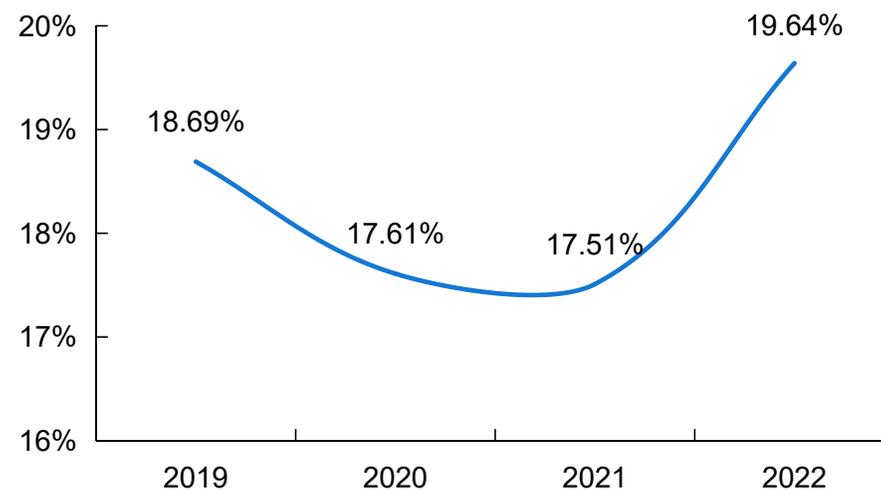
资料来源：iFind，国海证券研究所

- 公司矿山机械产品涵盖挖装、运输、破碎及辅助设备，产品包括矿用液压挖掘机、矿用自卸车、移动破碎筛分及矿用平地机等。
- 据公司2023年报，公司矿山露天挖运设备保持全球第五。2022年公司矿山机械实现营业收入51.33亿元，同比增长6%，其中海外收入同比高增256%；实现毛利率19.64%，同比提升2.13pct。2023年，公司矿山机械更加重视经营质量和产品质量提升，实现营业收入59亿元，同比增长14%，为公司弥补部分传统工程机械周期下行压力；其中新能源矿车增长4倍，矿挖内销占有率提升1.7个百分点。公司已将矿山机械作为重要的战略新兴产业之一，重视产品竞争力提升，有望带来销量快速增长。

图表：公司矿山机械营收及同比



图表：公司矿山机械毛利率

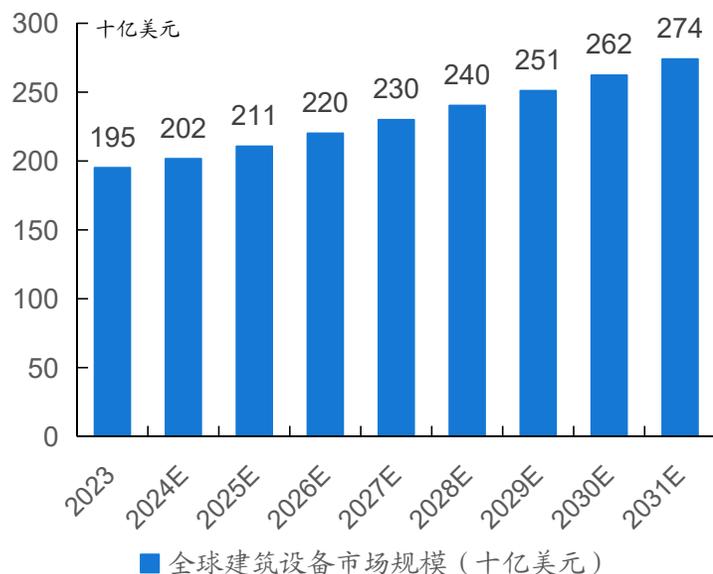


资料来源：公司公告，国海证券研究所

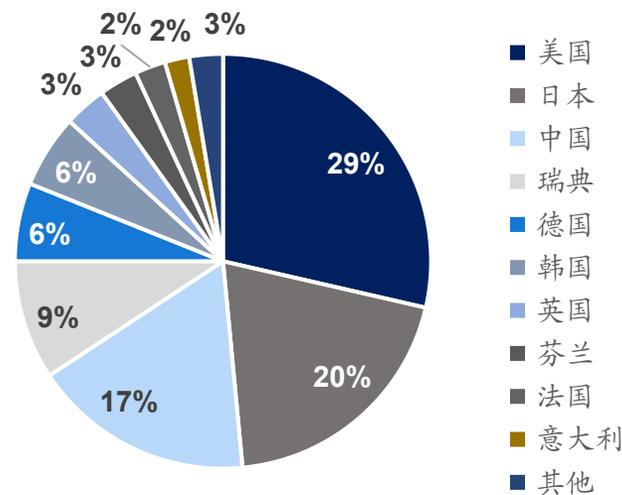
4. 全球化前景广阔，海外拓展成为核心动能

- 据Statista数据及预测，2023-2026年全球工程机械市场规模有望保持稳定增长，2029年全球工程机械市场规模将超过2500亿美元。
- 随着我国工程机械厂商海外本地化建设推进，海外渠道布局逐渐完善，叠加性价比优势显著，出海已成为国内厂商的重要战略方向。2024年6月11日，英国KHL集团旗下权威杂志《International Construction》发布全球工程机械50强榜单，以2023年营收规模排序，国产品牌徐工机械/三一重工/中联重科/柳工分列全球工程机械第4/6/12/19名，市占率分别为5.3%/4.2%/2.4%/1.6%，仍有较大提升空间。

