

徐工机械（000425.SZ）

优于大市

国企改革提升竞争力，出海、新兴板块打开新成长空间

核心观点

国内工程机械龙头，产品布局全面。公司是中国工程机械龙头，产品涵盖起重机、挖掘机、装载机、压路机、混凝土机械等。根据 KHL2023 年全球前 50 强工程机械制造商榜单，徐工机械以 129.64 亿美元的销售额位列全球第四、国内第一。公司 2023 年实现营收/归母净利润分别为 928.48/53.26 亿元，同比变动-1.03%/+23.51%。公司实控人为徐工集团，持有徐工机械 20.83% 股权。

国内市场筑底企稳，海外市场空间广阔。国内市场，国内工程机械销量处于历史底部，预期未来需求有望企稳回升，主要驱动力：1）工程机械更新周期到来叠加国家更新政策带动工程机械更新需求；2）基建逆周期调节有望带来基建需求边际改善；3）地产宽松政策促使地产开工面积企稳。**海外市场**，中国工程机械出海保持高速增长，以挖掘机为例，2015-2023 年外销 CAGR 为 43.84%，表明国内主机厂在海外渠道、产品力以及品牌知名度持续提升，但海外市占率仍有较大提升空间，2024 年中国工程机械企业市场份额为 17.2%，随着海外市场复苏以及国内工程机械厂商竞争力持续增强，中国工程机械出口预期保持较好增长。

国企改革提升竞争力，持续深化海外布局。改革方面，公司 2022 年吸收合并徐工有限，实现徐工集团工程机械板块整体上市，合并后公司产品体系更加完善，多项业务形成协同效应，有望进一步提升公司盈利能力以及市场竞争力。此外，2023 年 2 月公司首次发布股权激励，进一步完善治理结构，彰显发展信心。**海外拓展方面**，公司已拥有 40 多家海外子公司，营销网络覆盖全球 190 多个国家和地区，海外业务收入占比由 2020 年 8.26% 上升至 2023 年 40.09%，海外业务持续拓展不仅打开公司成长空间，也进一步提升公司盈利能力，未来随着海外业务进一步拓展，公司盈利能力有望持续改善。

风险提示：宏观经济波动风险；原材料价格波动风险；市场竞争加剧风险；核心部件供应的风险；汇率波动风险；技术研发不及预期风险。

投资建议：公司是工程机械龙头，随着国内工程机械更换周期的到来以及海外市占率持续提升，公司业绩有望稳步增长，我们预计 2024-2026 年归母净利润为 63.09/79.61/102.11 亿元，对应 PE 17/13/10 倍，公司合理估值为 9.38-11.39 元（对应 2025 年 PE 为 14-17 倍），首次覆盖给予“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	93,817	92,848	92,798	102,879	117,120
(+/-%)	11.3%	-1.0%	-0.1%	10.9%	13.8%
归母净利润(百万元)	4307	5326	6309	7961	10211
(+/-%)	-23.3%	23.7%	18.4%	26.2%	28.3%
每股收益(元)	0.36	0.45	0.53	0.67	0.86
EBIT Margin	5.8%	7.5%	9.8%	10.5%	11.3%
净资产收益率(ROE)	8.1%	9.5%	10.7%	13.0%	15.7%
市盈率(PE)	24.2	19.5	16.5	13.1	10.2
EV/EBITDA	25.0	19.2	17.4	15.8	13.7
市净率(PB)	1.95	1.85	1.77	1.70	1.60

