

徐工机械（000425.SZ）

国企改革注入活力，老牌工程机械龙头再出发

徐工是中国工程机械产业奠基者和引领者。徐工集团，起始于1943年创建的八路军鲁南第八兵工厂，1989年组建成国内行业首家集团公司（即徐州工程机械集团公司），1996年在深交所挂牌上市。公司专注于工程技术装备及相关应用领域，产品种类齐全，研发能力强，16类主机产品位居国内行业第一。在公司完成推进混改、反向吸收合并徐工有限、实行股权激励等一系列举措后，公司营业收入、盈利能力均获提升：2023-2024Q2，徐工机械销售毛利率由22.38%上涨至22.89%，销售净利率由5.64%上涨至8.37%。2023年，徐工机械营业总收入为928.48亿元，同比降低1.03%，实现归母净利润53.26亿元，同比增长23.67%。

国内市场：2024-2025年有望形成筑底、甚至向上趋势。从年度数据看，去年挖机销量已经不足高点的1/3，而在上一轮周期中，周期底部与高点相比，也是不足1/3，因此去年的基数已经足够低。从月度数据看，挖机销量在从2021年开始的下行周期中，首次增速连续转正，并且增幅逐步扩大，今年3-7月增幅是9%、13%、29%、26%和22%，因此至少从数据可推测，国内已经成功筑底，未来在政策催化国内需求复苏、更新替换需求到来的背景下可能迎来向上拐点。

海外市场：行业增速有望修复，国内龙头逐步迈向全球龙头。从月度数据来看，挖机海外市场从去年下半年开始下滑，下滑幅度在15%-25%左右，而从今年3-7月来看，下滑幅度呈现略收窄的态势，分别下降16%、13%、9%、7.5%和0.5%。展望今年下半年，在去年低基数、海外大选结束、各地政策逐步明朗、库存逐步消化的背景下，降幅有望收窄或增速转正。目前，海外工程机械市场空间巨大，欧美地区市占率很低，美国加征关税后，国内厂商布局市场面临一定压力，但把握欧洲电动化更新机遇可能提升市占率，极具潜力；此外，我国在“一带一路”沿线国家布局日趋完善，但在亚非拉等发展中国家城市化率尚未登顶，房地产、基建、采矿等需求旺盛，增势良好，公司有业务扩展、分享行业红利、提升市占率的机会。徐工机械积极布局国内外产能，向全球工程机械龙头迈进，有望深度受益。

投资建议：我们预计公司2024-2026年，公司营业总收入分别为1004、1135、1307亿元，同比增速分别为8.1%、13.0%、15.1%；归母净利润分别为65.7、83.4、109.2亿元，同比增速分别为23.3%、26.9%、31.0%；当前股价对应公司PE为11、9、7X。徐工机械是国内工程机械行业龙头企业，持续推动产品进行高端化、绿色化、智能化转型，有望受益于工程机械电动化、国内更新替换周期、以及海外市场进一步开拓。鉴于国内市场有望实现触底反弹，加之公司在海外市场表现强势，徐工机械理应赋予更高的龙头溢价、国内底部反转溢价、以及海外成长溢价，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：国内下游行业需求不足风险、海外市场风险、汇率波动风险、信用减值风险。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	93,817	92,848	100,414	113,502	130,676
增长率 yoy（%）	-19.7	-1.0	8.1	13.0	15.1
归母净利润（百万元）	4,312	5,326	6,570	8,338	10,921
增长率 yoy（%）	-47.5	23.5	23.3	26.9	31.0
EPS 最新摊薄（元/股）	0.36	0.45	0.56	0.71	0.92
净资产收益率（%）	7.9	9.1	10.6	12.0	13.8
P/E（倍）	16.4	13.3	10.8	8.5	6.5
P/B（倍）	1.3	1.3	1.2	1.0	0.9

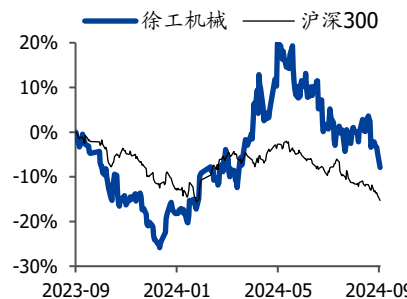
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2024年09月09日收盘价

买入（首次）

股票信息

行业	工程机械
09月09日收盘价（元）	6.00
总市值（百万元）	70,897.00
总股本（百万股）	11,816.17
其中自由流通股（%）	68.72
30日日均成交量（百万股）	64.78

股价走势



作者

分析师 张一鸣

执业证书编号：S0680522070009

邮箱：zhangyiming@gszq.com

分析师 邓宇亮

执业证书编号：S0680523090001

邮箱：dengyuliang@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	129118	111060	112542	115943	139097
现金	27827	23371	5403	5675	2614
应收票据及应收账款	46478	43658	53822	56363	70495
其他应收款	1912	2072	2237	2633	2974
预付账款	2471	1677	2809	2261	3576
存货	35099	32378	40366	41106	51535
其他流动资产	15331	7905	7905	7905	7905
非流动资产	46041	50935	53034	55970	59618
长期投资	2373	4510	6958	9385	11788
固定资产	18956	22510	21673	21543	21936
无形资产	7257	7994	8613	9329	10194
其他非流动资产	17455	15920	15790	15713	15700
资产总计	175159	161995	165575	171913	198716
流动负债	96549	86366	88584	90600	110336
短期借款	17598	13526	13526	16893	17817
应付票据及应付账款	50383	41844	57582	53773	72847
其他流动负债	28567	30996	17476	19934	19672
非流动负债	23949	18142	15075	12361	9868
长期借款	18222	14513	11447	8732	6240
其他非流动负债	5726	3628	3628	3628	3628
负债合计	120497	104508	103659	102961	120204
少数股东权益	1402	1342	1328	1297	1227
股本	11816	11816	11816	11816	11816
资本公积	16784	16395	16395	16395	16395
留存收益	24664	28223	33107	39201	46439
归属母公司股东权益	53259	56145	60588	67655	77284
负债和股东权益	175159	161995	165575	171913	198716

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1583	3571	5352	7763	7579
净利润	4302	5236	6556	8307	10851
折旧摊销	3570	3968	3339	3708	4183
财务费用	-211	726	521	728	383
投资损失	-194	4	-410	-311	-228
营运资金变动	-7426	-6951	-4534	-4527	-7518
其他经营现金流	1542	588	-120	-142	-93
投资活动现金流	-5655	1411	-4907	-6192	-7511
资本支出	7986	5967	-349	510	1245
长期投资	-1821	5272	-2448	-2427	-2403
其他投资现金流	510	12650	-7705	-8109	-8669
筹资活动现金流	3089	-7778	-18413	-4666	-4053
短期借款	5942	-4072	0	0	0
长期借款	2755	-3709	-3067	-2714	-2492
普通股增加	3982	0	0	0	0
资本公积增加	-3873	-389	0	0	0
其他筹资现金流	-5717	391	-15346	-1952	-1561
现金净增加额	-713	-2974	-17968	-3094	-3985

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	93817	92848	100414	113502	130676
营业成本	74855	72064	77689	87010	98938
营业税金及附加	406	442	482	545	627
营业费用	6765	6702	7360	8195	9435
管理费用	2285	2706	3012	3303	3803
研发费用	4082	4000	4519	4881	5619
财务费用	-211	726	521	728	383
资产减值损失	-326	-692	0	0	0
其他收益	462	724	0	0	0
公允价值变动收益	-70	179	120	142	93
投资净收益	194	-4	410	311	228
资产处置收益	-6	5	0	0	0
营业利润	5083	5640	7361	9293	12192
营业外收入	105	96	120	134	114
营业外支出	176	59	89	100	106
利润总额	5013	5678	7392	9327	12200
所得税	711	442	836	1020	1348
净利润	4302	5236	6556	8307	10851
少数股东损益	-11	-90	-14	-32	-70
归属母公司净利润	4312	5326	6570	8338	10921
EBITDA	10017	10722	11547	14123	17558
EPS (元)	0.36	0.45	0.56	0.71	0.92

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-19.7	-1.0	8.1	13.0	15.1
营业利润(%)	-44.1	11.0	30.5	26.3	31.2
归属于母公司净利润(%)	-47.5	23.5	23.3	26.9	31.0
获利能力					
毛利率(%)	20.2	22.4	22.6	23.3	24.3
净利率(%)	4.6	5.7	6.5	7.3	8.4
ROE(%)	7.9	9.1	10.6	12.0	13.8
ROIC(%)	5.4	6.1	8.0	9.4	11.1
偿债能力					
资产负债率(%)	68.8	64.5	62.6	59.9	60.5
净负债比率(%)	40.8	39.8	40.6	37.0	34.6
流动比率	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
速动比率	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	2.0	2.1	2.1	2.1	2.1
应付账款周转率	1.4	1.6	1.6	1.6	1.6
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.36	0.45	0.56	0.71	0.92
每股经营现金流(最新摊薄)	0.13	0.30	0.45	0.66	0.64
每股净资产(最新摊薄)	4.51	4.75	5.13	5.73	6.54
估值比率					
P/E	16.4	13.3	10.8	8.5	6.5
P/B	1.3	1.3	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	8.8	8.9	8.4	6.9	5.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024 年 09 月 09 日收盘价

内容目录

1 徐工机械：工程机械龙头，产品&区域多元化布局顺利	5
1.1 徐工机械：中国工程机械产业奠基者、开创者和引领者	5
1.2 徐州国资委控股，公司拥有资深管理团队	7
1.3 公司业绩稳健，盈利能力提升可期	12
2 国内市场有望筑底向上，海外市场前景广阔	16
2.1 国内：2024-2025 年有望形成筑底、甚至向上趋势	16
2.2 海外：工程机械市场空间广阔，国内龙头有望逐步迈向全球龙头	20
2.2.1 欧美市场：市占率低，极具潜力	21
2.2.2 亚非拉市场：增势良好，空间广阔	24
2.3 国内龙头企业有望迈向全球龙头	26
3 顺势而为，公司新兴产品打造多元成长曲线	33
3.1 行业趋势：智能化、高端化、电动化	33
3.2 矿山机械：公司技术逐步成熟，开始打入全球矿业巨头供应链	35
3.3 高机：徐工实力强劲，业绩高速增长	39
3.4 传统工程机械业务：公司基石稳固，有望触底回升	43
4 盈利预测与投资建议	46

图表目录

图表 1：徐工机械发展大事记	5
图表 2：公司部分主要产品介绍	6
图表 3：截至 2024 年 9 月 2 日徐工机械股权结构图	7
图表 4：吸收合并前（截至 2022 年 7 月 8 日）徐工集团企业结构	8
图表 5：徐工有限部分下属子公司情况	8
图表 6：徐工有限主营业务构成情况	9
图表 7：2019-2021 年徐工有限和徐工机械营业收入对比情况	9
图表 8：截至 2022 年 7 月 8 日徐工机械股权结构	10
图表 9：截至 2024 年 9 月徐工机械股权结构	10
图表 10：2021 年徐工机械各产品类别营收占比	10
图表 11：2022 年徐工机械各产品类别营收占比	10
图表 12：2018-2022 年徐工有限和徐工机械销售毛利率对比	11
图表 13：公司部分董事、高管人员信息	11
图表 14：徐工机械限制性股票解除限售业绩考核目标	12
图表 15：徐工机械 2019-2023 年营业总收入及增长率	13
图表 16：徐工机械 2019-2023 年归母净利润及增长率	13
图表 17：徐工机械各产品营收占比	13
图表 18：2020-2023 年徐工机械境内境外营收占比	13
图表 19：徐工机械 2019-2023 销售毛利率、销售净利率	14
图表 20：2019-2023 徐工机械费用率变化	14
图表 21：2019-2023 徐工机械研发费用及研发费用率变化	14
图表 22：2023 年各类产品收入及增长变化	15
图表 23：徐工机械分地区营业收入及其增长率	15
图表 24：挖机当月总体销量（台）及增速	16
图表 25：挖机当月国内销量及增速（台）	16
图表 26：房地产新开工面积累计同比	17
图表 27：中央层面重要房地产政策梳理	18
图表 28：固定资产投资（不含农户）完成额：基础设施建设投资：累计同比	19
图表 29：开工小时数：小松挖掘机：中国：当月值	19
图表 30：挖机国内外销量占比	20
图表 31：挖机当月国外销量及增速（台）	20
图表 32：2022 年按销量口径计算的各地区市场份额	21
图表 33：2011-2022 年全球工程机械整体销售额	21
图表 34：2023 年我国各大洲工程机械产品出口额（亿美元）	21

图表 35:	2023 年我国工程机械产品出口在各大洲增速	21
图表 36:	美国制造业支出增速	22
图表 37:	美国制造业工程机械库存 (百万美元)	22
图表 38:	北美小松挖掘机开工小时数	23
图表 39:	欧洲小松挖掘机开工小时数	23
图表 40:	美国采矿业工业生产指数 (2017 年=100)	23
图表 41:	2017 年至今美国私人建造支出以及公共建造支出金额	23
图表 42:	西欧主要国家建筑业 PMI	24
图表 43:	亚非拉部分代表性国家城镇化率情况	25
图表 44:	印度尼西亚小松挖掘机开工小时数	26
图表 45:	印尼采掘业 (油气开采业和非油气开采业) GDP	26
图表 46:	中东主要产油国原有产量	26
图表 47:	国内工程机械市场竞争梯次图	27
图表 48:	2024 年全球主要工程机械制造商市场份额构成	28
图表 49:	我国工程机械主要厂商国内营收对比 (单位: 亿元)	29
图表 50:	国内工程机械主要厂商国内营收 yoy (单位: %)	29
图表 51:	我国工程机械主要厂商国内毛利率对比 (单位: %)	29
图表 52:	徐工机械江苏省内服务商布局	30
图表 53:	徐工机械全球布局	31
图表 54:	国内四大主机厂海外收入对比 (百万元)	32
图表 55:	国内四大主机厂海外收入增速对比	32
图表 56:	我国工程机械主要厂商海外毛利率对比	32
图表 57:	徐工机械推出的新能源产品类别	34
图表 58:	徐工机械新能源产品——混凝土搅拌运输车	34
图表 59:	徐工的新能源产品——电动挖掘机	34
图表 60:	借力 5G 全球最远距离远程操控挖掘机	35
图表 61:	江苏徐工: 5G 智慧园区智慧工厂	35
图表 62:	矿山设备主要分类	35
图表 63:	采矿业 (总体)、非有色金属开采、非金属矿开采业固定资产投资增长率 (单位: %)	36
图表 64:	采煤业 (总体)、石油和天然气、有色金属开采固定资产投资增长率 (单位: %)	36
图表 65:	2019 年-2023 年我国矿山机械设备进出口金额	36
图表 66:	海外知名矿业巨头	37
图表 67:	矿山机械设备竞争格局	38
图表 68:	徐工机械近三年矿业机械营收及其增长率	38
图表 69:	高空作业平台分类	39
图表 70:	2019-2022 年中国高空作业平台市场结构情况	39
图表 71:	2012 年-2023 年我国建筑业总产值	40
图表 72:	2013 年-2023 年我国造船完工量、新接船舶订单量以及手持船舶订单量	40
图表 73:	2015 年-2022 年中国航空工业市场规模情况	40
图表 74:	2022 年中美高空作业机械人均保有量对比	41
图表 75:	中美高空作业平台渗透率对比 (注: 产品渗透率=设备台数/GDP)	41
图表 76:	剪叉式高空作业平台和臂式高空作业平台区别	41
图表 77:	2023 年全球高空作业平台前 10 强排名情况	42
图表 78:	2019 年-2023 年徐工的高空作业机械营收及同比增长	42
图表 79:	徐工机械、中联重科以及三一重工起重机械产品营收、营收增速对比	43
图表 80:	2023 年徐工机械各类产品营业收入比重	43
图表 81:	徐工机械、中联重科以及三一重工起重机械产品毛利率对比	43
图表 82:	徐工机械、中联重科和三一重工土方机械营收及营收增速对比	44
图表 83:	徐工机械、中联重科和三一重工土方机械毛利率对比	44
图表 84:	徐工机械、中联重科和三一重工混凝土机械营收及营收增速对比	45
图表 85:	徐工机械、中联重科和三一重工混凝土机械毛利率对比	45
图表 86:	徐工机械与三一重工桩工机械营收及其增速对比	45
图表 87:	徐工机械收入分拆	48
图表 88:	徐工机械可比公司对比	49

1 徐工机械：工程机械龙头，产品&区域多元化布局顺利

1.1 徐工机械：中国工程机械产业奠基者、开创者和引领者

徐工机械是工程机械领域龙头企业。徐工集团，起始于 1943 年创建的八路军鲁南第八兵工厂，1989 年组建成国内行业首家集团公司（即徐州工程机械集团公司），1996 年在深交所挂牌上市。徐工机械始终专注于工程技术装备及相关应用领域，以“工程科技引领，装备美好未来”作为使命愿景，为客户提供具有领先优势的产品、技术、服务以及满足多样化需求的整体解决方案。经过多年不断的改革与发展，徐工集团已成为中国工程机械行业内产品种类最多元化及系列最齐全的制造商之一，具有全球竞争力、影响力。2023 年，徐工机械营业总收入为 928.48 亿元，同比降低 1.03%，实现归母净利润 53.26 亿元，同比增长 23.67%；2024 年上半年，营业总收入达 496.32 亿元，同比下降 3.21%，实现归母净利润 37.06 亿元，同比增长 3.24%。2023-2024Q2，徐工机械销售毛利率由 22.38% 上涨至 22.89%，销售净利率由 5.64% 上涨至 8.37%，企业盈利能力增强。

图表1：徐工机械发展大事记

● 1943 年，徐工集团的前身华兴铁工厂诞生，后发展为徐州重型机械厂 ● 1948 年，济南美丰磅厂成立，后发展为徐州工程机械制造厂 ● 1949 年，徐州顺和汽车修理行成立，后发展为徐州装载机厂 ● 1982 年，徐州市机械设计研究所组建，后发展成为“徐州工程机械研究所” ● 1957-1982 年，先后制造了第一台塔式起重机、10 吨蒸汽压路机、5 吨汽车起重机、QY16 吨全液压汽车起重机、CA25 全液压单缸轮振动压路机	● 1989 年，以“三厂一所”（徐州重型机械厂、徐州装载机厂、徐州工程机械制造厂和徐州工程机械研究所）为核心层组建的徐州工程机械集团公司正式成立 ● 1992 年，徐工成为行业首家取得自营出口权的企业，正式拉开国际化序幕 ● 1996 年，徐州工程机械股份有限公司（简称“徐工股份”）股票在深交所挂牌上市 ● 1989 年-1995 年，先后制造国内第一台高等级沥青摊铺机、亚洲最大 160 吨全地面起重机	● 2002 年，徐工债转股后成立的新公司——徐工集团工程机械有限公司正式挂牌运作 ● 2002 年，成功研发中国首台具有自主知识产权的 QAY25 全地面起重机 ● 2003 年，徐工成为国内行业首家营业收入、销售收入双超百亿的集团，市场表现、经营绩效同步发展 ● 2008 年，独资成立徐州徐工挖掘机械有限公司；收购南京春兰汽车制造有限公司并更名为南京徐工汽车制造有限公司 ● 2009 年，徐工机械整体上市	● 2011 年，入选全球工程机械行业前 5 强，启动“汉风计划”改革行动，构建战略经营管控模式和五大事业部平台 ● 2012 年，投资 10 亿元建设的江苏徐州工程机械研究院落成；在事业部制下，徐工四大产业基地同时竣工全面投产；并收购三AMAC、德国 FT 两家高端液压元件企业，收购德国施维英公司 ● 2013 年-2015 年，徐工欧洲研究中心落成；徐工欧洲采购中心成立运行；成立江苏徐工信息技术股份有限公司；首个海外全资子公司巴西制造基地竣工投产；徐工美国研究中心成立运行；徐工重卡、徐工环境徐州基地相继建成投产 ● 2022 年-2023 年，徐工港口机械高端智能产业化发展项目全面投产；吸收合并徐工有限旗下所有资产，成功完成整体上市；徐工正式启动智能改装项目，与 IBM、SAP 签订战略合作协议，全面开启智能改装转型董事长“一号工程”
---	---	--	---

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

公司产品种类齐全，技术雄厚，16 类主机产品位居国内行业第一。公司主要从事土方机械、起重机械、桩工钻孔机械、路面机械、高空作业机械、矿山机械、环卫机械、应急救援装备以及其他工程机械及备件的研发、制造、销售和服务工作，在保证产品种类齐全的同时，兼顾产品型号的多样性，产品整体实力较强。根据中国工程机械工业协会的统计，公司产品中汽车起重机、随车起重机、压路机等 16 类主机位居国内行业第一。随着行业朝着绿色化、高端化、智能化方向发展，公司也开发了数款新能源产品，不断进步，适应市场需求。下表介绍了公司的主要产品类别。