图表：2023年至2031E全球建筑设备市场规模



图表：2023年工程机械国家销售占比



图表：全球工程机械制造商排行榜

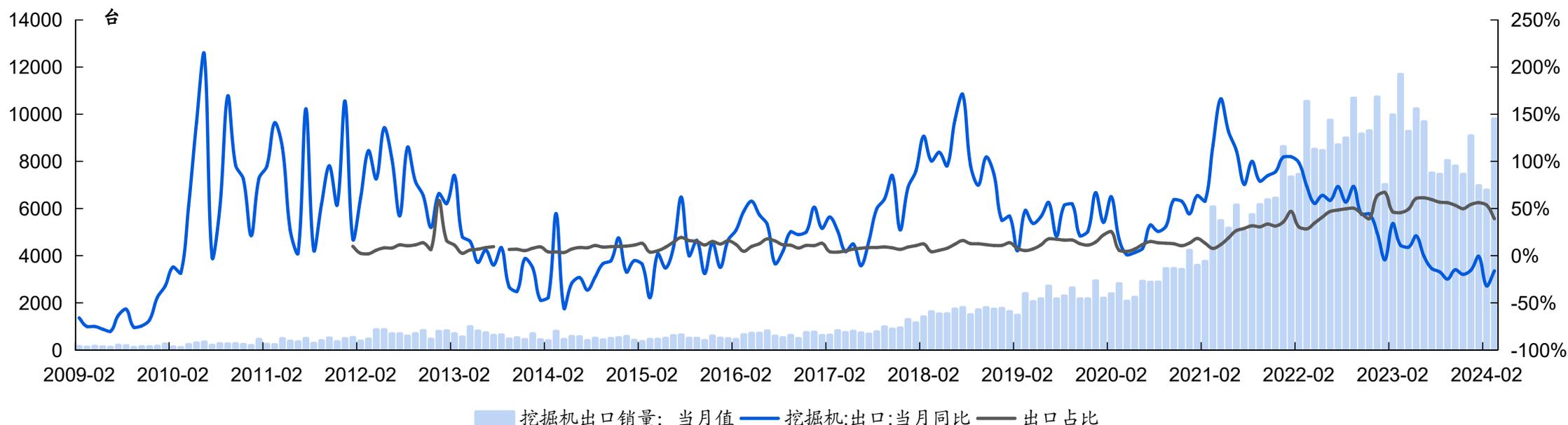
| 排名 | 品牌 | 国别 | 市场份额 |
|----|---------|----|-------|
| 1 | 卡特彼勒 | 美国 | 16.8% |
| 2 | 小松 | 日本 | 10.4% |
| 3 | 约翰迪尔 | 美国 | 6.1% |
| 4 | 徐工机械 | 中国 | 5.3% |
| 5 | 利勃海尔 | 德国 | 4.2% |
| 6 | 三一重工 | 中国 | 4.2% |
| 7 | 沃尔沃建筑设备 | 瑞典 | 4.1% |
| 8 | 日立建机 | 日本 | 3.7% |
| 9 | JCB | 英国 | 3.3% |
| 10 | 斗山山猫 | 韩国 | 3.1% |

资料来源：Statista, KHL, 国海证券研究所

注：以2023年营业收入排序

- 2023年，我国共销售挖掘机195018台，同比下降25.4%；其中国内89980台，同比下降40.8%；出口105038台，同比下降4.04%；共销售各类装载机103912台，同比下降15.8%。其中国内市场销量56552台，同比下降30.1%；出口销量47360台，同比增长11.5%。国内工程机械行业持续低迷背景下，出海成为重要增长支撑。
- 据今日工程机械公众号，2024年1-3月，工程机械累计出口整机85.58亿美元，同比增长4.98%，占出口总额的71.3%，叉车及升降平台矿用自卸车、隧道掘进机、百吨以上全路面起重机、混凝土搅拌车、混凝土泵车等产品销量同比增长。各地区出口占比依次为：亚洲占41.13%、欧洲占25.62%、南美洲占10.65%、非洲占10.07%。

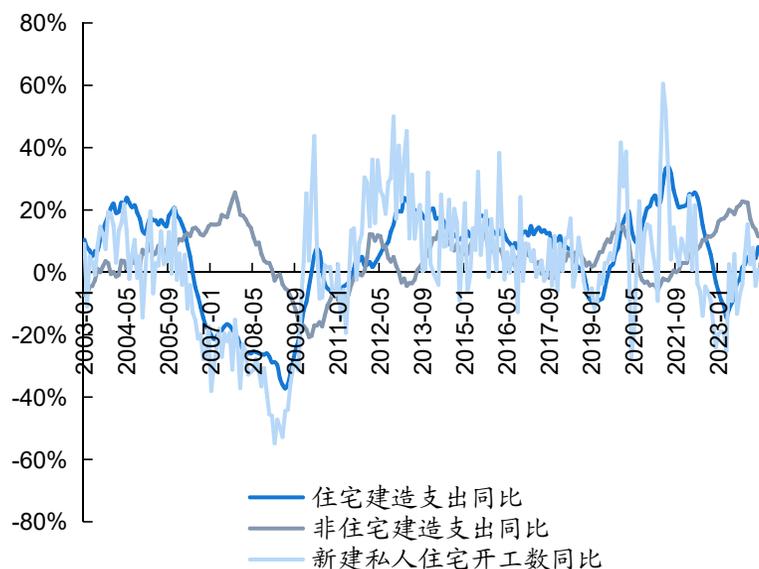
图表：挖掘机出口没有明显周期性



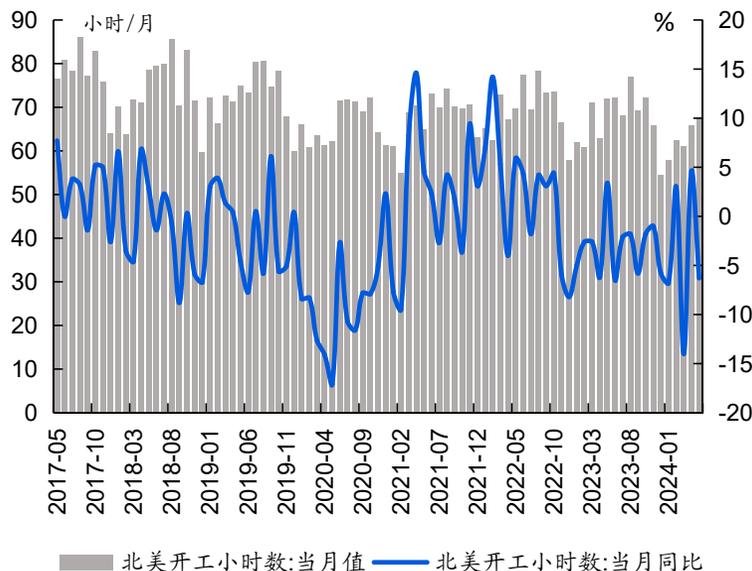
资料来源：iFind，中国工程机械工业协会公众号，今日工程机械公众号，国海证券研究所

- 美联储连续降息、市场供不应求背景下，2021年美国房地产开工需求快速增长，2021年4月新建私人住宅开工数同比大幅增长60%。2023年美国房贷利率大幅攀升创2001年以来最高，美国房地产投资和开工量下滑，成屋供应短缺，2023年10月以来逐渐回暖。2024年6月，美国住宅建造支出同比增长7.3%。
- 2021年下半年以来，美国非住宅建造支出和建筑机械新订单基本保持增长，表明基建等其他建筑行业仍保持景气。

