

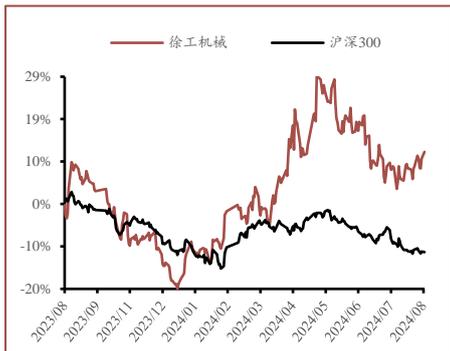
工程机械内外兼修，行业龙头乘风远航

■ 证券研究报告

★ 投资评级:增持(维持)

基本数据	2024-08-26
收盘价(元)	6.75
流通股本(亿股)	81.20
每股净资产(元)	4.89
总股本(亿股)	118.16

最近 12 月市场表现



分析师 余炜超

SAC 证书编号: S0160522080002
shewc@ctsec.com

分析师 张豪杰

SAC 证书编号: S0160522090002
zhanghj01@ctsec.com

相关报告

- 《盈利能力持续提升，经营质量夯实稳健》 2024-04-30
- 《盈利能力持续增强，行业龙头行稳致远》 2023-11-03
- 《二季度业绩恢复正增长，经营质量夯实稳健》 2023-09-01

核心观点

- ❖ **整体上市再扬帆，工程机械龙头地位稳固。**公司主营产品涵盖起重机械、挖掘机械、混凝土机械、矿业机械、高空作业机械、道路机械等工程机械主要品类。公司汽车起重机、随车起重机、压路机等 16 类主机销量位居国内行业第一；桩工机械、混凝土机械稳居全球第一阵营，高空作业平台全球第三，挖掘机位居全球第六、国内第二。2022 年公司吸收合并徐工有限，实现徐工集团工程机械板块整体上市，经营活力进一步释放，经营效率不断提升。公司传统板块逐步企稳，新兴板块保持较快增长，盈利能力持续提升，经营质量夯实稳健。
- ❖ **行业拐点渐行渐近，工程机械需求迎来边际改善。**(1) 新增需求有望企稳：上半年基建固定资产投资增速达 7.7%，乡村及水利项目持续发力，基建投资的逆周期调节作用持续凸显，对工程机械行业的拉动作用有望逐步显现。(2) 更新需求有望逐步启动：按照 8 年设备使用寿命周期进行测算，工程机械行业新一轮更新高峰期有望在 2024 年逐步启动，更新需求曙光初现。(3) 海外出口维持稳健增长：我国加强“一带一路”沿线国家出口及在欧美发达国家布局逐步完善，国产品牌在全球市场竞争力持续增强。(4) 机器人效应逐步显现：工程机械产品应用领域不断拓展，机器人趋势愈发明显，小挖等设备需求持续恢复，6 月小挖国内销售同比增长 35.96%。
- ❖ **新兴板块及海外出口打开成长空间，国企改革释放经营活力。**公司起重机械、土方机械等核心板块竞争力持续提升；高空作业机械、矿业机械等新兴板块有望成为公司业绩增长新引擎。公司打造“1+14+N”的国际化运营体系，拥有 39 家海外子公司，40 个海外大型服务备件中心，营销网络覆盖全球 193 个国家和地区；海外收入占比提升有望进一步带动公司经营业绩及盈利能力持续提升。2022 年公司吸收合并徐工有限，混改后公司经营质量再上一个台阶，2023 年“徐工混改”入选全国典型案例，公司获评国家“双百行动”标杆企业。
- ❖ **投资建议：**公司工程机械行业龙头地位稳固，核心板块竞争力持续增强，新兴板块不断发力，全球布局持续推进，混改后经营效率和盈利能力持续提升。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 64.88、85.71、109.54 亿元，当前股价对应 PE 分别为 12.29、9.31、7.28 倍，维持公司“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**基建、地产投资不及预期，市场非理性竞争，海外贸易环境恶化，人民币汇率、原材料价格、航运价格大幅波动，限售股解禁及股权质押风险等。

盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	93817	92848	98896	111984	129384
收入增长率(%)	-19.67	-1.03	6.51	13.24	15.54
归母净利润(百万元)	4312	5326	6488	8571	10954
净利润增长率(%)	-47.46	23.51	21.81	32.09	27.81
EPS(元/股)	0.36	0.45	0.55	0.73	0.93
PE	14.08	12.13	12.29	9.31	7.28
ROE(%)	8.10	9.49	10.73	12.93	14.74
PB	1.12	1.15	1.32	1.20	1.07

数据来源：wind 数据，财通证券研究所（以 2024 年 08 月 26 日收盘价计算）

内容目录

1	整体上市再扬帆，工程机械龙头地位稳固.....	5
1.1	公司概况：公司是我国工程机械龙头企业.....	5
1.2	主营业务：公司产品涵盖工程机械主要品类.....	5
1.3	股权结构：混改后体制机制更加灵活，实施股权激励彰显发展信心.....	7
1.4	财务情况：业绩拐点逐步显现，经营质量夯实稳健.....	8
2	行业拐点渐行渐近，工程机械需求迎来边际改善.....	10
2.1	挖掘机销售持续正增长，产品结构不断改善.....	10
2.2	地产政策持续宽松，基建投资逆周期调节作用不断凸显.....	11
2.3	工程机械行业新一轮更新高峰期有望在 2024 年逐步启动.....	12
2.4	出口占比持续提升，国产龙头向全球市场进军.....	13
2.5	应用场景不断拓展，机器人趋势愈发明显.....	15
3	新兴板块及海外出口打开成长空间，国企改革释放经营活力.....	17
3.1	起重机械、土方机械等核心板块竞争力持续增强.....	17
3.2	高空作业平台、矿山机械等新兴板块不断发力.....	20
3.3	海外布局逐步完善，打造全球工程机械龙头.....	23
3.4	国企改革释放经营活力，行业龙头行稳致远.....	25
4	盈利预测与投资建议.....	28
5	风险提示.....	30

图表目录

图 1.	公司发展历程.....	5
图 2.	公司主营产品包括起重机械、土方机械、混凝土机械等主机及相关备件.....	6
图 3.	公司各业务收入情况（单位：亿元）.....	6
图 4.	起重机械、土方机械、混凝土机械等毛利率稳定.....	6
图 5.	公司股权结构图（截至 2024/5/30）.....	7
图 6.	2024 年一季度公司营业收入同比增长 1.2%.....	8
图 7.	2024 年一季度公司归母净利润同比增长 5.1%.....	8
图 8.	2024 年一季度公司净利率同比提升 0.2pct.....	8
图 9.	公司期间费用率、财务费用率情况.....	8

图 10. 2023 年经营性现金流净额同比增长 125.6%.....	9
图 11. 公司应收账款、存货周转天数（单位：天）.....	9
图 12. 2024 年 7 月挖掘机销量同比增长 8.6%.....	10
图 13. 2024 年 7 月国内挖掘机销量同比增长 21.9%.....	10
图 14. 国内小挖销量改善明显，中大挖销量同比由降转增.....	11
图 15. 2023 年我国基建固定资产投资同比增长 8.2%.....	12
图 16. 政府债券及地方政府专项债券不断加码.....	12
图 17. 2024 年 1-7 月房屋新开工面积同比下降 23.1%.....	12
图 18. 2024 年 1-7 月地产开发投资完成额同比下降 10.2%.....	12
图 19. 挖掘机更新需求测算.....	13
图 20. 汽车起重机更新需求测算.....	13
图 21. 挖机销量与更新需求分析.....	13
图 22. 2024 年 1-7 月挖机出口同比下降 12.3%.....	14
图 23. 2024 年 7 月挖机出口同比下降 0.5%.....	14
图 24. 2024 年 1-7 月汽车起重机出口量同比增长 10.4%.....	14
图 25. 2024 年 1-7 月汽车起重机出口占比 41.3%.....	14
图 26. 我国工程机械企业历年海外营收（亿元）.....	15
图 27. 主要企业海外收入占比变化情况.....	15
图 28. 我国城镇化率水平持续攀升.....	16
图 29. 我国 15-64 岁人口占总人口的比重下降.....	16
图 30. 6 吨以下微挖占国内挖机销量的比重持续提升.....	16
图 31. 国内 6 吨以下微挖销量及同比增速.....	16
图 32. 2020 年国内汽车起重机市场格局（按照销量口径）.....	18
图 33. 各主要起重机企业起重机械收入（亿元）.....	18
图 34. 各主要起重机企业起重机械毛利率.....	18
图 35. 主要挖掘机企业挖掘机械收入.....	19
图 36. 主要挖掘机企业挖掘机械毛利率.....	19
图 37. 公司各类混凝土机械销量（单位：台）.....	20
图 38. 混凝土机械企业的混凝土机械收入（单位：亿元）.....	20
图 39. 2023 年公司高机收入同比增长 35.6%.....	21
图 40. 2023 年公司高机产量同比增长 2.1%，销量同比增长 20.2%.....	21
图 41. 2023 年全球高空作业机械制造企业前 10 强.....	21
图 42. 公司高空机械产品系列完善.....	22

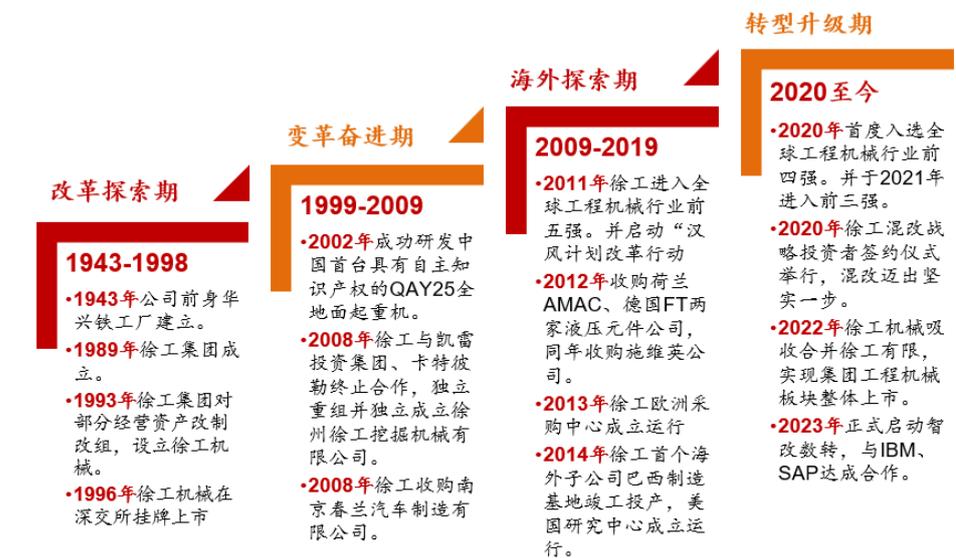
图 43. 2023 年公司矿机收入同比增长 14.2%.....	23
图 44. 公司矿机产品品类众多.....	23
图 45. 公司业务覆盖 193 个国家和地区.....	24
图 46. 2023 年公司海外收入同比增长 33.7%.....	25
图 47. 2023 年海外业务毛利率高出国内 3.05 个百分点.....	25
图 48. 公司混改过程中的股权结构变化.....	25
图 49. 混改前，徐工有限为 100% 国有持股（2020/9）.....	26
图 50. 混改后，引入战投和员工持股平台（2021/3）.....	26
图 51. 吸收合并前，公司收入结构（2021 年调整前）.....	26
图 52. 吸收合并后，公司收入结构（2021 年调整后）.....	26
图 53. 2021 年公司各项业务毛利率（调整后）.....	27
图 54. 徐工机械、徐工有限、徐工集团毛利率对比.....	27
表 1. 2023 年公司限制性股票激励计划业绩解锁目标.....	7
表 2. 公司起重机业务发展历程.....	17
表 3. 公司挖掘机业务发展历程.....	19
表 4. 公司高机业务发展历程.....	20
表 5. 公司矿机业务发展历程.....	22
表 6. 公司矿山施工解决方案覆盖钻、挖、运、破、平、推、洒全场景.....	23
表 7. 公司海外业务布局历程.....	24
表 8. 公司业绩拆分.....	29
表 9. 可比公司估值表.....	30

1 整体上市再扬帆，工程机械龙头地位稳固

1.1 基本概况：公司是我国工程机械龙头企业

公司是我国工程机械龙头企业。1993年，徐工集团对所属的筑路机械公司和铲运机械公司进行改制，募集股份组建徐工机械，1996年公司在深交所挂牌上市。公司主营业务产品包括起重机械、土方机械、混凝土机械、矿山机械、高空作业机械、桩工机械、道路机械等，产品远销193个国家和地区，覆盖“一带一路”沿线95%以上的国家和地区。根据KHL集团发布的《Yellow Table 2024》排名，公司位列全球工程机械企业第四位，连续六年位列前五强，常年位列全国第一。