图表2: 公司部分主要产品介绍

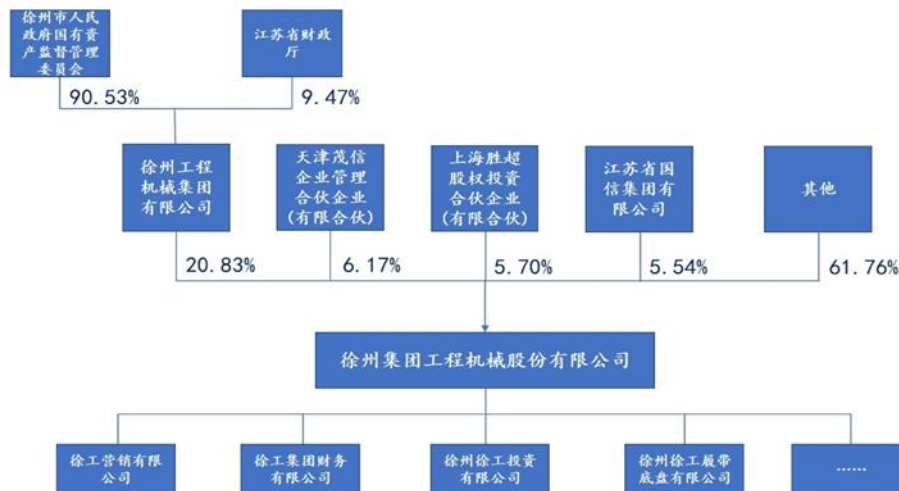
产品类别	产品介绍	样图
挖掘机械	包含新能源设备、微型挖掘机、小型挖掘机、中型挖掘机、大型挖掘机、轮式挖掘机、特种挖机和多功能属具。	 XE35E 新能源设备  XE245G 中型挖掘机
起重机械	包含电动/混动起重机、汽车起重机、全地面起重机、履带式起重机、塔式起重机、随车起重机、施工升降机、屋面吊、强夯机和侧面起重机。	 XCT80L6_2 汽车起重机  XGL2160 动臂式塔式起重机
矿业机械	包含新能源产品、井工煤矿机械、露天矿和井工金属矿山机械。	 EML360 连续采煤机 连续采煤机  EJM280/4-2 掘锚一体机 煤矿掘锚机
道路机械	包含新能源产品、压路机、摊铺机、铣刨机、平地机、推土机、路面冷再生机、沥青拌和站、厂拌站和底盘养护车。	 XCL300R 沥青冷再生厂拌站  XC800S 沥青拌和站
桩工机械	包含旋挖钻机、地下连续墙液压抓斗、双轮铣槽机、双轮铣削搅拌机、静压桩机和全回转套管钻机。	 XRT3200 全回转套管钻机  XR1600F 旋挖钻机
高空设备	包含新能源产品、高空作业平台和高空作业车。	 XG1823ERT 越野剪叉  XGS58K 柴油直臂
铲运机械	包含小型装载机、中型装载机、大型装载机、超大型装载机、滑移装载机、挖掘装载机、新能源装载机、石材叉装机、井下装载机、轮式推土机和侧卸装载机。	 XC968 I 中型装载机  ZL20E (D) 国四 FM 系列

资料来源: 徐工机械公司官网, 国盛证券研究所

1.2 徐州国资委控股，公司拥有资深管理团队

徐州国资委控股，公司混改利于民主决策。徐州市人民政府国有资产监督管理委员会持有徐州工程机械集团有限公司（下文称为徐工集团）90.53%股权，通过徐工集团对徐工集团工程机械股份有限公司（徐工机械）持有 20.83%的股份成为公司实控人。公司国有、民营和员工持股混合，有利于民主决策。

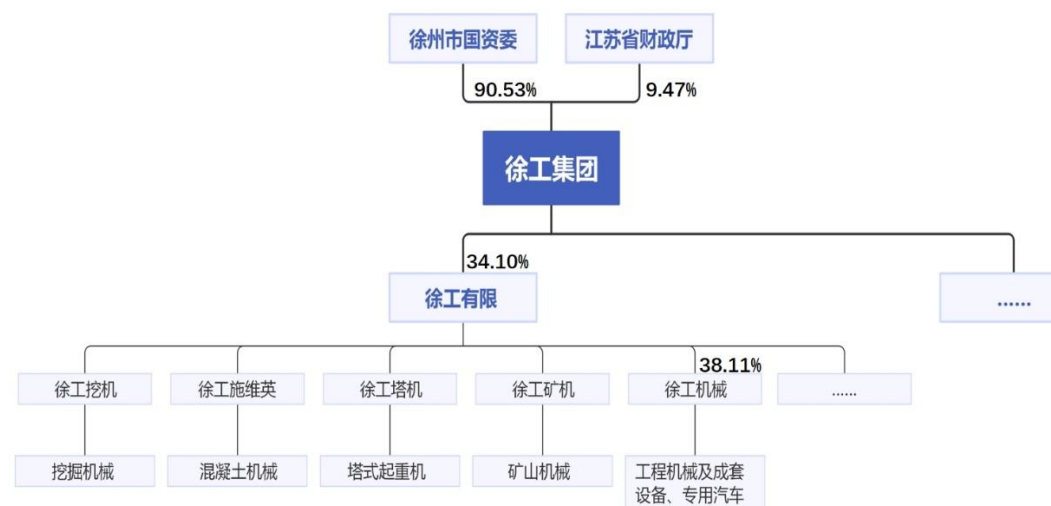
图表3: 截至 2024 年 9 月 2 日徐工机械股权结构图



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

徐工有限实力强劲，多种产品位居行业前列。徐工集团工程机械有限公司，简称徐工有限，成立于 2002 年 7 月 28 日，在被徐工机械吸收合并前，是处于徐工集团业务核心的重要企业，下属子公司众多，产品范围广阔，囊括起重机械、挖掘机械、混凝土机械、矿山机械等，且业务稳居行业前列：起重机械市占率连续多年居于行业首位，挖掘机械产品型号全覆盖，填补市场空白，混凝土机械率先引进精益生产组织模式，保障产品品质。得益于行业龙头的地位，公司营收、利润稳步提升，2020 年，徐工有限实现营业总收入 1025.85 亿元，同比增长 31.06%，利润总额 52.23 亿元，同比增长 24.54%；2021 年实现营业总收入 1167.96 亿元，同比增长 13.85%，利润总额 92.30 亿元，同比增长 76.70%。分产品类型来看，徐工有限营业收入主要来自于起重机械、挖掘机械和混凝土机械：2019 年-2021 年，起重机械、挖掘机械和混凝土机械营收占比分别稳定在 30%、20%和 10%以上，加总后占比超 50%。2019-2021 年间，徐工有限整体营收表现优于徐工机械，反向吸收合并徐工有限为徐工机械发展注入强动能。

图表4: 吸收合并前（截至 2022 年 7 月 8 日）徐工集团企业结构



资料来源:《徐工集团工程机械股份有限公司吸收合并徐工集团工程机械有限公司暨关联交易报告书》, 国盛证券研究所

图表5: 徐工有限部分下属子公司情况

公司名称	注册资本	主营业务	持股比例	营业总收入（亿元）			净利润（亿元）		
				2019	2020	2021	2019	2020	2021
徐工机械	78.3 亿元	工程机械及成套设备	38.11%	591.8	739.7	843.3	36.5	37.5	56.5
徐工挖机	15.0 亿元	挖掘机械	100%	167.8	230.3	252.6	1.0	11.0	19.0
徐工广联租赁	8.0 亿元	机械租赁	100%	13.8	13.5	19.5	0.07	-1.8	-0.3
徐工智联	3.0 亿元	货物运输	100%	14.0	27.3	45.9	0.03	0.1	0.3
徐工施维英	1.3 亿欧元	混凝土机械	直接: 75% 间接: 23.25%	38.5	59.6	70.3	0.6	-0.3	0.3
徐工塔机	5.7 亿元	塔式起重机械	100%	34.7	68.4	81.6	1.4	2.8	4.7
徐工矿机	12.1 亿元	矿山机械	直接: 24.71% 间接: 73.84%	15.4	28.0	45.9	0.2	0.3	0.8
徐工精密	3.5 亿元	精密工业科技推广服务	100%	—	0.3	2.2	-0.02	-0.3	-0.8
徐工研究院	5.0 亿元	技术研发、咨询等	100%	3.0	4.1	4.0	-0.7	0.01	-0.2
大连日牵	1.5 亿元	电机、配件及电控设备	直接: 56.39% 间接: 31.61%	1.9	2.5	2.8	0.1	0.2	0.1

资料来源:《徐工集团工程机械股份有限公司吸收合并徐工集团工程机械有限公司暨关联交易报告书》, iFinD, 国盛证券研究所

图表6: 徐工有限主营业务构成情况

	2019		2020		2021	
	收入 (亿元)	占比	收入 (亿元)	占比	收入 (亿元)	占比
起重机械	233.3	31.07%	313.2	32.89%	332.0	30.05%
铲运机械	63.3	8.43%	66.2	6.95%	82.2	7.44%
压实机械	15.9	2.12%	21.0	2.21%	22.2	2.01%
路面机械	11.0	1.47%	13.3	1.39%	13.1	1.19%
高空作业机械	22.2	2.96%	35.2	3.70%	49.2	4.46%
桩工机械	58.8	7.83%	73.3	7.70%	89.5	8.10%
混凝土机械	88.7	11.81%	95.8	10.06%	111.7	10.11%
挖掘机械	159.0	21.17%	213.3	22.40%	232.3	21.03%
矿山机械	13.5	1.80%	25.5	2.68%	35.8	3.24%
其他专用工程 机械	34.9	4.65%	17.4	1.82%	34.8	3.15%
工程机械备件 及其他	35.2	4.69%	55.8	5.86%	72.4	6.55%
租赁收入	5.7	0.76%	8.5	0.89%	14.9	1.35%
运输收入	9.4	1.25%	13.7	1.44%	15.1	1.36%
合计	751.0	100.00%	952.2	100.00%	1105.0	100%

资料来源:《徐工集团工程机械股份有限公司吸收合并徐工集团工程机械有限公司暨关联交易报告书》,国盛证券研究所

图表7: 2019-2021 年徐工有限和徐工机械营业收入对比情况

营业收入(亿元)	2019	2020	2021
徐工有限	780.9	1017.0	1167.7
徐工机械(不考虑合并抵 消)	591.8	739.7	843.3
徐工机械(考虑合并抵消)	472.9	577.6	662.6

资料来源:《徐工集团工程机械股份有限公司吸收合并徐工集团工程机械有限公司暨关联交易报告书》,国盛证券研究所

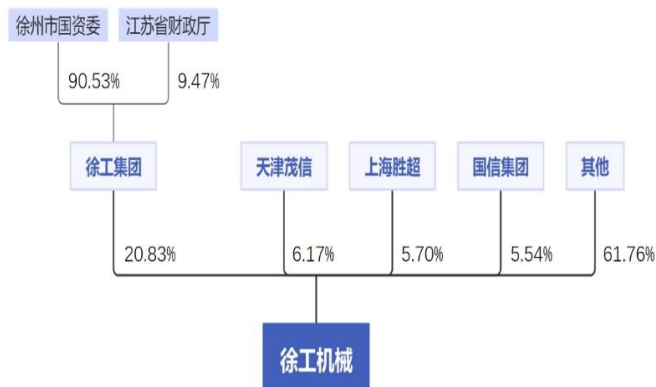
实际控制人保持不变,平稳过渡吸收合并。公司通过向徐工有限原股东非公开发行普通股实现吸收合并。交易后,上市公司作为吸收合并方,承接徐工有限的全部资产、负债、业务、人员及其他一切权利与义务。吸收合并前后,公司最大控股股东由持股 38.11%的徐工有限变更为持股 20.11%的徐工集团。公司实际控制人为徐工集团,上市前后未发生变化。

图表8: 截至 2022 年 7 月 8 日徐工机械股权结构



资料来源:《徐工集团工程机械股份有限公司吸收合并徐工集团工程机械有限公司暨关联交易报告书》, 国盛证券研究所

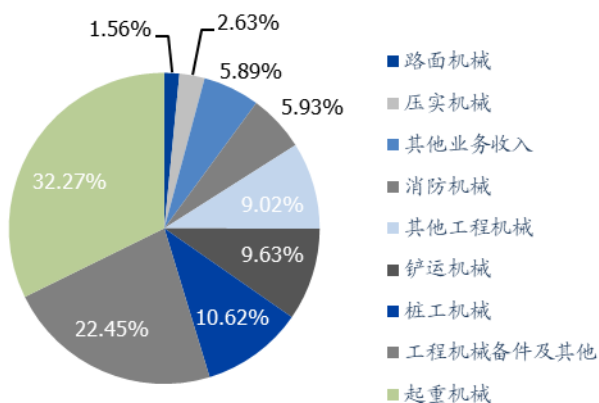
图表9: 截至 2024 年 9 月徐工机械股权结构



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

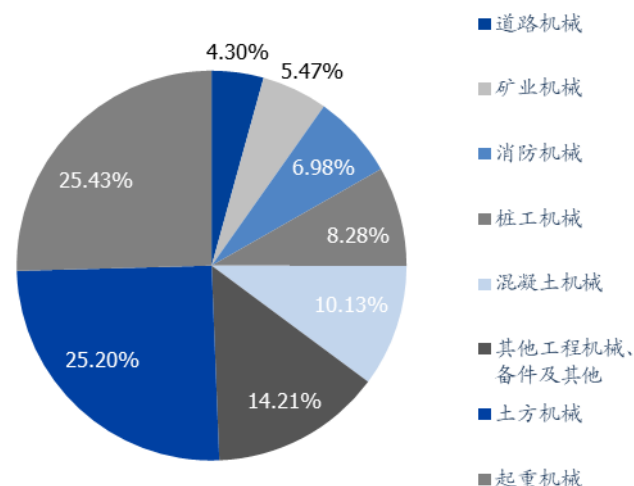
接收徐工有限资产注入, 完善产业结构, 盈利能力再提升。在吸收合并徐工有限前, 徐工机械营收主要由起重机械、工程备件、桩工机械等构成, 高度依赖起重机械, 产品结构有待完善。自 2022 年 8 月实现整体上市后, 徐工机械接收徐工有限旗下挖掘机械、混凝土机械、矿山机械、塔机等工程机械生产配套资产注入, 使公司业务实力均衡发展, 产品结构得到改善, 行业地位进一步稳固。从毛利率的角度来看, 土方机械、起重机械、混凝土机械的毛利率较高, 2023 年分别为 25.69%、22.60%和 18.05%, 在总体营收中占据的比重上涨间接带动徐工机械毛利率上升。同时, 考虑到徐工有限销售毛利率连续多年高于徐工机械, 徐工有限资产的注入也再次拉动徐工机械整体毛利率上升, 盈利能力增强。

图表10: 2021 年徐工机械各产品类别营收占比



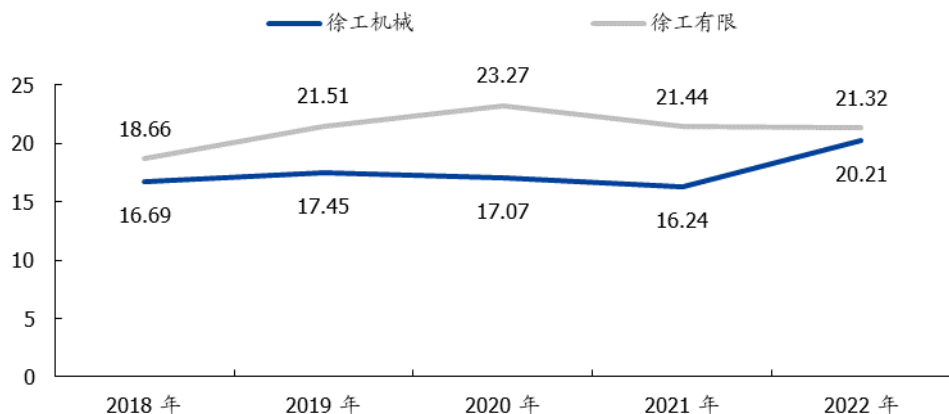
资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

图表11: 2022 年徐工机械各产品类别营收占比



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

图表12: 2018-2022 年徐工有限和徐工机械销售毛利率对比



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

公司管理团队经验丰富，领导公司持续转型升级。公司董事长杨东升先生，1989 年即在徐工机械科技分公司研究所任职，在工程机械领域深耕 35 年，有极为丰富的技术和管理经验。公司总裁陆川先生是高级经济师，自 1988 年即在工程机械领域工作，积累了大量的技术及管理经验，有利于带领公司走好高端化、智能化、绿色化转型之路。此外，公司管理团队成员大多为内部提拔，在徐工机械任职时间较长，对公司有深入的了解、经验丰富。公司管理团队学历层次较高，大部分团队成员均取得硕士学位。多经验，高学历的管理团队有利于徐工机械持续推进平稳转型升级，不断走向成功之路。

图表13: 公司部分董事、高管人员信息

职务	姓名	主要履历
董事长	杨东升	1968 年 3 月出生，中共党员，硕士学位，正高级工程师职称。现任徐州工程机械集团有限公司党委书记、董事长，兼任泓谦企业管理（河南）有限公司董事，历任徐工集团工程机械有限公司党委副书记、总经理等。
总裁	陆川	1966 年 4 月出生，中共党员，研究生学历，硕士学位，工程师、高级经济师、教授级高级会计师职称，注册会计师职业资格。现任徐工机械董事、总裁、党委副书记，历任徐工机械起重机械分公司总经理助理、财务审计部部长、总会计师等。
副总裁，财务负责人	于红雨	1982 年 9 月出生，中共党员，研究生学历，硕士学位，会计师职称。现任徐工机械副总裁、财务负责人，历任徐工机械资产财务部预算与税务管理主管等。
副总裁	刘建森	1968 年 2 月出生，中共党员，研究生学历，博士学位，高级经济师职称。现任徐工机械副总裁、党委委员，历任徐工机械信息化管理部部长、市场部部长、总裁助理等。
副总裁	单增海	1972 年 5 月出生，中共党员，大学学历，硕士学位，研究员级高级工程师职称。现任徐工机械副总裁、总工程师，徐工研究总院党委书记，历任徐州重型机械有限公司技术中心起重机械研究所所长、技术中心主任、总经理助理、副总经理等。
副总裁	孙建忠	1966 年 2 月出生，中共党员，大学学历，博士学位，研究员级高级工程师职称。现任徐工机械副总裁、党委委员，徐工起重机械事业部总经理、党委书记，徐州重型机械有限公司总经理、党委书记，历任徐州工程机械研究所设计员，起重机械分公司生产制造部部长等。
副总裁	孟文	1968 年 8 月出生，中共党员，研究生学历，硕士学位，高级工程师职称。现任徐工机械副总裁，徐工营销有限公司总经理、党委书记，历任徐工集团营销公司信息中心主任、总经理助理兼市场研究部部长等。
副总裁	宋之克	1972 年 3 月出生，中共党员，大学学历，硕士学位，正高级工程师职称。现任徐工机械副总裁，徐工挖掘机械事业部总经理、党委书记，徐州徐工挖掘机械有限公司总经理、党委书记，历任徐州徐工履带底盘有限公司总经理等。
董事会秘书	费广胜	1965 年 1 月出生，中共党员，研究生学历，硕士学位，高级经济师、工程师职称，高级人力资源管理师职业资格，具有独立董事任职资格、董事会秘书任职资格。现任徐工机械董事会秘书，徐州徐工投资有限公司总经理，徐州徐工股权投资有限公司总经理，历任徐州装载机厂结构车间技术员、工程部部长等。

资料来源: 同花顺问财, 中商情报网, 国盛证券研究所

实施股权激励，公司焕发新生活力。2023 年，公司实行股权激励计划，授予激励对象共 1.18 亿股限制性股票，其中首次授予 1.10 亿股，授予价格为 3.09 元/股。使企业经营焕发出新的生机活力。公司首次授予的限制性股票解除限售业绩考核目标为：2023 年度净利润不低于 53 亿元，2024 年度净利润不低于 58 亿元或 2023-2024 年净利润累计值不低于 111 亿元，2025 年度净利润不低于 65 亿元或 2023-2025 年净利润累计值不低于 176 亿元，且均不低于同行业平均水平或对标企业（三一重工、中联重科、柳工、太原重工等 18 家对标企业）75 分位水平，展现出了公司对于未来的发展信心。