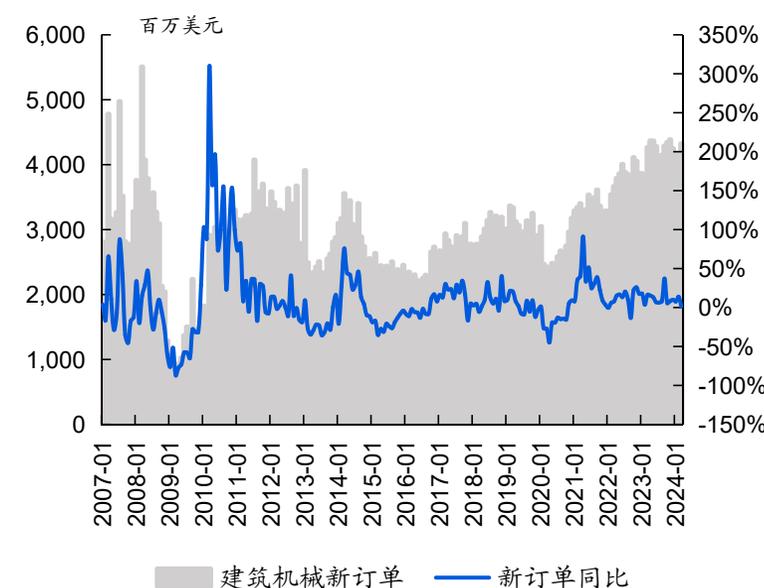
图表：美国房地产业高位回调



图表：北美开工小时数



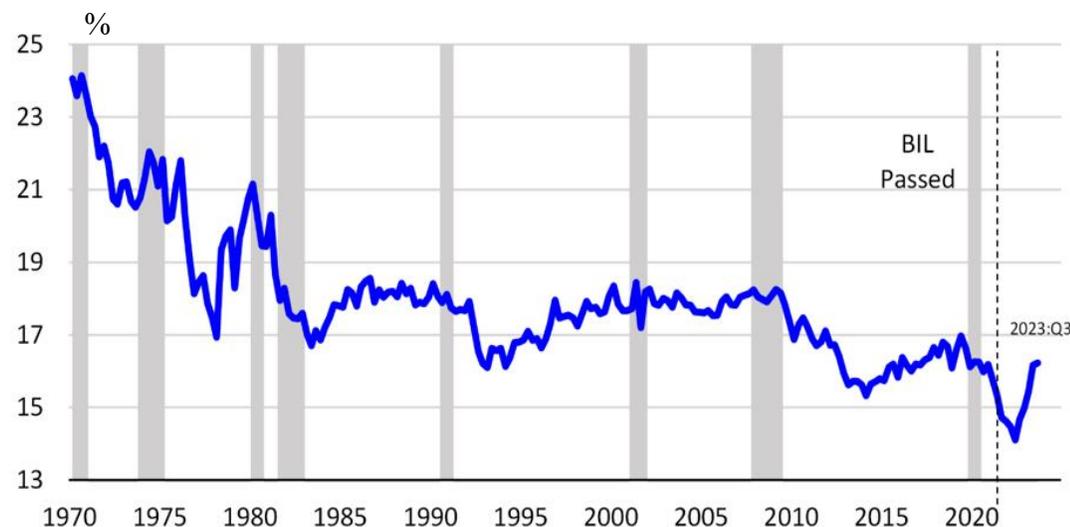
图表：美国建筑机械新订单及同比



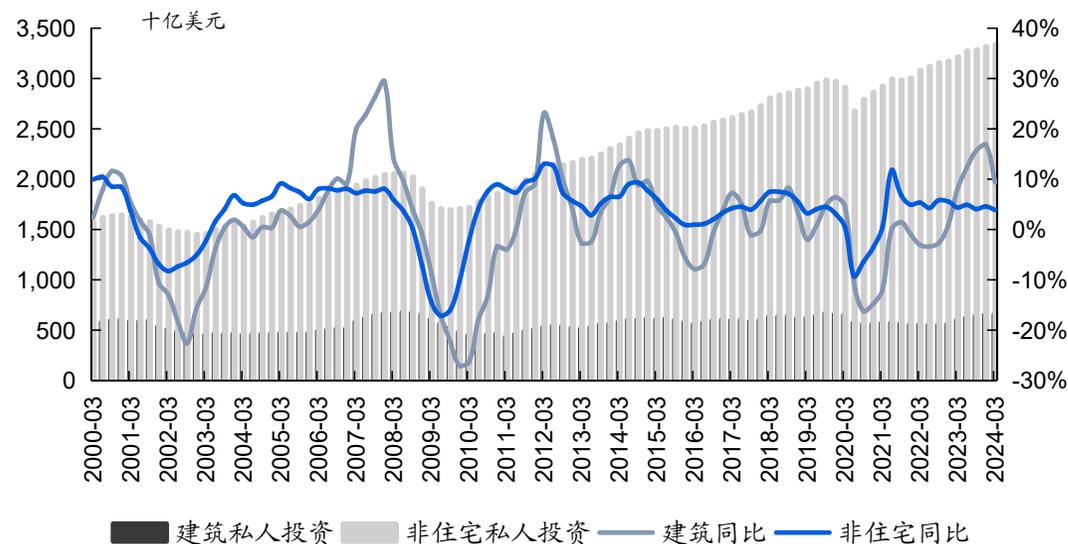
资料来源：iFind，国海证券研究所

- 2021年11月5日，美国国会众议院通过《基础设施投资与就业法案》（Infrastructure Investment and Jobs Act，以下简称《法案》），批准1.2万亿美元的交通和基础设施建设支出，其中1100亿美元用于道路和桥梁、390亿美元用于公共交通、660亿美元用于铁路、550亿美元用于污水处理设施，以及数十亿美元用于机场、港口、宽带互联网和电动汽车充电站的建设。
- 自1970年起，美国州和地方政府基础设施投资占GDP比重总体呈下降趋势，2020年新冠疫情爆发后，美国基础设施投资与经济产出同步下降，随着《法案》颁布，美国基建投资占GDP比重才有所回升。2023年以来，美国建筑私人投资持续增长。

图表：《法案》颁布后，美国基建投资占GDP比重回升



图表：美国建筑业投资保持高位



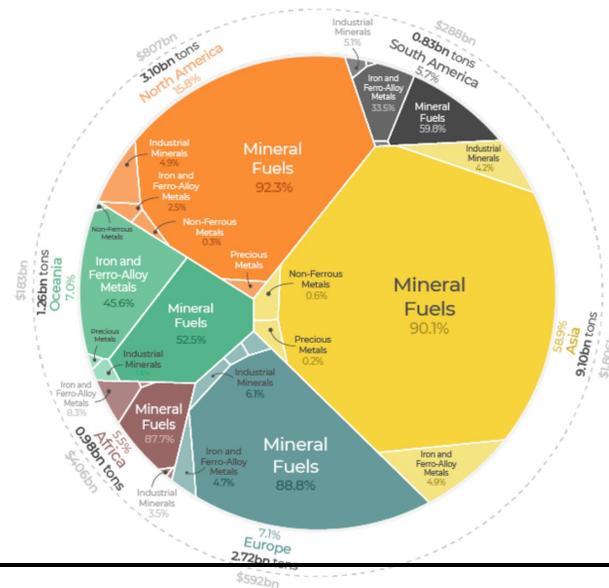
资料来源：Wind，证券时报，美国财政部，国海证券研究所

- 根据美国地质调查局(USGS)数据，在有数据可查的全球近70个矿种中，美国有27个矿种储量排名世界前五，其中有9种世界排名第一。美国矿产资源禀赋世界排名第二，仅次于俄罗斯，但矿产资源消费世界第一，因此矿产需求增长、可用供应和过度依赖进口之间的不匹配问题日渐突出，政府采取多项支持鼓励发展国内供应链的激励措施，2022年《通胀削减法案》为美国本土的关键矿产生产商和投资者提供了减税机制。2021Q2至2023年，美国采矿业工业生产指数保持上升态势，2024年略有波动。
- 美国是重型机械制造和采购强国，卡特彼勒、小松、约翰迪尔、沃尔沃等国际领先品牌长期主导市场，国内品牌市占率处于起步阶段，仍有较大提升空间。