图1.公司发展历程



数据来源：公司官网、财通证券研究所

公司多项产品市占率位居行业第一，全球化布局逐步完善。公司汽车起重机、随车起重机、压路机、装载机等16类主机销量位居国内行业第一。公司建有1个国家级工业设计中心、1个高端工程机械智能制造国家重点实验室、1个国家“CNAS”认可的工程机械整机及其零部件检测中心等。公司于上世纪90年代初即踏上国际化征程，经过30多年的探索实践，已经形成了出口贸易、海外绿地建厂、跨国并购和全球研发“四位一体”的国际化发展模式。目前，公司拥有39家海外子公司，40个海外大型服务备件中心，营销网络覆盖全球193个国家和地区。

1.2 主营业务：公司产品涵盖工程机械主要产品类

公司主营业务产品包括起重机械、土方机械、混凝土机械等主机及相关备件。工程机械应用领域广泛，主要用于基础设施建设、房地产开发、大型工程、抢险救

灾、交通运输、自然资源采掘等领域。公司主要从事起重机械、土方机械、压实机械、混凝土机械、路面机械、桩工机械、消防机械、高空作业机械、农业机械、港口机械、养护机械和其他工程机械及备件的研发、制造、销售和服务工作。起重机械、土方机械为公司核心业务板块，矿山机械、高空作业机械为公司新兴业务板块。

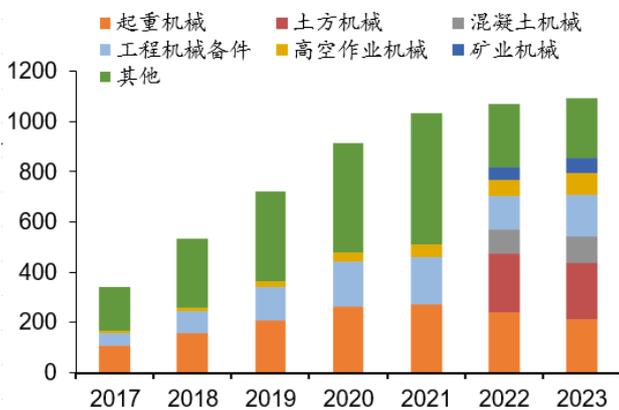
图2.公司主营产品包括起重机械、土方机械、混凝土机械等主机及相关备件



数据来源：公司官网、财通证券研究所

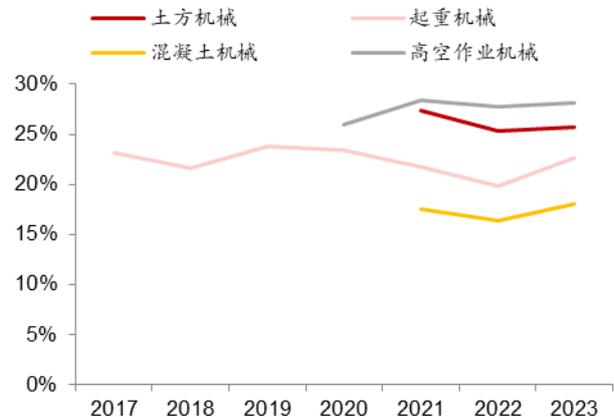
核心板块逐步企稳，新兴板块保持较快增长。(1) **传统业务板块：**2023年，公司起重机械/土方机械/混凝土机械收入分别为212/226/104亿元，同比增长-11.2%/-4.6%/9.7%，占总收入比重为23%/24%/18%，毛利率为22.6%/25.7%/18.1%，同比增长2.7/0.4/1.7个百分点。(2) **新兴业务板块：**2023年，公司高空作业机械/矿业机械收入分别为89/59亿元，同比增长35.6%/14.2%，占总收入比重为10%/6%，2021-2023年复合增速为34.3%、28.0%，其中高空作业机械毛利率为28.2%，同比增长0.4个百分点。

图3.公司各业务收入情况(单位:亿元)



数据来源：公司公告、财通证券研究所

图4.起重机械、土方机械、混凝土机械等毛利率稳定

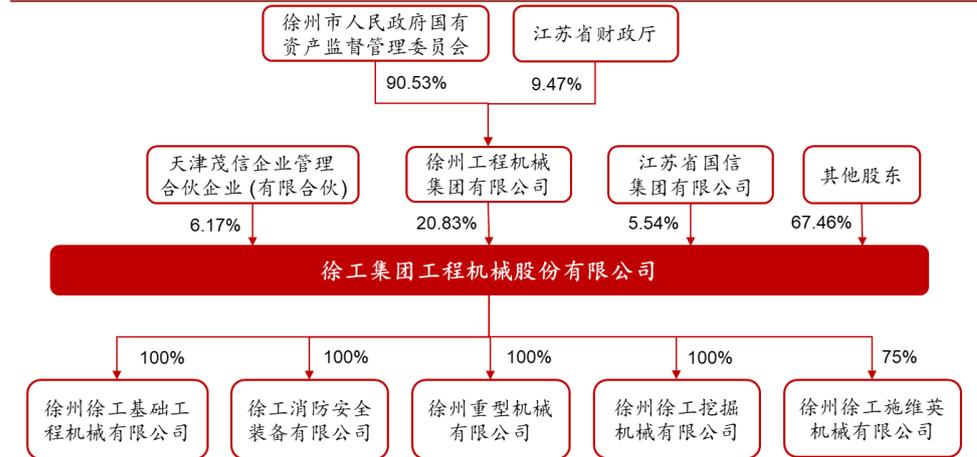


数据来源：公司公告、财通证券研究所

1.3 股权结构：混改后体制机制更加灵活，实施股权激励彰显发展信心

公司控股股东为徐工集团，实控人为徐州市国资委。截至 2024 年 5 月 30 日，公司控股股东徐工集团对公司直接持股比例为 20.83%，公司控股参股子公司数量达 186 家，子公司涉及领域包括工程机械主机、零部件、财务投资、金融服务、出口贸易、市政工程等。2020 年，徐工有限启动国企改革行动，引入战略投资者，成立员工持股平台；2022 年，公司吸收合并徐工有限，实现徐工集团工程机械板块整体上市，进一步释放经营活力。

图5.公司股权结构图（截至 2024/5/30）



数据来源：Wind、财通证券研究所

推出限制性股票激励计划，激发员工积极性。2023 年，公司发布限制性股票激励计划，拟授予的限制性股票数量为 1.18 亿股，其中首次授予 1.10 亿股，首次授予价格 3.09 元/股，拟首次授予的激励对象人数共计不超过 2000 人，包括公司董事、高级管理人员、中高层管理人员、核心技术及业务人员。

表1.2023 年公司限制性股票激励计划业绩解锁目标

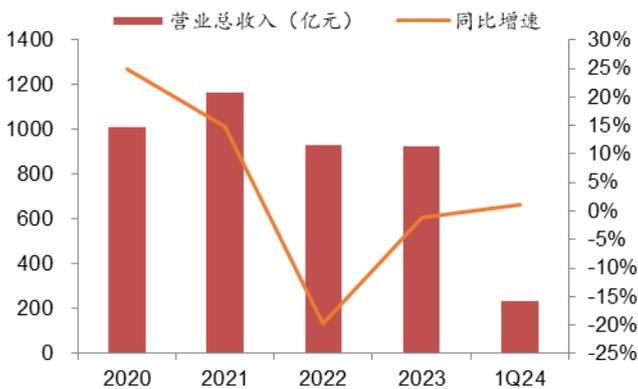
解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	① 2023 年度净资产收益率不低于 9%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平；
	② 2023 年度净利润不低于 53 亿元，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平；
	③ 2023 年度分红比例不低于当年实现的可供分配利润的 30%。
第二个解除限售期	① 2024 年度净资产收益率不低于 9.5%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平；
	② 2024 年度净利润不低于 58 亿元，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平；或 2023-2024 年净利润累计值不低于 111 亿元，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平；
	③ 2024 年度分红比例不低于当年实现的可供分配利润的 30%。
第三个解除限售期	① 2025 年度净资产收益率不低于 10%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平；
	② 2025 年度净利润不低于 65 亿元，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平；或 2023-2025 年净利润累计值不低于 176 亿元，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平；
	③ 2025 年度分红比例不低于当年实现的可供分配利润的 30%。

数据来源：公司公告、财通证券研究所

1.4 财务情况：业绩拐点逐步显现，经营质量夯实稳健

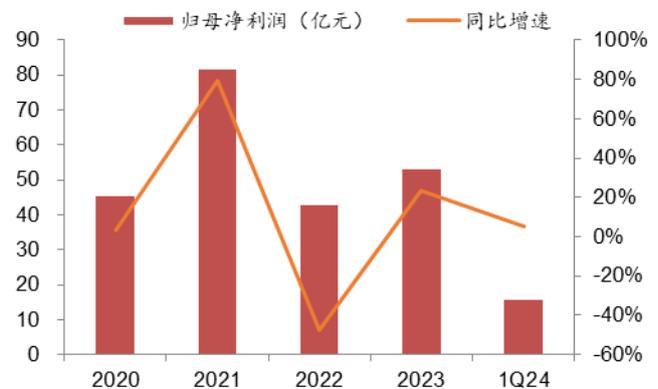
业绩拐点逐步显现，收入利润恢复正增长。2021年二季度以来，受房地产等下游领域项目开工下降影响，国内工程机械市场需求收缩，公司经营业绩有所承压。2023年二季度以来，受益于海外出口加速，公司经营业绩有所改善；2023年，公司实现营收928.5亿元，同比降低1.0%；实现归母净利润53.3亿元，同比增长23.5%。2024年国内工程机械需求有望持续边际改善，同时随着我国工程机械产品全球竞争力的提升，海外出口有望延续增长态势，公司经营业绩有望重新进入上升通道。

图6.2024年一季度公司营业收入同比增长1.2%



数据来源：Wind、财通证券研究所
注：公司2022年完成合并徐工有限，上图2020-2021年数据为调整后。

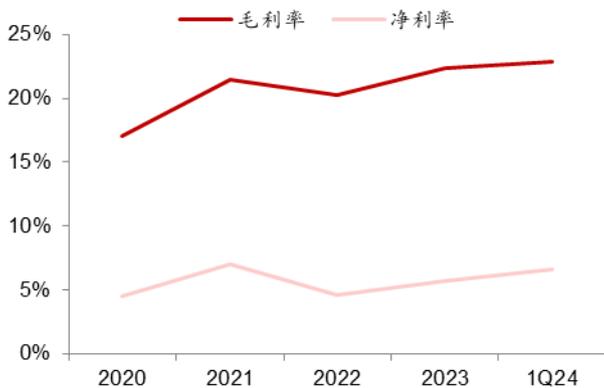
图7.2024年一季度公司归母净利润同比增长5.1%



数据来源：Wind、财通证券研究所
注：公司2022年完成合并徐工有限，上图2020-2021年数据为调整后。

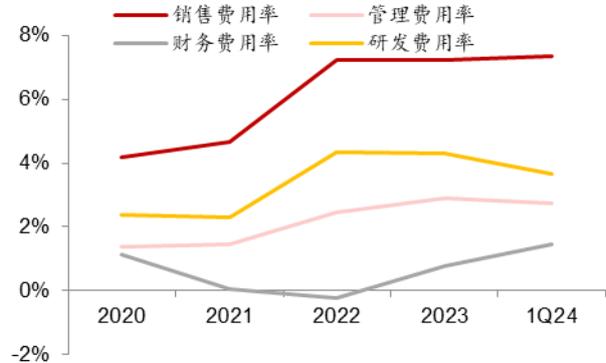
盈利能力持续提升。2023年，公司毛利率为22.4%，同比提升2.2个百分点；净利率为5.7%，同比提升1.1个百分点。2024年一季度，公司毛利率为22.9%，同比提升0.3个百分点；净利率为6.6%，同比提升0.2个百分点。公司混改后体制机制更加灵活，产品结构持续优化，叠加海外收入占比不断提升，降本增效持续推进，整体盈利能力不断增强。

图8.2024年一季度公司净利率同比提升0.2pct



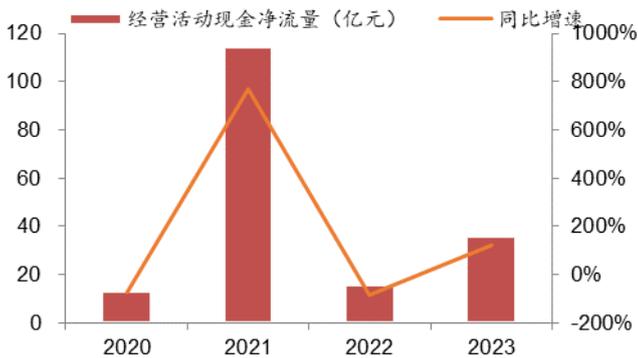
数据来源：Wind、财通证券研究所
注：公司2022年完成合并徐工有限，上图2020-2021年数据为调整后。