图表14：徐工机械限制性股票解除限售业绩考核目标

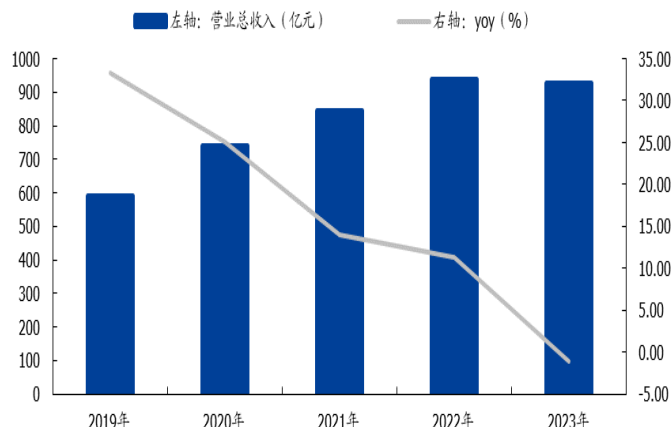
解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	① 2023 年度净资产收益率不低于 9%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平； ② 2023 年度净利润不低于 53 亿元，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平； ③ 2023 年度分红比例不低于当年实现的可供分配利润的 30%。
第二个解除限售期	① 2024 年度净资产收益率不低于 9.5%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平； ② 2024 年度净利润不低于 58 亿元，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平；或 2023-2024 年净利润累计值不低于 111 亿元，且不低于同行业平均水平或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

资料来源：徐工集团工程机械股份有限公司 2023 年限制性股票激励计划（草案），国盛证券研究所

1.3 公司业绩稳健，盈利能力提升可期

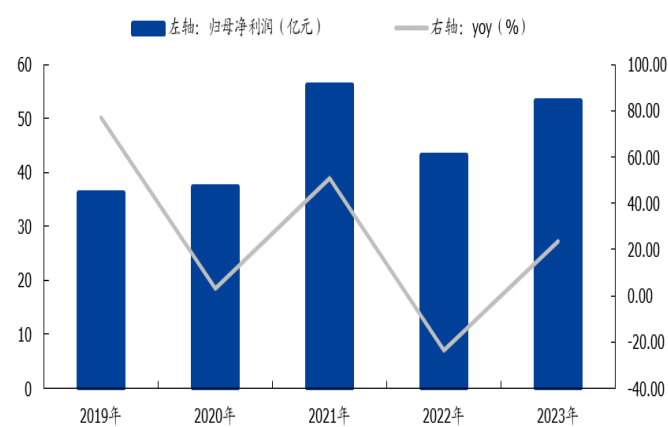
公司收入增速逐渐放缓，归母净利润同比逆势增长。自 2021 年起，国内工程机械行业进入下行周期，公司的营业收入承压，增速逐渐放缓。2023 年实现收入 928.48 亿元，同比-1.03%，占营收比例较高的土方机械和起重机械分别同比下降 4.56%和 11.2%。但公司作为行业龙头存在优势，合理的产业布局更是赋予公司一定韧性。高空作业机械、矿业机械、农业机械等战略新兴产业收入高速增长，贡献度超 20%，新能源收入连续两年倍增，贡献度近 10%。同时，得益于公司国际化布局，国际化业务收入增长近百亿，境外营业收入占比由 2022 年的 29.67%提升到 2023 年的 40.09%，在很大程度上抵消了国内工程机械营收承压导致的整体收入放缓。公司归母净利润整体上呈现增长态势。得益于公司海外高速增长、实行混改、优化供应链体系，从多方面控制、降低了成本以及营运效率的提升，2023 年公司归母净利润同比增长 23.67%。

图表15: 徐工机械 2019-2023 年营业总收入及增长率



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

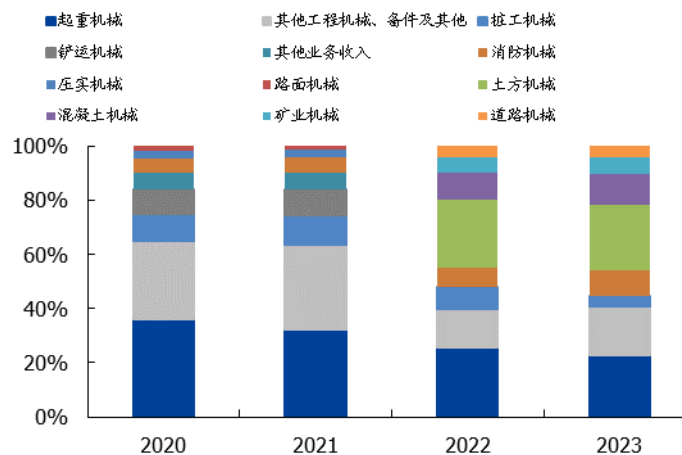
图表16: 徐工机械 2019-2023 年归母净利润及增长率



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

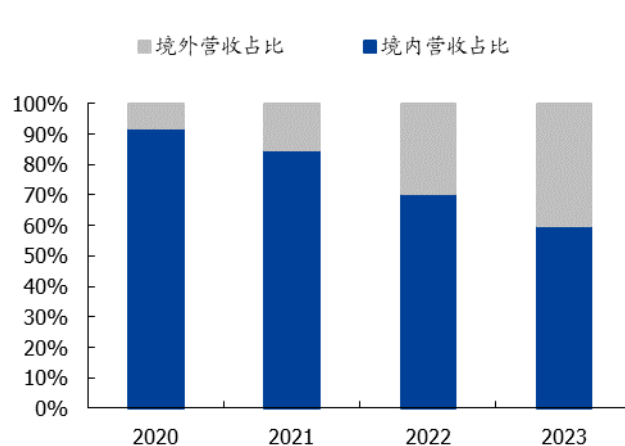
2023 年公司毛利率、净利率双增，盈利能力有所提升。2023 年公司销售毛利率为 22.38%，同比+2.17pct，近三年以来公司产品毛利率逐步提升，主要原因有以下几点：第一，吸收合并徐工有限后，公司产品规模提升，结构得到优化；毛利率为 25.69%的土方机械成为 2023 年营业收入中占比最高的产品品类，为提升公司整体毛利率做出贡献。第二，公司成本管控能力提升，徐工机械成立全球采购中心，打造全球购，降低原材料采购成本。第三，公司海外营收增长、拥有较高毛利率的海外业务占比提升。2022 年，毛利率为 22.33%的海外业务在营业收入中占比 29.67%，而 2023 年，海外业务毛利率升至 24.21%，营收占比达 40.09%。公司 2023 年实现 5.64%的销售净利率，同比+1.06pct。

图表17: 徐工机械各产品营收占比



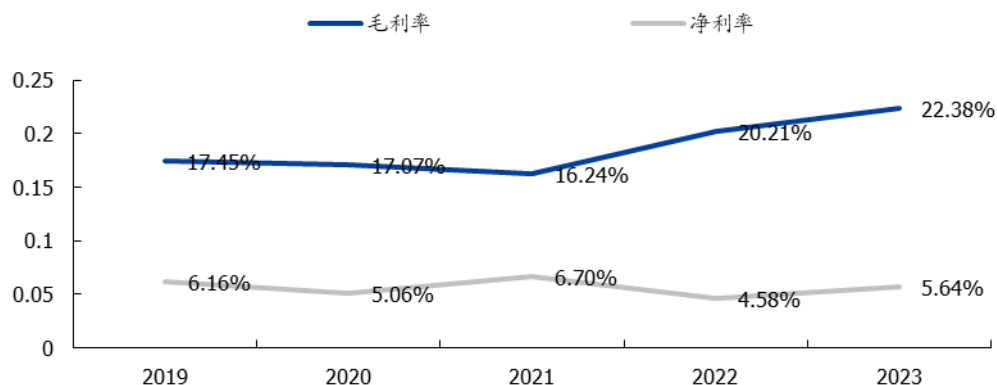
资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

图表18: 2020-2023 年徐工机械境内境外营收占比



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

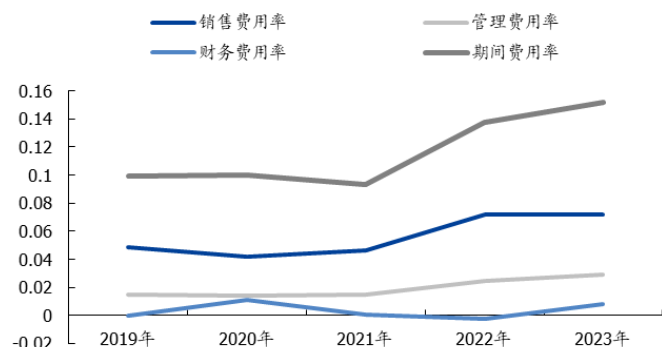
图表19: 徐工机械 2019-2023 销售毛利率、销售净利率



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

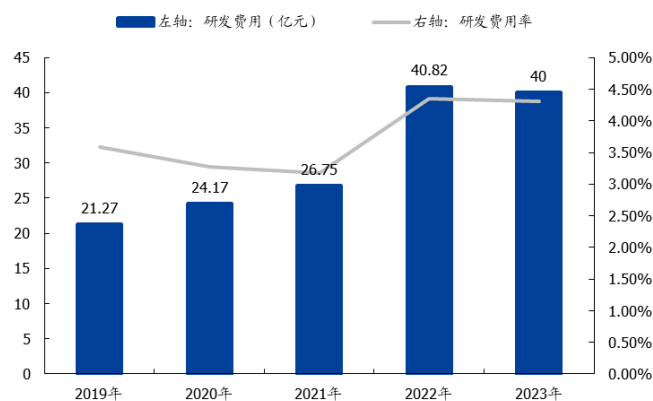
公司期间费用小幅增长，研发投入稳中有进。2023 年公司的期间费用率为 15.22%，同比+1.44pct。销售费用率为 7.22%，同比+0.01pct；管理费用率为 2.91%，同比+0.47pct；财务费用率为 0.78%，同比+1.00pct。近年来，公司不断完善构建全球协同研发的新格局，持续加大研发投入。一方面向高端化、智能化和绿色化转型，另一方面，不断推出全球最大吨位全地面起重机、纯电动装载机等标志性新品。2019-2022 年研发费用逐步提升。2022 年研发费用占营业收入比重为 4.35%，2023 年公司研发费用为 40 亿元，研发费用率为 4.31%，同比-0.04pct。2023 年研发费用率虽然同比 2022 年有所下降，但纵向比较仍处于较高水平，研发投入预计较稳定。2023 年，公司新增发明专利授权超 800 件，获批省部级以上科研项目 16 项，荣获省部级以上奖项 12 项，凸显强大研发能力。

图表20: 2019-2023 徐工机械费用率变化



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

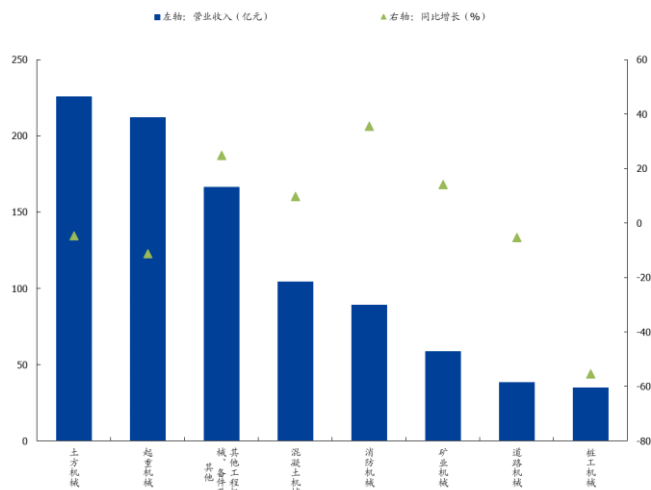
图表21: 2019-2023 徐工机械研发费用及研发费用率变化



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

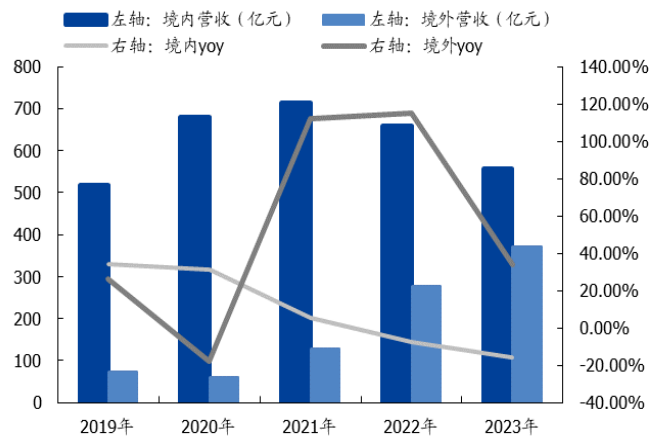
战略新兴产业崛起，国际化打造新增长点。公司战略新兴产业表现亮眼，增长迅速。其中，消防机械、矿业机械在 2023 年分别实现营收 88.83 亿、58.61 亿，分别同比+35.62%、+14.17%，新兴产业贡献度超 20%。在 2022 年受到国内工程机械行业下行影响，公司来自境内的营收自 2022 年起即出现下降趋势，2022 年、2023 年来自境内营业收入分别同比-7.58%、-15.96%；公司来自境外的营收则保持高速增长态势，2021 年-2023 年境外营收分别同比+111.81%、115.13%、33.70%。随着国际化主战略的不断实施，预计国际化业务将带动公司营收保持增长。

图表22: 2023 年各类产品收入及增长变化



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

图表23: 徐工机械分地区营业收入及其增长率



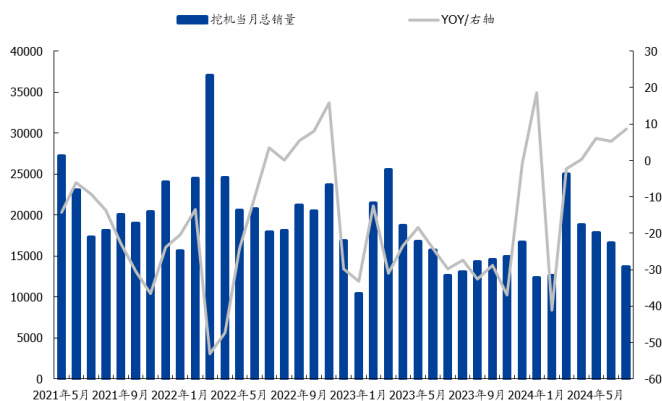
资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

2 国内市场有望筑底向上，海外市场前景广阔

2.1 国内：2024-2025 年有望形成筑底、甚至向上趋势

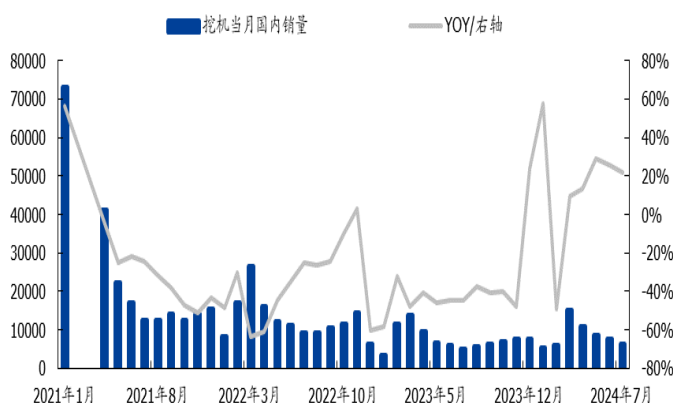
国内：成功筑底，甚至有望形成向上态势。从年度数据来看，国内这一轮下行周期中，去年挖机销量接近 9 万台，与 2020 年历史高点的接近 30 万台相比，已经不足高点的 1/3；而上一轮下行周期，2015 年的周期底部是 5 万台，与 2011 年的周期高点的接近 19 万台相比，也是不足 1/3，因此我们认为，去年的基数已经足够低。从国内月度数据来看，挖机销量在从 2021 年开始的下行周期中，首次增速连续转正，今年 3-7 月同比增幅是 9%、13%、29%、26%和 22%，因此至少从数据上可推测，国内已经成功筑底，未来在政策催化国内需求复苏、更新替换需求到来的背景下可能迎来向上拐点。

图表24: 挖机当月总体销量（台）及增速



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

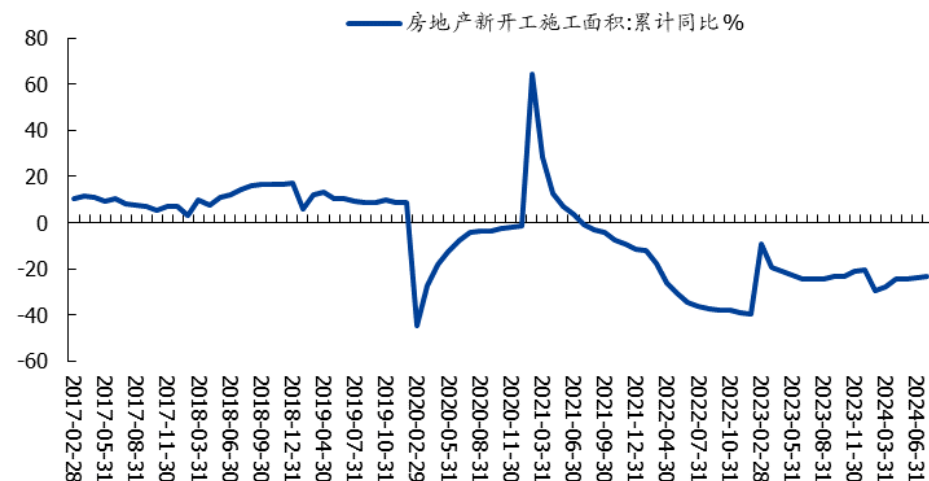
图表25: 挖机当月国内销量及增速（台）



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

地产：仍然较弱，但政策利好有望重塑市场信心。2024 年 1 月至 7 月，我国房地产新开工施工面积累计同比下降 23.20%，房市总体仍处于下行状态。今年以来，政府出台多项政策以支持房地产市场修复。2024 年 5 月，中央下调首套及二套住房最低首付比例、下调个人住房公积金贷款利率，在全国层面取消首套和二套住房贷款利率政策下限等。中房网统计数据显示，在地方层面，2024 年 5 月地方出台房地产调控政策 98 条，政策支持力度较大。其中，宽松性政策 94 条，中性政策、紧缩性政策各 2 条。从长期看，利好政策加速房地产市场信心修复，预期房地产市场将逐渐止跌企稳，带动工程机械需求。

图表26: 房地产新开工面积累计同比



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

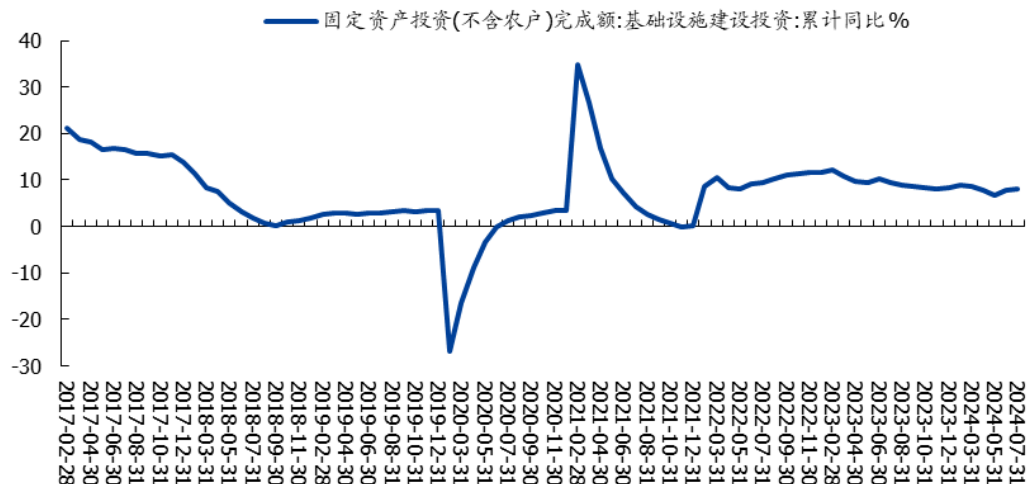
图表27: 中央层面重要房地产政策梳理

时间及发布机构	政策主题	政策内容
5 月 6 日财政部、住建部	《关于开展城市更新示范工作的通知》	1.中央财政支持城市更新示范工作。中央财政补助资金重点支持满足基础条件的超大特大城市和长江经济带沿线大城市（首批评选 15 个示范城市）地下管网更新改造和污水管“厂网一体”建设改造等。2.中央财政资金补助标准：定额补助。其中：东部地区、中部地区、西部地区和直辖市每个城市补助总额分别不超过 8 亿元、10 亿元、12 亿元和 12 亿元。
5 月 17 日央行、金融监管总局	《关于调整个人住房贷款最低首付款比例政策的通知》	对于贷款购买商品住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于 15%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于 25%。
5 月 17 日央行	《关于下调个人住房公积金贷款利率的通知》	自 2024 年 5 月 18 日起，下调个人住房公积金贷款利率 0.25 个百分点，5 年以下（含 5 年）和 5 年以上首套个人住房公积金贷款利率分别调整为 2.35% 和 2.85%，5 年以下（含 5 年）和 5 年以上第二套个人住房公积金贷款利率分别调整为不低于 2.775% 和 3.325%。
5 月 17 日央行	《关于调整商业性个人住房贷款利率政策的通知》	1.取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限。2.中国人民银行各省级分行按照因城施策原则等，自主确定是否设定辖区内各城市商业性个人住房贷款利率下限及下限水平。3.银行业金融机构应根据各省级市场利率定价自律机制确定的利率下限，结合本机构经营状况等因素，合理确定每笔贷款的具体利率水平。
5 月 17 日住建部	《关于做好住房公积金个人住房贷款利率下调相关工作的通知》	1.指导城市住房公积金管理中心及时调整住房公积金个人住房贷款利率。按照《中国人民银行关于下调个人住房公积金贷款利率的通知》要求，自 2024 年 5 月 18 日起，下调个人住房公积金贷款利率 0.25 个百分点，5 年以下（含 5 年）和 5 年以上首套个人住房公积金贷款利率分别调整为 2.35% 和 2.85%，5 年以下（含 5 年）和 5 年以上第二套个人住房公积金贷款利率分别调整为不低于 2.775% 和 3.325%。2.指导城市住房公积金管理中心按照《住房公积金个人住房贷款业务规范》（GB/T 51267-2017），做好存量住房公积金个人住房贷款利率调整政策衔接，对贷款期限在 1 年及 1 年以内的，应实行合同利率，不分段计息；对贷款期限在 1 年以上的，应于下年 1 月 1 日开始，按相应利率档次执行新的利率规定，国家另有规定的除外。
5 月 20 日央行	全国银行间同业拆借中心受权公布贷款市场报价利率（LPR）公告	中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，2024 年 5 月 20 日贷款市场报价利率（LPR）为：1 年期 LPR 为 3.45%，5 年期以上 LPR 为 3.95%。以上 LPR 在下次发布 LPR 之前有效。