图表：美国采矿业工业生产指数同比（季调）



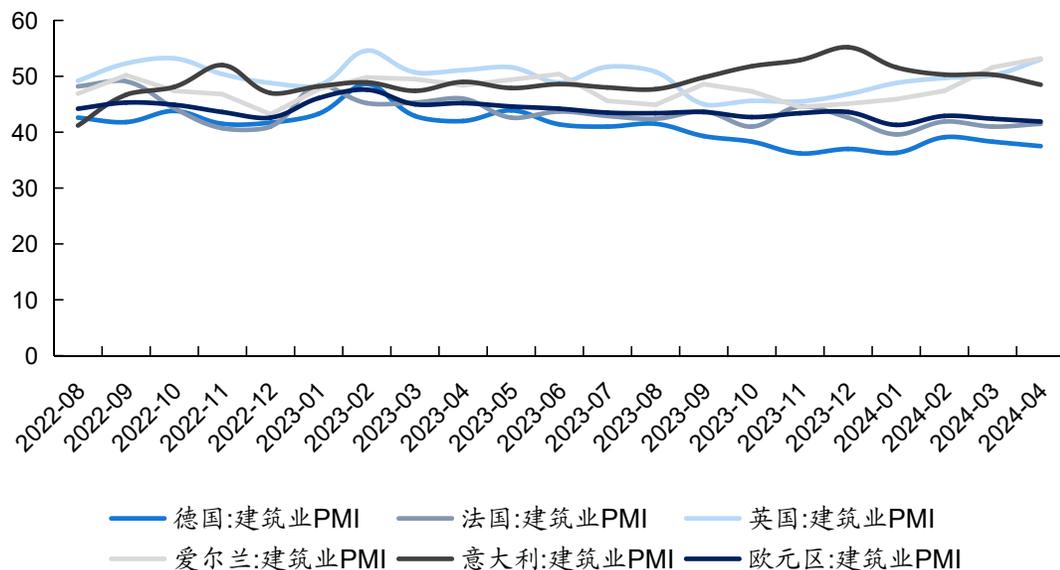
图表：2019年北美矿产量占全球16%，位居第二



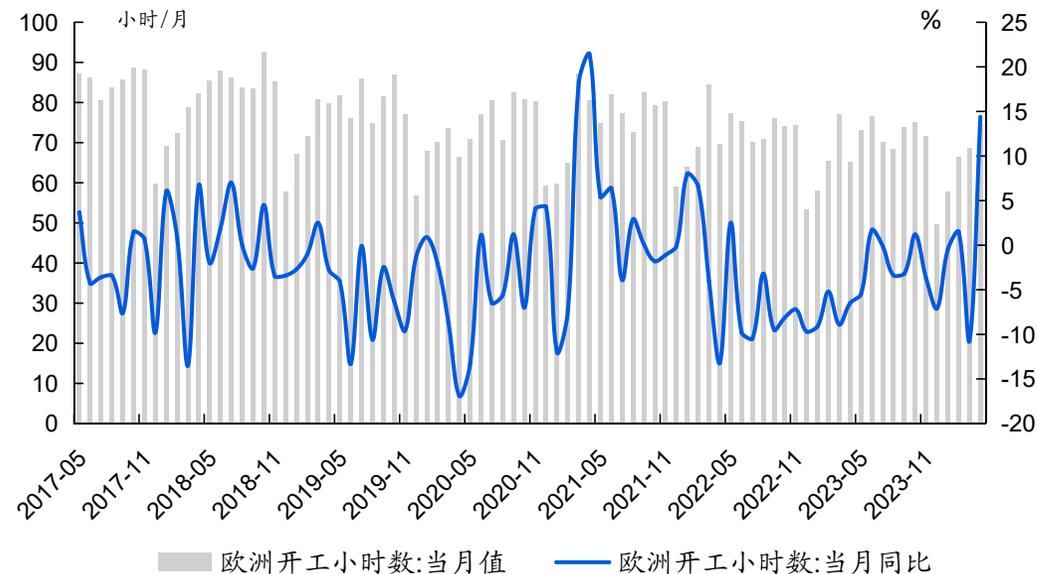
资料来源：Wind, The World Mining Congress (WMC), 经济观察报, 矿业汇, 国海证券研究所

- 受新冠疫情“长尾效应”和俄乌冲突的影响，2022年以来欧洲GDP增长乏力，高利率和持续高通胀抑制消费者住房需求，基础设施建设放缓，欧洲大部分地区建筑市场持续低迷。2023年以来，欧元区建筑业PMI持续低于50，欧洲开工小时数基本呈现同比下降趋势，英国砖块交付量甚至已降低至疫情期间的水平以下。
- 欧洲工程机械市场长期由利勃海尔、沃尔沃等海外品牌主导，国产品牌市占率仍有较大提升空间，同时有望受益俄乌冲突带来地缘政治红利。