图9.公司期间费用率、财务费用率情况



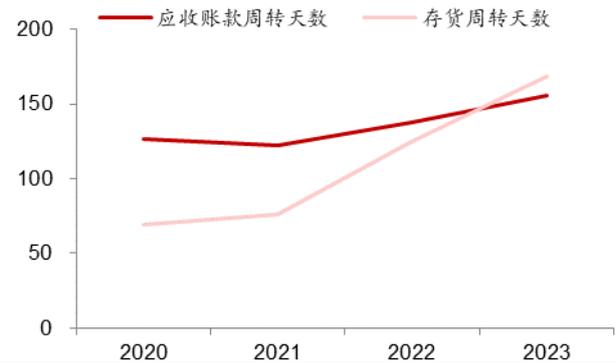
数据来源：Wind、财通证券研究所
注：公司2022年完成合并徐工有限，上图2021年及以前数据为调整前。

现金流情况持续向好，经营质量稳健。2023年，公司大力推进应收账款和库存两项资金压降，取得阶段性成果；公司实现经营性现金流净额35.7亿元，同比增长125.6%。2023年底，公司存货、应收账款金额分别比2023年初降低27.21亿元、4.59亿元，但由于年初基数较高，导致2023年平均存货、平均应收账款金额仍然处于较高水平，从而使公司2023年存货和应收账款周转天数仍然有所上升；公司存货周转天数169天，同比增长44天；应收账款周转天数156天，同比增长18天。

图10.2023年经营性现金流净额同比增长125.6%


数据来源：Wind、财通证券研究所

注：公司2022年完成合并徐工有限，上图2020-2021年数据为调整后。

图11.公司应收账款、存货周转天数（单位：天）


数据来源：Wind、财通证券研究所

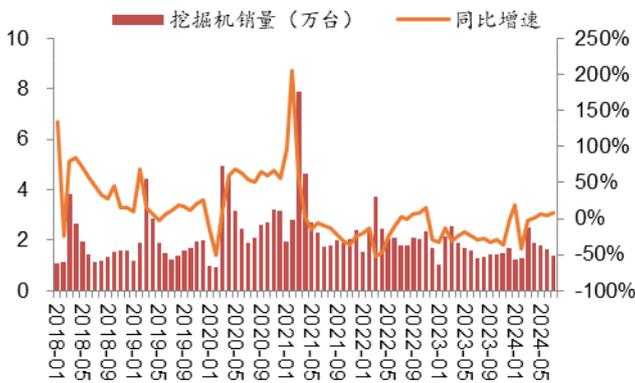
注：公司2022年完成合并徐工有限，上图2021年及以前数据为调整前。

2 行业拐点渐行渐近，工程机械需求迎来边际改善

2.1 挖掘机销售持续正增长，产品结构不断改善

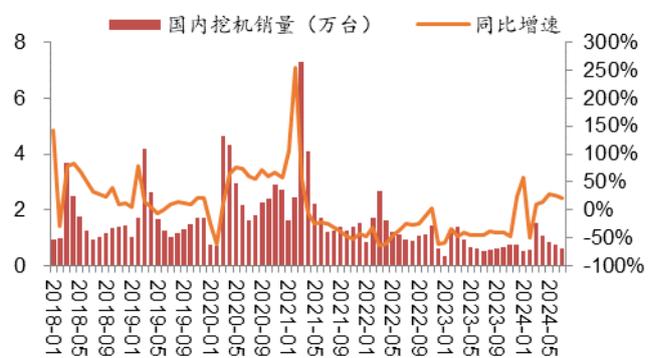
国内挖机销量连续多月实现同比正增长。(1) 挖机销量：2024年4月，我国挖掘机销量结束了连续16个月的同比负增长，4-7月连续四个月实现销量同比正增长，7月挖机销售1.37万台，同比增长8.6%。(2) 挖机国内销量：本轮挖机销量回升主要源于国内需求恢复。2024年3-7月，国内挖机销量连续五个月同比正增长，7月国内市场销售6234台，同比增长21.9%，1-7月国内累计销量5.96万台，累计同比增长6.2%。

图12.2024年7月挖掘机销量同比增长8.6%



数据来源：Wind、中国工程机械工业协会、财通证券研究所

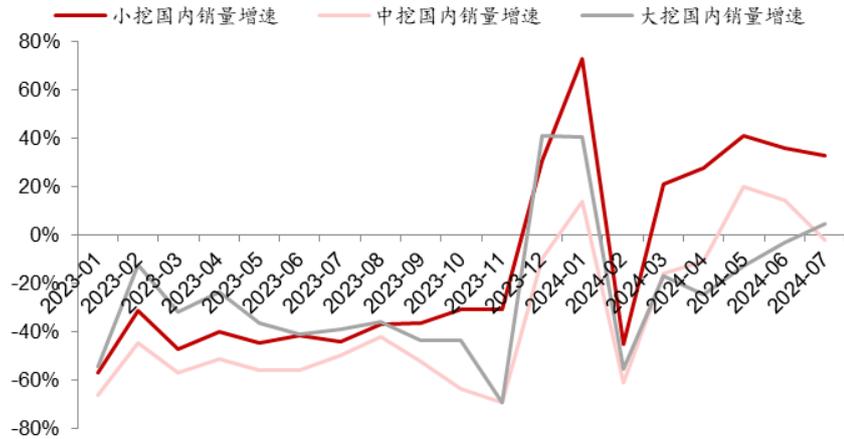
图13.2024年7月国内挖掘机销量同比增长21.9%



数据来源：Wind、中国工程机械工业协会、财通证券研究所

国内市场小挖销量维持较快增长，中大挖逐步恢复。自2024年3月份以来，国内挖机销售保持较快增长趋势；受益于高标准田建设、农田水利、农村道路及市政工程的带动，小挖贡献依然较多；中大挖销售也逐步恢复，下半年展望乐观，中大挖逐步恢复预计对主机厂及代理商盈利改善产生较大贡献。2024年6月，小挖（18.5吨以下）国内销量5414台，同比增长35.96%；中挖（18.5-28.5吨）国内销量1272台，同比增长14.49%；大挖（28.5吨以上）国内销量975台，同比下降2.99%；大挖降幅逐步收窄，小挖保持较快增长。国内挖机销量已跌至底部，未来持续稳健增长可期。

图14.国内小挖销量改善明显，中大挖销量同比由降转增



数据来源：Wind、财通证券研究所

2.2 地产政策持续宽松，基建投资逆周期调节作用不断凸显

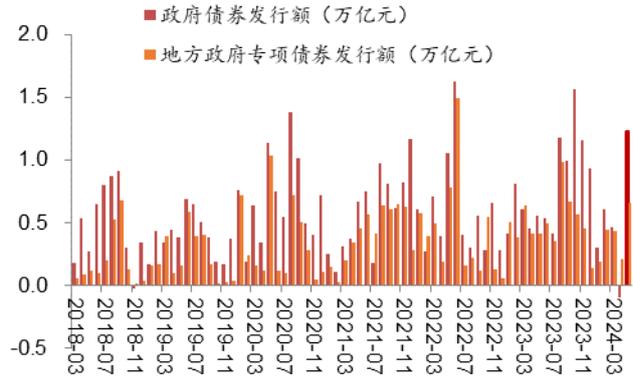
2024 年开始拟连续几年发行超长期特别国债。2024 年 3 月十四届全国人大二次会议决定，从 2024 年开始拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，2024 年先发行 1 万亿元。超长期特别国债将重点支持科技创新、城乡融合发展、区域协调发展、粮食能源安全、人口高质量发展等领域建设。

2023 年的万亿元国债已全部下达，支持灾后重建等基建项目。2023 年 10 月，中央财政决定于 2023Q4 增发国债 1 万亿元，资金用途重点支持灾后重建和防洪工程等基建项目。截至 2024 年 7 月，2023 年的万亿元国债已全部下达，支持项目 1.5 万余个，已全部开工建设。

政府资金投入有望加码基建投资，国内工程机械需求有望迎来边际改善。2024 年中央预算内投资拟安排 7000 亿元，同比增加 200 亿元，拟安排地方政府专项债券 3.9 万亿元，同比增加 1000 亿元。2023 年，政府债券发行 9.6 万亿元，同比增长 34.8%；地方政府专项债券发行 6.0 万亿元，同比增长 16.7%；基建固定资产投资完成额同比增长 8.24%，基建投资有望逐步加码。

图15.2023年我国基建固定资产投资同比增长8.2%


数据来源: Wind, 财通证券研究所

图16.政府债券及地方政府专项债券不断加码


数据来源: Wind, 财通证券研究所

房地产领域有望逐步企稳, 工程机械需求边际改善可期。2022年以来, 国家稳增长政策陆续出台, 对于地产领域的支持政策持续推进; 2023年7月底, 中央政治局会议、国常会、住建部对于下半年的房地产市场密集发声, 适时调整优化房地产政策, 促进房地产市场平稳健康发展, 积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设, 降低首套房首付比, 落实认房不认贷, 降低贷款利率等。2024年以来, 多地出台房地产新政策, 涉及取消限购、放松限贷、放松公积金贷款、发放购房补贴等方面。2024年1-7月, 我国房屋新开工面积为4.4亿平方米, 同比降低23.7%; 房地产开发投资完成额为6.1万亿元, 同比降低10.2%。预计地产新开工面积降幅有望逐步收窄, 工程机械需求有望迎来边际改善。

图17.2024年1-7月房屋新开工面积同比下降23.1%


数据来源: Wind, 财通证券研究所

图18.2024年1-7月地产开发投资完成额同比下降10.2%


数据来源: Wind, 财通证券研究所

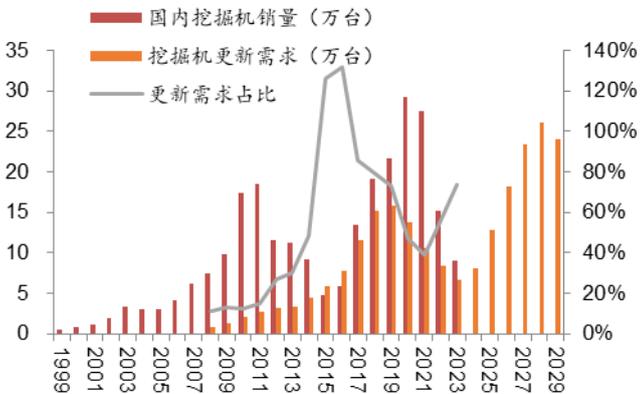
2.3 工程机械行业新一轮更新高峰期有望在2024年逐步启动

工程机械行业新一轮集中替换周期有望在2024年左右开始启动。挖掘机、起重机械、混凝土机械的使用寿命约为8年左右, T年的更新需求我们按照 $[(T-7)+(T-8)+(T-9)]/3$ 进行计算。我们以挖掘机为例, 按照8年使用寿命周期计算, 根据我

们的测算，2023 年挖掘机的更新替换量为 6.61 万台，2024 年恢复至 8.06 万台，2025 年进一步提升至 12.89 万台。2024 年新一轮更新高峰期有望开始启动。

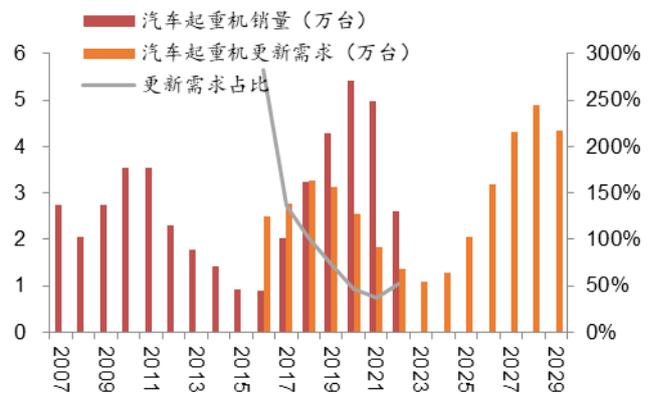
新增需求企稳后，更新需求才能发挥更好的作用。以挖掘机为例进行分析，2016 年下半年销量同比数据开始复苏，但更新需求自 2015 年就开始大幅提升，2015 年挖机销量仍处在下滑的通道中。我们认为这是因为宏观经济数据中与工程机械最敏感的房地产新开工面积同比增长来自于 2016 年。宏观经济数据复苏带来的是真实需求，更新需求更像是理论需求；只有当真实需求出现好转时，理论需求才能提供更好的弹性。基于目前基建固定资产投资持续发力、地产政策边际改善的背景下，我们认为应该重视更新需求带来的影响。