资料来源：中房网，国盛证券研究所

基建：维持稳定增长，万亿国债有望加大基建投入。2024 年 1 月至 7 月，我国基础设施建设投资完成额同比增加 8.14%，基础设施建设投资完成额增速取得增长，处于高位。为了促进经济持续发展，2024 年政府预计发行万亿国债，以支持科技创新、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。万亿国债发行有望进一步加大基础设施建设投资，基建投资力度加大将成为工程机械上行的一大推力。

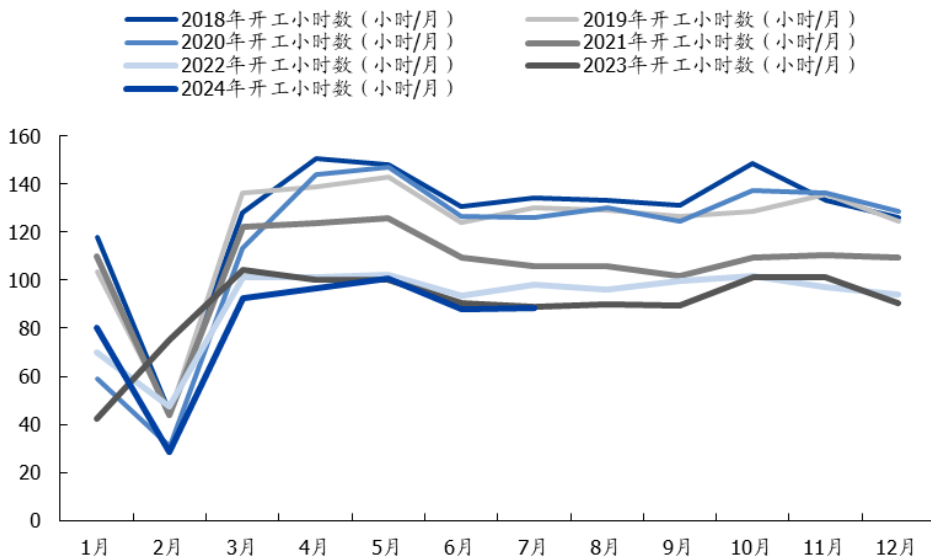
图表28: 固定资产投资(不含农户)完成额: 基础设施建设投资: 累计同比



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

开工小时数: 需求有所回暖, 但仍处于低位。根据 iFinD 数据, 7 月份中国挖掘机的开工小时数为 88 小时, 同比减少 0.45%, 环比增加约 0.80%, 终端需求有所改善, 但是相比较于 2018-2020 年的 7 月均值 130 小时来说, 仍然处于低位。

图表29: 开工小时数: 小松挖掘机: 中国: 当月值



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

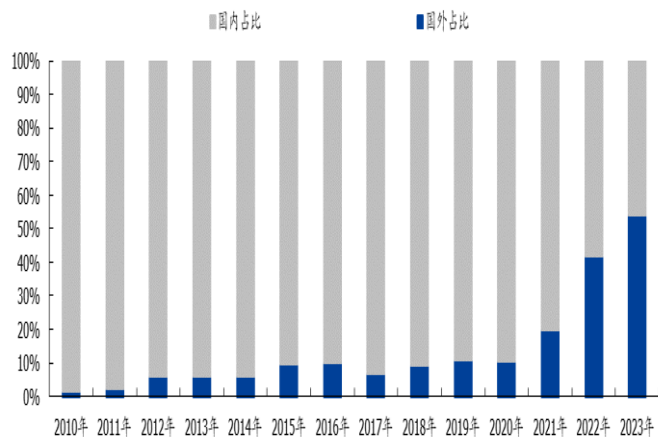
“以旧换新”政策有望拉动国内工程机械需求增长。2024 年 3 月 13 日, 国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》。以旧换新方案指出, 推进重点行业设备(包括机械行业)更新改造, 加快建筑和市政基础设施领域设备更新以及支持交通运输设备和老旧农业机械更新。2024 年 3 月 27 日住房和城乡建设部印发《推进建筑和市政基础设施设备更新工作实施方案》, 明确提出需要按照《施工现场机械设备检查技术规范》(JGJ 160)等要求, 更新淘汰使用超过 10 年以上、高污染、能耗高、老化磨损严重、技术落后的建筑施工工程机械设备, 包括挖掘、起重、装载、混凝土搅拌、升降机、推土机等设备(车辆)。同时, 2024 年 4 月 17 日的国务院新闻发布会上, 国家发改委宣布

完成地方政府专项债券项目初步筛选，今年专项债券规模为 3.9 万亿元。地方政府同样发布通知，对多种机械进行补贴，如：沪农委发布的《关于进一步做好 2023 年农机购置与应用补贴工作的通知》、上海市生态环境局、市发展改革委、市财政局发布的《上海市鼓励国二非道路移动机械更新补贴资金管理办法》等。

2.2 海外：工程机械市场空间广阔，国内龙头有望逐步迈向全球龙头

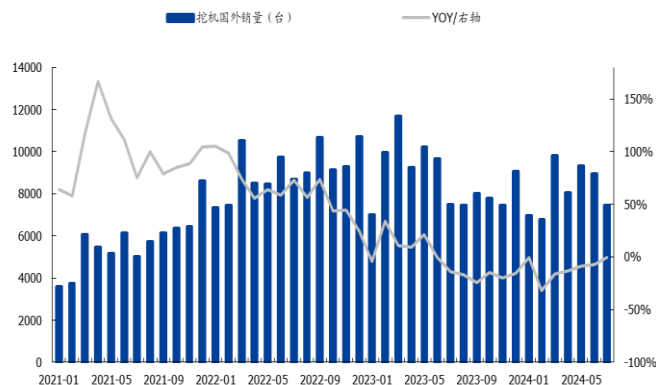
国外：下半年降幅有望收窄或增速转正。近几年在国内承压的背景下，海外市场的重要性提升，各大主机厂均纷纷重点布局海外市场，以此来熨平国内周期扰动。2020 年挖机海外市场销量占比仅 10% 左右，仅三年后，2023 年海外市场销量占比已经超过了 50%。从月度数据来看，挖机海外市场从去年下半年开始下滑，同比下滑幅度在 15%-25% 左右。从今年 3-7 月来看，下滑幅度呈现略收窄的态势，同比分别下降 16%、13%、9%、7.5% 和 0.5%。展望今年下半年，因为去年下半年基数不高，因此今年下半年在海外大选结束、各地政策逐步明朗、库存逐步消化的背景下，降幅有望收窄或增速转正。

图表30: 挖机国内外销量占比



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

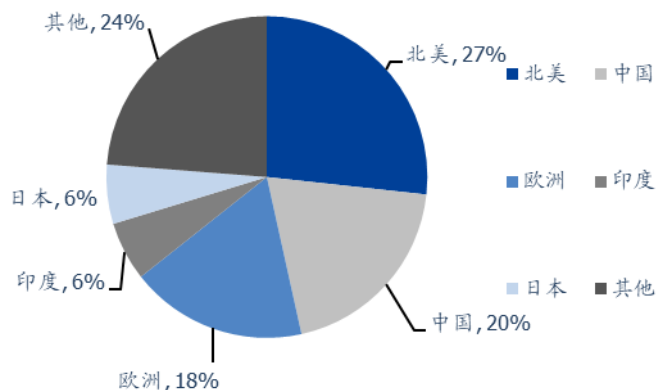
图表31: 挖机当月国外销量及增速 (台)



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

海外工程机械市场空间巨大，挖掘机规模居于核心地位。根据 iFinD 和中商情报网数据，2023 年全球市场工程机械总销量为 177.5 万台（同比增长 3.82%），国内工程机械销量为 34 万台，海外仍有 4.5 倍左右的空间。分产品来看，2022 年挖掘机销量为 26 万台，虽然同比下降 23.8%，但其市场空间仍大，容量远超其他细分市场（装载机、平地机销量分别为 12.3 万台、0.7 万台，yoy 分别为 -12.2%、+3.3%）。全球工程机械市场空间广阔。2022 年全球工程机械行业销售额创历史新高，达到 8711 亿元。分地区来看，北美、中国和欧洲是工程机械的主要市场。北美是工程机械行业最大的市场，2022 年销量占比约 27%；中国、欧洲次之，分别占 20% 和 18%。

图表32: 2022 年按销量口径计算的各地区市场份额



资料来源: Statista, 国盛证券研究所

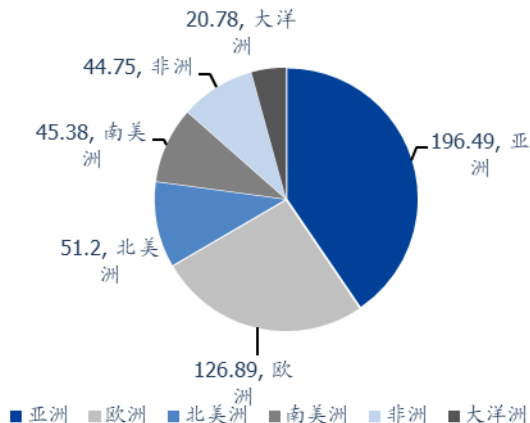
图表33: 2011-2022 年全球工程机械整体销售额



资料来源: 华经情报网, 国盛证券研究所

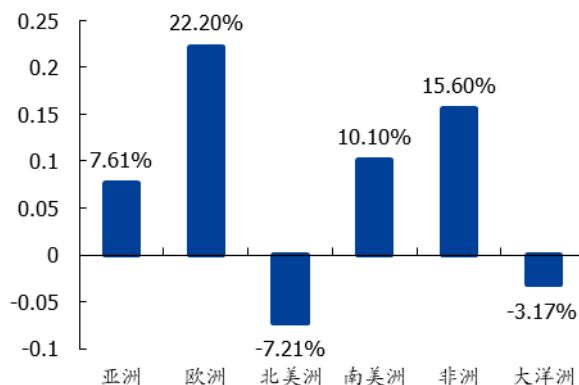
2023 年中国工程机械产品持续出海, 欧洲、非洲增长势头强劲。按洲别来看, 2023 年我国工程机械产品最大的出口市场是亚洲, 占出口额的 41%; 其次是欧洲市场, 占比 26%; 北美洲和南美洲市场分别占比 11% 和 9%。从同比增速来看, 2023 年我国工程机械产品出口增速最快的是欧洲市场, 同比增长 22.2%; 非洲市场次之, 同比增长 15.6%。2023 年我国工程机械产品出口金额在北美洲和大洋洲出现下滑, 同比分别下降 7.21% 和 3.17%。“一带一路”战略同样促进我国工程机械产品出口。铁甲工程机械网数据显示, 2023 年我国工程机械产品向“一带一路”国家出口金额达到 210.55 亿美元, 同比增长 24.1%, 占出口额的 47.2%, 充分体现了“一带一路”战略对我国出口增长的拉动作用。

图表34: 2023 年我国各大洲工程机械产品出口额 (亿美元)



资料来源: 铁甲工程机械网, 国盛证券研究所

图表35: 2023 年我国工程机械产品出口在各大洲增速



资料来源: 铁甲工程机械网, 国盛证券研究所

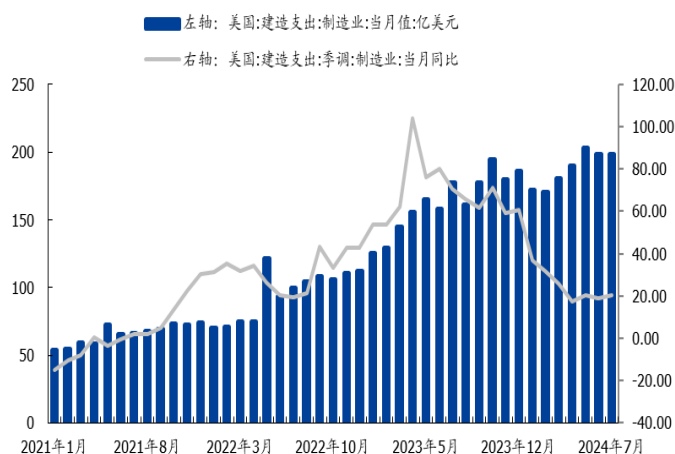
2.2.1 欧美市场: 市占率低, 极具潜力

美国: 去年为制造业回流、厂房建设的高点, 同时海外主机厂的渠道库存较高, 因此今年北美市场有一定压力。得益于 2021 年 11 月美国《基础建设投资法和就业法案》以及相关的政府刺激措施, 美国的基建支出从 2022 年开始逐渐攀升, 于 2023 年底达到了制造业回流、厂房建设的极大值, 2024 年 1 月到 4 月美国制造业的建筑支出同比增速逐渐放缓, 政策刺激的正面效应出现了递减迹象, 5 月起已小幅回升, 稳定在 20% 左右。但是, 自 2020 年起美国的采矿业工业生产指数就呈现增长趋势并保持较高水平, 美国的采矿业景气度不断增加, 有望加大对矿山机械等类别的设备需求。根据全球龙头卡特的指引,

今年北美房地产需求，非房地产需求都将持平或略增。小松 7 月北美挖掘机开工小时数为 69 小时，同比提升 1.9%，环比提升 3.3%，北美工程机械面临市场需求压力减轻。对于国内厂商来说，中国厂商在美国的战略布局还处于早期阶段，尚不完全成熟，相关经销网络和售后服务还有待提升，北美市场占有率较低。同时，自 2024 年 8 月 1 日起，美国对中国的大部分工程机械产品加征了 25% 的关税，进一步压缩了厂商的利润空间，因此国内厂商布局美国市场压力较大。

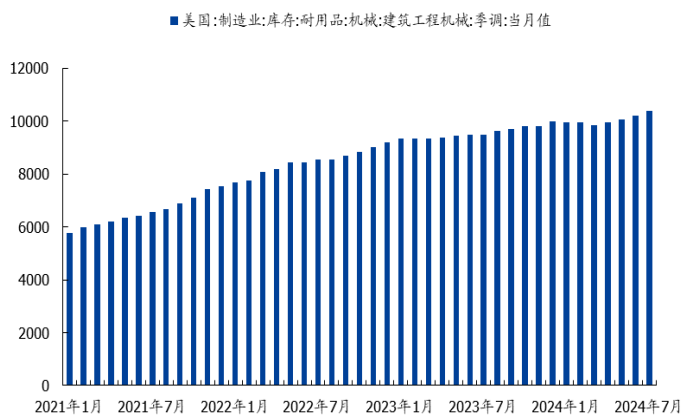
欧洲：整体需求较疲软，工程机械未来增量主要来自电动化替代。根据卡特的指引，欧洲的需求将延续 2023 年的经济疲软态势。小松欧洲 7 月挖掘机开工小时数为 79 小时，同比增长 13%，环比增长 10.63%，有所回升。近年来，欧洲国家建筑业普遍下行，多国建筑业 PMI 指数低于 50，处于收缩期间。除了英国建筑业 PMI 大于 50 以外，欧元区整体、法国和德国等建筑业 PMI 均远低于 50，意大利建筑业 PMI 略低于 50，处于不景气区间。欧洲工程机械产品未来需求主要来自工程机械的电动化替代。由于全球气候变暖的紧迫性以及环保主义的压力，欧洲工程机械设备电动化成为趋势。目前，我国工程机械龙头均推出了电动化产品，有望抓住欧洲电动化更新机遇，提升市占率。

图表36: 美国制造业支出增速



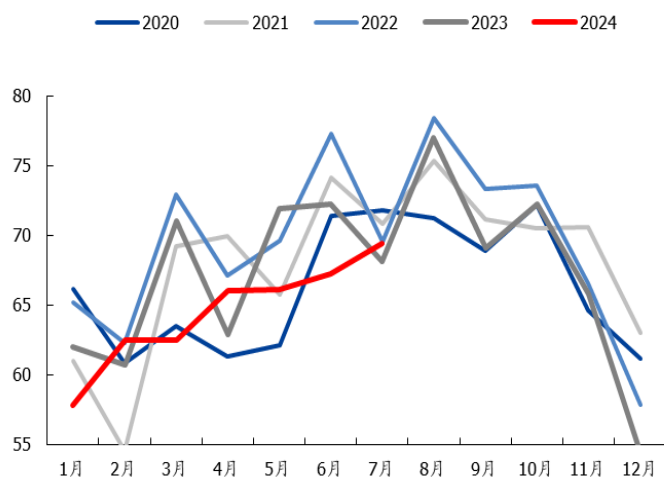
资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

图表37: 美国制造业工程机械库存 (百万美元)



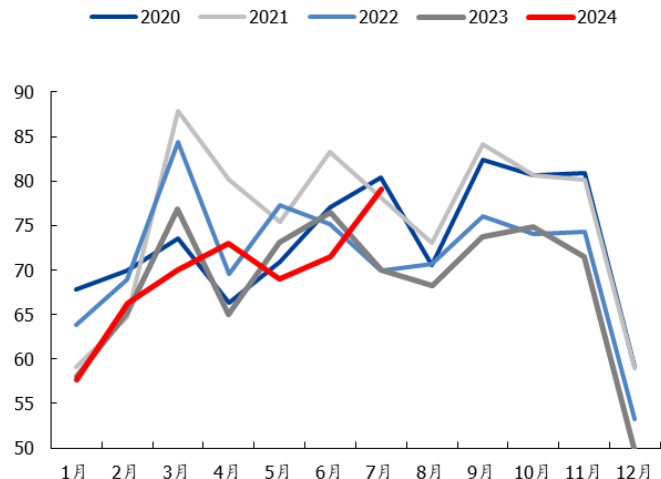
资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

图表38: 北美小松挖掘机开工小时数



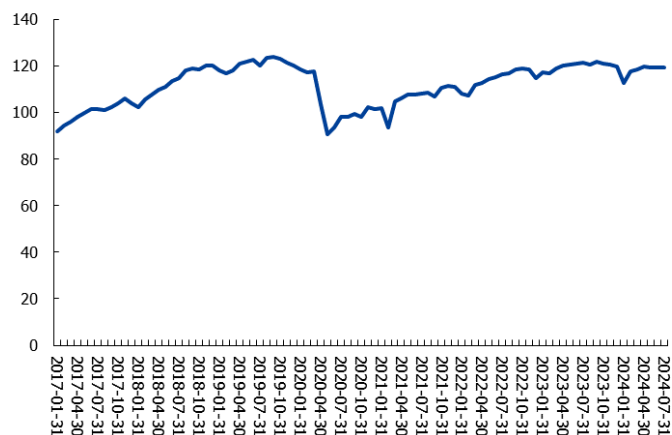
资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