图表：欧洲国家建筑业PMI



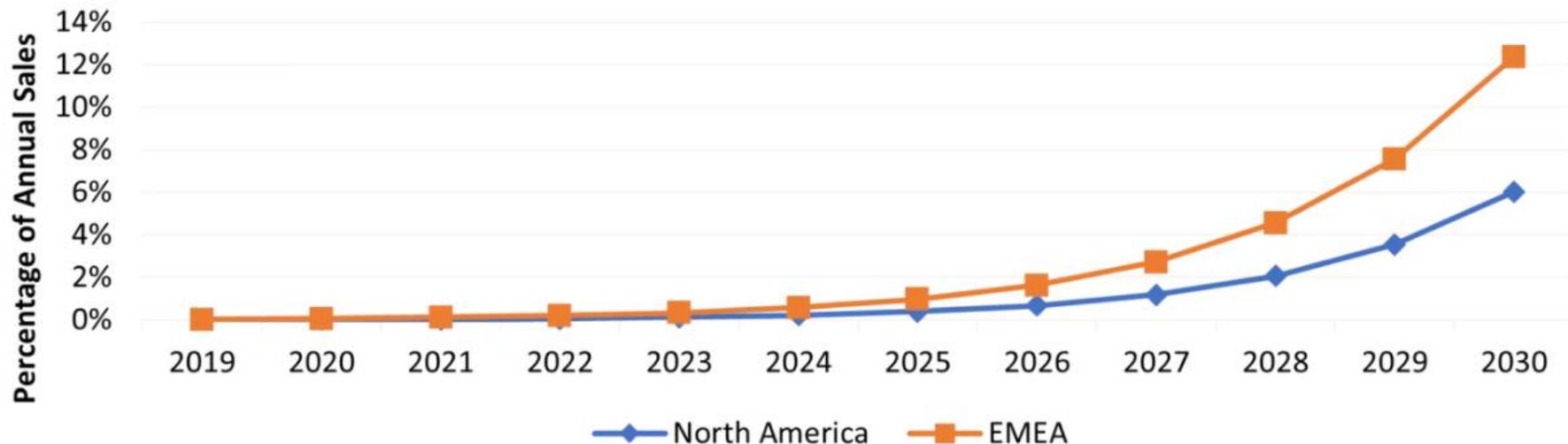
图表：欧洲开工小时数



资料来源：Wind, Fact.MR, Construction Briefing, 光明网, 国海证券研究所

- 欧盟清洁车辆指令（CVD）的持续修订为强制公共机构采购清洁和零排放建筑机械提供机会。Interact Analysis预测，到2030年，欧洲、中东和非洲（EMEA）地区的电池电动挖掘机渗透率将是北美的两倍，即12%和6%。仅考虑西欧和北欧，该数字可能是北美的3~4倍。
- 依托国内新能源产业链领先优势，国产品牌有望依托电动化优势打开欧洲市场。2023年8月工信部等七部门联合发布的《机械行业稳增长工作方案（2023-2024年）》提到，引导企业加强新能源工程机械用电池、电机、电控等关键核心零部件攻关和规模应用。2023年，徐工机械研发新能源零部件10款，全球最大吨位全地面起重机、纯电动装载机标志性新品相继研发产出；三一重工电动搅拌车、电动起重机销售市占率均居行业第一，实现电动及混动产品收入31.46亿元、氢能源产品收入1.3亿元；柳工电动装载机销量同比增长67%，市场占有率稳居第一；中联重科在售新能源产品型号已达177款，高空作业机械电动化渗透率达90%。

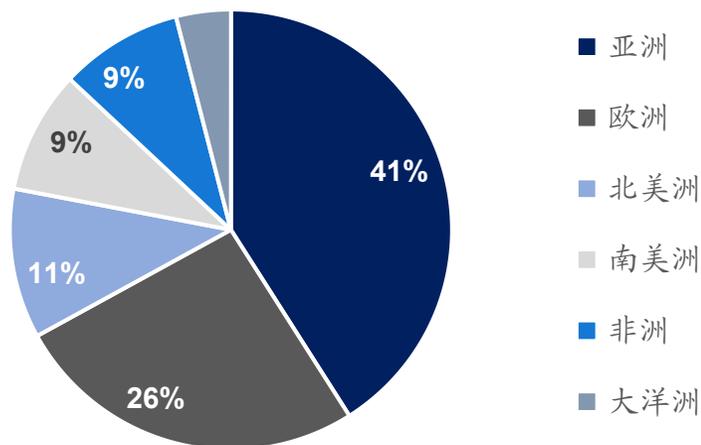
图表：纯电动挖掘机渗透率对比



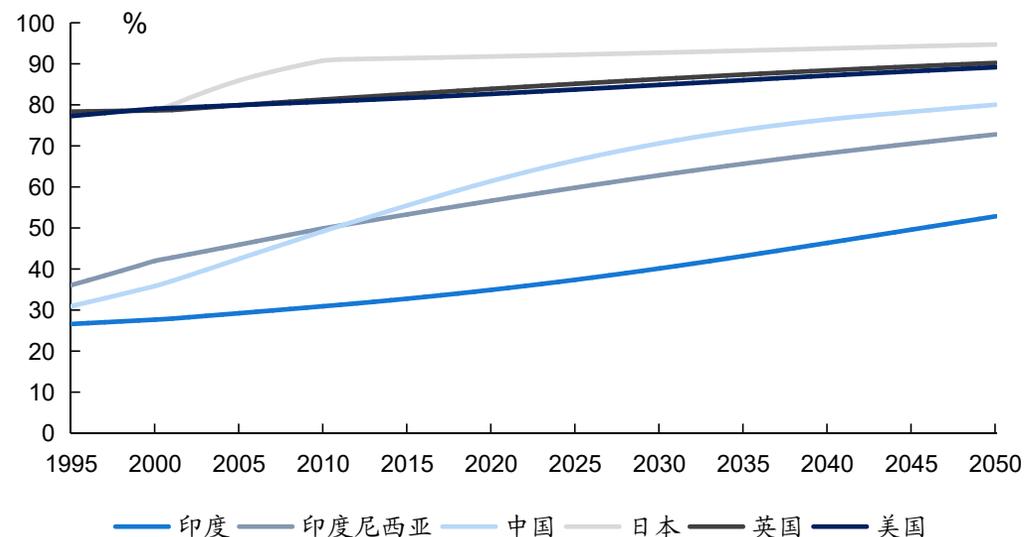
资料来源：OEM Off-Highway，各公司公告，中国政府网，国海证券研究所

- 据海关总署数据，2023年我国工程机械对“一带一路”沿线国家出口210.55亿美元，同比增长24.1%，占总出口额的47.2%，保持较快增长。工程机械出口额前20国家中，南亚及东南亚国家占6位。
- 2023年，印尼和印度城市化率分别为59%和36%，与发达国家如美国和日本近90%的水平相比，还有很大提升空间，为工程机械的长期需求提供了支撑。相比欧美工程机械品牌，国产品牌出口东南亚具备明显的区位优势 and 关税优势，且具备新兴市场需要的技术性能和价格优势，在新兴市场领域拓展前景可观。