图19.挖掘机更新需求测算



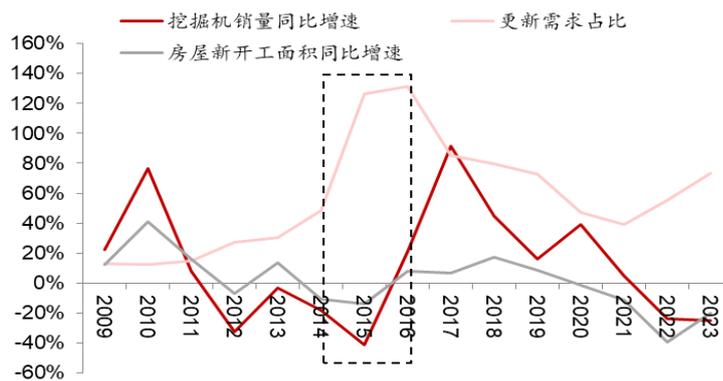
数据来源：Wind、中国工程机械工业协会、财通证券研究所

图20.汽车起重机更新需求测算



数据来源：Wind、中国工程机械工业协会、财通证券研究所

图21.挖机销量与更新需求分析



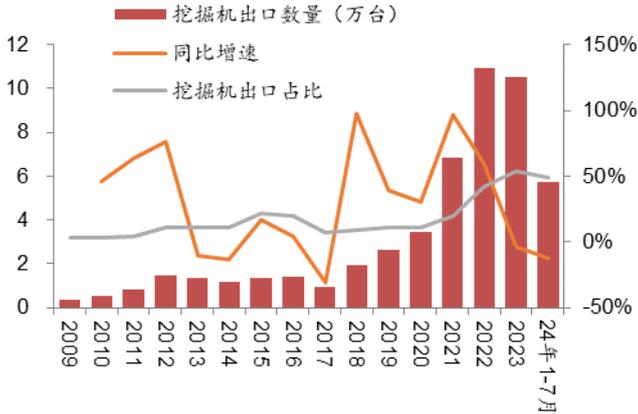
数据来源：Wind、财通证券研究所

2.4 出口占比持续提升，国产龙头向全球市场进军

出口海外成为我国工程机械行业平滑周期性波动的重要力量。工程机械行业具有强周期性的特征。2012-2016 年，中国工程机械行业经历了长达 5 年的深度调整；

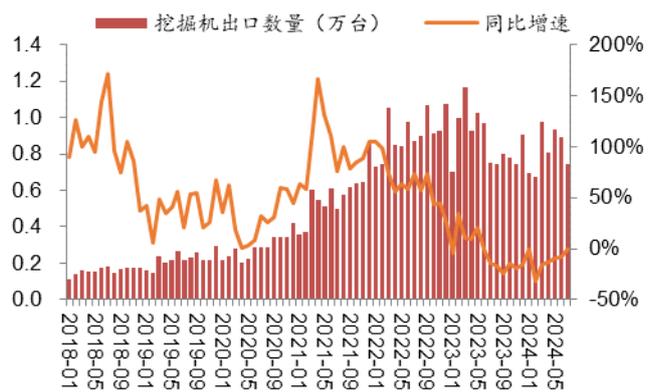
自 2016 年下半年开始，行业逐步回暖。2021 年二季度以来，受房地产等领域项目开工下降影响，国内工程机械市场需求收缩，行业步入调整期，但海外出口依旧保持高增长。以挖掘机为例，2023 年挖掘机行业总销量为 19.5 万台，同比下降 25.4%，挖掘机出口销量为 10.5 万台，在前一年高基数的情况下同比下降 4.0%，出口占比提升至 53.9%。随着国内主机厂在海外市场的不断拓展，工程机械出口海外有望成为我国工程机械行业平滑周期性波动的重要力量。

图22.2024年1-7月挖机出口同比下降12.3%



数据来源：Wind、财通证券研究所

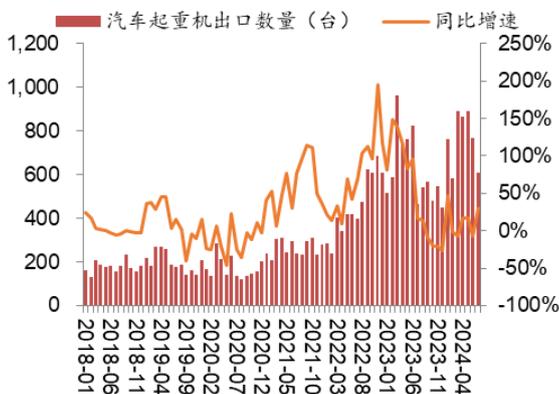
图23.2024年7月挖机出口同比下降0.5%



数据来源：Wind、财通证券研究所

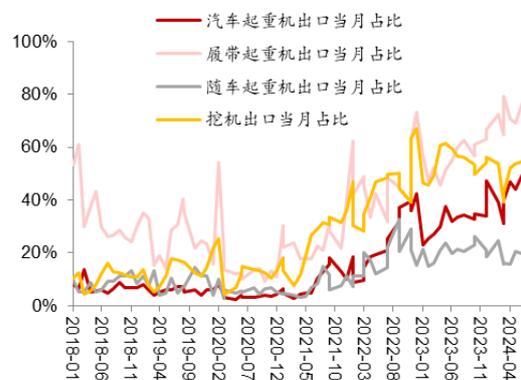
挖机出口降幅收窄，非挖产品出口依然保持稳健增长。(1) 挖机出口：2024年1-7月，我国挖机出口5.73万台，同比下降12.3%，出口占比从2018年的9.4%提升至49.0%；其中7月挖机出口7456台，同比降低0.5%，出口占比提升至54.5%。受益于国产品牌海外去库存接近尾声、去年同期低基数、海外部分地区需求逐步恢复，7月挖机出口降幅大幅收窄。**(2) 非挖出口：**2024年1-7月，我国汽车起重机出口5362台，同比增长10.4%；出口占比从2018年的6.8%提升至41.3%。2024年1-7月，我国履带起重机出口1134台，同比增长6.3%，出口占比从2018年的33.8%提升至81.1%。2024年1-7月，我国随车起重机出口2696台，同比降低5.0%，出口占比从2018年的8.3%提升至18.3%。

图24.2024年1-7月汽车起重机出口量同比增长10.4%



数据来源：Wind、财通证券研究所

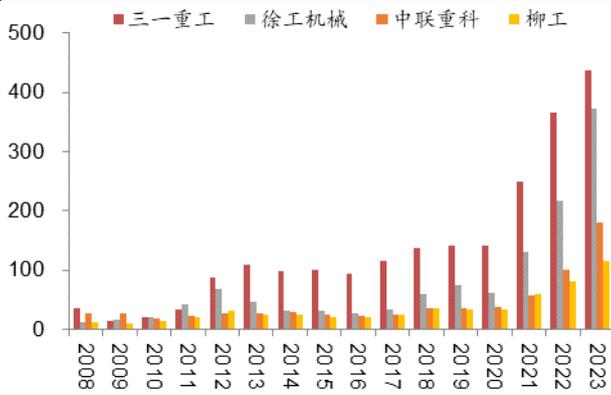
图25.2024年1-7月汽车起重机出口占比41.3%



数据来源：Wind、财通证券研究所

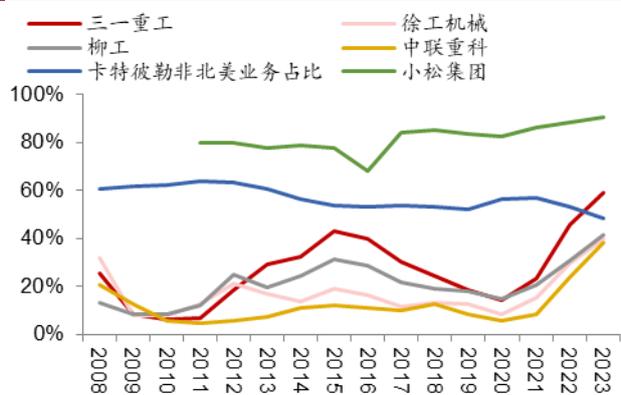
工程机械国际龙头海外收入占比较高，国产品牌仍有差距。2023年，三一重工海外收入占比提升至58.86%，徐工机械海外收入占比提升至40.09%，中联重科海外收入占比提升至38.04%。近年来，伴随着国内市场的不断下行与海外市场的持续增长，国产龙头海外收入占比持续提升；但总体来看国内龙头的海外收入占比与国际龙头仍有差距。卡特彼勒2023年在非北美地区的收入占比达到48.40%；小松2023年海外收入占比达到90.57%。工程机械行业在不同国家和地区存在发展不同步的现象，某一国家出现周期性下滑对于全球布局的工程机械企业来说影响较小。卡特、小松等海外工程机械龙头在全球布局广泛，有效缓解了本国工程机械行业的周期性波动对其带来的影响。

图26.我国工程机械企业历年海外营收（亿元）



数据来源：Wind、财通证券研究所

图27.主要企业海外收入占比变化情况



数据来源：Wind、财通证券研究所

注：小松集团完整财年为4月1日至次年3月31日

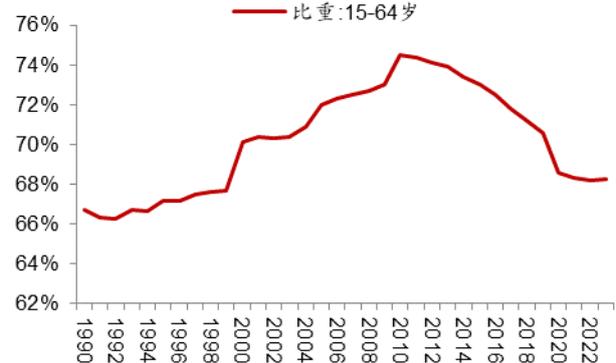
2.5 应用场景不断拓展，机器人趋势愈发明显

城镇化建设为工程机械提供广阔空间。从城镇化率来看，2023年我国城镇化率为66.16%，相比2010年提升了16.21个百分点。虽然中国城镇化率近年来不断攀升，但与日本（城镇化率超过90%）、美国（城镇化率超过80%）等发达国家相比，中国城镇化率依然有较大的提升空间。《城市蓝皮书》中显示，预计到2030年我国城镇化率将达到70%，2050年将达到80%左右。城镇化建设的不断推进将带来更多的工程建设需求，工程机械将拥有更广阔的增长空间。

工程机械对体力劳动者的替代作用逐步凸显。我国15-64岁人口占总人口的比重从2011年开始逐年下降，2023年该比重已下滑至68.26%，相比2010年的高点降低了6.24个百分点，人口老龄化问题日益严重。劳动适龄人口占比持续降低，工程机械对体力劳动者的替代趋势将愈发明显。

图28.我国城镇化率水平持续攀升


数据来源: Wind、财通证券研究所

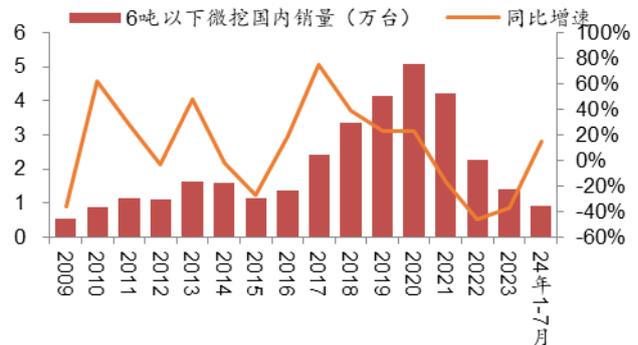
图29.我国 15-64 岁人口占总人口的比重下降


数据来源: Wind、财通证券研究所

工程机械的应用领域不断拓展。伴随着新农村建设进程的加快,农村市场对小挖、微挖等工程机械的需求持续提升,挖掘机逐步向农村市场渗透。微挖体型小巧,可以在比较狭窄的空间作业,被广泛的应用在大棚土地修整、除草挖沟、果园的施肥松土等农业领域和室内装修或道路施工的作业场景。2024年1-7月,国内微挖(6吨以下)销量占比15.2%,占比相较于2009年提升9.6个百分点。长期视角下,随着机械代人进程不断推进,微挖销售增长空间有望进一步扩大。

图30.6 吨以下微挖占国内挖机销量的比重持续提升


数据来源: Wind、财通证券研究所

图31.国内 6 吨以下微挖销量及同比增速


数据来源: Wind、财通证券研究所

3 新兴板块及海外出口打开成长空间，国企改革释放经营活力

3.1 起重机械、土方机械等核心板块竞争力持续增强

(1) 起重机：徐州市起重机制造产业历史悠久，公司传承当地早期制造经验。公司地处江苏省徐州市，上世纪五十年代当地早期工程机械企业开始生产塔式起重机、汽车起重机；六十年代生产液压汽车起重机、内燃压路机；七十年代发展轮式装载机、专用汽车底盘、回转支承、驱动桥、液压件和齿轮箱等产品，已形成了基础工艺、基础零部件、基础配套机械和系列主机的专业化工程机械生产体系。

公司深耕核心业务起重机近七十年，技术底蕴深厚。公司的起重机业务最早可追溯到 1957 年徐州农业机械厂成立，开始从事生产塔式起重机，后改名为“徐州重型机械厂”。2003 年，徐州重型厂同时推出 125 吨、50 吨全地面起重机，开始向大吨位起重机挺进；2013 年，公司研发的“全球第一吊”4000 吨级履带式起重机首吊成功。