图表39: 欧洲小松挖掘机开工小时数



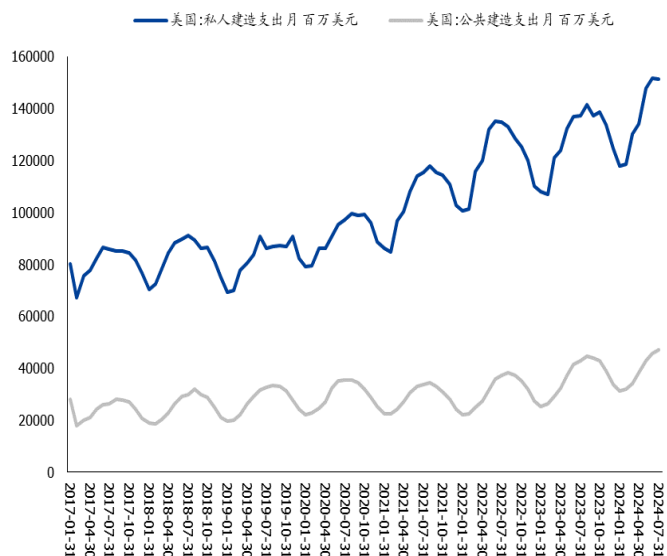
资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

图表40: 美国采矿业工业生产指数 (2017年=100)



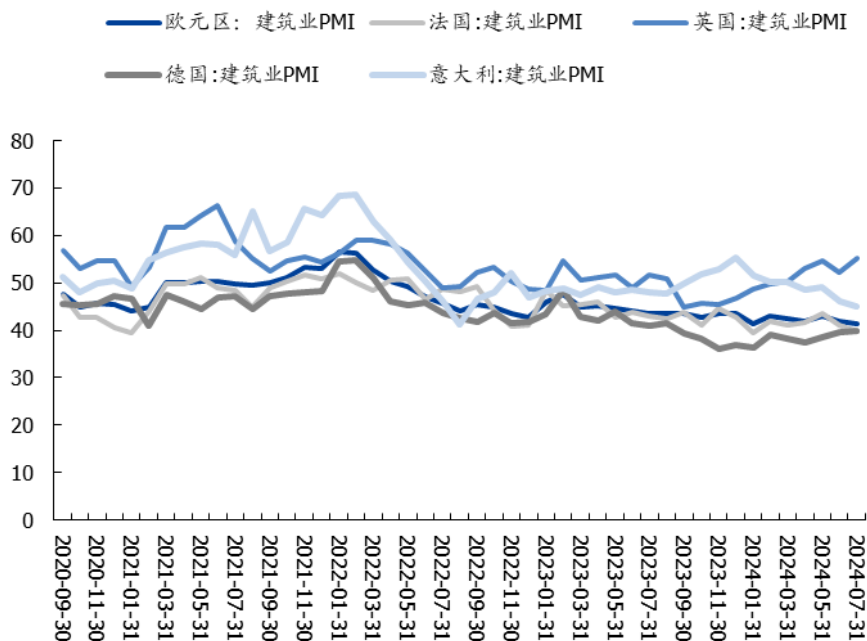
资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

图表41: 2017年至今美国私人建造支出以及公共建造支出金额



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

图表42: 西欧主要国家建筑业 PMI



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

2.2.2 亚非拉市场: 增势良好, 空间广阔

亚非拉等发展中国家市场城市化率仍有上升空间。与美国、日本等国家相比, 亚非拉国家地区的城市化率仍有极大上升空间。2023 年美欧日等国的城市化率约达到 80% 以上, 而许多新兴国家城市化率低于 60%; 未来十年内 (到 2035 年), 新兴国家城市化率约有 3%-25% 左右的增长空间。城市化带来的基础设施建设和房地产建设有望支撑未来亚非拉国家地区的工程机械需求。

非洲: 经济发展迅速, 但基础设施相对落后, 完善基础设施成为非洲各国目前的优先发展事项。随着非洲大陆自贸区 (AFCFTA) 经济一体化进程的加快和非洲基础设施开发计划 (PIDA) 下智慧城市及跨国交通走廊等项目的推进, 非洲基建需求在未来将持续强劲。根据非洲开发银行报道, 2024 年 1 月, 欧盟委员会与非洲开发银行已签署了新的金融框架合作协议; 欧盟将在 2021-2027 年期间为非洲提供 1500 亿欧元的融资支持, 助力非洲基础设施发展。此外, 联合国人居署 UN-HABITAT 预测, 到 2050 年, 非洲大陆城镇化率将增长至 60%; 这一趋势表明, 非洲城市地区未来对住房和商业地产的需求将显著增加。据小松 24Q1 报告显示, 非洲市场 24Q1 销售额已达到 639 亿日元, 同比增长 14.7%。卡特彼勒也指引, 非洲基建和房地产需求强劲。因此, 作为“一带一路”倡议的重要合作伙伴, 国内企业在非洲市场也有望获得更大的业务扩展机会。

印尼: 采矿需求依旧稳健, 城镇化率仍有提升空间。根据小松总结, 东南亚地区最大的市场——印度尼西亚在矿山投资方面依然稳健, 其强劲的需求主要集中在采矿设备上。印尼作为东南亚最大的经济体, 但本土工业基础设施却较为薄弱, 生产设备以及原材料等都主要依赖进口。根据 Research and Markets 的预测, 2023-2029 年印尼的建筑设备市场将以 4.17% CAGR 增长, 从 2023 年的 28,568 台增长至 2029 年的 36,510 台。同时, 印尼作为全球人口第四大国, 其城镇化率却低于其他主要人口大国或者新兴市场国家, 2023 年为 59%。为加速城镇化进程, 印尼政府制定了《2020-2024 年国家中期发展计划》, 并拨款 3592 亿美元用于优先发展基础设施建设项目, 其 2024 年基础设施预算达到了过去五年的最高纪录—422.7 万亿印尼盾, 同比增长 5.8%。此外, 今年 4 月, 印

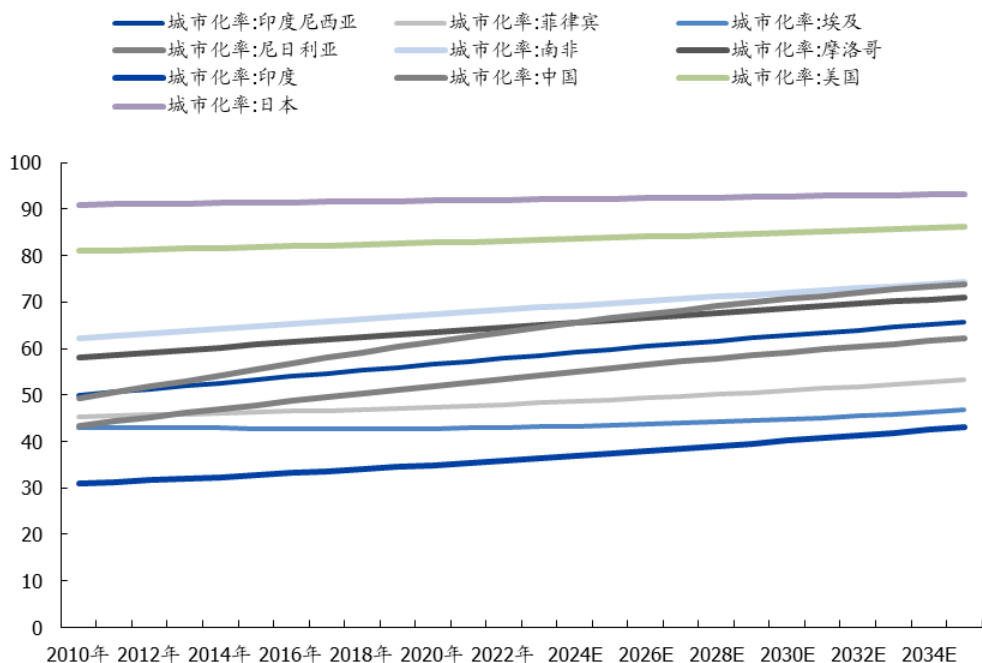
尼政府又新增了 14 个国家建设项目（包括首都雅加达卫星城的 BSD 综合开发区项目），其中，万丹省的 PIK2 绿地和生态城项目计划不迟于 24Q3 开工；新首都努山塔拉基本的基础设施也预计在 2024 年全面完成，并逐步实施搬迁工作。因此除了采矿设备需求以外，这些大规模的建设将显著推动印尼地区对工程机械的需求。根据 iFinD，小松挖掘机开工小时数数据，7 月印尼开工小时数为 220 小时，同比提升 0.73%，环比提升 12.42%。

印度：市场空间大，房地产和基建需求旺盛。由于印度的城镇化水平较低，正处于住房增长周期的初始阶段，同时基建保持增长态势，工程机械需求旺盛。据 iFinD 数据，2023 年印度的城镇化率为 36%，水平尚低。印度新联邦预算显示，2023-2024 财年，资本支出总额为 10 万亿卢比，同比增长 33%。此外，印度投资局数据表明，到 2030 年，印度的城市化人口预计将从 33% 增加到 40% 以上，对住房的需求持续增加，房地产投资增速持续升高，将进一步为工程机械需求注入动能。

中东：基建与房地产需求强劲，利好国内工程机械出口。随着沙特阿拉伯 2030 愿景的提出以及“一带一路”合作的深度落实，沙特阿拉伯的基建需求将持续上升。同时，政府通过提供经济适用房和改善住房融资渠道，提高沙特公民的住房拥有率。自 2030 愿景提出以来，截至 2022 年底，房屋拥有率从 47% 增加到 60% 以上，目标是在 2030 年达到 70%，因此沙特阿拉伯的房地产开发需求将会持续繁荣。基建与房地产同时发力，工程机械产品需求在中东地区将会显著攀升，增长动力十足。

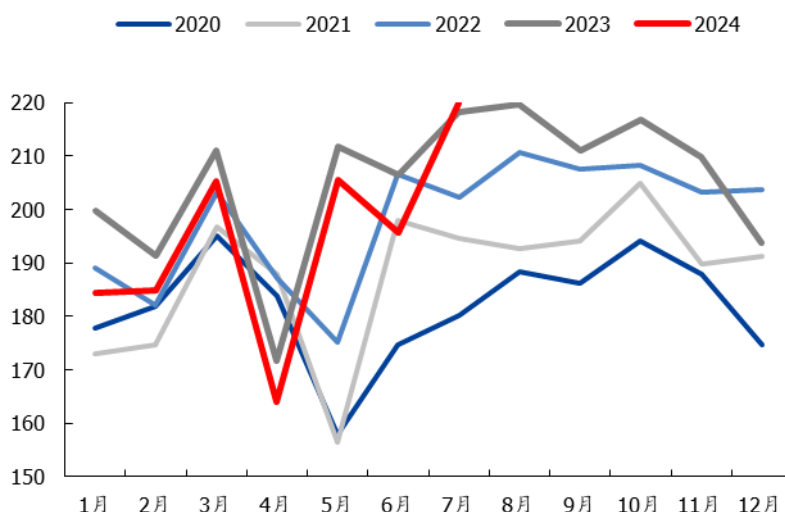
南美：经济缓慢增长，但市占率提升空间仍大。根据卡特的指引，南美的经济将略增长。同时，联合国拉丁美洲和加勒比经济委员会 2023 年 12 月发布的《2023 年拉美和加勒比地区经济概况》指出，由于全球经济复苏节奏放缓，南美各国存在面临大选、经济环境不稳等影响，2024 年南美整体经济水平可能低速增长。

图表43：亚非拉部分代表性国家城镇化率情况



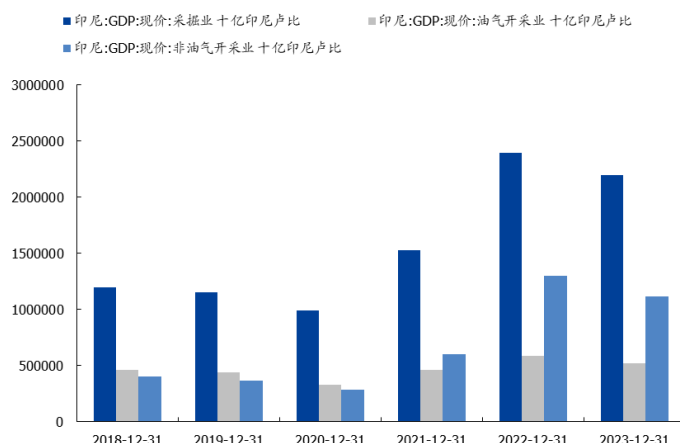
资料来源：iFinD，国盛证券研究所

图表44: 印度尼西亚小松挖掘机开工小时数



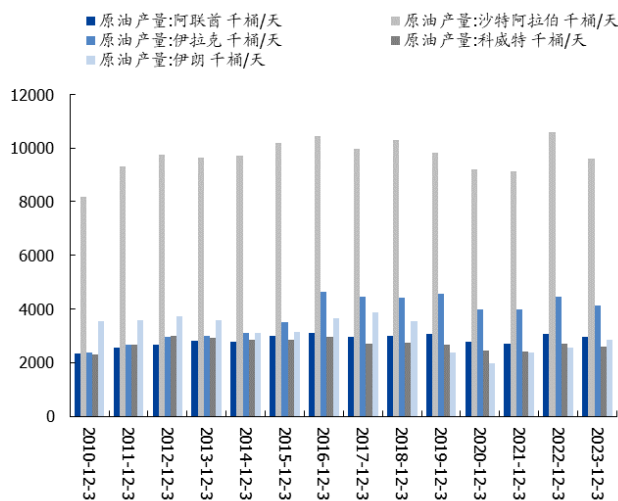
资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

图表45: 印尼采掘业（油气开采业和非油气开采业）GDP



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

图表46: 中东主要产油国原有产量



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

2.3 国内龙头企业有望迈向全球龙头

我国工程机械竞争格局：四大龙头占据领先地位。我国工程机械行业竞争格局分为 4 梯队，第一梯次是行业的 4 大巨头，如徐工机械、三一重工、中联重科、柳工，其产品类别遍布工程机械产品各细分领域，拥有较强的技术水平和研发实力，其营收达到百亿元以上。第二梯队是国内较知名的品牌，是我国工程机械行业的潜在力量，如山推、安徽合力、杭叉集团等。其营收位于 40 亿-100 亿左右，在部分细分领域具有较强的竞争力。第三梯队是营收规模在 1-10 亿的企业，具有规模小、低研发、在部分细分领域有一定的知名度，如艾力精密、厦工股份等。第四梯队是众多中小企业，产品同质化高，技术含量低，主要占据中低端市场。

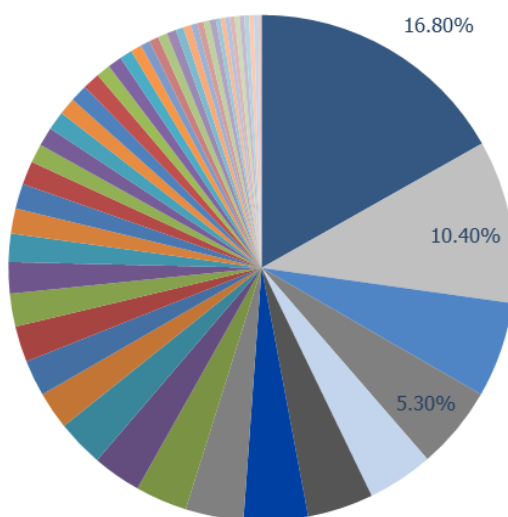
图表47: 国内工程机械市场竞争梯次图



资料来源: KHL, 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

全球工程机械竞争格局: 国内龙头在海外市场提升空间广阔。根据 KHL 发布的《2024 全球工程机械制造商 50 强排行榜》，国内工程机械龙头徐工、三一重工、中联重科和柳工在全球市场中的份额占比分别为 5.3%、4.2%、2.4%和 1.6%，远小于卡特彼勒(16.8%) 和小松(10.4%)。总体上，中国工程机械龙头份额仅占全球市场的 14%，国产厂商在海外市场依然存在广阔的发展空间。

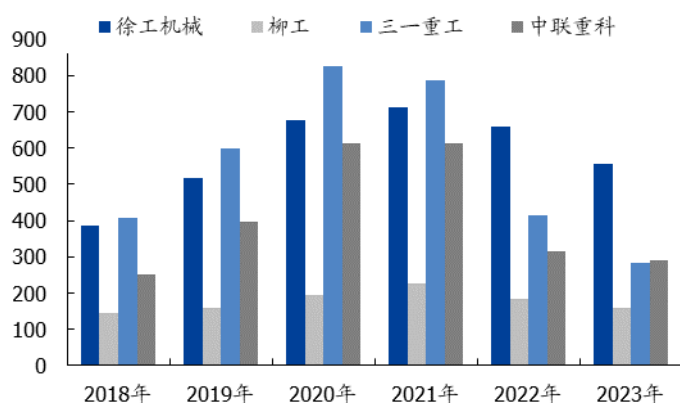
图表48: 2024 年全球主要工程机械制造商市场份额构成



资料来源: KHL《2024 全球工程机械制造商 50 强排行榜》, 国盛证券研究所

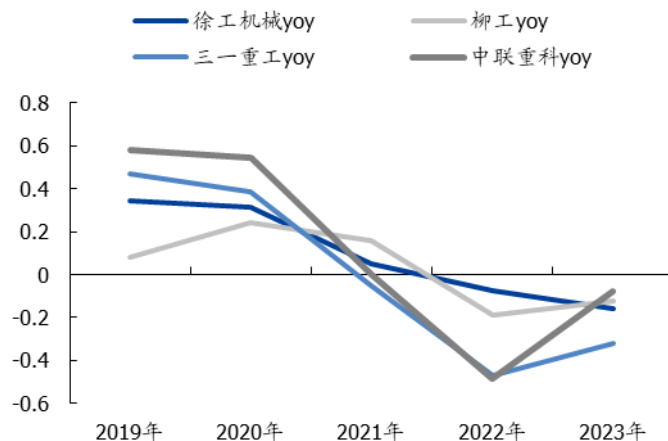
徐工国内: 国内营收稳居前列, 逆势彰显龙头韧性。与国内的其他三大工程机械龙头企业相比, 近六年来徐工机械国内营收稳居前两名。2018 年-2021 年, 徐工机械国内营收位列四大巨头的第二名, 仅次于三一重工。在 2022 年和 2023 年工程机械行业整体下行的情况下, 徐工的营收虽有下降, 但是排名上升, 保持较强的韧性。2022 年和 2023 年, 徐工机械国内业务毛利率大幅提升, 2023 年实现毛利率 21.16%。相比于其他三大巨头, 徐工机械国内业务毛利率水平总体偏低, 但随着徐工采取“一稳一降三调整”措施, 徐工的毛利率未来有较大提升空间。

图表49: 我国工程机械主要厂商国内营收对比 (单位: 亿元)



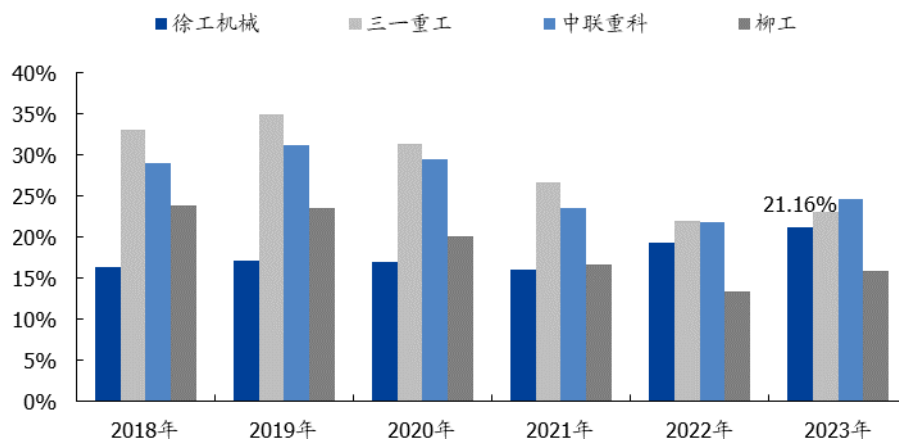
资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

图表50: 国内工程机械主要厂商国内营收 yoy (单位: %)



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

图表51: 我国工程机械主要厂商国内毛利率对比 (单位: %)



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

徐工积极布局国内产能,在多地设有生产基地。徐工在我国江苏、辽宁、内蒙古、重庆、上海等地设有生产基地,在江苏徐州和山东青岛设有研发基地,在山东青岛和辽宁大连还设有零部件和电机生产基地。徐工在辽宁阜新(2015年9月)、朝阳(2021年6月)等地区建有除雪和环卫机械设备制造基地;2021年1月,徐工投资20亿在佛山市南海区建立广东徐工建机智能制造基地;2022年4月,徐工在内蒙古鄂尔多斯投资100亿建设徐工新能源矿业装备智能制造园区。此外,为了更好的服务客户,徐工在中国设有287个专业产品代表处、505家经销商、294个备件中心3000个网点、15000余人的专业销售和服务人员。

The map displays the geographical distribution of 100 sampling points across Jiangsu Province. The points are represented by red location pins. They are heavily concentrated in the central and eastern regions, particularly around the Yangtze River and the Huai River. The distribution is more sparse in the western and northern parts of the province. Major cities labeled on the map include Zibo (枣庄市), Huaiyin (淮阴市), Huaiyuan (淮南市), Suzhou (苏州市), Yangzhou (扬州市), Taizhou (泰州市), Nanjing (南京市), Maanshan (马鞍山市), Hefei (合肥市), and Shanghai (上海市). The Huai River (洪泽湖) is also clearly visible in the central part of the province.