图表：2023年我国工程机械出口到各大洲统计



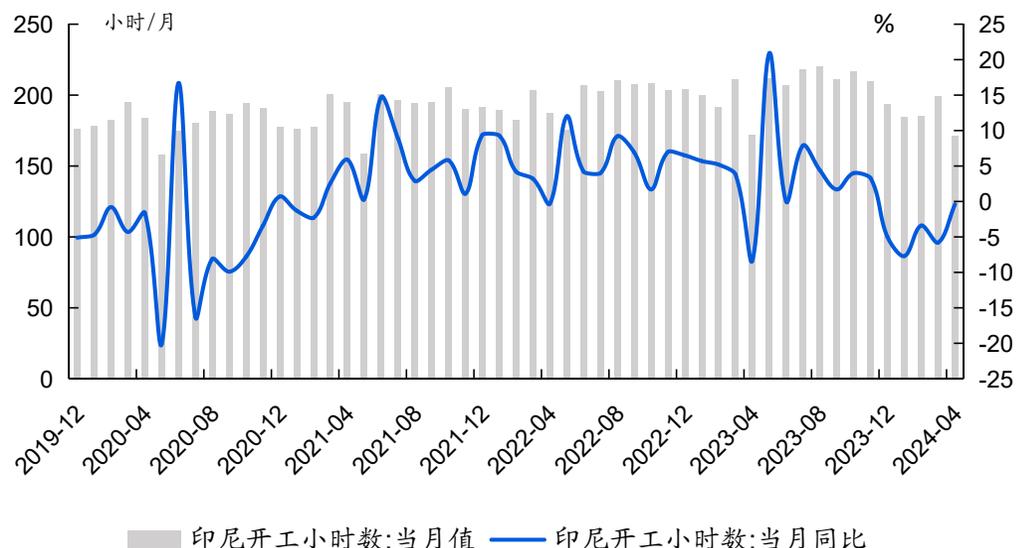
图表：亚洲发展中国家城镇化率较低（联合国预测）



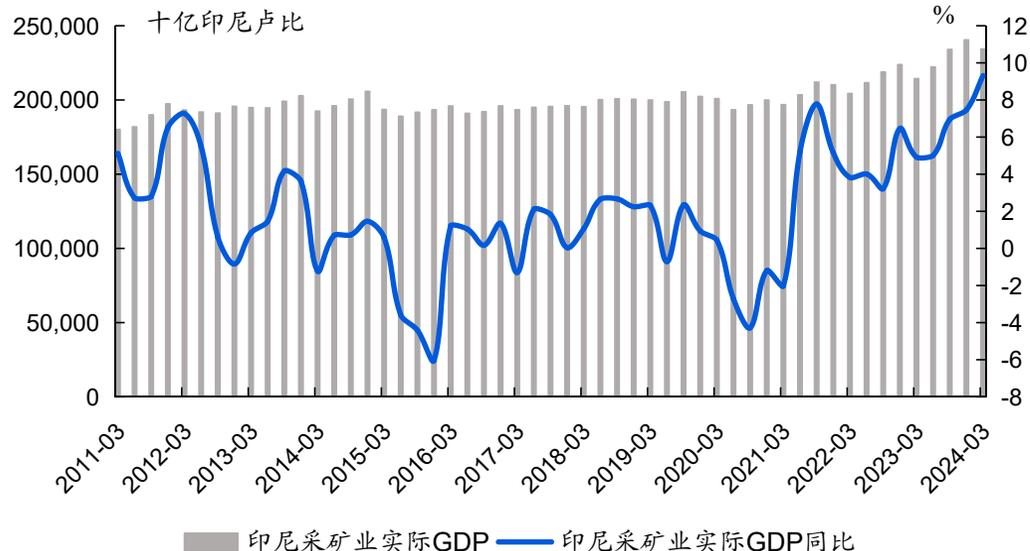
资料来源：Wind，铁甲工程机械网，国海证券研究所

- 作为东南亚最大的经济体，印尼矿产资源储量占全球总供应量的五分之一，市场前景广阔。印尼煤炭以露天开采为主，东加里曼丹与南加里曼丹占总产量的91%。2020年受疫情影响，印尼煤炭产量5.64亿吨，同比下降8.5%；2021年随着全球经济刺激和经济复苏，印尼煤炭产量同比增长8.9%至6.14亿吨；2022年俄乌冲突爆发后，受欧盟与俄罗斯的制裁与反制裁措施影响，全球能源价格上涨，印尼煤出口需求高涨，煤炭产量达到6.87亿吨，同比增长12.0%。
- 2021Q2以来，印尼采矿业实际GDP保持增长，2024Q1继续同比提升9.31%，有望持续保持较高景气。

图表：印尼开工小时数



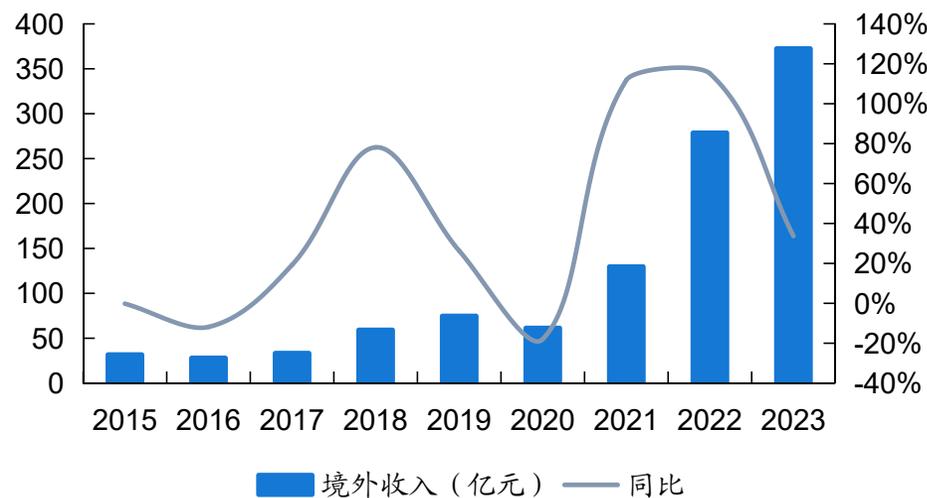
图表：印尼采矿业实际GDP同比



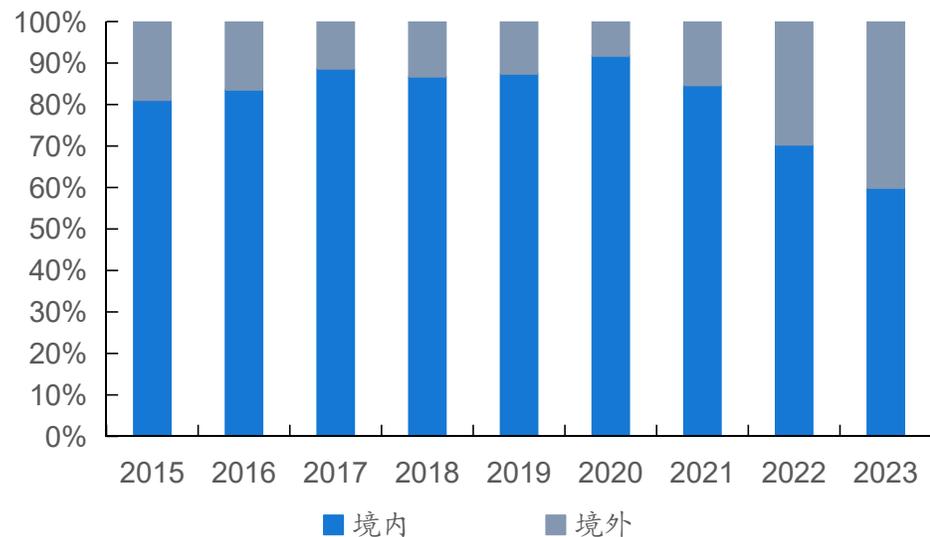
资料来源：Wind，徐工集团XCMG公众号，和讯网，中国煤炭报公众号，中国煤炭经济研究会，国海证券研究所

- 公司海外拓展不断加速，2023H1，公司出口收入再创历史新高，多数区域高速增长：西亚北非、中美洲增长超200%，欧洲增长超150%，中亚、北美增长近100%；多数产品高速增长：高空作业平台、铣刨机械、消防车增长超300%，全地面、随车吊、港口吊、滑移装载机增长超100%，履带吊、矿挖、压路机、摊铺机、混凝土搅拌车增长超50%，挖掘机、越野吊增长超20%。2023H1，海外企业抓协同提能力厚积薄发，继续保持高增长势头，收入同比增长27%；德国施维英收入同比增长25.6%；徐工巴西制造收入继续保持较快增长，盈利能力大幅增加。
- 2023年，为布局完善海外金融体系，公司新设徐工国际投资发展公司，统筹负责产融结合、境外财资管理、汇率管理，公司全年实现海外收入372.2亿元，占比达40%，同比大幅提升10pct，有效弥补国内行业下行缺口。