表2.公司起重机业务发展历程

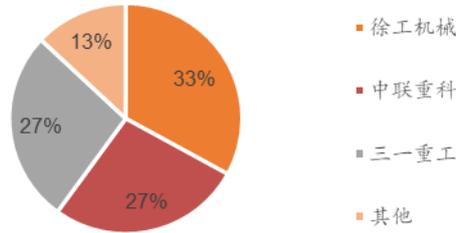
年份	事件
1943	徐工集团的前身——鲁南第八兵工厂在抗战中诞生。
1953	与徐州实业公司铁工厂、大力铁工厂合并为徐州农业机械厂。
1957	开始生产塔式起重机，工厂从农业机械开始向起重机械发展。
1958	厂名更改为“徐州重型机械厂”。
1963	Q51 型 5 吨机械式汽车起重机研制成功。
1967	徐州重型厂研制成功 Q2-10 型 10 吨液压汽车起重机，标志着徐重汽车起重机从机械传动发展到全液压传动。
1974	试制成功 16 吨液压汽车起重机。
1975	8 吨、16 吨汽车起重机专用底盘试制成功，填补了我国不能生产中吨位起重机专用底盘的空白。
2001	推出 K 系列汽车起重机。
2002	公司全地面起重机 QAY25 成功问世。
2003	同时推出 125 吨、50 吨全地面起重机。
2004	推出了 160 吨、200 吨全地面起重机。
2005	推出了 240 吨、300 吨、400 吨超大吨位全地面起重机。
2008	QAY500 全地面起重机成功下线，首次采用超起、塔式副臂技术，为今后超大吨位起重机奠定重要基石。
2010	800 吨、1200 吨全地面起重机拉塔臂试验一次成功。
2013	“全球第一吊”4000 吨级履带式起重机首吊成功。
2016	推出 G 系列。
2019	XGC11000 履带起重机荣获“2019 年中国设计红星奖金奖”。
2024	XCA4000 在河北衡水将单机容量 6.25MW 的风机顺利吊装到位，完成首吊。

数据来源：公司官网、《中国起重机发展任重道远，徐工堪当中流砥柱》（2016）、财通证券研究所

起重机行业三足鼎立，公司稳居第一。目前国内起重机行业呈现稳定的三足鼎立格局，由徐工、中联重科、三一重工占据前三名，其中徐工常年市占率第一。以汽车起重机为例，2020 年行业销量前三名市占率总计约 87%，其中徐工市占率

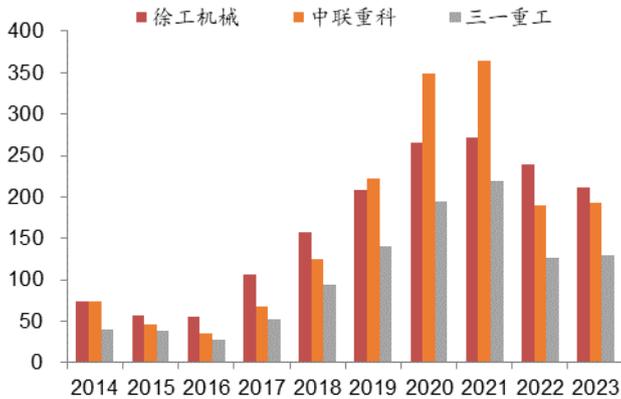
33%。2023 年，徐工、中联重科（含建筑起重机）、三一重工起重机械收入分别为 212/193/130 亿元，起重机械毛利率分别为 23%/31%/25%。

图32.2020 年国内汽车起重机市场格局（按照销量口径）



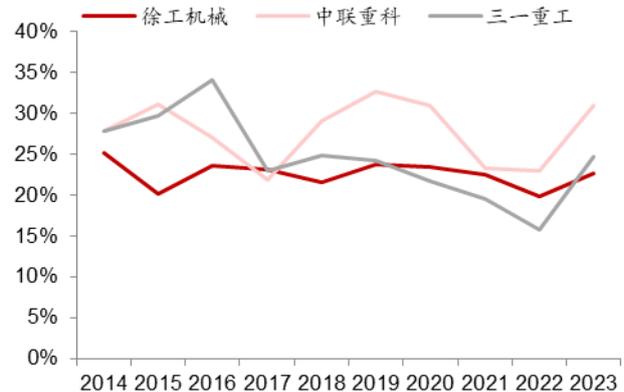
数据来源：华经产业研究院、财通证券研究所

图33.各主要起重机企业起重机械收入（亿元）



数据来源：Wind、财通证券研究所

图34.各主要起重机企业起重机械毛利率



数据来源：Wind、财通证券研究所

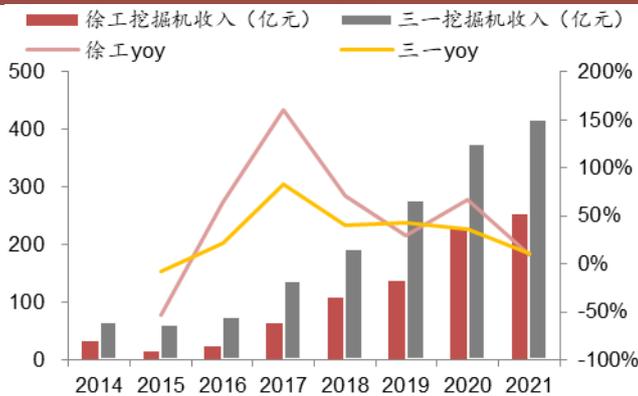
（2）挖掘机：徐工挖机公司成立于 2008 年，大吨位制造能力优秀。徐州挖机原隶属于徐工有限，2022 年被合并至徐工机械上市公司主体。公司早期与卡特彼勒在挖掘机方面进行技术合作，2008 年开始走上自主研发的道路。2010 年公司开始自主研发大吨位挖掘机，2018 年“神州第一挖” 700 吨液压挖掘机下线。目前，公司挖掘机产品型号已全面覆盖从 1.50 吨到国内最大 400 吨液压挖掘机，以及从 40 吨到全球最大 400 吨矿用自卸车两大类、全系列产品，其中 400 吨液压挖掘机和 400 吨矿用自卸车填补了国内和国际市场空白。

表3.公司挖掘机业务发展历程

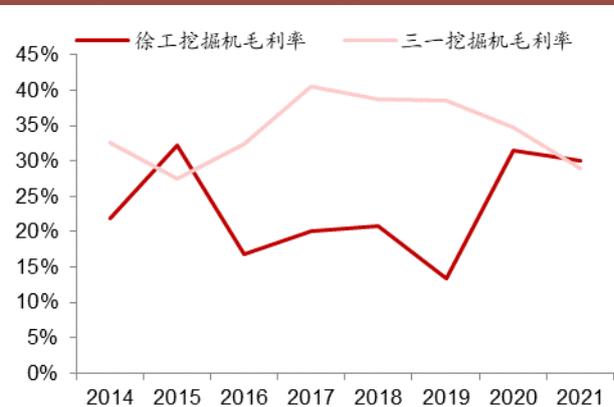
年份	事件
1994	公司与卡特彼勒共同出资 8200 万美元组建了徐州卡特，合作生产挖掘机
2008	与卡特终止合作，徐工挖机公司成立，于上海宝马展展出了 XE18、XE60、XE210 等 7 台产品，是公司自主创新的第一代产品。
2010	徐工挖机从 70 吨、90 吨矿用挖掘机起步，迈开了自主研发大吨位挖掘机的脚步
2014	成功研制出 300 吨、400 吨级超大型挖掘机
2016	向业界密集推出 26 款 D 系列全新成果
2018	创新性打造出“双系列、双吨级”的 DK/DA 系列产品，700 吨液压挖掘机下线
2020	公司 XE335DK 无人驾驶挖掘机在上海宝马展实现首秀，集自动控制、人工智能、视觉计算等众多技术于一体
2022	徐工集团吸收合并徐工有限，将挖机业务注入上市公司。

数据来源：徐工集团官方微信公众号、财通证券研究所

挖机业务快速扩张，毛利率提升明显，资产注入有望提振整体盈利。根据徐工有限和徐工集团的募集说明书，2012-2023 年，徐工集团挖掘机机械年产能由 10000 台增长至 46000 台，销量由 7755 台提升至 32059 台，复合增速为 13.8%。徐工集团挖掘机收入由 2014 年 31.2 亿元增长至 2021 年 252.6 亿元，复合增速为 34.8%。2020 年徐工挖机毛利率快速提升至 31.52%，同比提升 10.77 个百分点。挖机资产注入后，挖掘机成为公司第一大收入来源，公司有望凭借挖机的高毛利提升公司整体盈利水平。

图35.主要挖掘机企业挖掘机械收入


数据来源：徐工有限和徐工集团募集说明书、Wind、财通证券研究所

图36.主要挖掘机企业挖掘机械毛利率


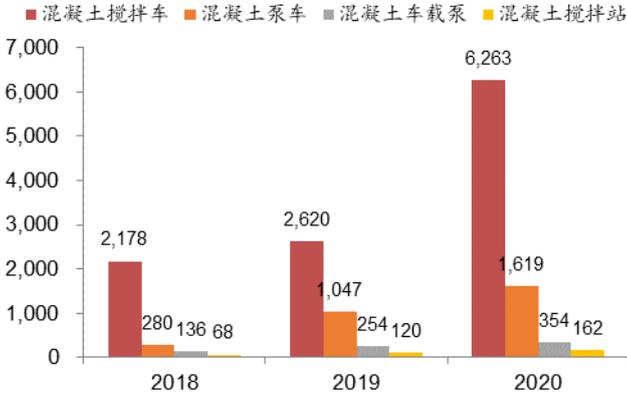
数据来源：Wind、财通证券研究所

(3) 混凝土机械：收购全球领先企业，引入混凝土机械技术。1995 年，徐工集团与德国利勃海尔合资成立徐州利勃海尔混凝土机械有限公司，从德国利勃海尔公司引进混凝土搅拌站、液压搅拌车技术，从德国普次迈斯特公司引进混凝土泵车技术。2012 年，集团收购德国知名混凝土机械制造商施维英（成立于 1934 年），成立徐工施维英，混凝土机械业务得到实质性改善。

混凝土机械市占率稳步提升。根据徐工集团募集说明书，2017-2019 年，公司在混凝土机械市场占有率分别为 5.25%、7.65%和 15.35%，混凝土机械市场占有率稳步提升。2016 年公司混凝土机械收入为 23.9 亿元，低于三一和中联重科，2023 年

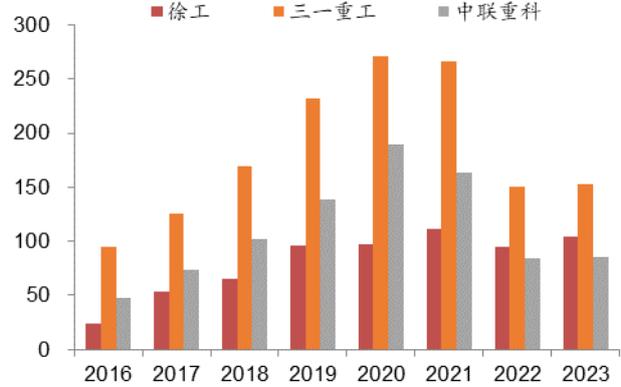
公司混凝土机械收入已达 104.3 亿元，同比增长 9.7%，2016-2023 年复合增速为 23.4%。

图37.公司各类混凝土机械销量（单位：台）



数据来源：徐工有限和徐工集团募集说明书、财通证券研究所

图38.混凝土机械企业的混凝土机械收入（单位：亿元）



数据来源：徐工有限和徐工集团募集说明书、Wind、财通证券研究所

3.2 高空作业平台、矿山机械等新兴板块不断发力

(1) 高空作业机械：高机业务建成两期智能制造基地。2016 年，徐工消防安全装备有限公司成立，徐工高空作业平台实现独立运营，正式加入高空竞技舞台。2019 年，公司第一期消防智能制造基地投产，消防车年产能 1000 台，高空作业平台年产能 18000 台，其中臂式产品 6000 台，剪叉式产品 12000 台。2023 年 12 月，消防智能制造基地二期投产，各类新能源高机产品年产能达 60000 台。

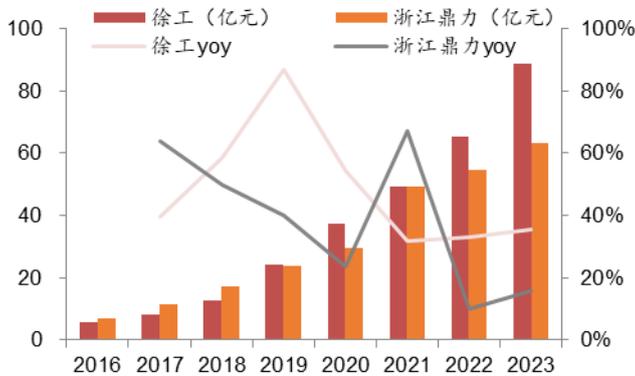
表4.公司高机业务发展历程

年份	事件
2016	徐工高空作业平台实现独立运营，成立北京、上海、广州、成都四个销售中心，进军九个海外目标市场。
2017	进入中国高空作业设备制造商五强；突破韩国市场；斩获印度市场超大订单。
2018	高空作业平台服务体系全面建成；欧洲高端市场批量发车；高空作业平台智能制造基地奠基，投资 25 亿元。
2019	公司第一期消防智能制造基地投产，涵盖结构、装配、涂装、调试 4 大智能制造单元、14 条智能化生产线，规划消防车年产能 1000 台，高空作业平台年产能 18000 台，其中臂式产品 6000 台，剪叉式产品 12000 台。
2021	发布“灵云”K 系列高空作业平台。
2023	完成墨西哥工厂建设；消防智能制造基地二期投产，新工厂各类新能源高机产品年产能达 60000 台，应用了 120 余台机器人，建设 25 条智能化产线，实现高度自动化和工序无人化生产，可实现每 6 分钟完成一台剪叉车产品的生产，每 10 分钟完成 1 台臂式高空作业平台产品的装配下线。