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

机械设备·工程机械

证券分析师：吴双

0755-81981362

wushuang2@guosen.com.cn

S0980519120001

证券分析师：年亚颂

0755-81981159

nianyasong@guosen.com.cn

S0980523100002

基础数据

投资评级

优于大市（首次覆盖）

合理估值

9.38 - 11.39 元

收盘价

8.81 元

总市值/流通市值

104100/71538 百万元

52 周最高价/最低价

9.03/5.82 元

近 3 个月日均成交额

672.99 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

中国工程机械行业龙头	6
工程机械龙头企业，徐工集团为其实控人	6
业绩稳健增长，海外收入占比提升	12
股价复盘：受地产基建、盈利能力影响较大	15
行业分析：国内筑底企稳，出海空间广阔	17
工程机械主用于基建、地产、矿山等，挖掘机是核心产品	17
市场规模：2023 全球工程机械市场规模为 2434 亿美元	18
竞争格局：竞争格局稳定，头部企业占据主导地位	18
国内：基建投资、设备更新周期启动助力国内需求企稳回升	19
海外：市场空间广阔，中国企业仍有成长空间	21
公司分析：国企改革提升竞争力，海外市场、新兴板块打开成长空间	26
起重机械、混凝土机械优势明显，混改提升竞争力	26
持续完善海外布局，紧跟全球化、电动化趋势	27
矿机、高机等新兴板块打开新成长空间	28
盈利预测	31
假设前提	31
未来 3 年业绩预测	33
估值与投资建议	34
绝对估值：8.90-11.17 元	34
相对估值：9.38-11.39 元	35
投资建议	37
风险提示	38
附表：财务预测与估值	40

图表目录

图 1: 徐工机械起重机产品	6
图 2: 徐工机械土方机械产品	7
图 3: 徐工机械混凝土机械产品	7
图 4: 徐工机械桩工钻孔产品	8
图 5: 徐工机械道路机械产品	8
图 6: 徐工机械高空作业产品	9
图 7: 徐工机械矿业机械产品	9
图 8: 徐工机械其他工程机械、工程机械备件产品	9
图 9: 徐工机械发展历史	10
图 10: 徐工机械最新股权结构（截止 2024 年 9 月 30 日）	11
图 11: 徐工机械股权结构变化历史	11
图 12: 徐工机械 2023 年营业收入同比-1.03%	12
图 13: 徐工机械 2023 年归母净利润同比+23.51%	12
图 14: 徐工机械盈利能力上升	12
图 15: 徐工机械期间费用率基本稳定	12
图 16: 徐工机械研发费用	13
图 17: 徐工机械 ROE 水平	13
图 18: 徐工机械国内、海外业务占比	13
图 19: 徐工机械国内、海外业务毛利率	13
图 20: 徐工机械分产品收入占比	14
图 21: 徐工机械分产品毛利率	14
图 22: 徐工机械减值损失情况	14
图 23: 徐工机械应收账款	14
图 24: 徐工机械表外风险敞口	15
图 25: 徐工机械现金流	15
图 26: 徐工机械股价复盘	16
图 27: 工程机械入场顺序	17
图 28: 2023 年国内工程机械分产品销量占比	17
图 29: 中国工程机械下游应用占比	17
图 30: 2016-2023 全球工程机械 50 强销售额	18
图 31: 2022 全球工程机械市场份额（销量口径）	18
图 32: 2013 年全球工程机械 50 强市场份额（收入口径）	18
图 33: 2023 年全球工程机械 50 强市场份额（收入口径）	18
图 34: 房屋新开工面积、基建固定资产投资和挖掘机国内销量的关系	19
图 35: 2017-2024 中国小松挖掘机开工小时数	19
图 36: 中国挖掘机内销数量	20
图 37: 国内挖掘机市场保有量（8 年、万台）	20

图 38: 挖掘机内外销月度数据	21
图 39: 2023 年挖掘机销量结构	21
图 40: 中国挖掘机历史销量情况	21
图 41: 中国挖掘机出口数量（万台）	22
图 42: 挖掘机出口数量占比逐年提升	22
图 43: 2023 年中国挖掘机出口区域占比	22
图 44: 2024 年 1-11 月工程机械出口各大洲金额	22
图 45: 挖掘机主要企业全球市占率变化	23
图 46: 美国非住宅建筑投资额	23
图 47: 北美工程机械销量	24
图 48: 2023 年北美工程机械市场竞争格局（收入口径）	24
图 49: 北美小松挖掘机开工小时数	24
图 50: 欧洲工程机械销量	25
图 51: 欧洲小松挖掘机开工小时数	25
图 52: 北美、EMEA 电动挖掘机渗透率对比	25
图 53: 印度尼西亚城镇化率较低（联合国预测）	25
图 54: 印度尼西亚小松挖掘机开工小时数	25
图 55: 起重机械主要企业营业收入（亿元）	26
图 56: 混凝土机械主要企业营业收入（亿元）	26
图 57: 2021 年吸收合并徐工有限前业务结构	26
图 58: 2021 年吸收合并徐工有限后业务结构	26
图 59: 徐工出海历史情况	27
图 60: 徐工海外布局	28
图 61: 全球矿山装备市场规模	29
图 62: 中国矿山机械整体收入及利润	29
图 63: 徐工矿业机械收入	29
图 64: 徐工矿业发展历程	29
图 65: 2022 年中国、美国高空作业平台保有量（台/万人）	29
图 66: 徐工机械、浙江鼎力高空作业平台收入	30
图 67: 徐工高机业务发展历程	30
图 68: 徐工机械 PE band	36
表 1: 徐工机械 2023 年限制性股权激励计划业绩考核目标	11
表 2: 各地政府关于推动工程机械设备更新的政策（不完全统计）	20
表 3: 2023 年全球高空作业机械制造企业前 10 强	29
表 4: 徐工机械业务拆分	31
表 5: 未来三年盈利预测	33
表 6: 绝对估值法资本成本假设	34
表 7: FCFF 估值表	35
表 8: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）	35