图表：公司海外业务收入规模及同比



图表：2021年以来，公司海外收入占比持续提升



资料来源：Wind，公司公告，国海证券研究所

5. 盈利预测与投资评级

- 2023年公司已完成股权激励计划，5月以3.09元/股的价格向1731名激励对象首次授予共计109179000股限制性股票，12月以2.94元/股的价格向231名激励对象预留授予共计8902660股限制性股票。本激励计划的行权考核年度为2023-2025年，对应净利润考核目标分别为53亿元、58亿元（或两年净利润累计111亿元）、65亿元（或三年净利润累计176亿元），对应净利润增长率分别为23%/9.4%/12%，并要求净利润“不低于同行业平均水平或对标企业75分位水平”。

图表：限制性股票解除限售业绩考核目标

| 解除限售期 | 业绩考核目标 |
|-----------------------|---|
| 首次及预留授予的限制性股票第一个解除限售期 | <ol style="list-style-type: none">2023年ROE\geq9%，且不低于同行业平均水平或对标企业75分位水平；2023年净利润\geq53亿，且不低于同行业平均水平或对标企业75分位水平；2023年度分红比例\geq当年实现的可供分配利润的30%。 |
| 首次及预留授予的限制性股票第二个解除限售期 | <ol style="list-style-type: none">2024年ROE\geq9.5%，且不低于同行业平均水平或对标企业75分位水平；2024年净利润\geq58亿/2023-2024年净利润累计\geq111亿，且不低于同行业平均水平或对标企业75分位水平；2024年度分红比例\geq当年实现的可供分配利润的30%。 |
| 首次及预留授予的限制性股票第三个解除限售期 | <ol style="list-style-type: none">2025年ROE\geq10%，且不低于同行业平均水平或对标企业75分位水平；2025年净利润\geq65亿/2023-2025年净利润累计\geq176亿，且不低于同行业平均水平或对标企业75分位水平；2025年度分红比例\geq当年实现的可供分配利润的30%。 |

注：1) 上述“净利润”及“净资产收益率”均以经审计的归属于上市公司股东的净利润作为计算依据；2) 激励计划有效期内，若公司实施非公开发行股票进行融资、发行股份收购资产、可转债转股等涉及股权融资的事项，则新增加的净资产不列入当年及次年的考核计算范围。

预计公司2024-2026年归母净利润67/84/107亿元

● **主要假设：**2024年国内工程机械行业有望筑底回升，叠加公司海外拓展有望创造更多收入和业绩增量，以及严格降本管理，有望进一步提升盈利能力。

1) **起重机械：**公司具备传统优势，随车吊与地产基建关联度相对较低，增长较快，2024年国内起重机械市场有望筑底回升，海外需求稳步增长，假设2024-2026年市场需求逐步恢复，增速分别为3%/8%/12%。

2) **土方机械：**挖机与地产基建周期相关性较高，我们预计2024年国内需求有望筑底，叠加海外拓展加速、中大挖销售占比提升，假设2024年增速2%，2025-2026年增速稳步回升。中大挖占比提升有望拉高盈利能力。

3) **混凝土机械：**与地产相关度较高，据公司2023年报，公司市占率全球第一，新能源搅拌车销量突破千台，假设2024-2026年增速分别为11%/12%/13%。

4) **桩工机械：**公司桩工机械收入规模较小，假设2024-2026年增速分别为10%/12%/13%。

5) **高空作业机械：**公司高机龙头地位强，受基数提高、竞争加剧、内需放缓影响，假设2024-2026年增速分别为30%/25%/22%。

6) **矿业机械：**采矿业不具有明显周期性，公司将矿山机械作为重要战略新兴产业，内销市占率快速增长，海外拓展加速，假设2024-2026年增速逐步提升，分别为25%/30%/35%。

5) **道路机械：**主要受基建投资景气度影响，受益于万亿国债落地对基建投资增速的拉动，假设2024-2026年增速分别为10%/12%/15%。

● **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2024-2026年分别实现营收1024/1163/1349亿元，同比增长10%/14%/16%；实现归母净利润67/84/107亿元，同比增长25%/26%/27%，最新收盘价对应PE分别为12/9/7倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

资料来源：iFind，公司公告，财经杂志公众号，华经情报网，国海证券研究所

图表：公司盈利预测（亿元）

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 938.17 | 928.48 | 1024.38 | 1163.32 | 1348.99 |
| YOY | -20% | -1% | 10.33% | 13.56% | 15.96% |
| 毛利率 | 20.21% | 22.38% | 22.77% | 23.75% | 24.57% |
| 起重机械 | | | | | |
| 营业收入 | 238.60 | 211.87 | 218.22 | 235.68 | 263.96 |
| YOY | -12% | -11% | 3% | 8% | 12% |
| 毛利率 | 20% | 23% | 23% | 24% | 24% |
| 土方机械 | | | | | |
| 营业收入 | 236.39 | 225.60 | 230.12 | 248.53 | 278.35 |
| YOY | -25% | -5% | 2% | 8% | 12% |
| 毛利率 | 25% | 26% | 26% | 27% | 27% |
| 混凝土机械 | | | | | |
| 营业收入 | 95.02 | 104.25 | 115.72 | 129.61 | 146.46 |
| YOY | -15% | 10% | 11% | 12% | 13% |
| 毛利率 | 16% | 18% | 20% | 22% | 23% |
| 桩工机械 | | | | | |
| 营业收入 | 77.70 | 34.59 | 38.05 | 42.62 | 48.16 |
| YOY | -13% | -55% | 10% | 12% | 13% |
| 毛利率 | 18% | 20% | 22% | 24% | 25% |
| 高空作业机械 | | | | | |
| 营业收入 | 65.50 | 88.83 | 115.48 | 144.35 | 176.11 |
| YOY | 31% | 36% | 30% | 25% | 22% |
| 毛利率 | 28% | 30% | 31% | 32% | 33% |
| 矿业机械 | | | | | |
| 营业收入 | 51.33 | 58.61 | 73.26 | 95.24 | 128.57 |
| YOY | 44% | 14% | 25% | 30% | 35% |
| 毛利率 | 20% | 22% | 24% | 25% | 26% |
| 道路机械 | | | | | |
| 营业收入 | 40.35 | 38.18 | 42.00 | 47.04 | 54.10 |
| YOY | 14% | -5% | 10% | 12% | 15% |
| 毛利率 | 18% | 19% | 20% | 21% | 22% |
| 其他工程机械、备件及其他 | | | | | |
| 营业收入 | 133.29 | 166.54 | 191.52 | 220.25 | 253.29 |
| YOY | -49% | 25% | 15% | 15% | 15% |
| 毛利率 | 14% | 18% | 20% | 21% | 22% |

