

徐工机械(000425)

报告日期: 2025 年 01 月 15 日

新徐工：迈向工程机械全球龙头

——徐工机械深度报告

投资要点

□ 一句话逻辑

迈向工程机械全球龙头，混改效益凸显，带动业绩释放、资产质量提升，价值有望重估。

□ 行业β：工程机械市场有望迎来海内外需求共振

行业出口景气有望回暖（一带一路长期需求旺盛，欧美有望改善）、国内需求筑底（挖机更新需求释放，头部公司市占率提升），有望迎来海内外需求共振。

1、海外市场：12 月主要地区小松挖机开工小时数同比增速为：中国+19.5%、印尼+5.1%、欧洲+4.3%、北美+0.7%。其中，中国 8-12 月连续 5 个月正增长，欧洲 10-12 月连续 3 个月正增长，挖机需求边际复苏。

2、国内市场：挖机新一轮更新有望启动，预计 2025 年挖掘国内销量增长 12%，总销量增长 11%。国内挖机市场行业集中度持续提升（2020 年 CR4=61.5%，全部为中国品牌；2023 年 1-10 月 CR4 进一步提升至 68.4%），内资份额持续增长。

□ 公司α：公司为国内工程机械龙头，规模效应显著

公司为国内工程机械龙头，有望逐步进入全球前三，不断缩小与卡特彼勒和小松的差距。根据 2024 年最新的 Yellow Table 榜单，徐工集团全球市占率为 5.3%，位居全球第四，蝉联中国第一。前三名分别是卡特彼勒（16.8%）、小松（10.4%）、约翰迪尔（6.1%）。

公司盈利能力突出，1）截至 2024Q3，公司 ROE 为 9%，在五大主机厂中位居前列，高于柳工（8%）、三一重工（7%）、中联重科（6%），低于山推股份（12%）；2）2024 前三季度，公司归母净利率分别为 6.6%、7.5%、7.7%，同比分别提升 0.2、0.5、1.0pct。

□ 超预期逻辑

市场认为：国内工程机械行业仍处于下行期，房地产需求预期不足；同时担心基建资金到位情况不及预期，开工率持续承压，2025 年行业整体仍将处于低迷期。

我们认为：

1、公司混改效益凸显，管理激励提升：公司发布全球投资者三年回报计划，聚焦盈利能力提升、现金流及资产质量改善、分红回购等事宜。

2、资产质量提升，带动价值重估：2024Q3 公司资产负债率为 63.8%，较 2023 年同期下降 1.4pct；2024H1 融资租赁回购义务余额为 583 亿，较 2023 年同期降幅为 18%；2024 年前三季度，公司实现经营性现金流 20.4 亿元，同比增长 24.5%。

3、海外业务加速，产品结构持续优化：2019-2023 年，公司国际化收入占比从 13%提升至 40%；2024 年前三季度，占比提升至 47%（收入绝对值同比+9%）。

4、矿业机械空间大、壁垒高，公司龙头地位明显：2023 年矿机收入 59 亿，2019-2023 年 CAGR=44%。近期多个国际大单落地，且公司连续六年上榜全球露天矿山挖运设备制造商五强（榜单中唯一中国企业），龙头地位明显。

□ 催化剂

国内房地产、基建投资企稳，挖机国内销量超预期；国际化业务加速，挖机出口销量超预期；经营活力释放，盈利能力提升等。

□ 盈利预测与估值

预计公司 2024-2026 年收入为 909、1047、1279 亿，同比增长-2%、15%、22%；归母净利润为 62、78、97 亿元，同比增长 16%、26%、25%，对应 PE 为 14、11、9 倍，2023-2026 年归母净利润复合增速 22%，维持“买入”评级。

□ 风险提示

1）基建、地产投资不及预期；2）出口不及预期；3）应收账款等风险敞口

投资评级：买入(维持)

分析师：邱世梁

执业证书号：S1230520050001

qiushiliang@stocke.com.cn

分析师：王华君

执业证书号：S1230520080005

wanghuajun@stocke.com.cn

分析师：何家恺

执业证书号：S1230523080007

hejiakai@stocke.com.cn

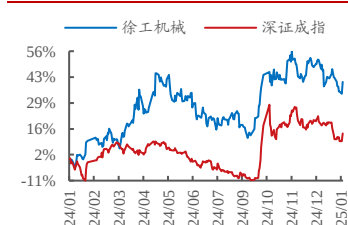
研究助理：蒋逸

jiangyi01@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 7.57
总市值(百万元)	89,448.38
总股本(百万股)	11,816.17

股票走势图



相关报告

- 1 《发布投资者三年回报计划；签署 30 亿电动矿山机械出口最大单》 2024.12.01
- 2 《三季报业绩超预期；盈利能力持续提升，经营质量加速改善》 2024.11.01
- 3 《迈向工程机械全球龙头，价值有望重估》 2024.10.16

财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	92848	90919	104680	127917
(+/-) (%)	-1%	-2%	15%	22%
归母净利润	5326	6189	7778	9739
(+/-) (%)	24%	16%	26%	25%
每股收益(元)	0.45	0.52	0.66	0.82
P/E	17	14	11	9
ROE	9%	10%	12%	13%

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 “新徐工”效应逐步凸显，出口、矿机等新品驱动增长	6
1.1 吸收合并徐工有限整体上市，首次实施股权激励计划	6
1.2 全球工程机械龙头，混改注入优质资产	7
1.3 产业链：工程机械上游包括核心零部件等，下游主要为建筑、基建等应用领域	8
1.4 多类产品位居行业第一，2024 年市场份额全球第四	9
2 工程机械行业筑底向上，海内外市场有望共振	10
2.1 国内市场：挖机 CR4 及内资品牌市占率提升，设备更新驱动增长	10
2.2 海外市场：欧美市场景气恢复，海外市场有望回暖	11
2.3 赛道β：挖机需求海内外共振，主机厂资产质量提升	13
2.3.1 预计 2025 年挖机总销量增长 11%，海内外均实现正增长	13
2.3.2 各主机厂资本开支控制良好，营运能力提升，静待底部反转	13
3 三大业务稳居第一梯队，其他主营业务行业地位突出	15
3.1 公司行业地位：产品种类齐全，多类产品位居行业第一	15
3.1.1 原徐工机械业务：起重机械筑底向上，桩工、铲运及高机业务贡献增量	15
3.1.2 新吸收业务：优质资产注入，整体竞争力增强	19
3.2 公司竞争优势：产品广、谱系全，规模效应显著	22
3.3 经营边际变化：工程机械行业筑底向上，公司矿业机械板块蓄势待发	23
4 公司预期差：管理激励提升，资产质量修复、矿机业务高增	24
5 股价催化剂	25
6 盈利预测与估值	25
6.1 盈利预测	25
6.2 估值分析	25
7 风险提示	26

图表目录

图 1: 徐工混改结束, 工程机械板块整体上市.....	6
图 2: 徐州国资委为公司最终控制人.....	7
图 3: 内生增长+外延并购造就徐工集团行业龙头地位.....	7
图 4: 徐工集团产品品类齐全, 囊括土方机械、起重机械、桩工机械、混凝土机械、路面机械等.....	8
图 5: 2016-2023 年公司营收 CAGR=28%, 归母净利润 CAGR=59%.....	8
图 6: 2024H1 公司土方机械占比为 28%, 矿业机械占比为 7%.....	8
图 7: 挖掘机产业链: 下游主要应用于基建、地产、农村建设、矿山及其他(市政、园林等)领域.....	9
图 8: 2022 年全球亚洲区工程机械企业收入占比第一.....	9
图 9: 2024 年徐工集团全球收入占比 5.3%, 位居全球第四.....	9
图 10: 2023 年国产挖掘机占中国市场的份额为 86.8%, 欧美品牌为 6.4%, 日韩品牌为 6.8%.....	10
图 11: 2023 年 CR4、CR8 分别上升至 68.4%、86.0%.....	10
图 12: 12 月挖掘机国内销量同比增长 22%, 3-12 月连续 10 个月正增长.....	11
图 13: 12 月挖掘机出口销量同比增长 11%, 8-12 月连续 5 个月正增长.....	11
图 14: 2024 年 12 月, 中国、北美、日本、印尼、欧洲挖机开工小时数边际改善.....	12
图 15: 预计 2025 年北美、欧洲、亚洲建筑机械市场逐渐修复.....	12
图 16: 2024 年 1-11 月挖掘机出口额中“一带一路”国家占比达 73%.....	13
图 17: 预计 2025 年挖机总销量增长 11%.....	13
图 18: 本轮行业上行期各主机厂资本开支控制良好.....	14
图 19: 各主机厂存货周转率降幅收窄.....	14
图 20: 各主机厂应收账款周转率降幅收窄.....	14
图 21: 各主机厂固定资产周转率降幅收窄.....	15
图 22: 各主机厂经营性现金流/营业收入.....	15
图 23: 本轮周期各主机厂毛利率波动幅度收窄.....	15
图 24: 本轮周期各主机厂净利率稳中有升.....	15
图 25: 徐工起重机产品发展历程.....	16
图 26: 2021 年公司汽车起重机销量为 20091 台, 位居全球第一.....	16
图 27: 2021 年公司履带起重机销量上升, 位居国内榜单首位.....	16
图 28: 公司随车起重机销量逐年上升, 保持稳健增长.....	17
图 29: 2021 年随车起重机, 汽车起重机、履带起重机市占率分别为 57%、40%、48%.....	17
图 30: 2024H1 徐工起重机械收入高于三一、中联.....	17
图 31: 2024H1 徐工起重机械毛利率低于三一、中联.....	17
图 32: 2021 年公司桩工机械营收领先于三一重工.....	18
图 33: 公司桩工机械毛利率总体看还有较大提升空间.....	18
图 34: 2016-2021 年, 公司装载机销量稳步提升.....	18
图 35: 2016-2021 年, 公司铲运机械营收 CAGR=27%.....	18
图 36: 2016-2023 年公司高空作业平台收入 CAGR=47%.....	19
图 37: 徐工机械挖机业务发展历程.....	19
图 38: 2009-2020 年公司挖掘机市场占有率逐年攀升, 位居国内行业第二.....	20
图 39: 2023 年公司挖机市占率为 19.9%, 位居国内第二.....	20
图 40: 相比三一, 徐工挖机业务营收规模存在较大提升空间.....	20
图 41: 2021 年徐工挖机业务毛利率反超三一, 达到 30.48%.....	20
图 42: 2021 年徐工混凝土泵车销量同比增长 7%.....	21

图 43: 2020 年徐工搅拌车销量增幅较大, 同比增长 139%.....	21
图 44: 徐工混凝土泵车、搅拌车占市占率总体向上	21
图 45: 2021 年徐工混凝土机械营收低于三一重工和中联重科	22
图 46: 徐工混凝土机械毛利率有较大提升空间	22
图 47: 2023 年公司收入在五家主机厂中排第一位 (单位: 亿元)	22
图 48: 2023 年公司归母净利润在五家主机厂中排第一位 (单位: 亿元)	22
图 49: 2023 年公司 ROE (平均) 在五家主机厂中排第二位	23
图 50: 2019-2023 年公司矿业机械收入 CAGR=44%	23
图 51: 2024 年全球矿山露天挖运设备制造商排行榜	24
图 52: 公司全工艺全场景的大型露天矿山成套施工解决方案	24
图 53: 可比公司估值表.....	25
表附录: 三大报表预测值.....	27

1 “新徐工”效应逐步凸显，出口、矿机等新品驱动增长

（一）公司治理：徐州国资委为公司最终控制人，持有徐工集团 90.5%股权；2022 年公司完成混改，吸收合并徐工有限，徐工有限旗下挖掘机械、混凝土机械、矿业机械、塔式起重机等工程机械生产配套资产全部注入徐工机械，下属工程机械板块实现整体上市。