表9：可比公司 2023 年财务数据对标	37
表10：可比公司估值表（20250228）	37

中国工程机械行业龙头

工程机械龙头企业，徐工集团为其实控人

中国工程机械行业龙头。徐工机械成立于 1993 年，产品涵盖了起重机、挖掘机、装载机、压路机、混凝土机械等多个领域，是中国工程机械龙头。KHL2023 年全球前 50 强工程机械制造商榜单，徐工机械以 129.64 亿美元的销售额位列全球第四、国内第一。公司起重机械、移动式起重机、水平定向钻全球第一，塔式起重机全球第二，道路机械、随车起重机全球第三，桩工机械、混凝土机械稳居全球第一阵营，装载机进位至国内行业第一，挖掘机进位至全球第四，高空作业平台、矿山露天挖运设备全球第五。

1) 起重机械：起重机械是公司最具竞争优势的产品，市场占有率连续多年居行业首位。目前公司在产的起重机械包括汽车起重机、履带起重机、随车起重机和塔式起重机四大类，分别由徐工重型、徐工建机、徐工随车和徐工塔机生产。

图1：徐工机械起重机产品



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2) 土方机械：土方机械主要包括铲运机械和挖掘机械。**铲运机械方面**，公司铲运机械的产品主要为装载机，1999 年公司成功研发了国内领先、国际同步水平的第三代装载机，彻底结束了我国高端装载机完全依赖进口的历史。公司装载机型号主要集中在中小型，以 30 型（3 吨）和 50 型（5 吨）为主，其中 50 型销量在公司铲运机械总销量中超过半数。**挖掘机方面**，徐工机械合并徐工有限后新增挖掘机械。挖掘机械包括微型挖掘机、小型挖掘机、中型挖掘机、大型挖掘机、轮式挖掘机和矿用挖掘机等多款产品。

图2：徐工机械土方机械产品



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

3) 混凝土机械：公司混凝土机械稳居全球第一阵营。产品主要包括混凝土泵车、混凝土搅拌运输车、混凝土喷浆车、混凝土搅拌站、混凝土布料机、工业泵系统等。

图3：徐工机械混凝土机械产品



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

4) 桩工机械：徐工机械桩工钻工产品已形成 XR 系列旋挖钻机、XG 系列连续墙抓斗、系列长螺旋钻机、水平定向钻机、旋挖钻机、煤炭掘进机等系列产品。公司旋挖钻机业务规模行业第一；280 以上大吨位产品市场占有率达 60%以上，稳居行业第一；水平定向钻持续行业第一；新培育的掘进机产业化步伐很快，增长率行业第一。

图4：徐工机械桩工钻孔产品



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

5) 道路机械：公司道路机械包括压实机械和路面机械。**压实机械板块**，公司压路机产品型号涵盖静碾系列、轮胎系列、单杠轮系列等全部压路机类型，包含 50 个产品型号，操作重量涵盖微型 0.8-33 吨大吨位。公司在压路机行业市场地位稳固，近三年占有率一直保持行业领先地位。分类型看，公司优势主要集中在轮胎压路机以及单杠轮压路机。**路面机械板块**，主要产品为摊铺机，公司摊铺机产品包含 9 大系列，经过多年发展已拥有智能一体化控制、机群智能化联合作业、远程监控和高精度高效能摊铺控制等多项大型筑路施工机械方面的国际先进技术。