数据来源：徐工高机官方微信公众号、徐工集团官方微信公众号、公司官网、高空机械工程官方微信公众号、铜山发布微信公众号、财通证券研究所

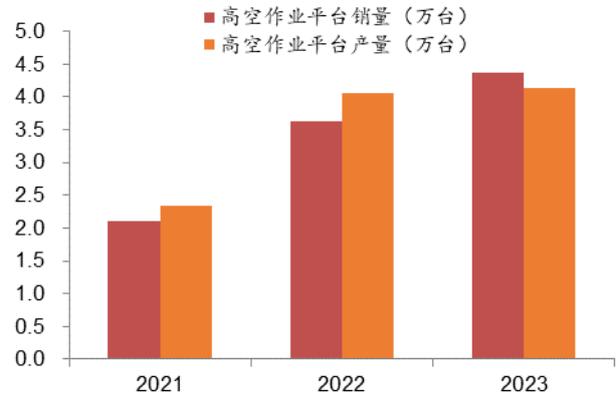
高机销售额蝉联中国第一、全球前三。2023 年，公司高空机械（含消防装备）收入达到 88.8 亿元，同比增长 35.6%。2023 年，公司高空作业机械产量达到 41387 台，同比提升 2.1%；销量达到 43682 台，同比提升 20.2%，超过当年行业销量增速 5.29%，产销率达到 106%。根据英国 KHL 集团旗下权威杂志《Access International》，2023 年，在全球高空作业机械制造企业中，公司高机销售额蝉联中国第一、全球前三。

图39.2023 年公司高机收入同比增长 35.6%



数据来源：徐工有限和徐工集团募集说明书、财通证券研究所

图40.2023 年公司高机产量同比增长 2.1%，销量同比增长 20.2%



数据来源：徐工有限和徐工集团募集说明书、Wind、财通证券研究所

图41.2023 年全球高空作业机械制造企业前 10 强

RANK	2023	2022	COMPANY	2023 TURNOVER		2022 TURNOVER		% CHANGE OVER YEAR
				US\$* MILLION	LOCAL CURRENCY MILLION	US\$ MILLION	LOCAL CURRENCY MILLION	
1	1		JLG Industries (Inc. Hinowa)	2998.6	2998.6	2401.7	\$2401.7	+24.85%
2	2		Terex AWP	2118.23	2118.23 ^{EST}	1801.1	\$1801.1 ^{EST}	+17.6%
3	3		XCMG	1501.8	RMB 9386.77	1058	RMB 1689.75	+41.9%
4	4		Skyjack	1069	C\$ 1169.38 ^{EST}	906.2	C\$991 ^{EST}	+18%
5	5		Dingli	1042	RMB 6513	871.3	RMB 5446	+19.6%
6	6		Haulotte	1004	€736.32	790.0	€579.2	+27%
7	7		Zoomlion	912.1	RMB 5701	735.4	RMB 4596	+24%
8	8		Time Manufacturing (Inc. Versalift & Ruthmann, France Elevateur. Movex)	761.35	\$761.35	725	\$725	+5%
9	9		LGMG	744.27	RMB 4651.95	673.2	RMB 4207.9	+10.6%
10	11		Sinoboom	604.74	RMB 3779.85	4511	RMB 2819.7	+34%

数据来源：KHL、财通证券研究所

高机产品系列完善，通过多项海外高标准认证。目前，公司已形成了富液铅酸高空装备、永磁电动高空装备、窄型电动高空装备、履带式高空装备、伸缩臂叉装车、专用高空装备等 6 大类百余款高空物料搬运装备，涵盖作业高度 5~16 米常规剪叉、6~16 米履带剪叉、12~18 米越野剪叉、16~70 米柴动臂车、12~45 米电动臂车、25 米履带直臂、26 米蜘蛛履带、28 米玻璃吸盘车、28~38 米船厂机型等成套化高空作业机群的强大阵容。公司高空作业平台全系产品已完成最严苛的欧洲 CE 认证、北美 ANSI 认证和澳洲 AS/NZS1418 认证，简便高效、安全可靠，性能卓越，可全方位满足全球用户差异化需求，产品覆盖全球 60 多个国家和地区。2024 年公司将进一步持续补充服务资源，目标人均服务半径从 100 公里缩小至 80 公里、人均保内服务量降至 300 台，24 小时完工率突破 90%，服务满意度追求 100%。

图42.公司高空机械产品系列完善



数据来源：公司官网、财通证券研究所

(2) 矿业机械：公司矿机业务仍处于成长期，前景广阔。徐工矿机是中国唯一、全球极少数几家能够研发制造成套大型露天矿业机械的企业。2015年，徐工矿业机械有限公司成立。2018年，徐工矿机从徐工挖掘机事业部脱离，开始独立运营，同年公司自主研发的700吨矿用液压挖掘机下线。2019年，徐工矿业机械智能化制造基地正式投产运营，总投资18亿元。2023年，徐工矿机成立备品备件与再制造事业中心，通过全工艺业务管理闭环，为客户提供全生命周期的服务保障。2024年，公司携手力拓集团开发世界级铁矿西芒杜，中标成套矿采设备，合同总金额近8亿元。

表5.公司矿机业务发展历程

年份	事件
2015	徐工矿业机械有限公司成立。
2018	徐工矿机从徐工挖掘机事业部脱离，开始独立运营；公司自主研发的700吨矿用液压挖掘机下线，是中国自主研发的最大吨位矿用液压挖掘机，被称为“神州第一挖”。
2019	徐工矿业机械智能化制造基地正式投产运营，总投资18亿元，是国内首个具备全系列90到1000吨液压挖掘机、110到360吨电传动自卸车、30到60吨铰接式自卸车、40到91吨机械式自卸车、系列破碎筛分机械等成套矿业机械产品研发制造、销售服务一体化产业基地。
2023	徐工矿机成立备品备件与再制造事业中心，拉通研发、工艺、生产制造、采购、供方、备品备件再制造业务，通过全工艺业务管理闭环，为客户提供全生命周期的服务保障。
2024	公司与力拓集团签署全球合作框架协议，中标几内亚西芒杜矿山项目，将提供成套核心矿山开采设备，其中包括数十台230吨矿用卡车、350马力及550马力大型矿用平地机，合同总金额近8亿元。

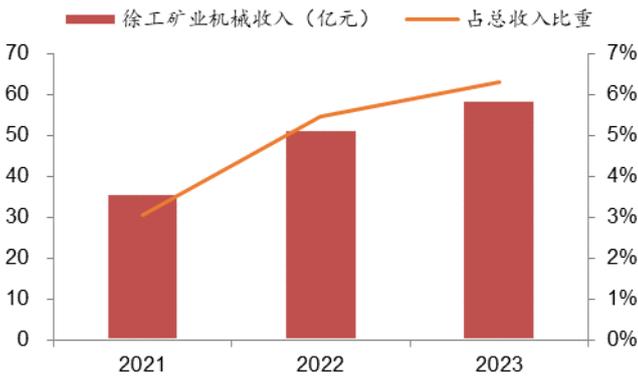
数据来源：徐工矿机官方微信公众号、公司官网、爱企查、财通证券研究所

公司矿机产品品类齐全。2023年，公司矿业机械收入达到58.6亿元，同比增长14.2%，收入占比6.3%，同比提升0.8个百分点。目前，公司已形成90-700吨液压挖掘机、100-440吨双桥刚性矿车、80-100吨三桥刚性矿车、30-50吨铰接式自卸车、250-270mm牙轮钻机、35m³电铲、100-1000吨（每小时）移动式、1000-

6000 吨(每小时) 固定式破碎筛分机械四大门类 100 余种型号产品,覆盖了金属、煤炭、砂石、水利等露天矿山综合施工全场景。

公司致力于大吨位产品研发生产。公司致力于中大吨位矿机产品,特别是超大吨位产品的研发生产;公司大吨位挖掘机在内蒙古、新疆和山西等区域市场占有率 40% 以上,700 吨液压挖掘机在国内市场占有率 100%。

图43.2023 年公司矿机收入同比增长 14.2%



数据来源:公司公告、财通证券研究所

图44.公司矿机产品品类众多



数据来源:公司官网、财通证券研究所

表6. 公司矿山施工解决方案覆盖钻、挖、运、破、平、推、洒全场景

工作场景	相关产品
钻孔作业	牙轮钻机 (250-270mm)、潜孔钻机 (90-229mm)
挖装开采	矿用液压挖掘机 (70-700 吨)、电铲 (35m ³)
运输	双桥刚性矿车 (100-400 吨)、三桥刚性矿车 (80-100 吨)、铰接式自卸车 (30-50 吨)
破碎筛分	固定式破碎筛分设备 (1000-6000t/h)、移动式破碎筛分设备 (100-1000t/h)
平地	平地机
推运	轮式推土机、履带推土机
洒水	洒水车

数据来源:徐工矿机官方微信公众号、财通证券研究所

3.3 海外布局逐步完善, 打造全球工程机械龙头

公司于上世纪 90 年代初率先出海, 全球布局三十余年。上世纪 80 年代末, 公司便开始向东南亚、中东、美国出口, 开创中国工程机械出海先河。2012 年, 公司建立美国研发中心, 并收购德国施维英, 开始拓展欧洲市场。2013 年, 公司成立欧洲研究中心和欧洲采购中心。2014 年, 巴西制造基地投产, 是公司首个海外全资生产基地。2020 年, 徐工巴西银行正式投入运营, 作为中国制造业首家海外金融机构, 有力支持了我国工程机械在南美地区的发展。

表7.公司海外业务布局历程

时间	事件
上世纪 90 年代初	公司率先踏入国际市场，为中国工程机械扬帆出海开创先河。
1992 年	公司获得自营出口权，正式拉开国际化的序幕。
2010 年	徐工香港公司在德国以控股 70% 的方式先与德国生产液压系统的 Fluitronics 公司（FT 公司）成立合资公司——徐工德国液压有限公司，再由该合资公司并购荷兰昂马凯液压设备有限公司（AMCA 公司）100% 股权。
2011 年	徐工香港公司与德国 FT 公司签署了 100% 股权收购协议、土地收购协议等相关协议。第一次交割，徐工香港公司回购 FT 公司在合资公司——徐工德国液压有限公司中所持的 30% 股权，并将该合资公司更名为徐工欧洲有限公司。第一次交割，公司完成对 FT 公司剩余 30% 股权的收购。
2012 年	建立美国研发中心；收购德国施维英，拓展欧洲市场销售网络。
2013 年	成立欧洲研究中心，成为集团在欧洲的液压与传动高端技术中心、整机技术合作提升平台和顶级人才培养中心；成立欧洲采购中心，整合欧洲区域 110 余家供应商的零部件采购渠道。
2014 年	在巴西米纳斯吉拉斯州包索市建成投产第一个全资生产基地，可生产挖掘机、装载机、平地机等多类产品，年产能超 1 万台，是中国第一个以工程机械为主的境外园区；与乌兹别克斯坦国家铁路公司组建合资公司 UzXCMG，当地市场占有率达 60% 以上。
2020 年	徐工巴西银行正式投入运营，是中国制造业首家海外金融机构。

数据来源：徐工集团官方微信公众号、公司官网、无锡海外投资联合会、财通证券研究所

公司拥有 39 家海外子公司，业务覆盖 193 个国家和地区。公司围绕“总部抓总、区域主战、产品线主建”的战略思想，成立了国际事业总部，打造了“1+14+N”的国际化运营体系，在全球布局了 14 个运营大区，每个大区负责产研、供销、服务，并进行集中管控；在巴西、印度、墨西哥、德国、波兰、乌兹别克斯坦等地拥有 10 多个大型制造基地和组装厂。截至 2023 年末，公司已拥有 39 家海外子公司，40 个海外大型服务备件中心，营销网络覆盖全球 193 个国家和地区。2023 年，公司分别在英国、新加坡等国家成立了 5 家销售子公司。