（二）主营业务：徐工机械设立于 1993 年，1996 年于深交所挂牌上市，是徐工集团旗下唯一上市公司。徐工集团产品囊括了土方机械、起重机械、桩工机械、混凝土机械、路面机械五大支柱产业，以及矿业机械、高空作业平台、环境产业、农业机械、港口机械、救援保障装备等战略新兴产业，下辖主机、贸易服务和新业态企业 60 余家。

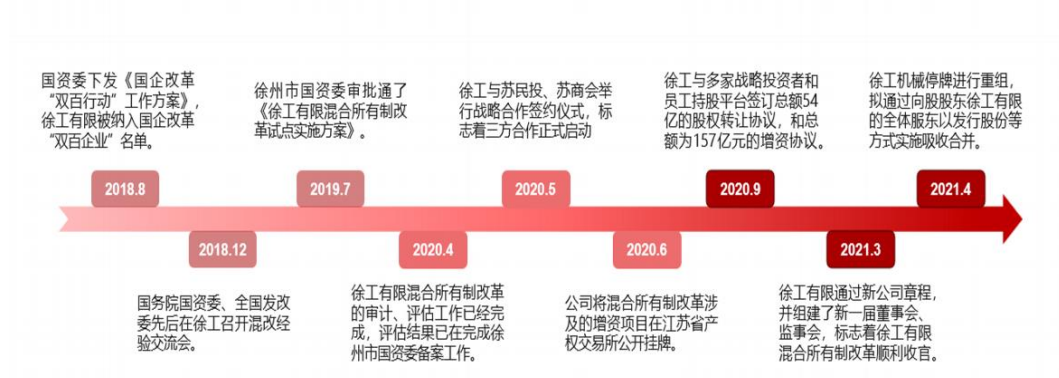
（三）商业模式：公司处于产业链中游，上游包括核心零部件等，下游主要为建筑、基建等应用领域。

（四）竞争格局：2024 年全球工程机械制造商 50 强榜单中，卡特彼勒（16.8%）、小松（10.4%）、约翰迪尔（6.1%）分列前三，徐工以 5.3% 的份额位居第四（中国第一）。

1.1 吸收合并徐工有限整体上市，首次实施股权激励计划

反向吸收徐工有限，综合竞争力持续提升。2022 年 8 月 1 日，徐工机械重大资产重组完成资产交割，8 月 26 日，徐工机械向徐工有限全体股东发行股份，实施吸收合并，8 月 29 日新增股份实现上市，吸收合并徐工有限事项完成。随着徐工有限旗下挖掘机械、混凝土机械、矿业机械、塔式起重机等工程机械生产配套资产全部注入徐工机械，公司下属工程机械板块实现整体上市，公司综合竞争力及抗风险能力持续提升，盈利能力及持续经营能力有望增强。

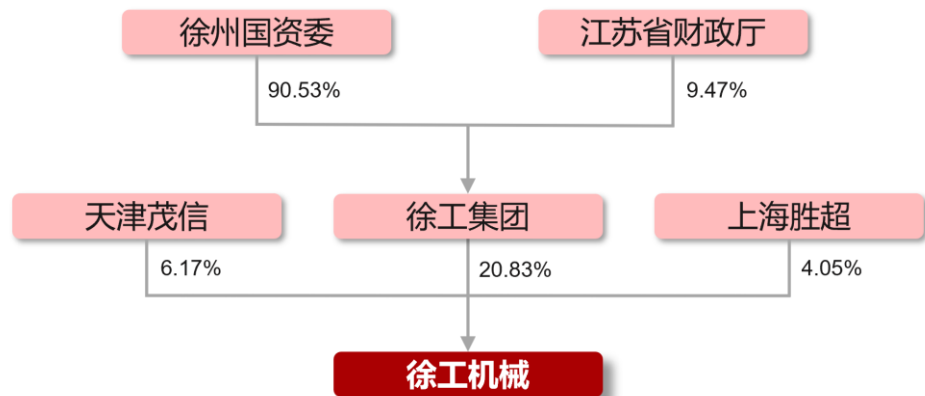
图1：徐工混改结束，工程机械板块整体上市



资料来源：Wind，浙商证券研究所

徐州国资委是徐工机械最终控制人。2022 年 8 月底，徐工机械反向吸收合并徐工有限，交易完成后，徐工机械作为存续公司承继及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，徐工有限的法人资格将被注销。徐工机械控股股东将由徐工有限变更为徐工集团，徐州国资委持有徐工集团 90.5%股权，仍为公司的最终控制人。

图2：徐州国资委为公司最终控制人



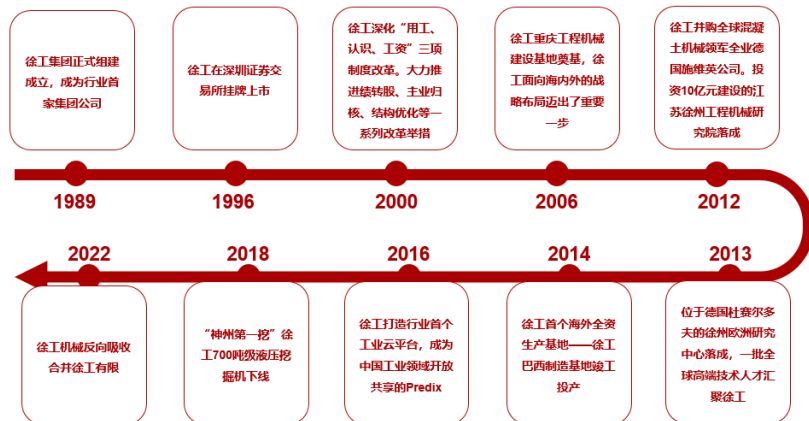
资料来源：Wind，浙商证券研究所
注：截至 2025 年 1 月 14 日

首次实施股权激励计划，激发企业经营活力。2023 年 2 月，公司发布限制性股票激励计划（草案），拟授予的限制性股票数量为 118,161,660 股，约占草案公告时公司股本总额的 1.0%。其中拟首次授予 109,890,360 股，授予价格为 3.09 元/股，激励对象共计不超过 2,000 人，包括在公司任职的董事、高级管理人员、中高层管理人员、核心技术及业务人员，覆盖面较广，可有效激发企业经营活力。

1.2 全球工程机械龙头，混改注入优质资产

全方位发展造就徐工集团行业龙头地位。徐工集团前身始于 1943 年创建的八路军鲁南第八兵工厂，1989 年作为全国集团化改革样板组建成立，是新中国第一台汽车起重机、第一台压路机的诞生地。经过多年的研发技术沉淀与后期改革和转型阶段的不断探索，徐工集团已成长为中国工程机械领军企业，是中国工程机械行业规模最大、产品品种与系列最齐全、最具竞争力和影响力的大型企业集团。

图3：内生增长+外延并购造就徐工集团行业龙头地位



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

徐工机械设立于 1993 年，1996 年于深交所挂牌上市，是徐工集团旗下唯一上市公司。徐工集团产品囊括了土方机械、起重机械、桩工机械、混凝土机械、路面机械五大支柱产业

业，以及矿业机械、高空作业平台、环境产业、农业机械、港口机械、救援保障装备等战略新产业，下辖主机、贸易服务和新业态企业 60 余家。

图4：徐工集团产品品类齐全，囊括土方机械、起重机械、桩工机械、混凝土机械、路面机械等

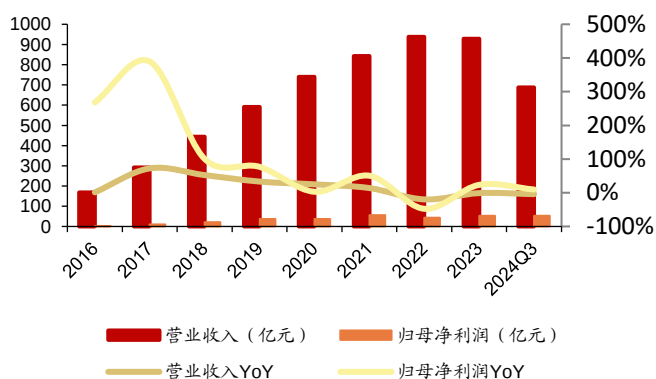


资料来源：公司官网，浙商证券研究所

2016-2023 年公司营收高速增长，CAGR=28%。2016-2023 年，公司营收从 168.9 亿元增长至 928.5 亿元，CAGR=28%；归母净利润从 2.1 亿元增长至 53.3 亿元，CAGR=59%。2024Q1-3，公司实现营收 687.3 亿元，同比下滑 4%；实现归母净利润 53.1 亿元，同比增长 10%。

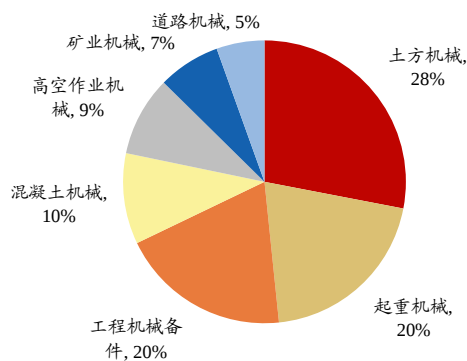
土方机械为公司主要产品，2022 年吸收徐工有限后新增矿业机械板块。2024H1，公司土方机械收入占比为 28%，起重机械占比为 20%，混凝土机械占比为 10%，高空作业机械占比为 9%，矿业机械占比为 7%，道路机械占比为 5%。

图5：2016-2023 年公司营收 CAGR=28%，归母净利润 CAGR=59%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图6：2024H1 公司土方机械占比为 28%，矿业机械占比为 7%



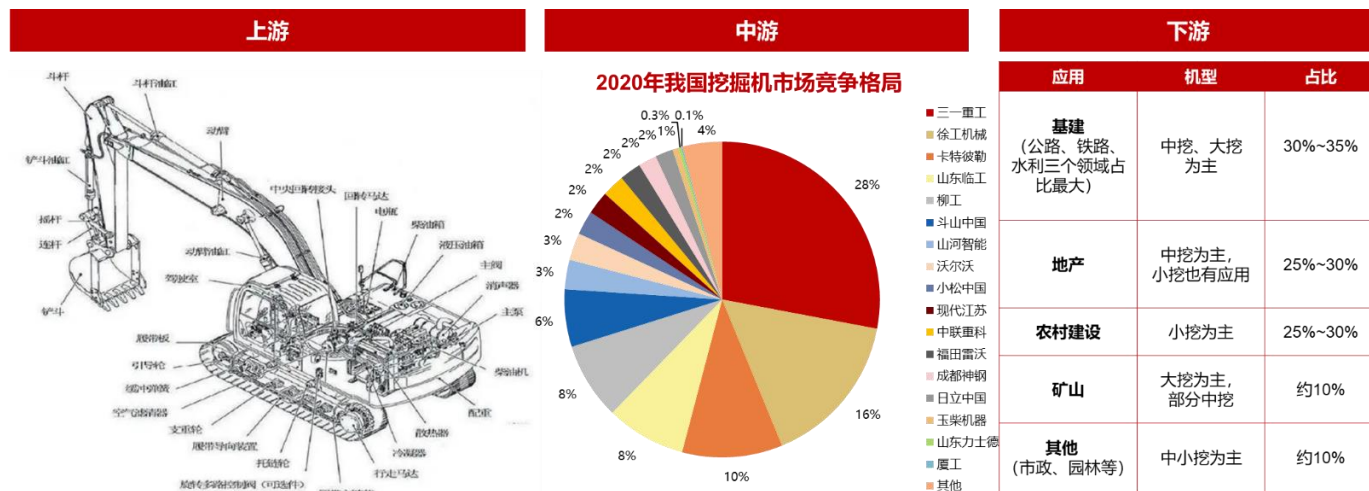
资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.3 产业链：工程机械上游包括核心零部件等，下游主要为建筑、基建等应用领域