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

徐工海外：积极布局海外市场，进展顺利。截至 2023 年，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。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。此外，公司注重海外研发中心建设，完善构建全球协同研发新格局，拥有欧研、美研、巴研、印研以及正在筹建的澳研，快速加强当地化产品能力中心打造，深化工程机械当地化的标准、合规准入和适应性验证改进，以支持产品在当地的销售。

- **欧美市场：公司大力培养欧美地区经销商，提高徐工产品的市占率。**欧美区域销售收入占公司整体出口收入比例约 10%，而公司在欧美地区的市占率较低，成长空间大。目前，徐工机械部分产品已经获得欧美地区客户的认可，有望进一步打入欧美市场。为了克服欧美市场语言、技术以及习俗差异等难题，徐工坚持开发欧美地区的经销商，加大对其支持力度，促进欧美地区市占率提升。
- **亚非拉市场：公司产品在亚非拉地区增长势头强劲。**（1）南亚地区：印度城镇化率提升，房地产和基建需求旺盛，预计公司表现优秀。（2）非洲地区：非洲国家工程机械需求旺盛，随着非洲基础设施发展计划（PIDA）在基础设施建设方面的不断投资，徐工有望保持高速增长。

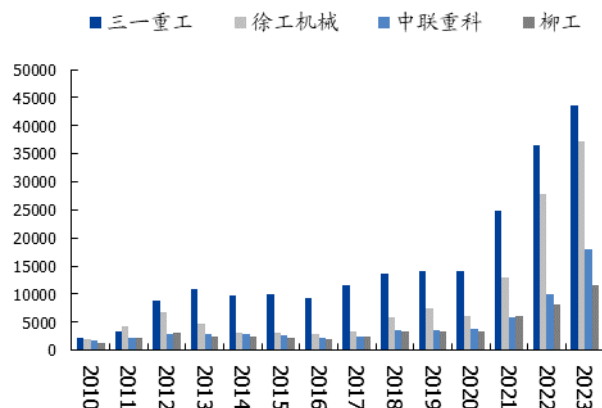
徐工机械积极扩大海外产能，回报丰厚。2012 年，徐工收购了荷兰 AMCA 有限公司和德国 FT 公司，把触角伸到了高端零部件领域；2012 年收购了德国混凝土机械制造商施维英 52% 的股权，使徐工核心板块之一的混凝土机械业务得到实质性的大幅提升；2012 年同年，徐工机械在巴西建立了首家海外全资制造基地，主要生产挖掘机、铲运机械、道路机械等建筑机械设备。目前，徐工在海外主要有 11 个地区设有工厂或 KD 组装厂，包括德国、奥地利、美国、印度、巴西、墨西哥等地。其中，巴西工厂已具备挖掘机、装载机、压路机、平地机、挖装机等工程机械的生产能力，年产能达到 1 万台；截至 2023 年 10 月，徐工在印度工厂建造了第 2000 台挖掘机；2022 年建设的墨西哥工厂在满负荷运转下每年可以生产 1 万台设备；徐工美国公司准备在亚特兰大建设一个以组装为主的工厂，设计年产能为 2000-3000 台设备。在一系列积极布局下，徐工的海外营收取得积极成果。2018 年-2023 年，徐工海外营收从 58.94 亿元增长到 372.2 亿元，年均复合增长率达到 44.57%，2021 年和 2022 年海外营收增速分别达到 111.81% 和 115.13%，增长迅猛。从海外营收的绝对额来看，徐工营收仅次于三一重工，且大有赶超之势。

图表 53：徐工机械全球布局



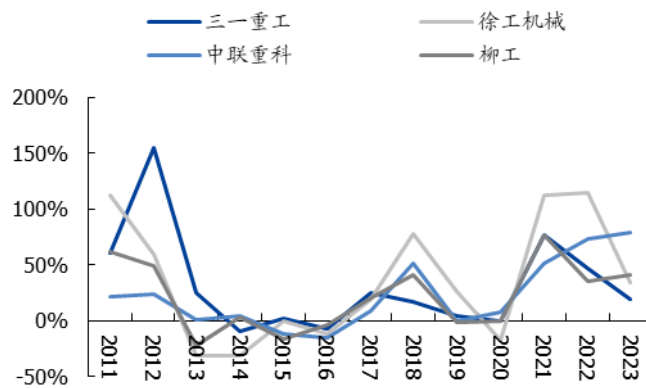
资料来源：徐工官网，国盛证券研究所

图表54: 国内四大主机厂海外收入对比 (百万元)



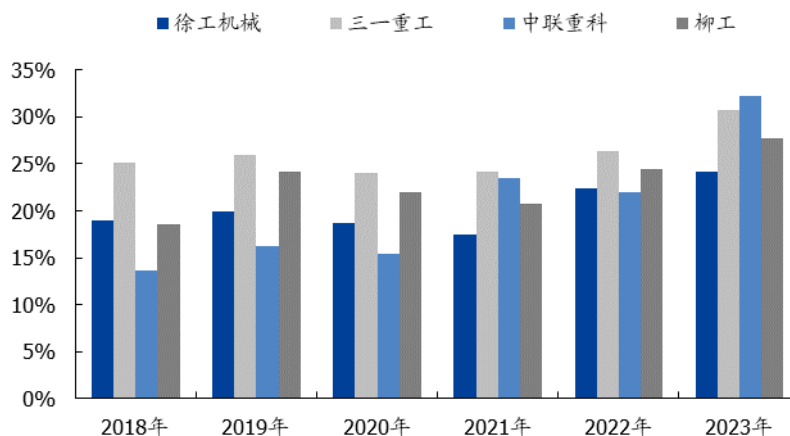
资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

图表55: 国内四大主机厂海外收入增速对比



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

图表56: 我国工程机械主要厂商海外毛利率对比



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

3 顺势而为，公司新兴产品打造多元成长曲线

3.1 行业趋势：智能化、高端化、电动化

智能化：与信息通信技术结合，行业产品逐步走向智能化。5G 网络具有低延时、大带宽、广连接的优势，为各行各业提供了新的发展机遇。随着 5G 基础设施在我国不断普及，作为传统制造业重要组成部分，工程机械设备也积极结合最新信息通信技术，打造具有高作业效率、高安全性以及高精准度的智能化产品。除了 5G 以外，行业龙头也纷纷借助人工智能、工业互联网等技术加速无人化、数字化、智能化产品研发，通过智能化和数字化推动生产效率提升、生产成本降低和运营模式变革，让工程机械的自动驾驶、远程驾驶等能够成为现实。

高端化：重视研发投入，打造高端化产品。工程机械行业头部企业不断加大研发投入，提高产品的技术含量和附加值，持续打造高端产品，引导行业摆脱低端重复生产和低水平竞争局面，逐步向中高端转型。在整个行业的持续努力下，诸如大型挖掘机、大吨位起重机、大吨位矿用自卸车、大型桩工机械、大型装载机、大型工业车辆、高米数臂式升降作业平台等重大技术装备等高端设备呈结构性增长。

电动化：在国内外政策和环保要求下，绿色化成为工程机械行业发展趋势。在国家“双碳”战略目标引领下和环保政策趋严的背景下，2022 年以来，工程机械行业践行绿色发展理念，开展以智能制造和绿色制造为目标的技术改造，全面推广新型环保涂装技术，抢抓排放标准切换的风口，加速新旧产品更新换代步伐，逐步淘汰高能耗低效率的设备，并大力发展纯电动和混合动力等多种新能源产品，积极推进行业转型升级。

- **目前电动化渗透率仍较低，未来有望加速。**工程机械行业整体的电动化率仍处于起步状态，根据 InteractAnalysis 数据，2022 年，全球仅有 0.04% 的非道路设备实现了电动化，其中挖掘机、推土机和大型装载机等大型工程机械中，电动化渗透率不足 1%。长远看来，随着技术水平不断突破以及新能源产品的成本不断下降，预期电动化率将稳步提升。
- **电动化产品经济效益明显。**与传统燃油设备相比，电动产品可以实现零排放、低噪声，工作效率提升 20%，故障率降低 30%。此外，新能源机械产品使用期内的综合成本可比燃油机械降低 50% 至 70%，免除了更换机油等维保费用，使用成本更低。

徐工机械积极推动产品绿色化转型。目前，徐工积极围绕国家双碳战略目标，推动公司产品绿色化、运营绿色化转型升级，系统规划新能源技术路线，纯电动、混合动力、氢燃料多技术路线发力，推进新能源产品发展，保持新能源产品收入规模及渗透率领先行业。截至目前，徐工已经推出多款新能源产品，涵盖道路机械、环卫设备、挖掘机和装载机等。

图表57: 徐工机械推出的新能源产品类别

产品类别	技术路线	款式数量
道路机械	电动	2
环卫设备	电动	12
重载自卸车	电动	7
混凝土搅拌运输车	电动	2
牵引车	电动/氢燃料	12
起重机	电动/混动	1
装载机	电动/混动/氢能源	12
挖掘机	电动	2
港口设备	电动	3
物流车	电动	4
渣土车	氢燃料	3

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表58: 徐工机械新能源产品——混凝土搅拌运输车

 XG2-EM550(充电版) 电动混凝土搅拌运输车 <table> <tr> <td>驾驶室</td><td>M-LD</td></tr> <tr> <td>驱动形式</td><td>8×4</td></tr> </table>		驾驶室	M-LD	驱动形式	8×4
驾驶室	M-LD				
驱动形式	8×4				
 XG2-EM550(换电版) 电动混凝土搅拌运输车 <table> <tr> <td>驾驶室</td><td>M-LD</td></tr> <tr> <td>驱动形式</td><td>8×4</td></tr> </table>		驾驶室	M-LD	驱动形式	8×4
驾驶室	M-LD				
驱动形式	8×4				

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表59: 徐工的新能源产品——电动挖掘机

 XE60E 电动挖掘机 <table> <tr> <td>机器重量(t)</td><td>6.65</td></tr> <tr> <td>标配斗容(m³)</td><td>0.23</td></tr> </table>		机器重量(t)	6.65	标配斗容(m³)	0.23
机器重量(t)	6.65				
标配斗容(m³)	0.23				
 XE35E 电动挖掘机 <table> <tr> <td>机器重量(t)</td><td>4.3</td></tr> <tr> <td>标配斗容(m³)</td><td>0.12</td></tr> </table>		机器重量(t)	4.3	标配斗容(m³)	0.12
机器重量(t)	4.3				
标配斗容(m³)	0.12				

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表60: 借力 5G 全球最远距离远程操控挖掘机



资料来源: 铁甲工程机械网, 国盛证券研究所

图表61: 江苏徐工: 5G 智慧园区智慧工厂



资料来源: 铁甲工程机械网, 国盛证券研究所

3.2 矿山机械: 公司技术逐步成熟, 开始打入全球矿业巨头供应链

矿山机械设备种类繁多。矿山机械主要包括破碎设备、采矿机械、制砂设备、选矿设备、磨粉设备、采掘机械、钻孔机械、烘干机械以及运输机械等, 涵盖矿产开采, 矿物破碎、矿物运输等矿产作业流程。此外, 矿山作业中还应用大量的起重机、输送机、通风机和排水机械等。采掘机械是矿山生产过程中最重要的机械之一, 主要用于挖掘矿石、矿砂的矿产资源。

图表62: 矿山设备主要分类

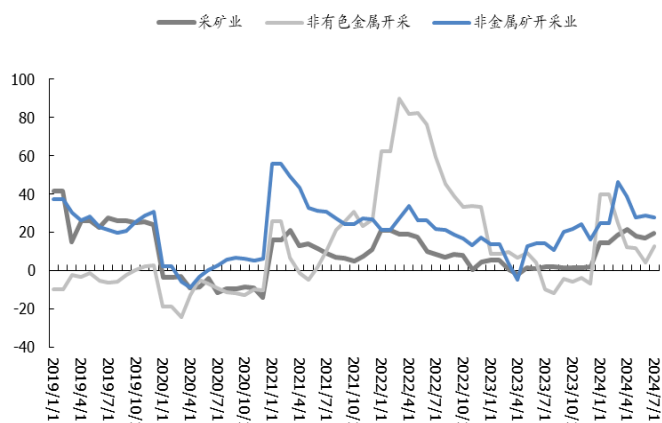


资料来源: 华经情报网, 国盛证券研究所

我国采矿业固定资产投资稳步增长。自 2023 年以来, 我国采矿业固定资产投资恢复增长。2024 年 1-7 月, 采矿业固定资产投资增长率分别为 14.4%、14.4%、18.50%、21.30%、17.70%、17.00%以及 19.30%。除了石油与天然气开采以外, 采煤业、金属开采业和非金属开采业固定资产投资均保持较高的增长率。近 7 个月有色金属开采、非金属矿开采

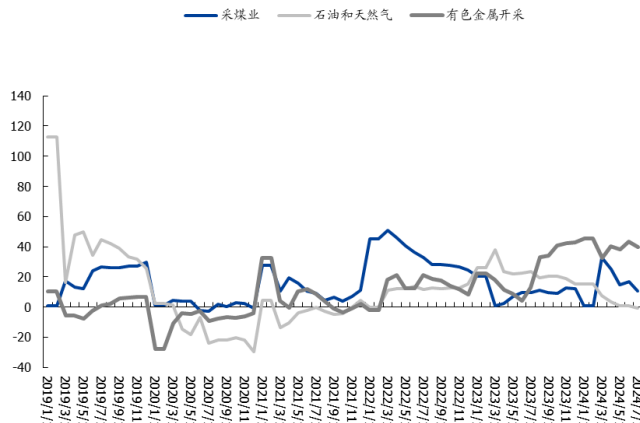
业固定资产投资增长率甚至超过 20%。我国不断增长的采矿业固定资产投资有望为矿山机械提供较大的市场空间。

图表63: 采矿业（总体）、非有色金属开采、非金属矿开采业固定资产投资增长率（单位：%）



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

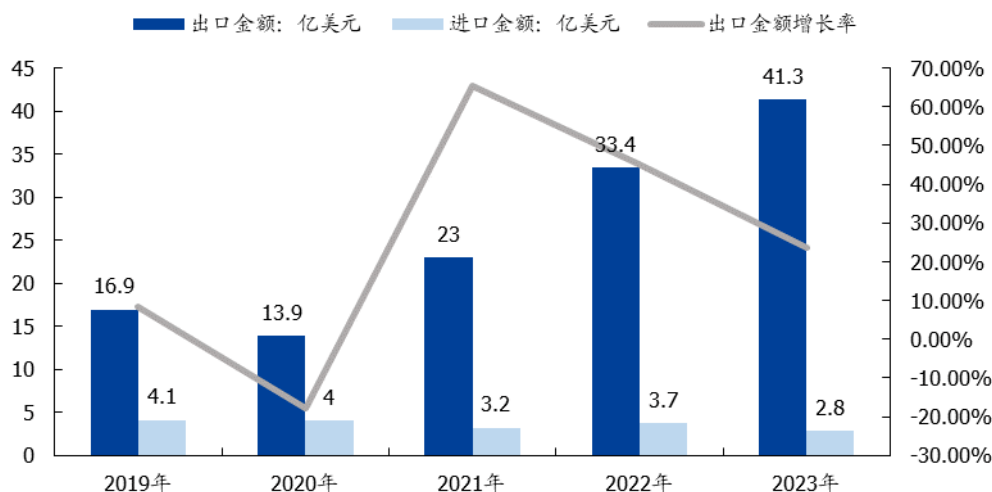
图表64: 采煤业（总体）、石油和天然气、有色金属开采固定资产投资增长率（单位：%）



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

我国矿山机械设备出口额逐年增加。我国矿山机械产品面临来自国际工程机械巨头的竞争，如卡特彼勒和小松等。但我国企业矿山机械产品的市场竞争力逐步增强。统计数据显示，自 2020 年起，我国矿山机械出口金额逐年上升，2023 年出口金额达到 41.3 亿美元，近四年（2020 年-2023 年）年均复合增长率达到 43.76%，处于高速增长状态。而我国矿山机械设备进口金额呈现下降趋势，从 2019 年的 4.1 亿美元逐步下降至 2023 年的 2.8 亿美元。这说明一方面，我国矿山机械产品质量可以逐步满足国内需求，降低了对国外同类产品的需求，另一方面，我国矿山机械产品开始逐步走向海外，扩张海外市场。我国企业矿山机械设备技术水平不断提升，产品竞争力逐步增强，预期未来期间矿山机械出口金额持续增加。

图表65: 2019 年-2023 年我国矿山机械设备进出口金额



资料来源: 中国重型机械工业协会, 观研报告网, 国盛证券研究所

矿山机械下游客户集中度较高，多为全球矿业巨头。全球矿业巨头主要包括澳大利亚必和必拓、力拓、巴西淡水河谷、英美资源等等。矿业巨头通常注重矿山机械的工作稳定性和安全性而对设备价格较为不敏感。

图表66: 海外知名矿业巨头

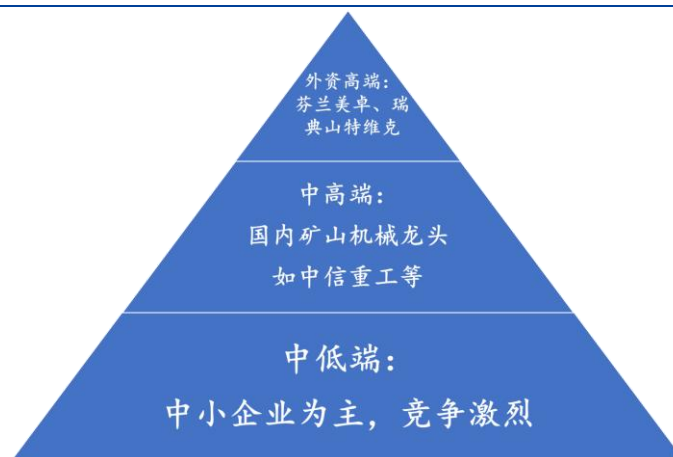
公司名称	简介	
必和必拓公司	必和必拓是矿产资源和能源领域的重要跨国企业，主要业务为自然资源的勘探、收购、开发和营销，业务遍及世界各地，主要支柱产品包括：铁矿石、铜、炼焦煤等。	
力拓公司	力拓公司在 35 个国家/地区开展业务，产品组合包括铁矿石、铜、铝以及支持能源转型的一系列其他矿物和材料，拥有超过 150 年的采矿和加工经验。	
巴西淡水河谷	巴西淡水河谷是最大的铁矿石、球团矿和镍生产商，同时也在锰、铁合金、铜、金、银和钴等方面开展业务。此外，公司还经营有矿山、铁路、船舶和港口等业务，以促进矿石物流运输。	
英美资源集团	英美资源集团是全球领先的矿业公司，为全球数十亿客户提供未来所需的金属和矿物产品，并向客户提供开采、加工、运输和产品营销服务。公司的产品涵盖钻石（戴比尔斯集团）、铜、铂族金属、作为钢铁生产原料的高品质铁矿石和炼焦煤以及镍，同时也开发农作物营养素项目。	

资料来源：必和必拓、力拓公司、巴西淡水河谷公司以及英美资源集团官网，国盛证券研究所

采取渗透策略，解决我国矿山机械产品的“市场准入难题”。出于避免设备工作不稳定等风险，矿业巨头采购的矿山机械设备多来源于技术成熟的国际知名的工程机械厂商，如卡特比勒，小松等，形成进入壁垒。新进企业由于技术不稳定等原因，难以获得国际巨头企业的订单，进而无法获得新研发矿山机械设备的市场反馈。无法获得市场反馈，又会导致企业难以对矿山机械设备进行改进，提高其稳定性，进而更不可能打入国际矿业巨头的供应链，以上形成我国矿山机械企业的“市场准入难题”。为了解决这一悖论，我国企业主要是对三块市场进行渗透以获取设备的市场反馈，进而不断改进设备的技术稳定性。由于我国企业在矿山机械设备上存在价格优势，我国企业可以凭借这一优势逐步渗透进入该市场，为后续发展奠定基础。

我国矿山机械行业集中度较低。我国矿山机械设备总体可以分为三个层次：中低端、中高端及外资高端。中低端层次市场份额较大，竞争较为激烈，小企业数量众多。位于中高端竞争层次的主要为国内矿山机械设备龙头，如中信重工、北方重工和太原重型机械集团、郑州煤矿机械集团、徐工机械、三一重工、中联重科等，这些公司更注重产品服务和品牌建设。外资高端主要包括芬兰美卓、瑞典山特维克、美国特雷克斯等，这些公司研发实力雄厚、产品服务优质，拥有一批粘性较高的高质量客户。