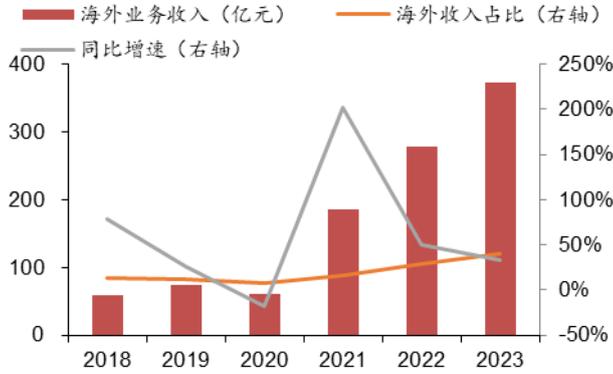
图45.公司业务覆盖 193 个国家和地区


数据来源：公司官网、财通证券研究所

海外收入增长迅速，改善整体盈利水平。2023 年上半年，公司出口西亚北非、中美洲收入增长超 200%，欧洲增长超 150%，中亚、北美增长近 100%，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，公司海外业务毛利率为 24.21%，较国内业务毛利率高 3.05 个百分点；

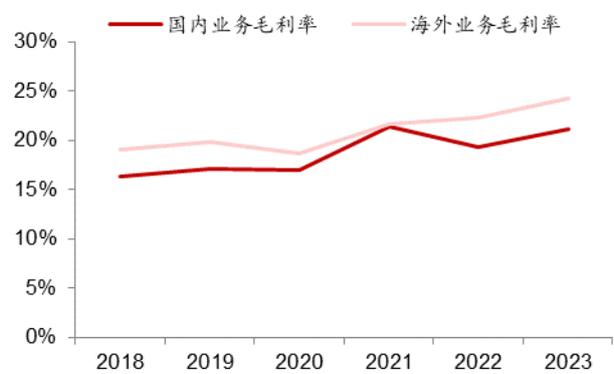
海外收入为 372.20 亿元，同比增长 33.70%，收入占比 40.09%，同比提升 10.4 个百分点，海外收入占比提升推动整体毛利率同比提升 2.2 个百分点。

图46.2023 年公司海外收入同比增长 33.7%



数据来源：Wind、财通证券研究所
注：2020 年及以前数据为调整前。

图47.2023 年海外业务毛利率高出国内 3.05 个百分点

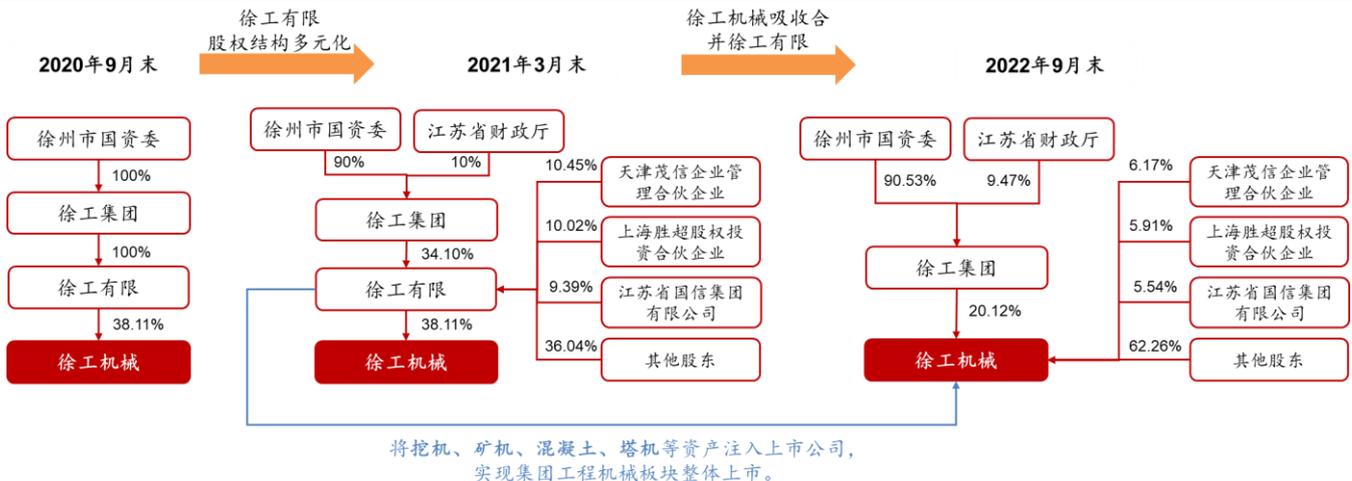


数据来源：Wind、财通证券研究所
注：2020 年及以前数据为调整前。

3.4 国企改革释放经营活力，行业龙头行稳致远

公司混改的两项关键举措：股权结构多元化、工程机械板块整体上市。2019 年，原母公司徐工有限被国家列入国企改革双百企业试点，徐州市委全面深化改革委员会审议通过徐工有限混改方案。2020 年，徐工有限通过股权转让、增资，引入战略投资者和员工持股平台。2022 年，徐工机械吸收合并徐工有限，将徐工有限下属挖机、矿机、混凝土、塔机等资产注入徐工机械，实现徐工集团工程机械板块整体上市。2023 年，“徐工混改”入选全国典型案例，公司获评国家“双百行动”标杆企业。

图48.公司混改过程中的股权结构变化

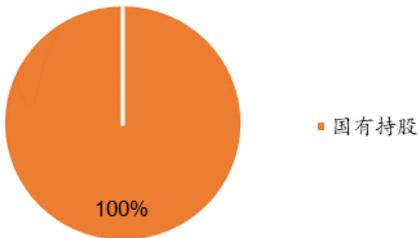


数据来源：Wind、公司公告、徐工有限超短期融资券募集说明书、财通证券研究所

徐工有限实现股权结构多元化，实施股权激励计划，推进国企市场化进程。徐工有限进行混改前，由徐工集团持股 100%，徐工集团由徐州市国资委持股 100%。

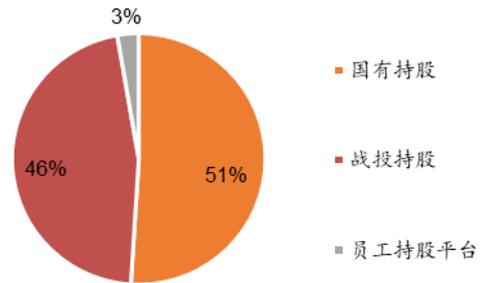
混改后，徐工有限引入天津茂信、上海胜超、嘉兴金石彭衡等 12 名战略投资者，持股 46.3%；引入徐工金帆员工持股平台，持股 2.7%；徐工集团部分股权转让给江苏省国信集团、建信投资、交银投资三家国有机构，徐工集团持股比例降至 34.1%。2023 年，公司发布限制性股票激励计划，拟授予的限制性股票数量为 1.18 亿股，其中首次授予 1.10 亿股，首次授予价格 3.09 元/股。

图49.混改前，徐工有限为 100%国有持股（2020/9）



数据来源：Wind、公司公告、徐工有限超短期融资券募集说明书、财通证券研究所

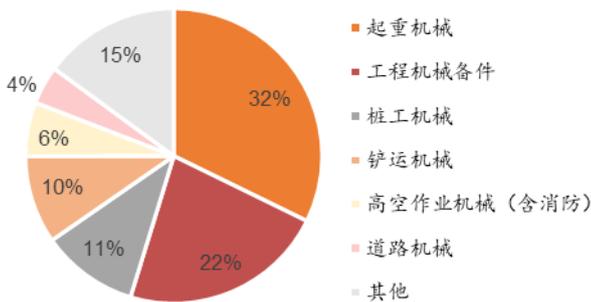
图50.混改后，引入战投和员工持股平台（2021/3）



数据来源：Wind、公司公告、徐工有限超短期融资券募集说明书、财通证券研究所

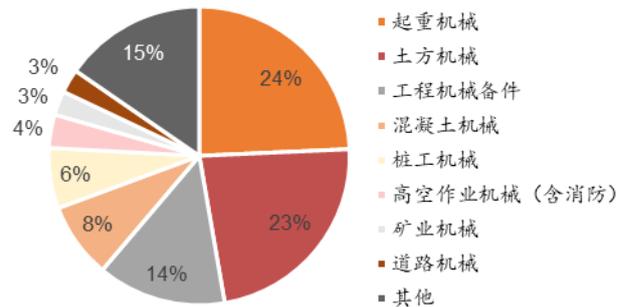
徐工机械吸收合并徐工有限，显著提振盈利能力。吸收合并后，徐工有限将挖机、矿机、混凝土、塔机等优质资产注入徐工机械上市公司主体，对应徐工挖机、徐工矿机、徐工施维英、徐工建机四家工程机械子公司全部注入徐工机械。2021 年公司土方机械毛利率 27.4%，混凝土机械毛利率 17.5%，徐工有限毛利率常年高于徐工机械，此次合并将当年徐工机械毛利率由调整前的 16.2%提升至调整后毛利率 21.46%。优质资产注入后，公司内部各项业务有望在原材料供应、渠道建设、技术研发等方面形成协同效应。

图51.吸收合并前，公司收入结构（2021 年调整前）



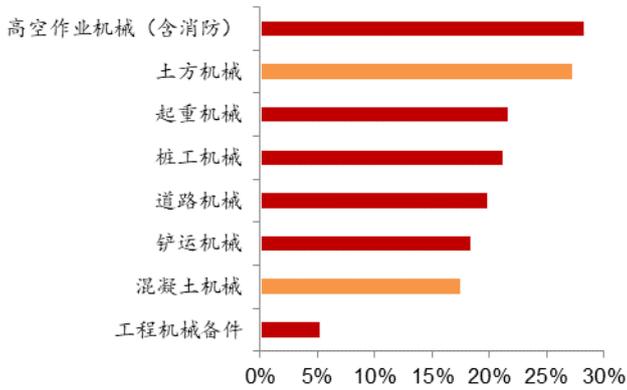
数据来源：Wind、公司公告、财通证券研究所

图52.吸收合并后，公司收入结构（2021 年调整后）



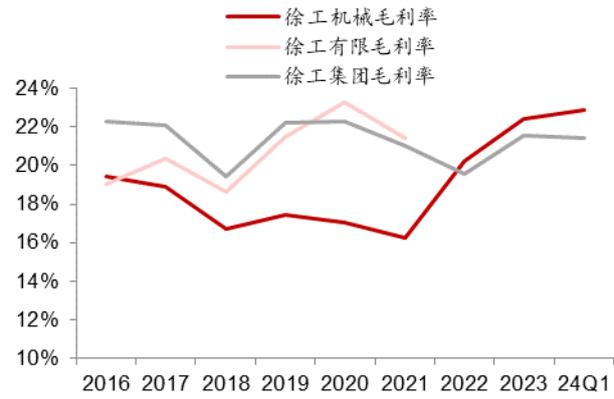
数据来源：Wind、公司公告、财通证券研究所

图53.2021年公司各项业务毛利率（调整后）



数据来源：Wind、公司公告、财通证券研究所

图54.徐工机械、徐工有限、徐工集团毛利率对比



数据来源：Wind、公司公告、徐工有限和徐工集团募集说明书、财通证券研究所

注：徐工机械毛利率 2021 年及以前为调整前数据。

4 盈利预测与投资建议

公司工程机械行业龙头地位稳固，土方机械、起重机械等核心板块竞争力持续增强，高空作业机械、矿业机械等新兴板块不断发力。公司国际化战略成效显著，海外收入占比超过 40%，海外出口成为公司平滑国内业务周期性波动的重要力量。2024 年下游需求有望迎来边际改善，叠加更新需求逐步回升，工程机械行业拐点渐行渐近；公司作为行业龙头，经营业绩率先恢复，未来持续稳健增长可期。公司混改后体制机制更加灵活，经营效率不断提升，盈利能力持续增强，经营质量夯实稳健。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 64.88、85.71、109.54 亿元，当前股价对应 PE 分别为 12.29、9.31、7.28 倍。维持公司“增持”评级。

假设条件：

1、2024 年上半年，我国基建固定资产投资完成额同比增长 7.7%，叠加万亿国债和地方政府专项债券的发行，资金压力有望逐步缓解，基建投资的逆周期调节作用持续凸显。假设在稳增长的政策背景下，基建投资预计将持续增长，房地产政策持续放松，带动工程机械行业需求迎来改善。

2、假设公司主营产品市占率稳步提升，公司各项产品销量增速高于行业平均增速。挖掘机销量自 4 月份同比开始恢复增长，假设公司土方机械（主要为挖掘机）业务收入恢复增长。起重机械、混凝土机械、桩工机械等产品销售今年仍有所下滑，假设公司此项业务收入略有下滑。高空作业机械和矿业机械为公司新兴板块，假设仍将保持较快增长。2024 年土方机械销售率先恢复，起重机械、混凝土机械等后周期产品恢复相对滞后。伴随着新增需求的逐步企稳和更新高峰期的逐步来临，预计未来几年工程机械国内市场有望恢复增长。

3、2023 年，公司海外收入达 372.20 亿元，同比增长 33.70%，海外收入占比提升至 40.09%；公司海外业务毛利率为 24.21%，较国内业务毛利率高 3.05 个百分点。假设公司国际化战略持续推进，在全球的布局持续深入，海外出口保持稳健增长，带动公司经营业绩及盈利能力持续提升。