工程机械是用于建筑、道路、矿山、农业、港口等应用领域的一类机械设备，具体设备类别包括挖掘机、装载机、起重机、叉车、高空作业平台、高空作业车、平地机、压路机、摊铺机等。

以挖掘机为例，挖掘机是一种用铲斗挖掘高于或低于承机面的物料，并装入运输车辆或卸至堆料场的土方机械。其上游包括核心零部件（包括发动机、液压系统等）、钢材、其他零部件等，其中核心零部件在生产成本中的占比可达 45%；中游为挖掘机制造业，2020 年，我国挖掘机市场中的主要玩家及其市占率分别为三一重工（28.0%）、徐工机械（15.8%）、卡特彼勒（10.3%）、柳工（7.9%）、小松中国（2.5%）、中联重科（2.3%）、福田雷沃（2.2%）；下游应用领域包括基建、地产、农村建设、矿山及其他（市政、园林等），占比分别为 30%~35%、25%~30%、25%~30%、约 10%、约 10%。

图7: 挖掘机产业链: 下游主要应用于基建、地产、农村建设、矿山及其他(市政、园林等)领域



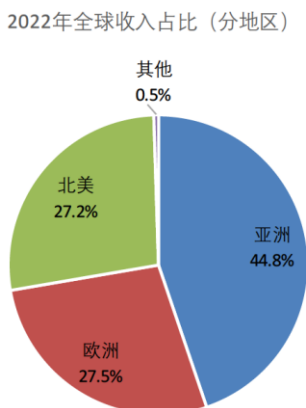
资料来源：华经产业研究院，中国工程机械工业协会，界面新闻，数据线，合肥岩磅二手挖机市场等，浙商证券研究所

1.4 多类产品位居行业第一，2024 年市场份额全球第四

产品种类齐全，多类产品位居行业第一。公司的起重机械、移动式起重机、水平定向钻位居全球第一；随车起重机位居全球第三；摊铺机、旋挖钻机、履带起重机等 12 类主机产品稳居国内行业第一。

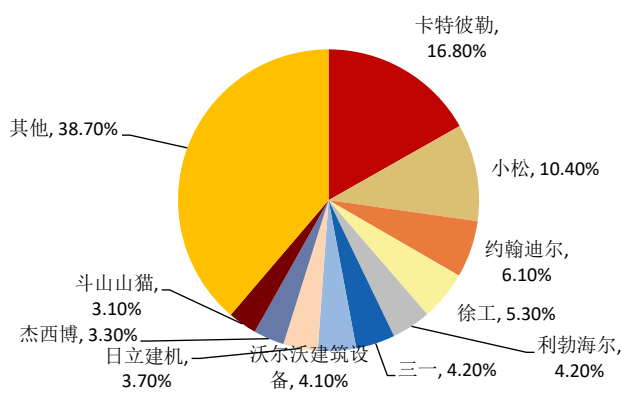
2024 年徐工集团全球市场份额为 5.3%，位居全球工程机械行业第四。在英国 KHL 集团主导发布的 2024 年全球工程机械制造商 50 强排行榜中，徐工集团在全球市场上占据 5.3% 的市场份额，位居全球工程机械行业第四位（中资企业第一位），连续数年跻身全球前十强。

图8: 2022 年全球亚洲区工程机械企业收入占比第一



资料来源：KHL，浙商证券研究所

图9: 2024 年徐工集团全球收入占比 5.3%，位居全球第四



资料来源：KHL，浙商证券研究所

2 工程机械行业筑底向上，海内外市场有望共振

（一）细分赛道发展阶段：全球工程机械市场迈入成熟阶段。

（二）细分赛道景气变化及驱动逻辑：2025 年工程机械市场有望迎来海内外共振。国内需求筑底，有望开启新一轮更新周期；海外一带一路长期需求旺盛，欧美市场景气有望恢复。

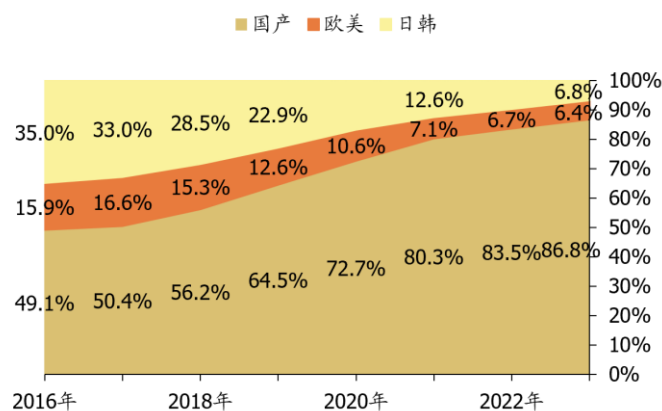
（三）赛道 β 的体现：工程机械制造商资产质量提升、营运能力改善。本轮下行周期中，国内各主机厂资本开支控制良好，各项周转率指标降幅收窄，盈利能力改善明显，随着行业景气回暖，业绩有望加速释放。

2.1 国内市场：挖机 CR4 及内资品牌市占率提升，设备更新驱动增长

挖掘机被誉为工程机械皇冠上的明珠，国内挖机市场内资品牌市占率持续提升。2023 年国产挖掘机占中国市场的份额为 86.8%，欧美品牌为 6.4%，日韩品牌为 6.8%，国产挖机份额较 2022 年提升 3.3pct。

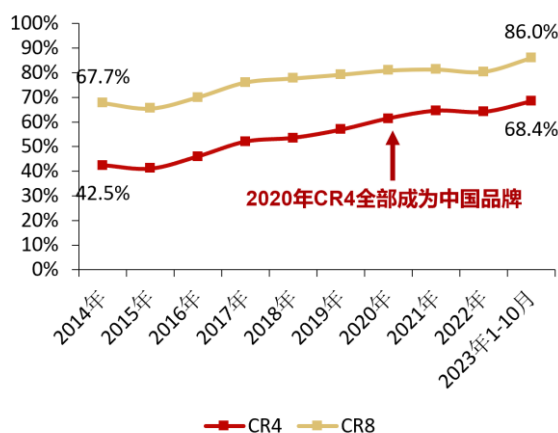
行业集中度持续提升，2023 年 CR4、CR8 分别上升至 68.4%、86.0%。挖机国内市场行业集中度处于高位，自 2020 年开始，CR4 全部为国产品牌。头部企业综合竞争力持续提升，新进入者、尾部企业生存空间持续压缩。

图10：2023 年国产挖掘机占中国市场的份额为 86.8%，欧美品牌为 6.4%，日韩品牌为 6.8%



资料来源：中国挖机年会，慧聪工程机械网，浙商证券研究所

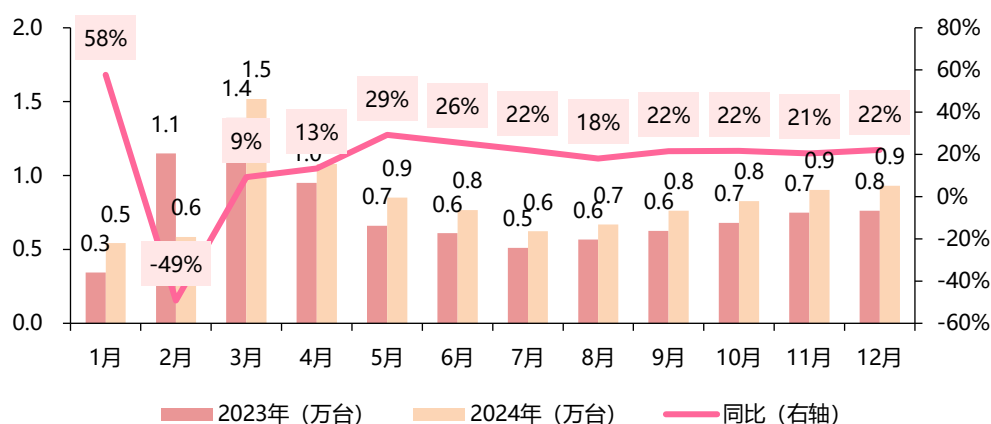
图11：2023 年 CR4、CR8 分别上升至 68.4%、86.0%



资料来源：中国挖机年会，慧聪工程机械网，浙商证券研究所

2024 年国内挖机市场筑底回升态势明显。2024 年 1-12 月，挖掘机国内销量为 100543 台，同比增长 12%；其中 12 月单月销量同比增长 22%，3-12 月连续 10 个月实现正增长。受益于新一轮集中换新周期+地产政策托底+大规模以旧换新政策催化，国内市场有望进入新一轮增长周期。

图12: 12月挖掘机国内销量同比增长22%，3-12月连续10个月正增长

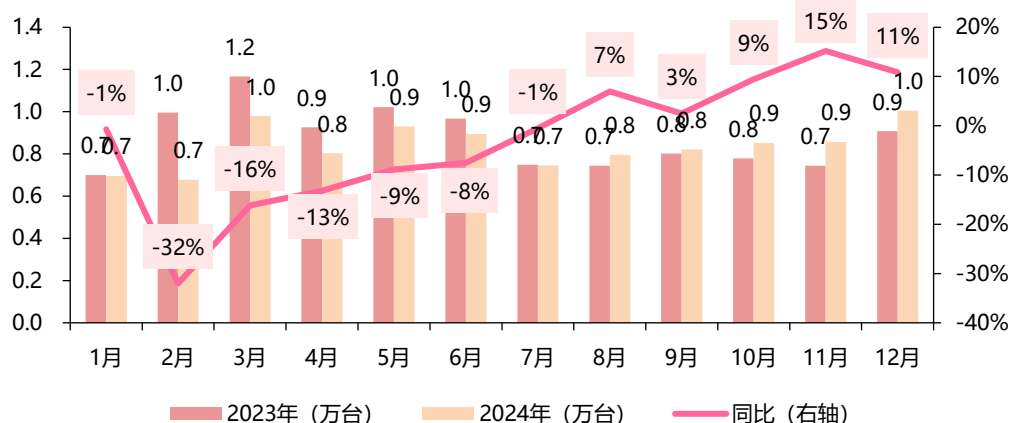


资料来源: Wind, 中国工程机械工业协会, 浙商证券研究所

2.2 海外市场: 欧美市场景气恢复, 海外市场有望回暖

2024年挖机出口市场逐步修复, 连续5个月正增长。2024年1-12月挖掘机出口100588台, 同比下降4%; 12月单月出口销量同比增长11%, 8-12月连续5个月正增长。