6. 风险提示

- 行业周期性风险：国内工程机械行业具有明显周期性，相关企业经营受周期影响较大。
- 基建、地产投资不及预期风险：基建、地产为工程机械主要下游行业，其投资不及预期将直接影响工程机械市场需求。
- 海外拓展不及预期风险：国内工程机械市场下行调整背景下，企业出海成为重要业绩增长点，若海外拓展不及预期，将对企业业绩产生较大影响。
- 市场竞争加剧风险：国内需求下行可能导致市场竞争加剧，影响企业盈利能力。
- 地缘政治风险：当前局部冲突和动荡频发，全球性问题加剧，世界经济复苏乏力，对企业海外拓展造成不利影响。
- 贸易摩擦加剧风险：当前国际贸易保护主义抬头，全球贸易不确定性加剧，若主要出口国家贸易保护政策加码，可能限制企业产品的海外竞争力。
- 国内国际市场不可简单完全对比。
- 公司经营目标不构成业绩承诺，具备较大不确定性。
- 测算仅供参考，以实际为准。

徐工机械盈利预测表

证券代码： 000425

股价： 6.53

投资评级： 买入(首次覆盖)

日期： 20240821

| 资产负债表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 利润表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 每股指标与估值 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------------|-------|--------|--------|--------|---------|-------|-------|-------|-------|
| 现金及现金等价物 | 23410 | 25710 | 32003 | 38107 | 营业收入 | 92848 | 102438 | 116332 | 134899 | 每股指标 | | | | |
| 应收款项 | 43658 | 44486 | 49118 | 52836 | 营业成本 | 72064 | 79115 | 88707 | 101750 | EPS | 0.45 | 0.57 | 0.71 | 0.90 |
| 存货净额 | 32378 | 32965 | 34497 | 36743 | 营业税金及附加 | 442 | 512 | 582 | 701 | BVPS | 4.75 | 5.03 | 5.39 | 5.85 |
| 其他流动资产 | 11614 | 13925 | 14661 | 14769 | 销售费用 | 6702 | 7478 | 8609 | 10117 | 估值 | | | | |
| 流动资产合计 | 111060 | 117086 | 130280 | 142454 | 管理费用 | 2706 | 3073 | 3723 | 4452 | P/E | 12.1 | 11.5 | 9.2 | 7.2 |
| 固定资产 | 22510 | 23740 | 25663 | 26134 | 财务费用 | 726 | 615 | 697 | 644 | P/B | 1.1 | 1.3 | 1.2 | 1.1 |
| 在建工程 | 2923 | 3326 | 3572 | 3693 | 其他费用/(-收入) | 4000 | 4507 | 5119 | 5936 | P/S | 0.7 | 0.8 | 0.7 | 0.6 |
| 无形资产及其他 | 20991 | 21895 | 21961 | 22524 | 营业利润 | 5640 | 7294 | 9195 | 11671 | 财务指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 长期股权投资 | 4510 | 5121 | 6040 | 7262 | 营业外净收支 | 37 | 0 | 0 | 0 | 盈利能力 | | | | |
| 资产总计 | 161995 | 171169 | 187516 | 202068 | 利润总额 | 5678 | 7294 | 9195 | 11671 | ROE | 9% | 11% | 13% | 15% |
| 短期借款 | 13526 | 15095 | 16334 | 17197 | 所得税费用 | 442 | 642 | 828 | 1050 | 毛利率 | 22% | 23% | 24% | 25% |
| 应付款项 | 41844 | 49414 | 55540 | 62113 | 净利润 | 5236 | 6652 | 8368 | 10621 | 期间费率 | 11% | 11% | 11% | 11% |
| 合同负债 | 4708 | 4321 | 5655 | 6363 | 少数股东损益 | -90 | -29 | -33 | -32 | 销售净利率 | 6% | 7% | 7% | 8% |
| 其他流动负债 | 26288 | 22296 | 24465 | 25409 | 归属于母公司净利润 | 5326 | 6681 | 8401 | 10653 | 成长能力 | | | | |
| 流动负债合计 | 86366 | 91126 | 101993 | 111080 | 现金流量表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 收入增长率 | -1% | 10% | 14% | 16% |
| 长期借款及应付债券 | 14513 | 16021 | 17206 | 17330 | 经营活动现金流 | 3571 | 16900 | 17312 | 19455 | 利润增长率 | 24% | 25% | 26% | 27% |
| 其他长期负债 | 3628 | 3243 | 3305 | 3343 | 净利润 | 5326 | 6681 | 8401 | 10653 | 营运能力 | | | | |
| 长期负债合计 | 18142 | 19264 | 20511 | 20673 | 少数股东损益 | -90 | -29 | -33 | -32 | 总资产周转率 | 0.55 | 0.61 | 0.65 | 0.69 |
| 负债合计 | 104508 | 110389 | 122504 | 131753 | 折旧摊销 | 3968 | 4305 | 4867 | 5279 | 应收账款周转率 | 2.31 | 2.54 | 2.70 | 2.87 |
| 股本 | 11816 | 11816 | 11816 | 11816 | 公允价值变动 | -179 | 0 | 0 | 0 | 存货周转率 | 2.14 | 2.42 | 2.63 | 2.86 |
| 股东权益 | 57487 | 60779 | 65011 | 70315 | 营运资金变动 | -7281 | 4679 | 2715 | 2143 | 偿债能力 | | | | |
| 负债和股东权益总计 | 161995 | 171169 | 187516 | 202068 | 投资活动现金流 | 1411 | -9047 | -9605 | -6836 | 资产负债率 | 65% | 64% | 65% | 65% |
| | | | | | 资本支出 | -5903 | -6442 | -7344 | -6354 | 流动比 | 1.29 | 1.28 | 1.28 | 1.28 |
| | | | | | 长期投资 | 5272 | -1988 | -2265 | -480 | 速动比 | 0.82 | 0.81 | 0.83 | 0.86 |
| | | | | | 其他 | 2042 | -617 | 3 | -3 | | | | | |
| | | | | | 筹资活动现金流 | -7778 | -6426 | -2949 | -5662 | | | | | |
| | | | | | 债务融资 | -3629 | -1514 | 2500 | 1035 | | | | | |
| | | | | | 权益融资 | 441 | -64 | 0 | 0 | | | | | |
| | | | | | 其它 | -4590 | -4848 | -5448 | -6697 | | | | | |
| | | | | | 现金净增加额 | -2974 | 1274 | 4758 | 6956 | | | | | |

机械小组介绍

姚健，复旦大学财务学硕士，7年证券从业经验，现任国海证券机械研究团队首席分析师，主要覆盖锂电设备、光伏设备、激光、检测检验、工业机器人、自动化、工程机械等若干领域，专注成长股挖掘。

杜先康，中国人民大学金融硕士，现任国海证券机械行业分析师，主要覆盖光伏设备、半导体设备等领域。

李亦桐，美国宾夕法尼亚大学硕士，哈尔滨工业大学学士，现任国海证券机械行业分析师，主要覆盖通用自动化、刀具、工控、机器人、出口等领域。

梅朔，对外经济贸易大学硕士，现任国海证券机械行业研究助理，主要覆盖工程机械、仪器仪表、X光产业链、第三方检测等领域。

分析师承诺

姚健，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，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收取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 机械研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168
号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597