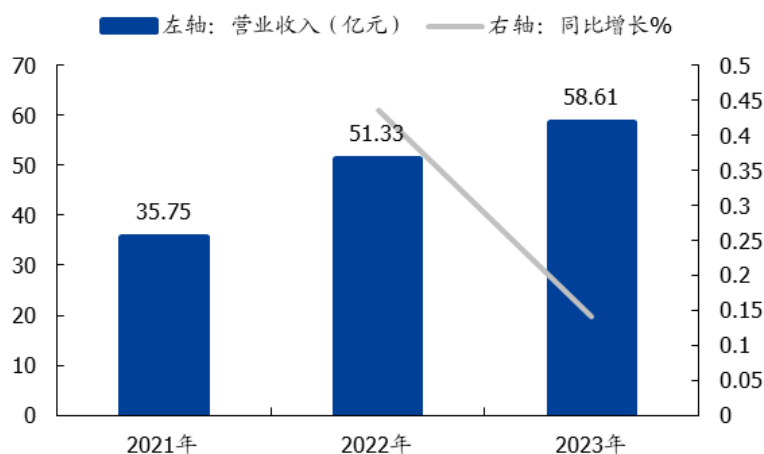
图表67: 矿山机械设备竞争格局



资料来源: 观研报告网, 国盛证券研究所

徐工矿山机械产品逐步打入国际巨头供应链, 增长空间广阔。徐工机械矿山机械产品主要包括连续采煤机、掘锚一体机、后置掘锚机、地下铲运机、煤矿掘进机以及矿挖、矿卡、矿用平地机和矿用装载机等。徐工机械的矿山机械产品在 2021 年、2022 年和 2023 年分别实现营业收入 35.75 亿元、51.33 亿元以及 58.61 亿元, 占营业收入比重分别为 3.06%、5.47%和 6.31%, 2023 年同比增长 14.17%。目前, 徐工机械已经有部分产品销售往全球矿业巨头, 预计今年徐工的矿山机械将获得进一步突破。今年 8 月 12 日, 徐工集团与力拓集团共同签署全球合作框架协议。同时, 徐工与力拓和中铝集团合资的 Simfer 公司现场签署了几内亚矿山项目工作任务书, 携手共助全球最大未开发铁矿——西芒杜 (Simandou) 项目矿山开采。此次徐工成功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。

图表68: 徐工机械近三年矿业机械营收及其增长率

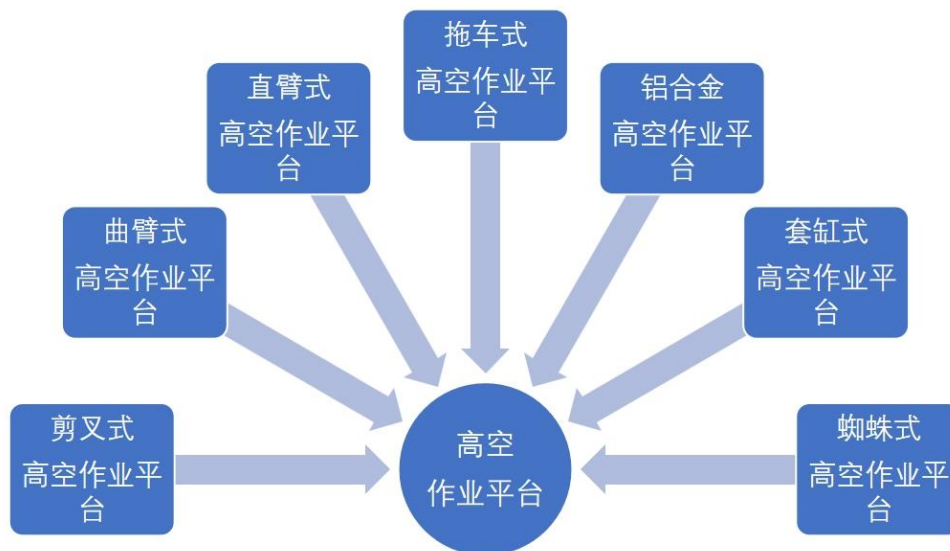


资料来源: 徐工机械 2022 年年度报告, iFinD, 国盛证券研究所

3.3 高机：徐工实力强劲，业绩高速增长

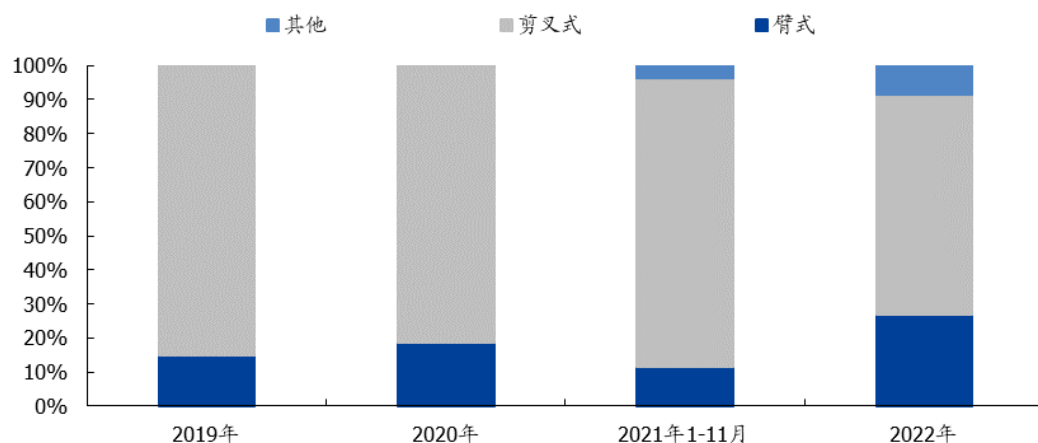
高空作业机械种类丰富，形式多样。高空作业平台是一种用于在高处进行各种工作任务的设备，通常用于让工人可以安全地接近高处的工作区域，例如建筑物外墙、桥梁、电线杆等。这些平台通常提供了一个相对平坦和稳定的工作表面，以确保工作人员的安全。高空作业平台相关产品主要有：剪叉式高空作业平台、曲臂式高空作业平台、直臂式高空作业平台、拖车式高空作业平台、铝合金高空作业平台、套缸式高空作业平台、蜘蛛式高空作业平台等七大类。

图表69：高空作业平台分类



资料来源：智研咨询，国盛证券研究所

图表70：2019-2022 年中国高空作业平台市场结构情况

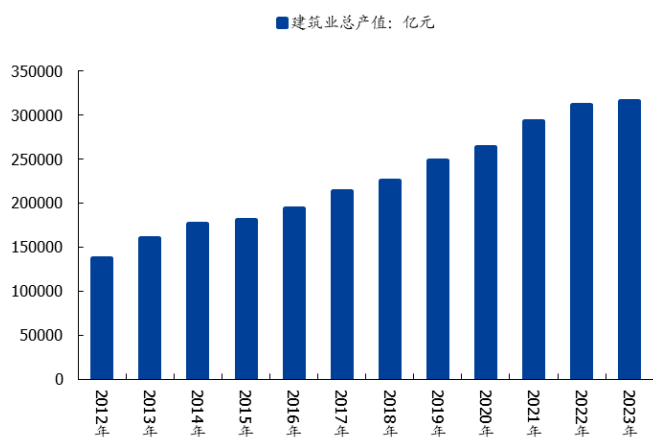


资料来源：华经情报网，智研咨询，第一工程机械网，国盛证券研究所

高空作业平台下游运用领域十分广泛，带来广阔市场空间。高空作业平台的下游运用领域包括建筑、船舶制造、飞机制造、钢结构安装及检修、建筑物装修及清洗、军事工程、仓储物流、机场及车站服务等行业。建筑业是高空作业平台的重要运用领域之一。就我国建筑业总产值来看，近十年我国建筑业总产值呈现逐步上升态势，2023 年建筑业总产值达到 315911.9 亿元，同比增长 1.26%。预计随着我国房地产政策利好逐步释放，建

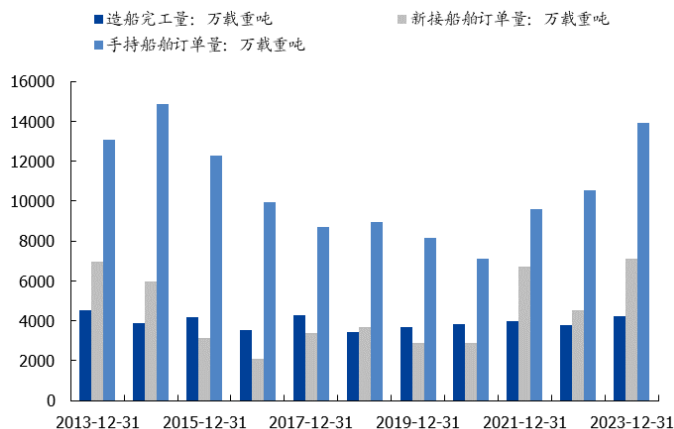
筑业市场有望不断修复。从高空作业平台另一下游运用领域造船业来看，2020 年以来我国手持船舶订单量持续增加，年均复合增长率达到了 25.15%；自 2021 年以来，我国的新接船舶订单量均超过 4500 万载重吨。此外，随着我国 LNG 船以及大型邮轮建造能力的增强，我国造船业有望飞速发展，对高空作业机械的需求会持续提升。高空作业平台也运用于航空工业领域。2022 年航空工业市场规模约为 9779.6 亿元，同比增长 8.3%。预计建筑业、造船业以及航空工业等下游领域的不断发展将给高空作业机械带来广阔市场空间。

图表71: 2012 年-2023 年我国建筑业总产值



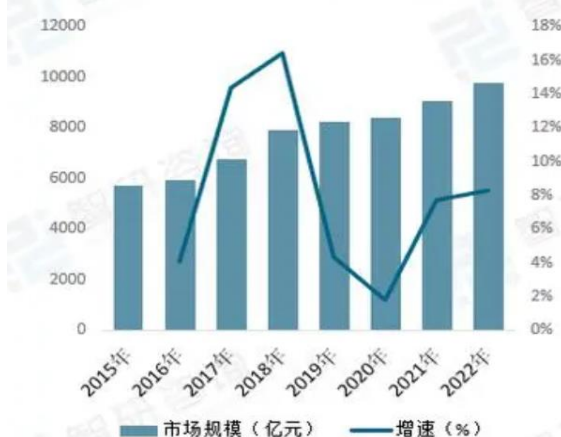
资料来源: 人民网, 国家统计局, iFinD, 国盛证券研究所

图表72: 2013 年-2023 年我国造船完工量、新接船舶订单量以及手持船舶订单量



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

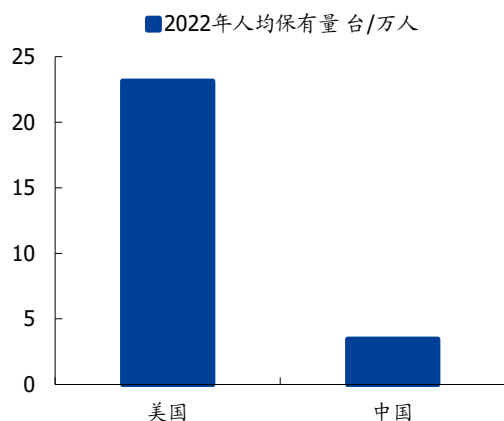
图表73: 2015 年-2022 年中国航空工业市场规模情况



资料来源: 智研咨询, 国盛证券研究所

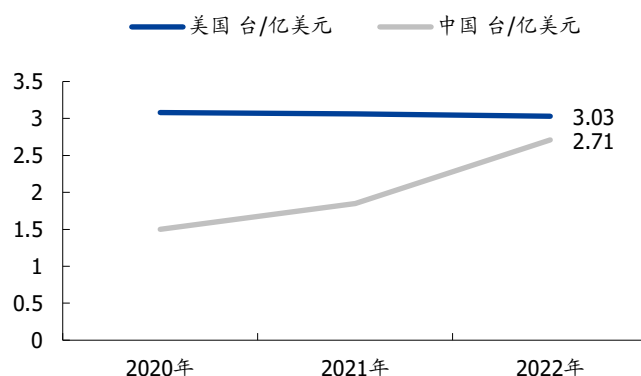
我国高空作业平台仍有较大的渗透空间。与欧美发达国家相比，我国高空作业机械设备渗透率仍比较低。2022 年美国高空作业机械人均保有量为 23.12 台/万人，而我国高空作业平台人均保有量仅 3.45 台/万人，美国的人均保有量是中国的 6.7 倍；从产品渗透率（设备台数/GDP）来看，2022 年美国的渗透率为 3.03 台/亿美元而中国的渗透率为 2.71 台/亿美元，仍有 0.3 台/亿美元的差距。目前，我国高空作业机械的渗透率仍比较低，未来有望进一步增加。

图表74: 2022 年中美高空作业机械人均保有量对比



资料来源: 立鼎产业研究网, 国盛证券研究所

图表75: 中美高空作业平台渗透率对比 (注: 产品渗透率=设备台数/GDP)



资料来源: 立鼎产业研究网, 国盛证券研究所

相比于剪叉式, 臂式高空作业平台适应性更强。臂式高空作业平台能够满足高度更高的作业需求, 可以适应更为复杂的作业环境 (如跨越一定的障碍或在一处升降), 可进行多点作业, 拥有更为灵活的作业方式。但同时, 臂式高空作业平台现有市场占比仍比较低, 潜在增长空间较大。据智研咨询, 2022 年剪叉式高空作业平台占整个市场比重约为 64.8%, 而臂式高空作业平台占比约 26.7%, 并且呈现逐年增加的趋势。随着我国国内制造企业逐步攻克臂式高空作业平台的核心技术, 增加臂式高空作业平台的生产规模, 臂式高空作业平台有望成为该行业新增长点。

图表76: 剪叉式高空作业平台和臂式高空作业平台区别

剪叉式高空作业平台

臂式高空作业平台



是一种常见的固定式高空作业设备, 具有结构简单、操作方便、稳定性好等优点, 适用于建筑工地、设备安装、保养维修等高度小于 10 米的作业。



具有更高的作业高度和更远的作业范围, 可以覆盖更多的高空作业场景。适用于 10 米以上的高空作业。

资料来源: 华经产业研究院, swllift 官网, 公司官网, 国盛证券研究所

我国高空作业机械市场呈现龙头企业主导的竞争格局。参与国内高空作业机械竞争的国外头部高空作业平台制造商主要有捷尔杰、特雷克斯等; 国内的龙头主要有浙江鼎力、徐工机械、中联重科、临工重机、湖南星邦等。国内企业中, 浙江鼎力拥有较大的市场

份额，品牌竞争力强。据智研咨询，2022 年，浙江鼎力在国内高空作业平台的市场份额达到 36.40%。

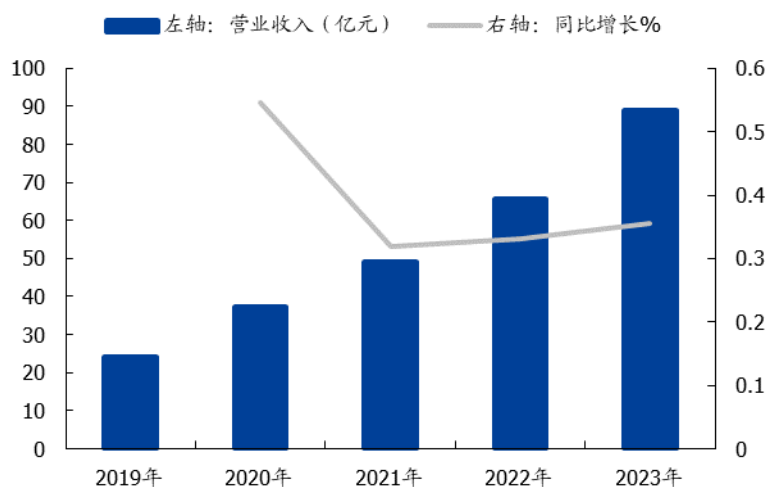
图表 77: 2023 年全球高空作业平台前 10 强排名情况

公司名称	2023 年营收（百万美元）	2023 年排名	2022 年排名
JLG Industries (Inc.Hinowa)	2998.6	1	1
Terex AWP	2118.23	2	2
XCMG（徐工机械）	1501.8	3	3
Skyjack	1069	4	4
Dingli	1042	5	5
Haulotte	1004	6	6
Zoomlion	912.1	7	7
Time Manufacturing	761.35	8	8
LGMG	744.27	9	9
Sinoboom	604.74	10	11

资料来源：我的钢铁网，KHL，国盛证券研究所

徐工高机强势增长，迅速跻身行业龙头。徐工的高机主要有各种型号的越野剪叉、船厂机型（根据船厂特定工况需求设计）以及柴动直臂、绝缘斗臂车等等，品类繁多，覆盖了剪叉式及臂式高空作业平台两种类型。凭借着深厚的技术底蕴以及强大的研发实力，徐工机械在高空作业平台领域表现亮眼。2019 年，全球高空作业平台排名中，徐工机械排名第十八，但在 2023 年，徐工排名第三，增长迅猛。近五年来，徐工的高空作业机械产品营收高速增长，从 2019 年的 24.16 亿元上升至 2023 年的 88.83 亿元，每年增速均超过 30%，近四年年均复合增长率为 38.47%。2019 年至 2023 年，高空作业机械营收占比从 4.08% 上升至 9.57%。继矿业机械之后，预计高空作业平台将成为徐工又一业绩增长点。

图表 78: 2019 年-2023 年徐工的高空作业机械营收及同比增长

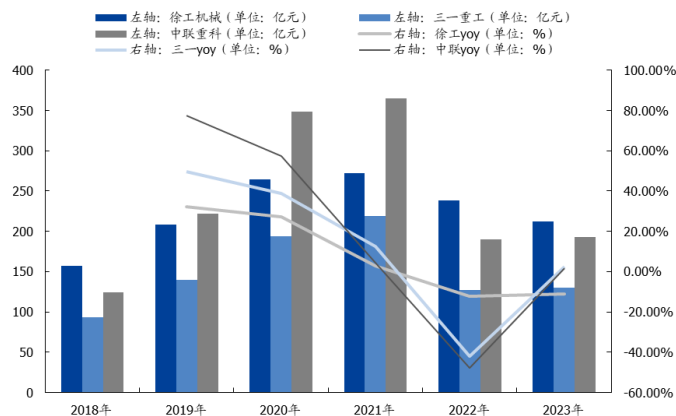


资料来源：徐工机械 2020-2023 年年度报告，国盛证券研究所

3.4 传统工程机械业务：公司基石稳固，有望触底回升

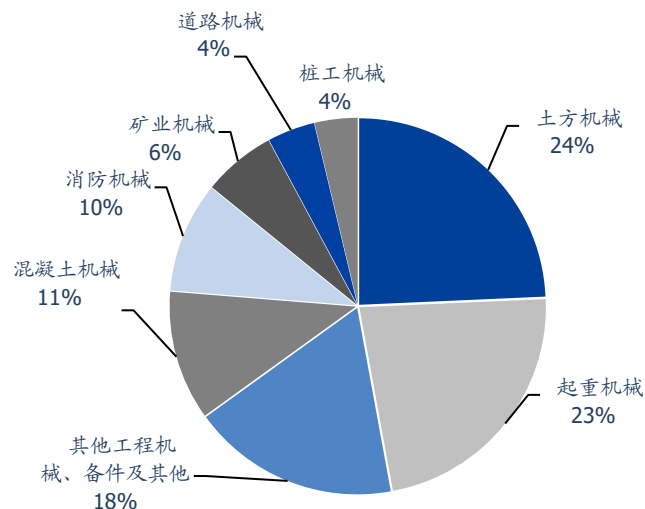
起重机械：位居全球前列，预期随行业周期触底回暖。2023 年营收降幅收窄，整体表现可观。公司产品中汽车起重机、随车起重机位居国内行业第一；起重机械、移动式起重机持续保持全球第一；随车起重机、塔式起重机保持全球第三。起重机械是徐工营收占比较高的产品之一，2023 年起重机械营收占徐工总营收比重为 23%。2022 年和 2023 年徐工机械在起重机械产品分别实现营收 238.6 亿、211.87 亿，同比分别下降 12.31%、11.20%，降幅略放缓，其原因在于海外业务出口部分抵消了国内需求低迷。22 年和 23 年起重机械毛利率分别为 19.87%和 22.60%，同比+2.73pct，盈利能力提升。随着徐工采取“一稳一降三调整”措施以及起重机械的高端化发展，毛利率有望提升。2023 年，徐工的全地面和越野吊出口双突破 200 台，履带吊市场占有率继续领跑行业。起重机械业务的未来增长点主要在于国内机械更新换代周期和“以旧换新”政策以及国际化战略的不断推进：一方面随着国内工程机械更新周期的到来以及“以旧换新”政策拉动，徐工的起重机械国内销量有望降幅归零甚至回升，另一方面，随着公司国际化战略的不断推进，全地面、随车吊、港口吊等产品出口收入高速增长，成为起重机械的新增长点。