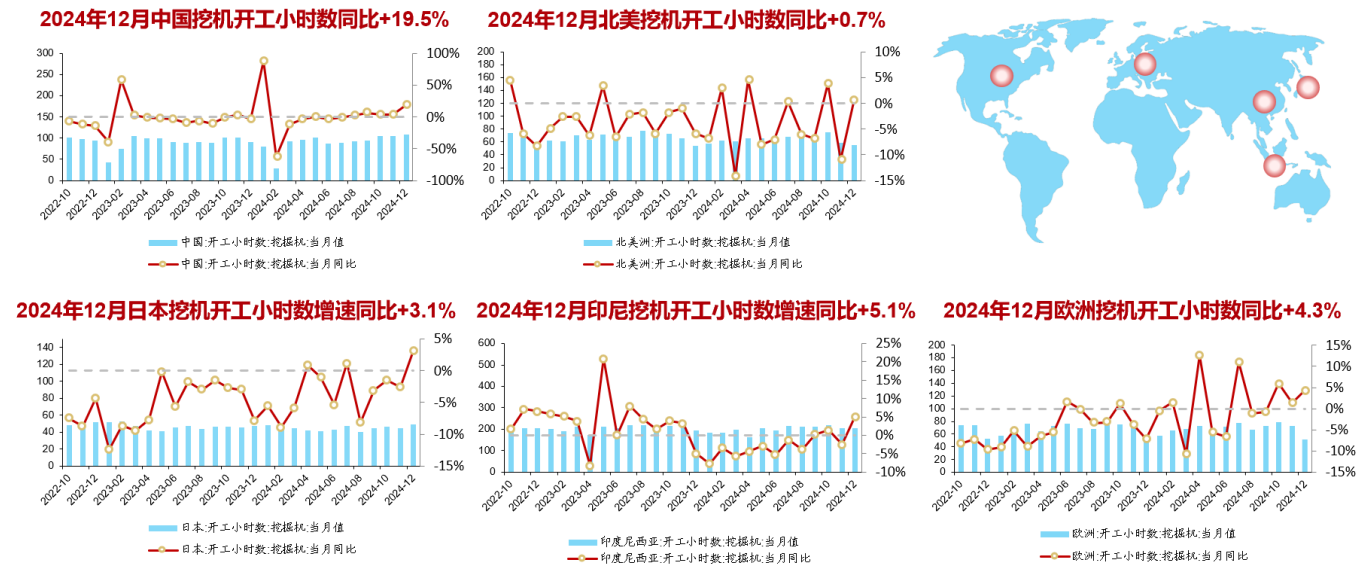
图13: 12月挖掘机出口销量同比增长11%，8-12月连续5个月正增长



资料来源: Wind, 中国工程机械工业协会, 浙商证券研究所

2024年12月, 中国、北美、日本、印尼、欧洲挖机开工小时数边际改善。2024年12月, 中国挖机开工小时数同比增长19.5%, 印尼同比增长5.1%, 欧洲同比增长4.3%, 日本同比增长3.1%, 北美同比增长0.7%。其中, 中国8-12月连续5个月正增长, 欧洲10-12月连续3个月正增长。

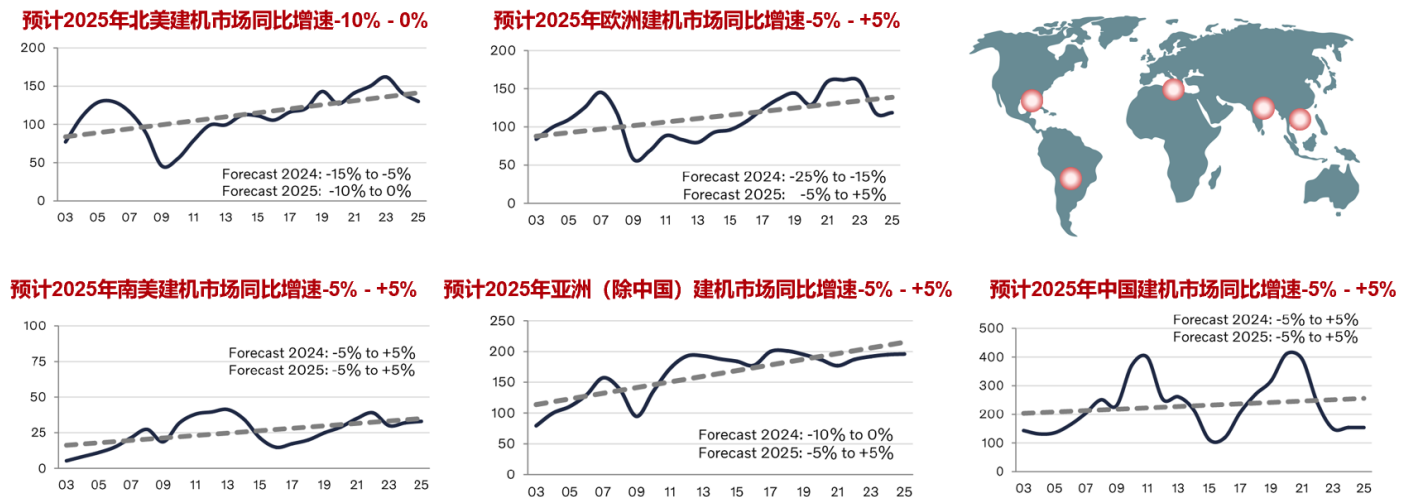
图14： 2024 年 12 月，中国、北美、日本、印尼、欧洲挖机开工小时数边际改善



资料来源：Wind，浙商证券研究所

预计 2025 年北美、欧洲、亚洲建筑机械市场逐渐修复。根据沃尔沃建机的预测，1）2024 年北美建筑机械市场下滑 5%~15%，2025 年预计下滑 0~10%，降幅较 2024 年收窄 5 pct；2）2024 年欧洲建筑机械市场下滑 15%~25%，2025 年增长幅度预计在-5%~+5%之间，较 2024 年大幅改善；3）2024 年亚洲市场（除中国）下滑 0~10%，2025 年增长幅度预计在-5%~+5%之间。

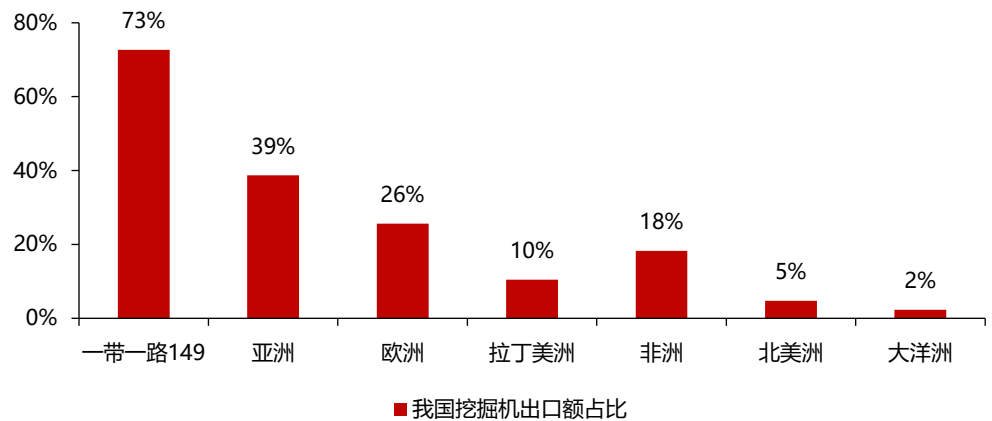
图15： 预计 2025 年北美、欧洲、亚洲建筑机械市场逐渐修复



资料来源：沃尔沃集团，浙商证券研究所

一带一路国家出口额占比高。据中国机电产品进出口商会，2024 年 1-11 月我国挖掘机出口额中“一带一路”区域占比达 73%。“一带一路”国家步入工业化和城镇化时期，有望在未来提供出口增量空间。

图16： 2024 年 1-11 月挖掘机出口额中“一带一路”国家占比达 73%



资料来源：中国机电商会专家委员会，浙商证券研究所

2.3 赛道β：挖机需求海内外共振，主机厂资产质量提升

2.3.1 预计 2025 年挖机总销量增长 11%，海内外均实现正增长

2025 年工程机械行业有望迎来内外需共振，我们对挖机需求进行了测算：

1) **内销**：预计 2025 年挖掘机内需筑底向上，新一轮更新周期开启。根据我们测算，2025 年挖掘机国内销量预计同比增长 12%。

2) **外销**：挖掘机开工小时数显示需求有边际复苏迹象；叠加出口销量连续 5 个月同比正增，出口逐步修复，预计 2025 年挖掘机海外需求逐渐复苏。根据我们测算，2025 年挖掘机出口销量预计同比增长 10%。

3) **总销量**：预计 2025 年挖掘机总销量同比增长 11%。

图17： 预计 2025 年挖机总销量增长 11%

年份	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
挖机保有量 (台)	1397200	1478558	1546003	1557510	1561236	1621431	1741213	1864960	1959124	2038040	2030801	1989343	2063515	2138260	2215750
yoy	10.6%	5.8%	4.6%	0.7%	0.2%	3.9%	7.4%	7.1%	5.0%	4.0%	-0.4%	-2.0%	3.7%	3.6%	3.6%
新增需求 (台)	107431	65086	53956	9206	2981	48156	95825	98998	75331	63133	-5791	-33167	59338	59796	61992
自然更新需求 (台)	50653	58761	72635	91242	115668	144931	177968	180810	152482	124535	98135	85155	100278	141086	191260
理论需求量 (台)	158084	123847	126591	100448	118649	193087	273793	279808	227813	187668	92344	51988	159616	200882	253253
国内销量 (台)	107582	104925	84573	50618	62993	130632	184320	209069	292864	274333	151893	89980	100543	112608	132878
yoy	-38%	-2%	-19%	-40%	24%	107%	41%	13%	40%	-6%	-45%	-41%	12%	12%	18%
出口销量 (台)	8001	7479	5934	5731	7327	9672	19100	26624	34741	68427	109453	105038	100588	110647	123924
yoy	75%	-7%	-21%	-3%	28%	32%	97%	39%	30%	97%	60%	-4%	-4%	10%	12%
挖机销量 (台)	115583	112404	90507	56349	70320	140304	203420	235693	327605	342784	261346	195018	201131	223255	256802
yoy	-35%	-3%	-19%	-38%	25%	100%	45%	16%	39%	5%	-24%	-25%	3%	11%	15%

资料来源：Wind，WarrenQ，中国工程机械协会，浙商证券研究所测算

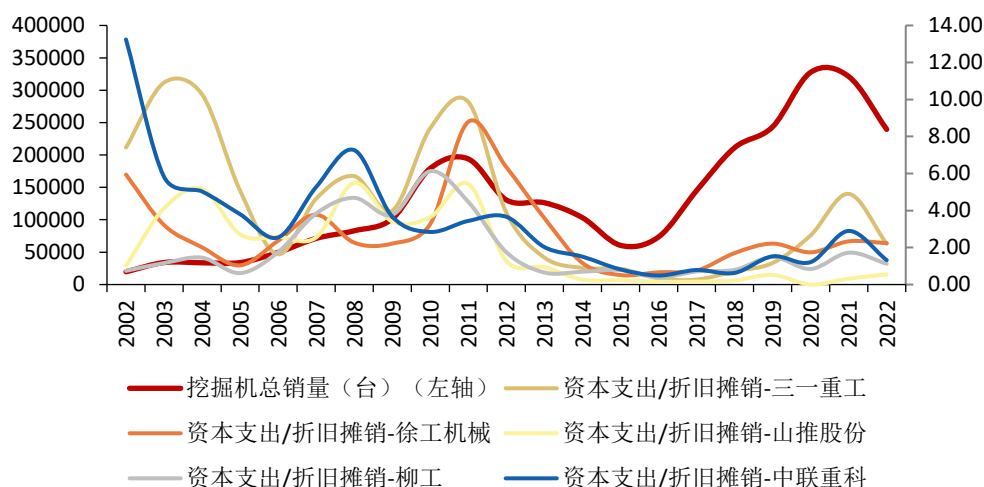
注：2024 年度挖机国内销量、出口销量、总销量为实际值；保有量、新增需求因尚未公布挖机进口、实际需求数据，仍为预测值

2.3.2 各主机厂资本开支控制良好，营运能力提升，静待底部反转

本轮行业上行期，各主机厂资本开支控制良好。2022 年与 2011 年相比，三一重工、徐工机械、山推股份、柳工、中联重科的资本支出/折旧摊销指标降幅分别为 78%、75%、