4、公司混改后体制机制更加灵活，假设公司未来降本增效持续推进，销售费用率稳中有降，所得税税率保持稳定，未来毛利率、净利率水平有望逐年稳步提升。假设公司应收账款大类和库存双压降目标逐步落实，信用及资产减值计提稳中有降，资产质量愈发夯实稳健。

表8.公司业绩拆分

主营业务	财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
土方机械	销售收入(亿元)	236.39	225.60	236.74	262.50	301.46
	同比增速		-4.56%	4.94%	10.88%	14.84%
	毛利率	25.32%	25.69%	26.50%	27.00%	27.50%
起重机械	销售收入(亿元)	238.60	211.87	195.07	204.71	233.06
	同比增速		-11.20%	-7.93%	4.94%	13.85%
	毛利率	19.87%	22.60%	23.00%	24.00%	25.00%
混凝土机械	销售收入(亿元)	95.02	104.25	101.14	111.15	126.54
	同比增速		9.72%	-2.98%	9.89%	13.85%
	毛利率	16.34%	18.05%	19.00%	20.00%	21.00%
高空作业机械	销售收入(亿元)	65.50	88.83	102.16	117.48	129.23
	同比增速		35.62%	15.00%	15.00%	10.00%
	毛利率		28.16%	29.00%	30.00%	31.00%
矿业机械	销售收入(亿元)	51.33	58.61	82.05	106.67	128.00
	同比增速		14.17%	40.00%	30.00%	20.00%
	毛利率		20.32%	24.00%	25.50%	27.00%
桩工机械	销售收入(亿元)	77.70	34.59	31.85	33.42	37.06
	同比增速		-55.48%	-7.93%	4.94%	10.88%
	毛利率	18.13%	19.83%	20.50%	22.00%	23.00%
道路机械	销售收入(亿元)	40.35	38.18	40.09	44.10	50.72
	同比增速		-5.37%	5.00%	10.00%	15.00%
	毛利率	17.71%	22.87%	23.50%	25.00%	26.00%
其他工程机械、备件及其他	销售收入(亿元)	133.29	166.54	199.85	239.82	287.78
	同比增速		24.95%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	12.99%	18.41%	19.00%	20.00%	21.00%
合计	销售收入(亿元)	938.17	928.48	988.96	1119.84	1293.84
	同比增速		-1.03%	6.51%	13.24%	15.54%
	毛利率	20.21%	22.38%	23.26%	24.20%	25.08%

数据来源：公司公告、Wind、财通证券研究所

可比公司估值：公司产品以起重机械、土方机械、混凝土机械为核心，产品广泛覆盖工程机械主要领域。2023年，三一重工挖掘机械/混凝土机械/起重机械收入占比分别为37.33%/20.69%/17.56%；中联重科起重机械/混凝土机械/土方机械/高空机械收入占比分别为40.98%/18.27%/14.12%/12.12%；柳工土石方铲运机械/工程机械零部件收入占比分别为57.8%/32.05%。三一重工、中联重科、柳工与公司同属工程机械主机厂，主营产品为土方机械、起重机械、混凝土机械等工程机械主机及备件，我们选取三一重工、中联重科、柳工作为可比公司。2024、2025、2026年，三家可比公司市盈率平均值分别为15.27、11.40、8.99倍，与可比公司相比，公司估值优势明显，经营质量逐步改善，未来高质量增长可期。

表9.可比公司估值表

股票代码	股票名称	2024/8/26		EPS (元)					PE				
		市值 (亿元)	股价 (元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2022	2023	2024E	2025E	2026E
600031.SH	三一重工	1357	16.01	0.51	0.53	0.78	1.04	1.30	43.80	24.74	20.53	15.39	12.32
000157.SZ	中联重科	521	6.46	0.27	0.43	0.55	0.74	0.93	17.56	18.94	11.75	8.73	6.95
000528.SZ	柳工	187	9.47	0.31	0.44	0.70	0.94	1.23	16.61	15.66	13.53	10.07	7.70
平均值									25.99	19.78	15.27	11.40	8.99
000425.SZ	徐工机械	798	6.75	0.36	0.45	0.55	0.73	0.93	14.08	12.13	12.29	9.31	7.28

数据来源：公司公告、Wind、财通证券研究所（股价日期为 2024 年 8 月 26 日，柳工预测数据来自 wind 一致预期）

5 风险提示

基建、地产投资不及预期风险。基建、房地产是公司所在工程机械行业的重要下游领域，如果基建、房地产投资不及预期，将对公司产品需求产生重要影响。

市场非理性竞争风险。工程机械行业内竞争激烈，主要产品价格战时有发生；若部分竞争对手存在非理性竞争行为时，可能会对公司销售和利润造成不利影响。

海外贸易环境恶化风险。公司海外业务收入增长较快，海外业务可能会面临地方贸易保护、贸易摩擦等多方面因素影响；若海外贸易环境恶化，将会对公司经营造成不利影响。

人民币汇率、原材料价格、航运价格大幅波动风险。2023 年，公司海外收入占比达到 40%，伴随着公司国际业务的不断发展，公司可能会受国际收支及外汇储备、人民币汇率走势不确定性的影响，导致结算或收汇金额与合同金额存在差异产生损失风险。若钢材等原材料价格或航运价格大幅上涨，将会导致公司生产成本上升，将对公司盈利能力产生不利影响。

限售股解禁及股权质押风险等。公司限售股份 35.69 亿股将于 2025 年 8 月 29 日解禁并上市流通，占解禁后流通股的比例为 30.53%，占解禁前流通股的比例为 43.95%，本次解禁股东主要为公司母公司徐州工程机械集团有限公司，存在限售股解禁对股票价格造成波动的风险。公司第二大股东天津茂信累计质押公司股份 72867.58 万股，占其持有股份比例为 100%，占公司总股本的 6.17%，存在股权质押风险等。

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)						资产负债表(百万元)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	93817.12	92848.22	98895.51	111984.41	129384.19	货币资金	27826.82	23371.00	12164.65	13010.04	14237.13
减:营业成本	74855.16	72064.27	75889.49	84882.36	96933.81	交易性金融资产	6653.07	39.22	1089.22	2619.22	4129.22
营业税费	406.30	441.52	464.81	515.13	595.17	应收账款	40456.57	39997.58	42054.72	48792.98	56901.09
销售费用	6765.50	6702.49	7151.13	7950.89	9186.28	应收票据	6021.21	3659.95	3845.94	4354.95	5031.61
管理费用	2284.60	2705.84	2966.87	3135.56	3622.76	预付账款	2470.57	1676.81	1745.46	1952.29	2229.48
研发费用	4082.25	3999.63	4351.40	4815.33	5563.52	存货	35099.46	32378.42	34722.68	39963.34	46940.60
财务费用	-210.55	726.01	836.19	1149.67	1375.75	其他流动资产	4592.49	3734.91	5234.91	7734.91	10234.91
资产减值损失	-326.49	-692.34	-62.25	-62.25	-62.23	可供出售金融资产					
加:公允价值变动收益	-70.29	178.62	50.00	30.00	10.00	持有至到期投资					
投资和汇兑收益	194.35	-3.77	9.89	11.20	12.94	长期股权投资	2372.83	4509.96	4198.87	3887.78	3576.70
营业利润	5082.83	5640.50	6937.63	9173.55	11733.40	投资性房地产	4.84	4.54	3.54	2.54	1.54
加:营业外净收支	-70.10	37.13	30.00	30.00	30.00	固定资产	18956.27	22510.29	23289.78	23549.93	23782.20
利润总额	5012.73	5677.63	6967.63	9203.55	11763.40	在建工程	2894.00	2923.09	2824.44	2730.72	2641.68
减:所得税	711.05	441.54	543.47	717.88	917.55	无形资产	6443.35	7373.71	8123.71	8643.71	8983.71
净利润	4312.44	5326.47	6488.39	8570.53	10954.31	其他非流动资产	2924.07	1956.74	2134.52	2134.52	2134.52
资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产总额	175158.99	161994.61	160101.82	178490.65	200545.57
货币资金	27826.82	23371.00	12164.65	13010.04	14237.13	短期债务	17598.22	13526.32	10666.22	17078.60	22596.84
交易性金融资产	6653.07	39.22	1089.22	2619.22	4129.22	应付账款	25705.67	20963.55	20026.39	22399.51	25579.76
应收账款	40456.57	39997.58	42054.72	48792.98	56901.09	应付票据	24677.57	20880.42	21080.41	23578.43	26926.06
应收票据	6021.21	3659.95	3845.94	4354.95	5031.61	其他流动负债	7014.95	2476.87	2481.87	2486.87	2491.87
预付账款	2470.57	1676.81	1745.46	1952.29	2229.48	长期借款	15506.90	12515.23	15482.64	15482.64	15482.64
存货	35099.46	32378.42	34722.68	39963.34	46940.60	其他非流动负债	345.48	684.55	267.71	267.71	267.71
其他流动资产	4592.49	3734.91	5234.91	7734.91	10234.91	负债总额	120497.29	104507.62	98333.84	111036.75	125141.58
可供出售金融资产						少数股东权益	1402.32	1342.31	1278.07	1193.22	1084.76
持有至到期投资						股本	11816.17	11816.17	11816.17	11816.17	11816.17
长期股权投资	2372.83	4509.96	4198.87	3887.78	3576.70	留存收益	24664.11	28223.21	32584.95	38355.74	46414.28
投资性房地产	4.84	4.54	3.54	2.54	1.54	股东权益	54661.70	57486.99	61767.98	67453.90	75403.98
固定资产	18956.27	22510.29	23289.78	23549.93	23782.20	现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
在建工程	2894.00	2923.09	2824.44	2730.72	2641.68	净利润	4312.44	5326.47	6488.39	8570.53	10954.31
无形资产	6443.35	7373.71	8123.71	8643.71	8983.71	加:折旧和摊销	3569.64	3967.76	5082.17	5726.57	5829.77
其他非流动资产	2924.07	1956.74	2134.52	2134.52	2134.52	资产减值准备	1130.51	1471.46	862.25	862.25	862.23
资产总额	175158.99	161994.61	160101.82	178490.65	200545.57	公允价值变动损失	70.29	-178.62	-50.00	-30.00	-10.00
短期债务	17598.22	13526.32	10666.22	17078.60	22596.84	财务费用	1170.88	1579.18	1186.76	1332.14	1570.90
应付账款	25705.67	20963.55	20026.39	22399.51	25579.76	投资收益	-531.15	-544.62	-9.89	-11.20	-12.94
应付票据	24677.57	20880.42	21080.41	23578.43	26926.06	少数股东损益	-10.76	-90.37	-64.24	-84.86	-108.46
其他流动负债	7014.95	2476.87	2481.87	2486.87	2491.87	营运资金的变动	-7907.58	-7280.58	-7884.63	-10064.58	-11376.08
长期借款	15506.90	12515.23	15482.64	15482.64	15482.64	经营活动产生现金流量	1582.90	3570.91	5587.96	6259.66	7666.79
其他非流动负债	345.48	684.55	267.71	267.71	267.71	投资活动产生现金流量	-5654.91	1411.39	-7985.10	-7499.52	-7396.04
负债总额	120497.29	104507.62	98333.84	111036.75	125141.58	融资活动产生现金流量	3088.72	-7778.41	-8809.21	2085.25	956.34
少数股东权益	1402.32	1342.31	1278.07	1193.22	1084.76						
股本	11816.17	11816.17	11816.17	11816.17	11816.17						
留存收益	24664.11	28223.21	32584.95	38355.74	46414.28						
股东权益	54661.70	57486.99	61767.98	67453.90	75403.98						
现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E						
净利润	4312.44	5326.47	6488.39	8570.53	10954.31	业绩和估值指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
加:折旧和摊销	3569.64	3967.76	5082.17	5726.57	5829.77	EPS(元)	0.36	0.45	0.55	0.73	0.93
资产减值准备	1130.51	1471.46	862.25	862.25	862.23	BVPS(元)	4.51	4.75	5.12	5.61	6.29
公允价值变动损失	70.29	-178.62	-50.00	-30.00	-10.00	PE(X)	14.1	12.1	12.3	9.3	7.3
财务费用	1170.88	1579.18	1186.76	1332.14	1570.90	PB(X)	1.1	1.1	1.3	1.2	1.1
投资收益	-531.15	-544.62	-9.89	-11.20	-12.94	P/FCF					
少数股东损益	-10.76	-90.37	-64.24	-84.86	-108.46	P/S	0.6	0.7	0.8	0.7	0.6
营运资金的变动	-7907.58	-7280.58	-7884.63	-10064.58	-11376.08	EV/EBITDA	9.3	8.3	8.2	6.9	6.1
经营活动产生现金流量	1582.90	3570.91	5587.96	6259.66	7666.79	CAGR(%)					
投资活动产生现金流量	-5654.91	1411.39	-7985.10	-7499.52	-7396.04	PEG	—	0.5	0.6	0.3	0.3
融资活动产生现金流量	3088.72	-7778.41	-8809.21	2085.25	956.34	ROIC/WACC					
						REP					

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 08 月 26 日收盘价计算)

信息披露

● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为该公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、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投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

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、发表或引用，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。