图表79：徐工机械、中联重科以及三一重工起重机械产品营收、营收增速对比



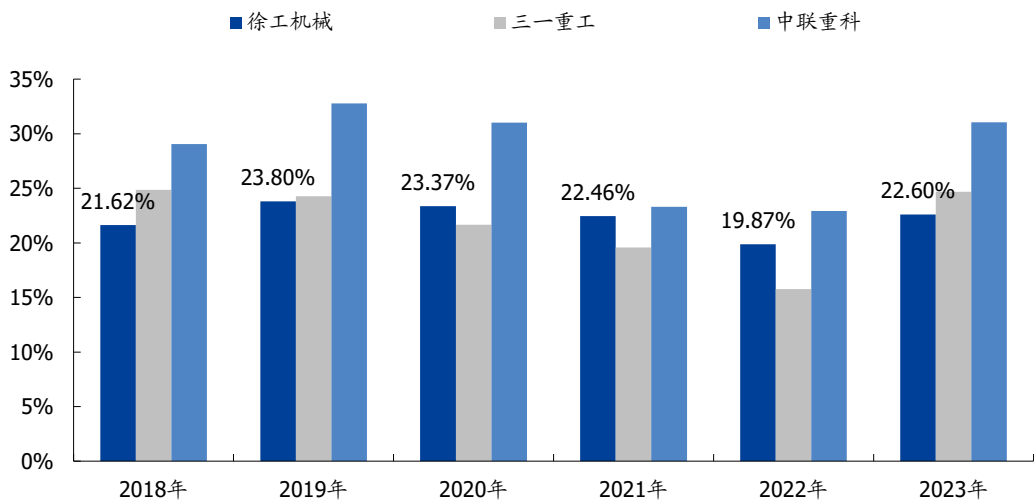
资料来源：iFinD，国盛证券研究所

图表80：2023 年徐工机械各类产品营业收入比重



资料来源：iFinD，国盛证券研究所

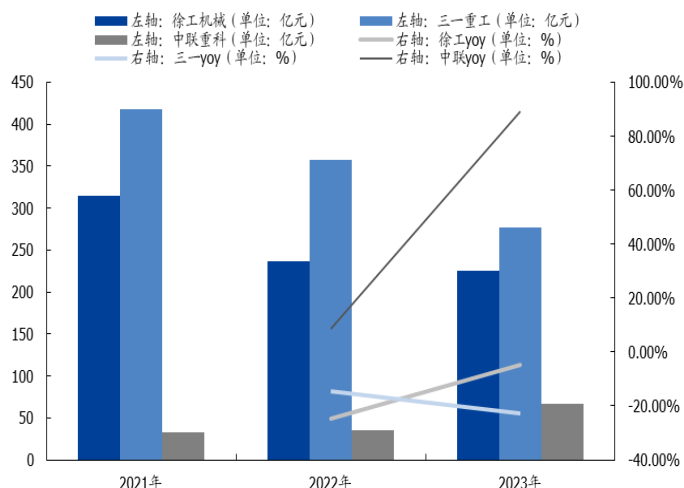
图表81：徐工机械、中联重科以及三一重工起重机械产品毛利率对比



资料来源：iFinD，国盛证券研究所

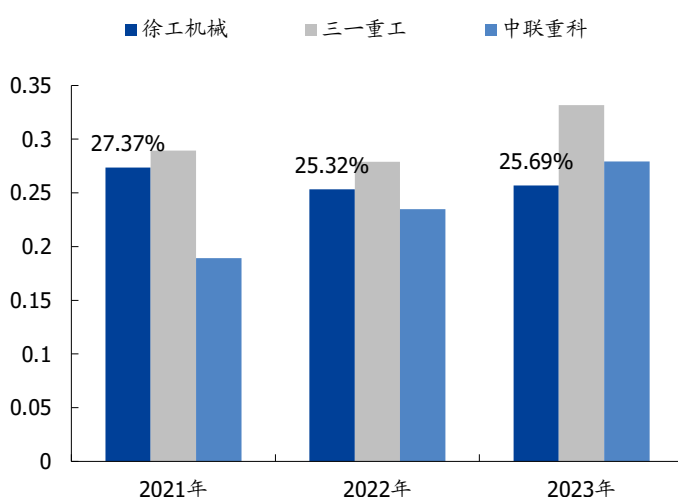
土方机械：降幅大幅收窄。徐工的土方机械主要包括挖掘机械和铲运机械。2022 年和 2023 年徐工在土方机械业务分别实现营收 236.39 亿元、225.60 亿元，同比分别下降 24.84%和 4.56%。土方机械业务对徐工营收的重要性逐步上升：2023 年，土方机械业务已经成为徐工营收占比最大的业务，占比 24%。在毛利率方面，徐工 22 年和 23 年土方机械分别实现毛利率 25.32%和 25.69%。一方面，徐工挖掘机械以及铲运机械有望从国内房地产市场修复以及万亿国债对基建的拉动中受益。另一方面，徐工的挖掘机械和铲运机械也将受益于电动化趋势。截至 2024 年 9 月，徐工已经推出 12 款电动/混动/氢能装载机以及 2 款电动挖掘机；2023 年徐工新能源装载机增长翻番，行业第一。

图表82：徐工机械、中联重科和三一重工土方机械营收及营收增速对比



资料来源：iFinD，国盛证券研究所

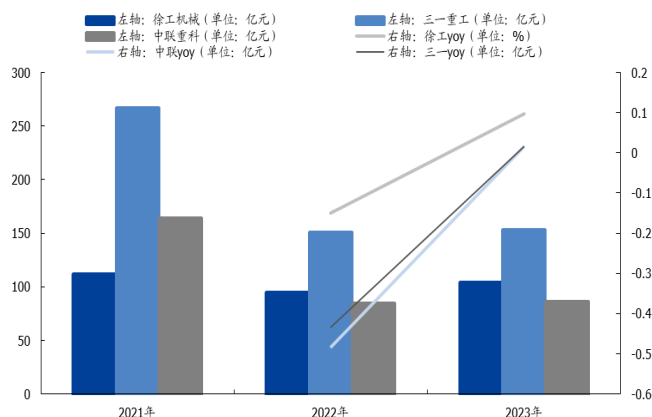
图表83：徐工机械、中联重科和三一重工土方机械毛利率对比



资料来源：iFinD，国盛证券研究所

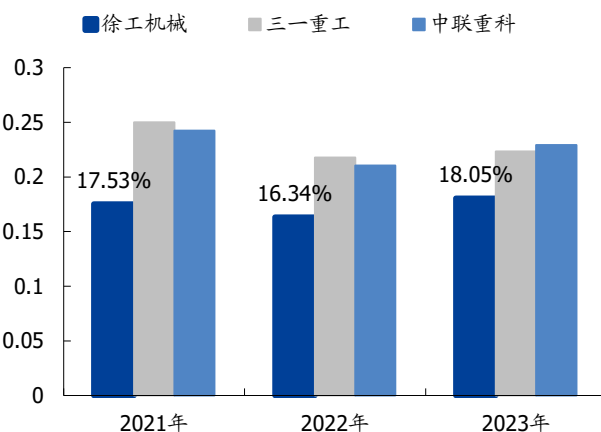
混凝土机械：2023 年营收增速转正。2023 年徐工混凝土机械占营收的比重为 11%。2022 年和 2023 年徐工在混凝土机械分别实现收入 95.02 亿元、104.25 亿元，分别同比 -14.94%，+9.72%。徐工的混凝土机械在 2023 年营收增速同比转正，可能原因在于海外业务高速增长。2023 年上半年，徐工海外的混凝土搅拌车营收增长超 50%。徐工 22 年、23 年混凝土机械的毛利率分别为 16.34%和 18.05%，盈利能力提升。徐工积极推进混凝土机械全球市场协同、技术协同、产能协同，促进混凝土机械业务进一步增长。预期随着电动化趋势不断推进、国内更新换代需求逐步显现以及海外市场不断拓展，徐工混凝土机械业务营收有望持续增长。

图表84: 徐工机械、中联重科和三一重工混凝土机械营收及营收增速对比



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

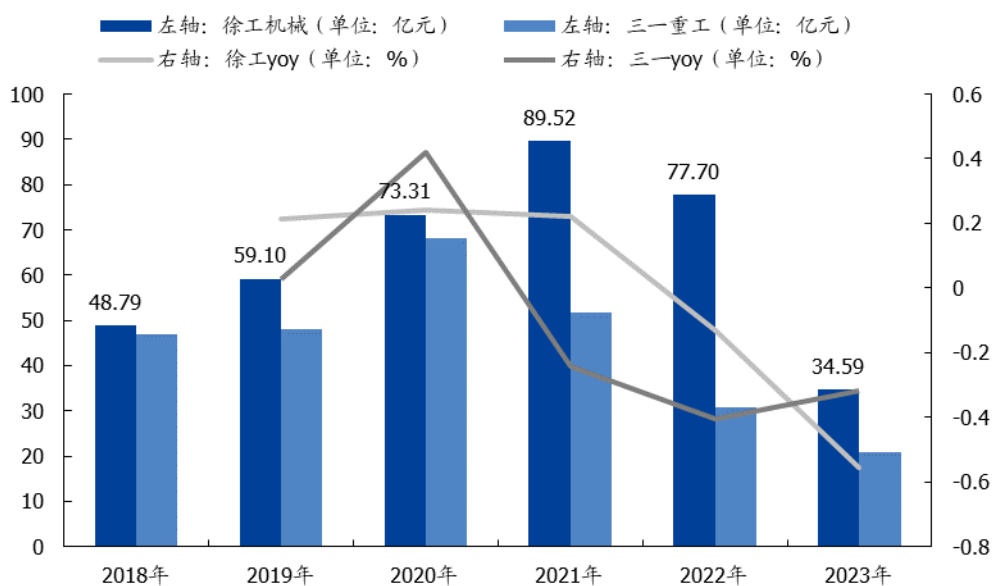
图表85: 徐工机械、中联重科和三一重工混凝土机械毛利率对比



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

桩工机械: 处于市场领先地位, 受行业下行周期影响, 公司业务短期承压。徐工机械的桩工机械稳居全球第一阵营, 2023 年营收占徐工总营收的 4%。徐工在 2022 年和 2023 年分别就桩工机械实现营业收入 77.70 亿元、34.59 亿元, 同比分别-13.20%、-55.48%, 降幅较大, 业务承压。未来可能随着国内行业修复、设备更新替换, 以及海外市场的进一步拓展, 徐工的桩工机械产品营收将逐步恢复。

图表86: 徐工机械与三一重工桩工机械营收及其增速对比



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

4 盈利预测与投资建议

我们预计公司 **2024-2026 年**，公司营业总收入分别为 **1004、1135、1307 亿元**，同比增速分别为 **8.1%、13.0%、15.1%**；归母净利润分别为 **65.7、83.4、109.2 亿元**，同比增速分别为 **23.3%、26.9%、31.0%**。公司主营业务收入拆分预测如下：

起重机械：2023 年，公司产品中汽车起重机、随车起重机位居国内行业第一；起重机械、移动式起重机持续保持全球第一；随车起重机、塔式起重机保持全球第三。2023 年，受到国内工程机械行业整体下行的影响，公司起重机械业务承压。但随着于工程机械设备更新换代周期到来、“以旧换新”等政策利好逐步释放以及国际化战略的持续推进，起重机械业务有望在 2024 年触底并于 2025 年恢复正增长。我们预计 2024-26 年起重机械业务收入分别为 201.27、211.34、232.47 亿元，营收增速分别为-5%、5%、10%，营业收入占比分别为 20.0%、18.6%、17.8%。随着徐工采取“一稳一降三调整”措施以及起重机械的高端化发展，我们预计 2024 年-2026 年起重机械毛利率小幅上升，分别为 22.0%、22.5%、22.8%。

土方机械：由于 2022 年和 2023 年国内房地产业不景气以及工程机械行业下行，徐工土方机械业务承压。随着房地产和万亿国债政策红利逐步释放、工程机械更新周期到来以及电动化替代趋势，我们预期 2024 年国内的土方机械需求将达到底部，随后需求逐步增加。从海外看，我们预期 2024 年徐工对亚非拉等新兴市场国家的出口力度将进一步加强。我们预计 2024 年-2026 年土方机械业务收入分别为 214.32、225.04、247.54 亿元，营收增速分别为-5%、5%、10%，营业收入占比分别为 21.3%、19.8%、18.9%，预计未来中大挖占比提升，未来依托产品结构优化和降本增效，公司毛利率有望小幅上升，2024-2026 年分别为 26.0%、26.5%、26.8%。

混凝土机械：徐工积极推进混凝土机械全球市场协同、技术协同、产能协同，并加之电动化趋势、以及海外市场不断拓展，徐工混凝土机械业务营收有望持续增长。我们预计 2024-26 年混凝土机械业务收入分别为 114.68、126.15、138.76 亿元，营收增速分别为 10%、10%、10%，毛利率稳定在 18%。

矿业机械：矿业机械是徐工的战略新兴产业，也是徐工的高增长业务之一。随着国内外采矿业需求的不断增加且徐工矿业机械正在逐步切入全球矿业巨头的供应链，矿业机械营收未来几年有望保持高增速。我们预计 2024-26 年矿业机械业务收入分别为 87.91、131.87、197.80 亿元，营收增速分别为 50.0%、50.0%、50.0%，营业收入占比分别为 8.8%、11.6%、15.1%。按照行业常规，下游矿企对矿业机械的价格不敏感，且矿业机械的进入壁垒、生产壁垒比其他工程机械产品更高，因此毛利率更高，我们预计 2024-26 年公司矿业机械业务毛利率分别为 25%/28%/32%。

高空作业机械：高空作业机械同样是徐工的战略新兴产业，也是徐工的高增长业务之一。2023 年高空作业机械徐工排名全球第三，凸显徐工在高机方面的强大实力。相比于欧美市场，我国的高空作业机械仍有较大的市场渗透空间，给徐工的高空作业机械带来较大市场机会。我们预计 2024-26 年高空作业机械业务收入分别为 119.92、149.90、172.39 亿元，营收增速分别为 35%、25%、15%，营业收入占比分别为 11.9%、13.2%、13.2%，毛利率稳定在 30%。

道路机械：国内需求相对稳定，期待海外市场占比提升推动公司增长。我们预计 2024-26 年道路机械业务收入分别为 38.18、40.09、42.10 亿元，营收增速分别为 0.0%、5.0%、5.0%，营业收入占比分别为 3.8%、3.5%、3.2%，毛利率稳定在 20%。

桩工机械：徐工的桩工机械稳居全球第一阵营。随着国内工程机械需求回暖、海外市场拓展顺利，桩工机械将恢复增长。我们预计 2024-26 年桩工机械业务收入分别为 36.32、39.96、43.95 亿元，营收增速分别为 5.0%、10.0%、10.0%，营业收入占比分别为 3.6%、3.5%、3.4%，毛利率稳定在 18%。

其他工程机械、备件及其他：主要为零部件和售后服务业务，预计此类业务处于稳定增长状态。我们预计 2024-26 年其他工程机械、备件及其他收入分别为 191.52、210.68、231.74 亿元，营收增速分别为 15.0%、10.0%、10.0%，营业收入占比分别为 19.1%、18.6%、17.7%，毛利率稳定在 18%。

图表87: 徐工机械收入分拆

		2023A	2024E	2025E	2026E
合计	营业总收入（百万元）	92848	100414	113502	130676
	YOY	-1.0%	8.1%	13.0%	15.1%
	毛利率（%）	22.4%	22.6%	23.3%	24.3%
起重机械	收入（百万元）	21187	20127	21134	23247
	yoy	-11.2%	-5.0%	5.0%	10.0%
	毛利率（%）	22.6%	22.0%	22.5%	22.8%
	占比（%）	22.8%	20.0%	18.6%	17.8%
土方机械	收入（百万元）	22560	21432	22504	24754
	yoy	-4.6%	-5.0%	5.0%	10.0%
	毛利率（%）	25.7%	26.0%	26.5%	26.8%
	占比（%）	24.3%	21.3%	19.8%	18.9%
混凝土机械	收入（百万元）	10425	11468	12615	13876
	yoy	9.7%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率（%）	18.1%	18.0%	18.0%	18.0%
	占比（%）	11.2%	11.4%	11.1%	10.6%
高空作业机械	收入（百万元）	8883	11992	14990	17239
	yoy	35.6%	35.0%	25.0%	15.0%
	毛利率（%）	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
	占比（%）	9.6%	11.9%	13.2%	13.2%
矿业机械	收入（百万元）	5861	8791	13187	19780
	yoy	14.2%	50.0%	50.0%	50.0%
	毛利率（%）	20.0%	25.0%	28.0%	32.0%
	占比（%）	6.3%	8.8%	11.6%	15.1%
桩工机械	收入（百万元）	3459	3632	3996	4395
	yoy	-55.5%	5.0%	10.0%	10.0%
	毛利率（%）	15.0%	18.0%	18.0%	18.0%
	占比（%）	3.7%	3.6%	3.5%	3.4%
道路机械	收入（百万元）	3818	3818	4009	4210
	yoy	-5.4%	0.0%	5.0%	5.0%
	毛利率（%）	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
	占比（%）	4.1%	3.8%	3.5%	3.2%
其他工程机械、 备件及其他	收入（百万元）	16654	19152	21068	23174
	yoy	24.9%	15.0%	10.0%	10.0%
	毛利率（%）	18.4%	18.0%	18.0%	18.0%
	占比（%）	17.9%	19.1%	18.6%	17.7%

资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

首次覆盖，给予“买入”评级。我们选取了和公司同属于工程机械行业的 4 家龙头企业作为可比公司：三一重工、柳工、中联重科、恒立液压。2024-2025 年，上述可比公司

平均 PE 为 18/14X，而当前股价对应公司 PE 为 11/9X，公司估值低于可比公司估值。徐工机械是国内工程机械行业龙头企业，持续推动产品进行高端化、绿色化、智能化转型，有望受益于工程机械电动化、国内更新替换周期、以及海外市场进一步开拓。鉴于国内市场有望实现触底反弹，加之公司在海外市场表现强势，徐工机械理应赋予更高的龙头溢价、国内底部反转溢价、以及海外成长溢价，首次覆盖给予“买入”评级。

图表88: 徐工机械可比公司对比

证券简称	总市值 (亿元)	净利润 (亿元)		YOY (%)		PE (倍)		PB (倍)	
		2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
三一重工	1,367	61.6	79.2	35.3	27.1	22.2	17.3	1.9	1.8
中联重科	516	44.3	56.6	29.8	22.4	11.7	9.1	0.9	0.8
柳工	185	14.5	19.2	59.6	30.0	12.8	9.6	1.0	1.0
恒立液压	685	27.3	32.2	10.1	19.3	25.1	21.3	4.2	3.7
平均值						17.9	14.3	2.0	1.8
徐工机械	733	65.7	83.4	23.3	26.9	10.8	8.5	1.2	1.0

资料来源: wind, 国盛证券研究所 (注: 三一重工、柳工、中联重科、恒立液压的数据选自 2024 年 9 月 9 日 wind 一致预测)

风险提示

国内下游行业需求不足风险。若国内挖机行业再次出现下滑，公司营收可能不及预期。预期国内工程机械需求动力主要来源于生命周期迭代，下游房地产和基建行业需求趋稳的情况下，行业整体实现正增长。但考虑到工程机械行业受下游房地产和基建行业影响较大，目前国内这些关键下游行业市场状况尚未明确清晰，若出现违背预期的情况，可能影响公司业绩稳定性和可预见性，使公司营收整体不及预期，盈利能力下滑，抗风险能力减弱。

海外市场风险。若海外贸易壁垒再次扩大，公司盈利能力可能减弱。公司目前海外收入增速明显，预期海外贸易壁垒不再扩大，可维持现状。但目前国际局势不断变动，政治、经济、法律和文化差异等因素具有不确定性风险，现美国对工程机械行业加征关税、欧盟征收反倾销税，若未来税率再次上调，海外贸易风险加大，公司销售毛利率、销售净利率可能受到较大影响，营收、利润降低，盈利能力减弱。

汇率波动风险。若汇率出现较大波动，公司业绩稳定性可能下滑。作为全球市场运营的企业，公司的财务表现受汇率波动影响显著，预期汇率保持平稳。若汇率出现较大波动，其不稳定性可能导致实际收益与预期存在较大差异。

信用减值风险。公司存在合同另一方未能履行义务而导致本公司金融资产产生损失的风险，可能使公司资产、利润减少。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com