90%、75%、62%。自 2016 年以来，尽管有小范围波动，该指标总体低于上一轮周期，有效控制了下行周期中由资本过度扩张带来的风险。

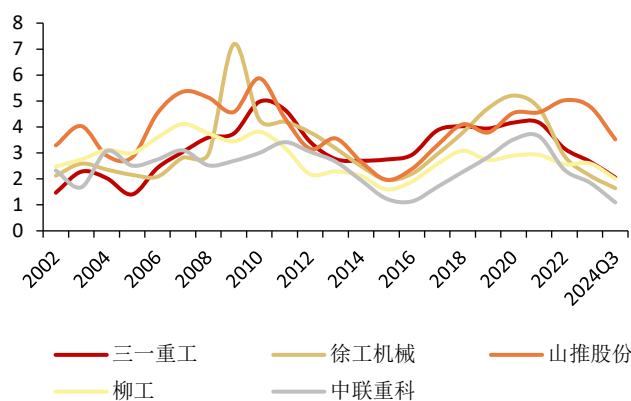
图18：本轮行业上行期各主机厂资本开支控制良好



资料来源：Wind，浙商证券研究所

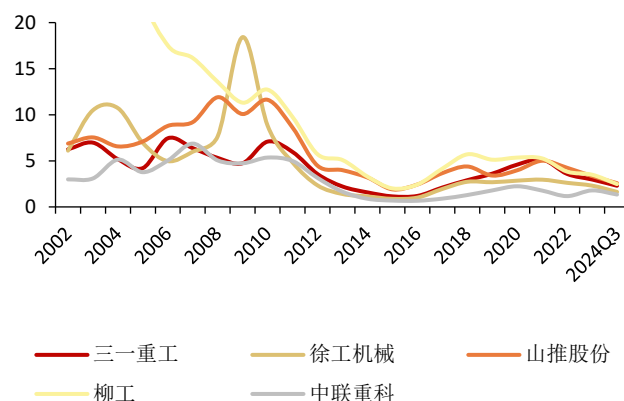
本轮周期，各主机厂各项周转率等指标降幅明显收窄，营运能力提升。以固定资产周转率为例，上一轮下行周期触底时主机厂的总资产周转率基本降幅达 70%，而本轮下行调整带来的影响相对小，三一重工、徐工机械、柳工、中联重科降幅分别为 61%、56%、36%、58%。2024Q3，五家主机厂的固定资产周转率分别为山推股份（7.1），柳工（3.7），中联重科（3.1），徐工机械（3.0），三一重工（2.5），处于较低水平，反映出各主机厂产能利用率处于低位。随着后续产能利用率提升，利润弹性有望超预期。

图19：各主机厂存货周转率降幅收窄



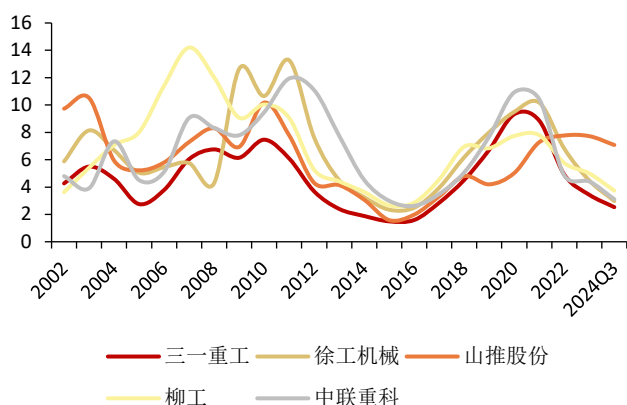
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图20：各主机厂应收账款周转率降幅收窄



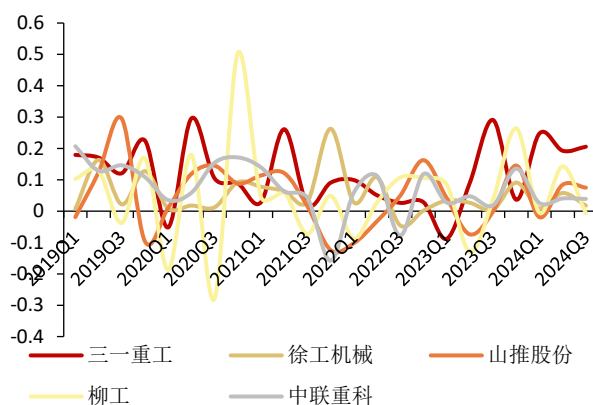
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图21: 各主机厂固定资产周转率降幅收窄



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

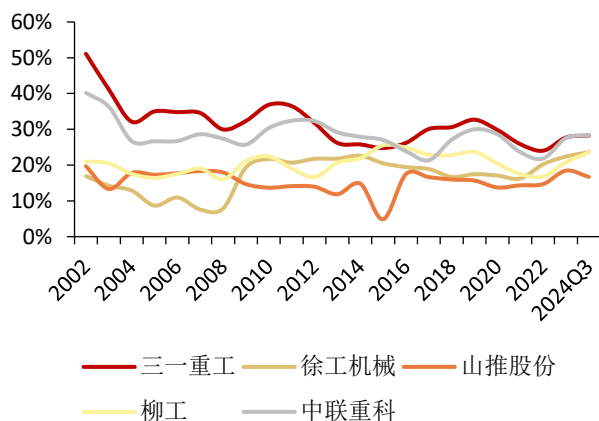
图22: 各主机厂经营性现金流/营业收入



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

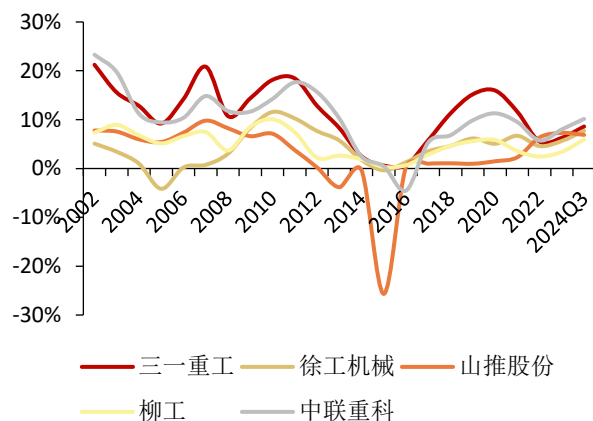
本轮周期，各主机厂毛利率波动幅度收窄，净利润稳中有升。截至2024Q3，三一重工、徐工机械、山推股份、柳工、中联重科的毛利率分别为28%、24%、17%、23%、28%，同比变动-0.2、0.7、-1.4、2.8、0.6pct；截至2024Q3，三一重工、徐工机械、山推股份、柳工、中联重科的净利率分别为9%、8%、7%、6%、10%，同比增长1.1、1.0、0.2、2.0、1.5pct。

图23: 本轮周期各主机厂毛利率波动幅度收窄



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图24: 本轮周期各主机厂净利率稳中有升



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

3 三大业务稳居第一梯队，其他主营业务行业地位突出

(一) 公司市场地位: 产品种类齐全，多类产品位居行业第一。

(二) 核心竞争壁垒及公司 α : 2023年营收、归母净利润在五家主机厂中排名第一，ROE(平均)排名第二，混改效益凸显，规模效应显著。

(三) 经营边际变化: 工程机械市场筑底向上，海外与国内有望共振；公司矿业机械板块有望迎来高速发展。

3.1 公司行业地位: 产品种类齐全，多类产品位居行业第一

3.1.1 原徐工机械业务: 起重机械筑底向上，桩工、铲运及高机业务贡献增量

(一) 起重机械稳稳占据行业第一，有望筑底向上

公司是我国起重机行业的技术引领者，拳头产品护城河较深。徐工起重机械事业部始建于1943年，是徐工集团历史最悠久、最核心的事业部。1963年研制出第一台Q51型汽车起重机，2000年推出明星产品K系列，2016年G一代诞生，2019年KC系列上市。公司自主研发了最大起重能力达88000吨米的履带起重机，在行业产生了颠覆式影响，标志着中国工程机械产业创新达到了一个新的高度。

图25：徐工起重机产品发展历程



资料来源：Wind，工程机械行业协会，浙商证券研究所

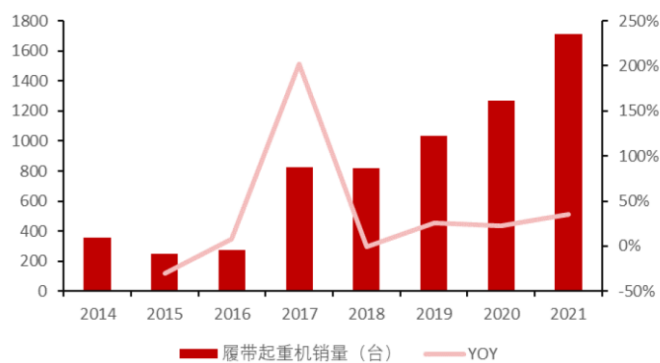
公司起重机械极具竞争优势，市场占有率稳居行业前列。近年来，我国起重机行业呈现出三足鼎立的局面，汽车起重机销量前三的企业分别为徐工机械、中联重科和三一重工。在经历了行业低谷期之后，2017-2021年公司汽车起重机、履带起重机、随车起重机销量CAGR分别达到20.03%、20.04%、24.08%。2016年公司汽车起重机国内销量市占率达到56.66%的高点；随后几年由于产能受限，主要竞争对手三一、中联加速开拓市场，公司市场份额有所下滑，但仍保持在40%以上。2021年公司汽车起重机销量为20091台，市占率达40.37%，位居全球第一；履带起重机销量为1709台，市占率达48.43%，稳居国内行业第一；随车起重机销量为14547台，市占率达56.89%，位居全球第三。近年来，公司大力发展全地面起重机，截至2021年底，公司全地面起重机已覆盖QAY25-QAY1000共十余个品种，成功替代进口，国内市场占有率接近50%。

图26：2021年公司汽车起重机销量为20091台，位居全球第一



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图27：2021年公司履带起重机销量上升，位居国内榜单首位



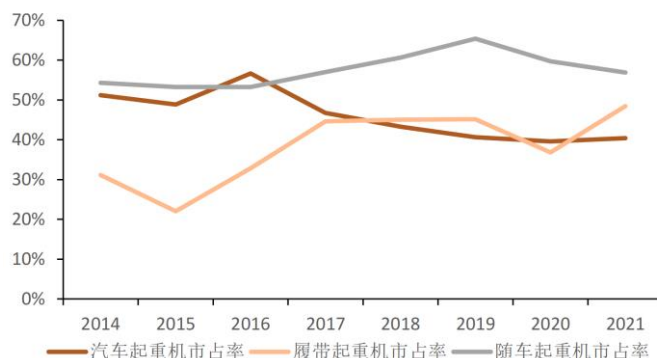
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图28: 公司随车起重机销量逐年上升, 保持稳健增长



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图29: 2021年随车起重机、汽车起重机、履带起重机市占率分别为57%、40%、48%

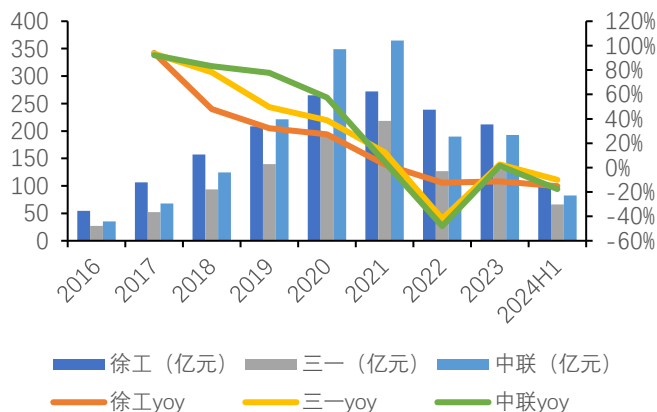


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2016-2018年, 公司起重机械收入在行业中保持领先地位; 2019-2021年落后于中联重科, 高于三一重工; 2022-2024H1重回第一。2017-2020年, 受益于行业复苏, 公司起重机械业务收入保持着27%以上的同比增速; 2021年公司起重机械实现营业收入272.09亿元, 同比增长3%, 收入绝对值创历史新高; 2022年以来工程机械行业整体压力较大, 徐工、三一、中联起重机械收入均从21年的高点回落; 2022-2024H1, 公司起重机械营收规模重回第一, 2024H1实现收入100.96亿元。

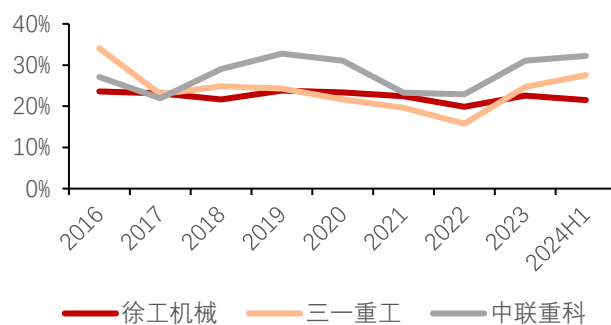
2016-2024H1, 公司起重机械毛利率稳定在22%左右。2024H1公司起重机械毛利率为21.5%, 低于三一(27.6%)和中联(32.2%)。

图30: 2024H1徐工起重机械收入高于三一、中联



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图31: 2024H1徐工起重机械毛利率低于三一、中联



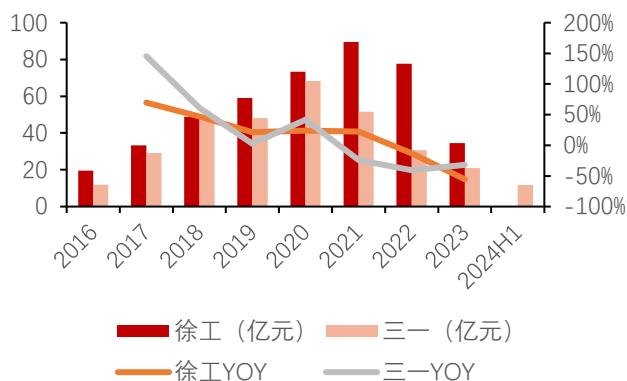
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

(二) 桩工机械、铲运机械业内领先, 表现相对平稳

徐工、三一为我国桩工机械行业的第一梯队企业(以销量计); 中联重科、山河智能为第二梯队企业, 第三梯队则以南车、金泰等企业为代表。公司目前已形成XR系列旋挖钻机、XG系列连续墙抓斗、长螺旋钻机、水平定向钻机、旋挖钻机、煤炭掘进机等系列桩工钻工产品, 主要由下属徐工基础生产。截至2021年底, 公司旋挖钻机实力处于行业领先地位, 280吨以上大吨位市场占有率达60%以上, 稳居行业第一; 水平定向钻持续位居行业第一; 新培育的掘进机产业化发展迅速, 市场份额快速增长。

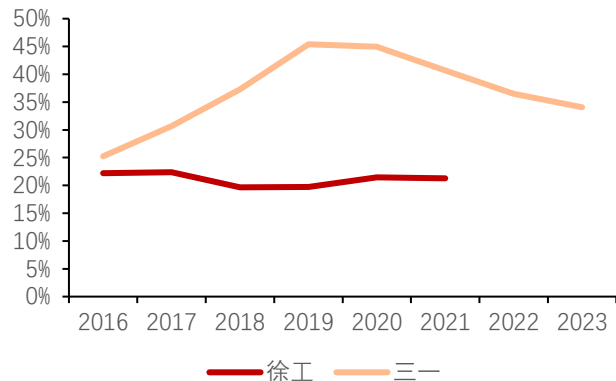
公司桩工机械收入领先同行，毛利率有提升空间。多年来公司桩工机械营收规模高于三一重工，但毛利率与三一重工存在差距。2021 年，公司桩工机械实现收入 89.52 亿元，是同期三一重工桩工机械收入的 1.73 倍；当年公司桩工机械毛利率为 21.3%，较三一重工低 19.41pct。2023 年公司桩工机械实现收入 34.59 亿元，同比下滑 55%。

图32：2021 年公司桩工机械营收领先于三一重工



资料来源：Wind，浙商证券研究所

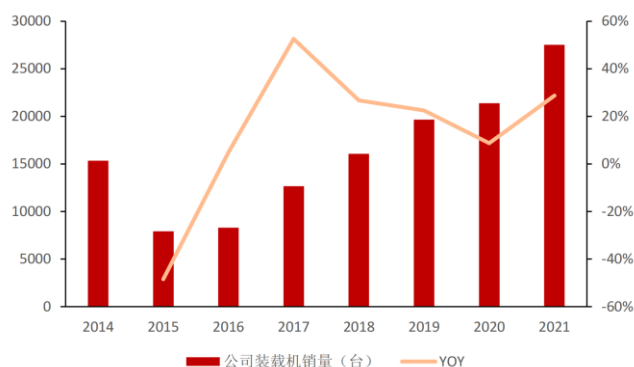
图33：公司桩工机械毛利率总体看还有较大提升空间



资料来源：Wind，浙商证券研究所

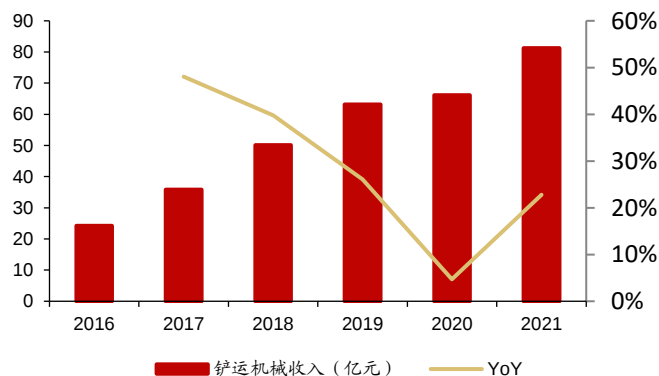
公司铲运机械的产品主要为装载机。2016-2021 年，公司铲运机械收入从 24.22 亿元增长至 81.22 亿元，CAGR=27%。

图34：2016-2021 年，公司装载机销量稳步提升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图35：2016-2021 年，公司铲运机械营收 CAGR=27%

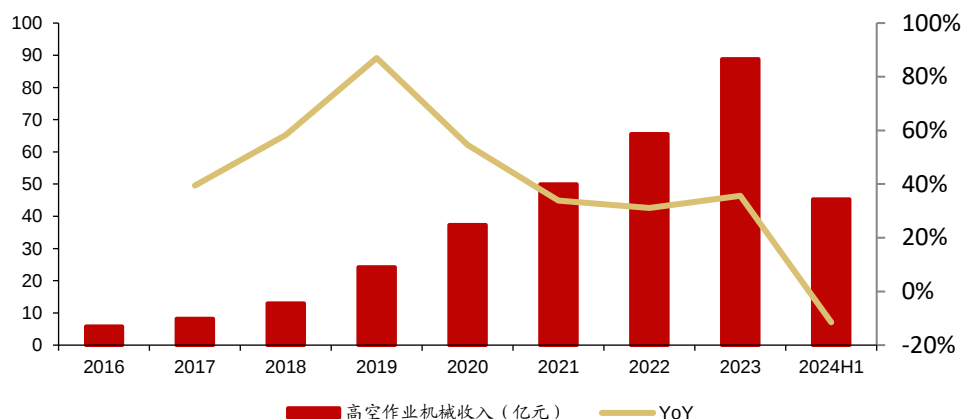


资料来源：Wind，浙商证券研究所

（三）高空作业机械（含消防机械）规模领先，盈利能力稳中有升

公司高空作业机械收入高速增长。2016-2023 年，公司高空作业平台收入从 5.85 亿元增长至 88.83 亿元，CAGR=47%；2024H1，公司高空作业平台实现收入 45.27 亿元。

图36: 2016-2023 年公司高空作业平台收入 CAGR=47%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

3.1.2 新吸收业务: 优质资产注入, 整体竞争力增强

(一) 挖掘机市占率快速提升, 目前稳居第二位

徐工挖机业务发展20余年, 经历了由合资到自主的过程。1994年徐工与卡特彼勒就挖机业务合资组建卡特彼勒徐州公司。2008年, 徐工宣布终止和卡特彼勒的合作, 从合资公司退出并成立徐工挖机, 自此走上了自主研发的道路, 销量、营业规模屡创新高, 成为集团营收和利润的主要来源。

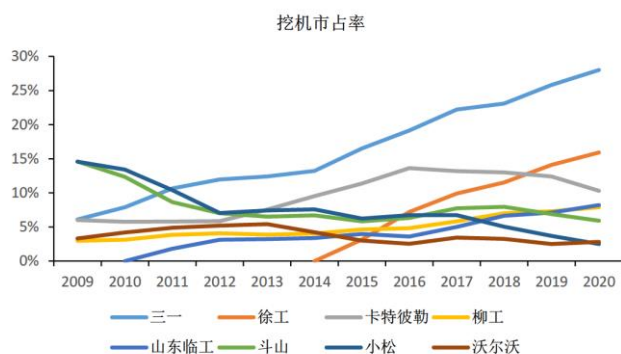
图37: 徐工机械挖机业务发展历程



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

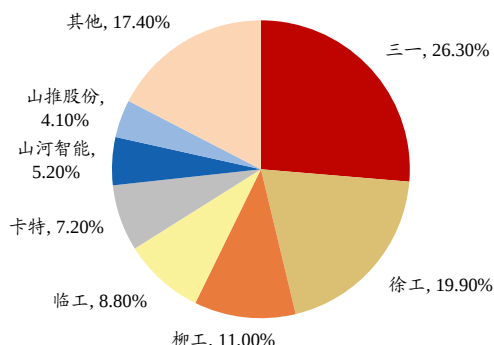
市场占有率逐年攀升, 位居国内行业第二。2015-2021年, 徐工挖机销量从1907台增长至59789台, CAGR=77.57%。与此同时, 徐工挖机市占率逐年攀升, 2019年徐工挖机销量为35297台, 市场份额为15%, 首次超越卡特彼勒, 位列行业第二, 仅次于三一重工; 2021年徐工挖机份额提升至17%, 2023年再度提升至20%, 位居国内第二。挖机份额的快速提升, 显示出徐工在工程机械领域的品牌竞争力和影响力日益增强。

图38：2009-2020年公司挖掘机市场占有率逐年攀升，位居国内行业第二



资料来源：Wind，公司官网，浙商证券研究所

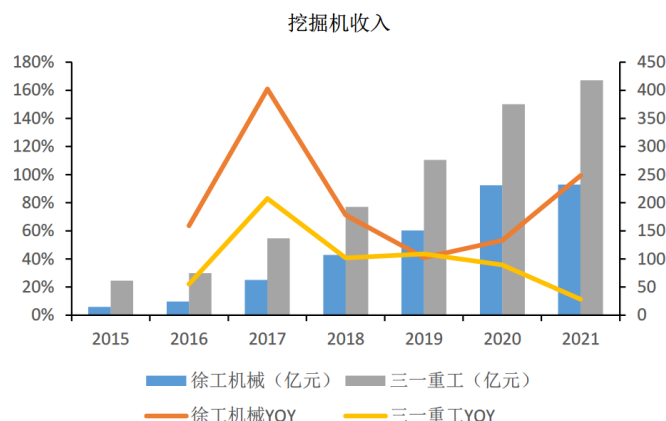
图39：2023年公司挖机市占率为19.9%，位居国内第二



资料来源：制造业排名数据库，浙商证券研究所

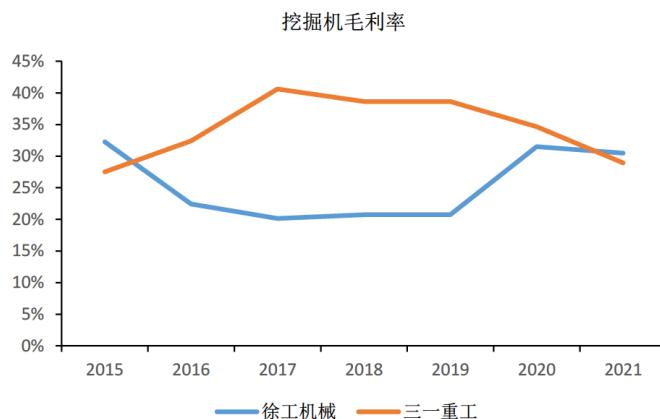
挖机业务收入持续增长，盈利能力大幅提升。徐工挖掘机业务的营业收入从2015年的14.60亿元增长到2020年的230.81亿元，CAGR达到73.69%。2016-2019年，徐工挖机业务毛利率与三一重工差距较大，2019年较三一重工低17.89pct；2020年，徐工挖机业务盈利能力大幅提升，当年毛利率为31.52%，较2019年提升10.77pct，与三一重工的差距收缩至3.15pct；2021年徐工挖机业务毛利率为30.48%，小幅领先三一。挖机业务已成为集团继起重机械业务之后主要的收入来源，并凭借较高的盈利能力成为公司重要的利润贡献板块。

图40：相比三一，徐工挖机业务营收规模存在较大提升空间



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图41：2021年徐工挖机业务毛利率反超三一，达到30.48%

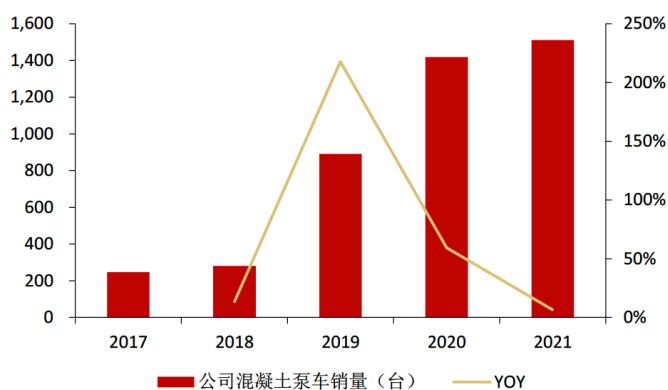


资料来源：Wind，浙商证券研究所

（二）混凝土机械市占率稳中有升，提升空间较大

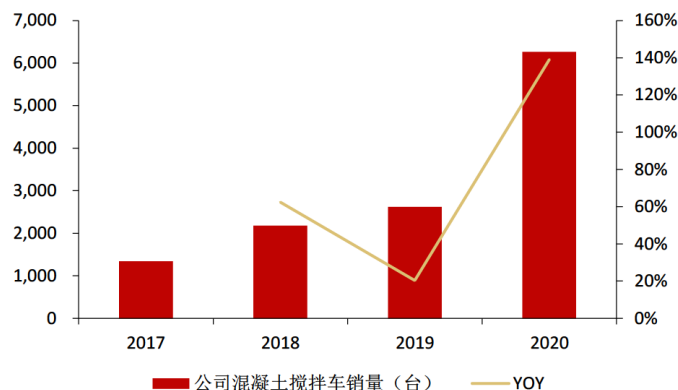
上世纪80年代，徐工成功开发出中国第一台混凝土泵车、搅拌运输车和第一套混凝土搅拌站，开创了国内混凝土产业的先河。1994年徐州混凝土机械公司成立，推出一系列自主产品；2012年徐工并购德国施维英，成立徐工施维英，并引进了德国混凝土机械成套技术，与国际接轨；2015年9月，混凝土机械业务转让至徐工施维英；2018年明星产品HB62V问世；2019年新一代V7系列混凝土搅拌站问世。目前，徐工混凝土机械销量份额稳居国内前三。

图42: 2021 年徐工混凝土泵车销量同比增长 7%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

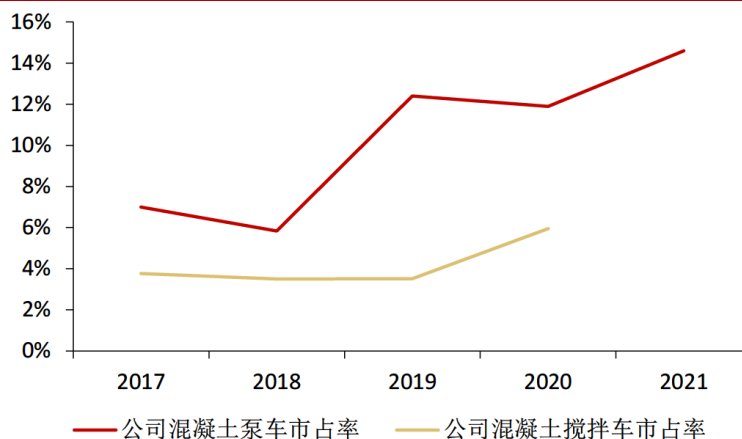
图43: 2020 年徐工搅拌车销量增幅较大, 同比增长 139%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

根据工程机械协会统计量及公司公告的销量进行计算, 2020 年徐工混凝土泵车、混凝土搅拌车的市占率分别为 12%、6%; 2021 年公司混凝土泵车的市占率提升至 15%, 未来有望保持稳中有升的发展态势。

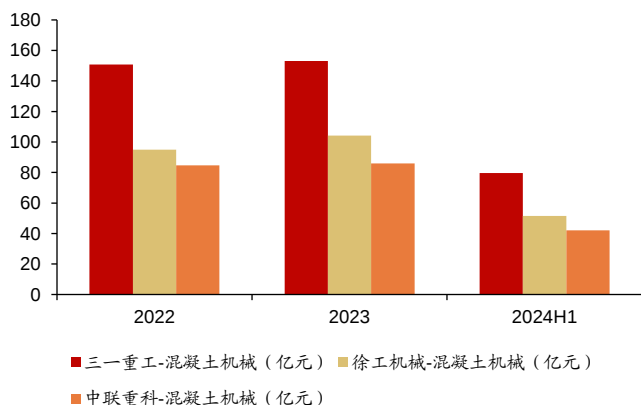
图44: 徐工混凝土泵车、搅拌车占市占率总体向上



资料来源: Wind, 公司官网, 浙商证券研究所

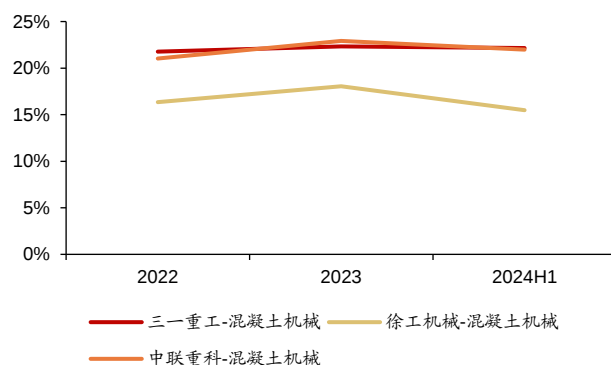
徐工混凝土机械收入及毛利率与三一重工、中联重科相比仍有较大提升空间。2024H1, 徐工混凝土机械业务实现收入 51.56 亿元, 低于三一 (79.57 亿元), 高于中联 (42.10 亿元)。2022-2024H1, 徐工混凝土机械业务的毛利率在 15%-19%波动, 三一、中联则维持在 20% 以上。

图45：2021年徐工混凝土机械营收低于三一重工和中联重科



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图46：徐工混凝土机械毛利率有较大提升空间



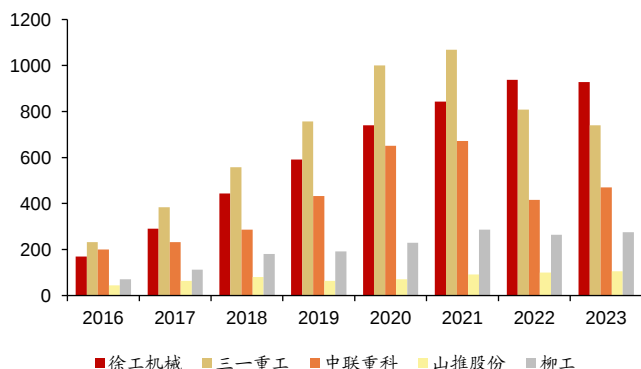
资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.2 公司竞争优势：产品广、谱系全，规模效应显著

公司为工程机械龙头企业，2023 年营收、归母净利润均在国内五家主机厂中排第一位。2023 年公司实现营收 928 亿元，其他四家主机厂三一重工、中联重科、山推股份、柳工的营收分别为 740 亿元、471 亿元、105 亿元、275 亿元；2023 年公司实现归母净利润 53 亿元，其他四家主机厂三一重工、中联重科、山推股份、柳工的归母净利润分别为 45 亿元、35 亿元、8 亿元、9 亿元。

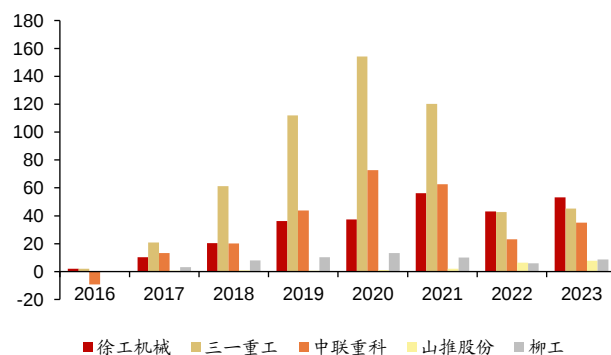
2023 年公司 ROE 在五家主机厂中排第二位，规模效应显著。2023 年，公司 ROE（平均）为 10%，低于山推股份（15%），高于三一重工（7%）、中联重科（6%）、柳工（5%），在五家主机厂中排第二位，规模效应显著。2022 年 8 月公司混改完成，原徐工有限旗下挖掘机械、混凝土机械、矿业机械、塔式起重机等工程机械生产配套资产全部注入徐工机械，实现整体上市。目前公司混改效益逐渐凸显，各板块协同效应将进一步增强，长期盈利能力有望提升。

图47：2023 年公司收入在五家主机厂中排第一位（单位：亿元）



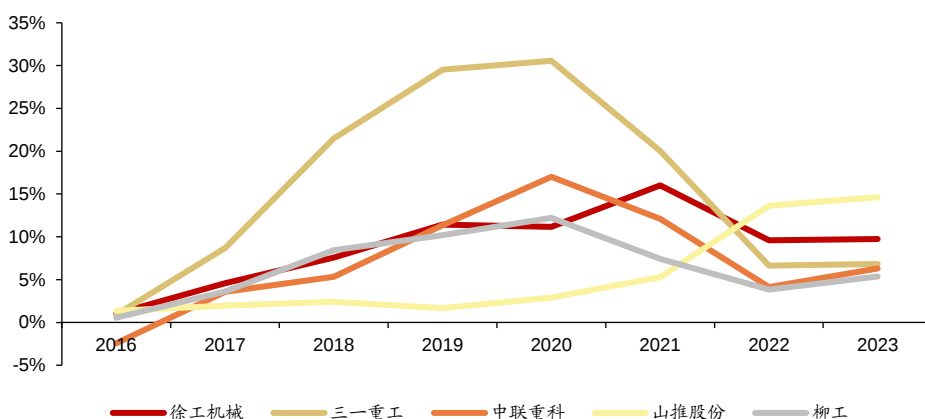
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图48：2023 年公司归母净利润在五家主机厂中排第一位（单位：亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图49： 2023 年公司 ROE（平均）在五家主机厂中排第二位



资料来源：Wind，浙商证券研究所

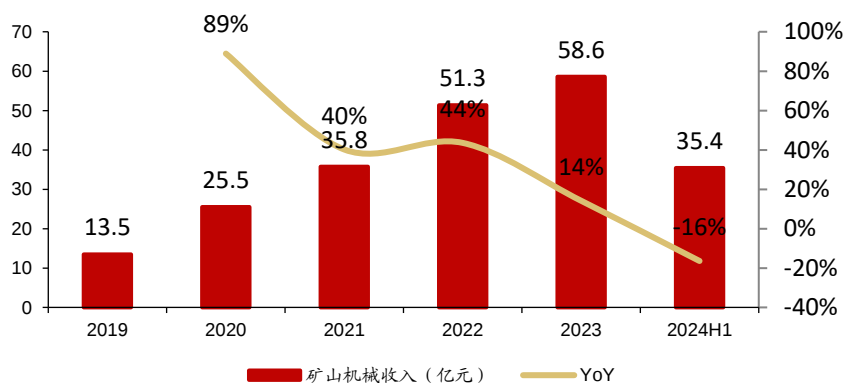
3.3 经营边际变化：工程机械行业筑底向上，公司矿业机械板块蓄势待发

（一）工程机械市场筑底向上，海外与国内有望共振。

（二）公司矿业机械板块有望迎来高速发展。

2019-2023 年，公司矿业机械板块收入从 13.5 亿元增长至 58.6 亿元，4 年 CAGR=44.3%；2024H1，矿业机械板块实现收入 35.4 亿。2022-2024H1，矿业机械板块收入占比分别为 5.5%、6.3%、7.1%。

图50： 2019-2023 年公司矿业机械收入 CAGR=44%



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

2024 年，公司达成多项矿山领域的合作事项。1) 2024 年 8 月，徐工集团与 Simfer 公司（力拓和中铝集团合资）签署了几内亚矿山项目工作任务书，公司将为西芒杜铁矿项目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、350/550 马力大型矿用平地机，合同总金额近 8 亿元；2) 2024 年上海宝马展，公司宣布与福德士河的合作伙伴关系，并签署总额 30 亿人民币的潜在绿色矿山设备供货合同，是国内新能源重型装备出口的最大订单。

2024 年，公司在全球露天矿山挖运设备制造商榜单中排名第四，仅次于卡特彼勒、小松和日立建机。本次是公司连续第六年上榜，且是榜单中唯一的中国企业。目前，公司已

形成覆盖“钻、挖、运、破、平、推、洒”全工艺全场景的大型露天矿山成套施工解决方案。露天矿山机械先后出口非洲、欧洲、南美等市场，不断扩充全球版图，成为全球高端矿山机械主流供应商。

图51： 2024 年全球矿山露天挖运设备制造商排行榜

排名	公司	国别	销售额 (亿美元)
1	卡特彼勒 CATERPILLAR®	美国	135.83
2	小松 KOMATSU	日本	121.79
3	日立建机 HITACHI	日本	29.51
4	徐工机械 XCMG	中国	20.86
5	利勃海尔 LIEBHERR	德国	16.06

资料来源：徐工矿机微信公众号，浙商证券研究所

图52： 公司全工艺全场景的大型露天矿山成套施工解决方案



资料来源：徐工矿机微信公众号，浙商证券研究所

4 公司预期差：管理激励提升，资产质量修复、矿机业务高增

与众不同/与前不同的认识

市场认为：国内工程机械行业仍处于下行期，房地产需求预期不足，同时担心基建资金到位情况不及预期，开工率持续承压，2025 年行业整体仍将处于低迷期。

我们认为：

1、公司混改效益凸显，管理激励提升：2024 年 11 月 27 日，公司发布全球投资者未来三年回报计划：1）持续提升上市公司毛利率、净利率等盈利能力指标，持续提升公司经营性活动现金流、改善公司资产质量；2）未来三年（2025-2027 年度），公司每年度累计现金分红总额（含股份回购注销）**不低于当年实现可供分配利润的 40%**；3）徐工集团承诺，未来三年，将平均每年获得的上市公司现金分红**不低于 20%的额度用于增持上市公司徐工机械股票**。

2、资产质量提升，带动价值重估：2024Q3 公司资产负债率为 63.8%，较 2023 年同期下降 1.4pct；存货净额较年初压降 10.0 亿、降幅达到 3%；2024H1 融资租赁回购义务余额为 583 亿，较 2023 年末下降约 46 亿，降幅 7%，较 2023 年同期下降约 126 亿，降幅 18%，表外或有负债持续改善；2024 年前三季度，公司实现经营性现金流 20.4 亿元，同比增长 24.5%。

3、海外业务加速，产品结构持续优化：2019-2023 年，公司国际化收入占比从 13%提升至 44%；2024 年前三季度，公司国际化收入占比进一步提升至 47%。2024 年上半年公司境外营收占比创历史新高。境外营业收入为 219 亿，占总营收比重为 44%，同比提升 3.4pct；境外销售毛利率为 24.4%，同比提升 1.2pct，较上半年境内销售毛利率高 2.7pct。公司挖机、装载机、压路机、高空作业平台等主要产品海外占有率均实现增长，挖掘机海外收入同比增长 16%。

4、矿业机械：空间大、壁垒高，公司龙头地位明显：近期公司与全球矿山巨头力拓达成战略合作并中标 8 亿大单，是公司矿山设备进入全球一流客户的重要标志；公司已成功研发出 700 吨级的液压挖掘机，有望加速突破高壁垒的大吨位矿机市场。矿山机械的商

业模式为新机销售+后市场，较传统工程机械更加优异。其中后市场壁垒高、收入确定性高，在总收入中的占比可达 70%，是矿机企业持续盈利的动力之源。2023 年，公司矿业机械板块实现收入 59 亿，同比增长 14%，在整体收入中的占比提升至 6%。

5 股价催化剂

（一）检验的指标：挖机单月销量；挖机开工率；挖机出口销量；国内房地产新开工、基建投资情况；公司毛利率、净利率等盈利能力指标。

（二）可能催化剂：国内房地产、基建投资企稳，挖机国内销量超预期；国际化业务加速，挖机出口销量超预期；经营活力释放，盈利能力提升等。

6 盈利预测与估值

6.1 盈利预测

基于挖机 8 年更新高峰期，以及推动大规模设备更新改造，房地产政策持续利好，万亿国债加大基建投入，预计 2025 年国内挖机更新需求有望逐步触底改善。公司起重机械、挖掘机械、混凝土机械等品类有望触底向上，桩工机械、铲运机械、路面机械表现相对平稳，叠加高空作业机械、矿业机械等新兴板块高景气，我们预计公司整体收入将表现出较强韧性与向上弹性。预计公司 2024-2026 年收入为 909、1047、1279 亿，同比增长-2%、15%、22%；归母净利润为 62、78、97 亿元，同比增长 16%、26%、25%，对应 PE 为 14、11、9 倍，2023-2026 年归母净利润复合增速 22%，维持“买入”评级。

6.2 估值分析

公司为国内工程机械龙头，在工程机械行业筑底上行的背景下，已陆续完成徐工有限混改、徐工机械反向吸收重组等事宜，并实施股权激励计划，内部经营活力将持续释放，盈利能力有望逐渐提升。与行业平均水平相比，公司估值仍有较大提升空间。

图53: 可比公司估值表

代码	公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
000425.SZ	徐工机械*	894	53.3	61.9	77.8	17	14	11
600031.SH	三一重工	1339	61.7	79.9	101.2	22	17	13
000157.SZ	中联重科	584	37.9	40.8	53.0	15	14	11
000528.SZ	柳工	233	13.6	15.4	20.7	17	15	11
000680.SZ	山推股份	153	9.4	9.8	12.5	16	16	12
行业平均		577	31	36	47	18	15	12

资料来源：Wind、浙商证券研究所

注：数据截至 2025 年 1 月 14 日；徐工机械数据为浙商机械团队预测。其余为 wind 一致预期；中联重科、柳工、山推股份 2023 年归母净利润为最新年报披露实际值

7 风险提示

1) 基建、地产投资不及预期。

若国内房地产、基建需求不及预期，开工率和资金到位率不足，则可能导致工程机械销量与收入不及预期，价格压力持续。

2) 出口不及预期。

受国际关系、全球各大区域需求疲软、地区竞争格局恶化的影响，可能导致产品出口受阻，出口收入增速不及预期。

3) 应收账款等风险敞口。

若应收账款回款状况变差，公司可能面临一定现金流压力，生产经营活动因此受限。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	111060	113189	126916	141705
现金	23371	38133	39123	41188
交易性金融资产	39	50	100	200
应收账款	43658	37512	46187	53938
其它应收款	1923	1525	1980	2405
预付账款	1677	2091	2286	2642
存货	32378	27183	29409	33818
其他	8013	6696	7831	7514
非流动资产	50935	54706	61309	65094
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	4510	3950	3611	4024
固定资产	22510	26423	31297	34372
无形资产	7374	8611	10116	11146
在建工程	2923	2578	2287	1992
其他	13618	13144	13998	13560
资产总计	161995	167895	188225	206799
流动负债	86366	80779	95003	103645
短期借款	13526	12000	14375	13300
应付款项	41844	43223	51439	59517
预收账款	0	0	0	0
其他	30996	25555	29190	30827
非流动负债	18142	24405	24530	26539
长期借款	12515	16698	17294	19683
其他	5626	7707	7236	6856
负债合计	104508	105184	119533	130185
少数股东权益	1342	1313	1249	1151
归属母公司股东权	56145	61398	67444	75463
负债和股东权益	161995	167895	188225	206799

现金流量表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3571	25708	8629	11156
净利润	5236	6160	7714	9642
折旧摊销	3968	1987	2421	2802
财务费用	726	2068	2200	2328
投资损失	4	(282)	(157)	(145)
营运资金变动	(9447)	9516	(2114)	(1021)
其它	3084	6258	(1434)	(2450)
投资活动现金流	1411	(5946)	(8210)	(6886)
资本支出	(3583)	(5146)	(6529)	(5086)
长期投资	(2137)	561	338	(412)
其他	7131	(1361)	(2019)	(1388)
筹资活动现金流	(7778)	(5000)	571	(2205)
短期借款	(4072)	(1526)	2375	(1074)
长期借款	(2992)	4183	596	2389
其他	(715)	(7657)	(2400)	(3520)
现金净增加额	(2796)	14762	990	2065

利润表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	92848	90919	104680	127917
营业成本	72064	69699	79484	96622
营业税金及附加	442	374	461	566
营业费用	6702	5910	6595	8315
管理费用	2706	2409	2722	3481
研发费用	4000	3455	3978	5077
财务费用	726	2068	2200	2328
资产减值损失	1471	1065	1382	1738
公允价值变动损益	179	105	71	118
投资净收益	(4)	282	157	145
其他经营收益	729	554	579	621
营业利润	5640	6879	8666	10673
营业外收支	37	24	(3)	19
利润总额	5678	6903	8663	10693
所得税	442	743	949	1051
净利润	5236	6160	7714	9642
少数股东损益	(90)	(30)	(64)	(98)
归属母公司净利润	5326	6189	7778	9739
EBITDA	10722	11008	13264	15773
EPS（最新摊薄）	0.45	0.52	0.66	0.82

主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	-1.03%	-2.08%	15.14%	22.20%
营业利润	10.97%	21.95%	25.99%	23.16%
归属母公司净利润	23.51%	16.20%	25.67%	25.21%
获利能力				
毛利率	22.38%	23.34%	24.07%	24.47%
净利率	5.64%	6.78%	7.37%	7.54%
ROE	9.50%	10.30%	11.84%	13.40%
ROIC	6.23%	7.81%	8.47%	9.46%
偿债能力				
资产负债率	64.51%	62.65%	63.51%	62.95%
净负债比率	39.85%	36.60%	36.41%	34.88%
流动比率	1.29	1.40	1.34	1.37
速动比率	0.91	1.06	1.03	1.04
营运能力				
总资产周转率	0.55	0.55	0.59	0.65
应收账款周转率	2.31	2.50	2.78	2.73
应付账款周转率	3.09	3.32	3.44	3.55
每股指标(元)				
每股收益	0.45	0.52	0.66	0.82
每股经营现金	0.30	2.18	0.73	0.94
每股净资产	4.75	5.20	5.71	6.39
估值比率				
P/E	16.79	14.45	11.50	9.18
P/B	1.59	1.46	1.33	1.19
EV/EBITDA	8.04	8.56	7.39	6.17

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>