图5：徐工机械道路机械产品



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

6) 高空作业机械：公司高空作业机械主要由高空作业平台和消防机械构成。

图6：徐工机械高空作业产品



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

7) 矿业设备：产品主要包括矿挖、矿铰卡、破碎筛分设备、隧道施工设备等。

图7：徐工机械矿业机械产品



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

8) 其他工程机械、工程机械备件：公司其他工程机械产品主要包括专用车辆、卫生及环保机械及架桥机等。公司制造和销售各类工程机械基础零部件产品，主要为底盘、液压件等产品。

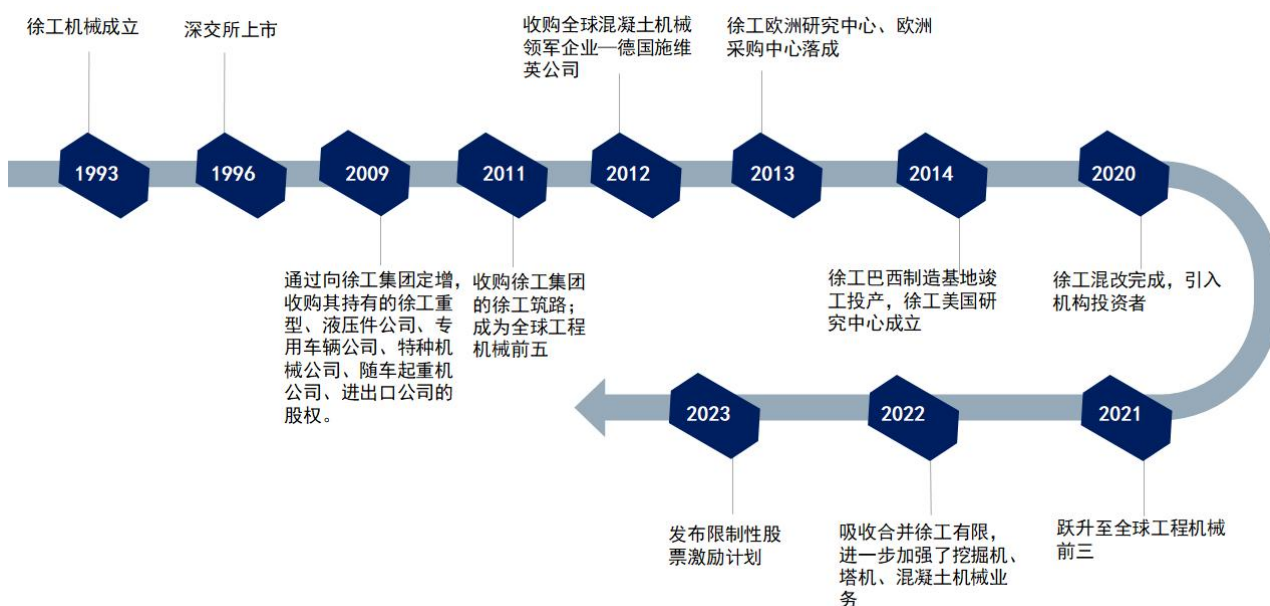
图8：徐工机械其他工程机械、工程机械备件产品



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

背靠徐工集团，徐工机械蓬勃发展。徐工机械隶属于徐工集团，徐工集团前身是1943年创建的华兴铁工厂，曾研发出中国第一台塔式起重机、中国首台10吨蒸汽压路机、中国首台5吨汽车起重机等。1993年徐工机械成立，1996年深交所挂牌上市。作为徐工集团旗下唯一的上市公司，徐工机械获得了集团大量的优质资源，2009年徐工机械通过向徐工集团定增，收购徐工重型90%股权、液压件公司50%股权、专用车辆公司60%股权、特种机械公司90%股权、随车起重公司90%股权，进出口公司100%股权，通过吸收集团核心资产完善产品体系；2011年徐工机械收购徐工筑路100%股权，并进入全球工程机械前5强；2012年公司收购全球混凝土机械领军企业—德国施维英公司；2013年徐工欧洲研究中心、欧洲采购中心落成；2014年徐工巴西制造基地竣工投产，同年徐工美国研究中心成立；2020年徐工混改战略投资者签约仪式举行，成功引资210.56亿元，混改迈出坚实一步；2021年徐工机械跃升至全球工程机械前三，2022年徐工机械完成吸收合并徐工有限，进一步加强了挖掘机、塔机、混凝土机械业务；2023年徐工机械发布限制性股票激励计划（草案）。

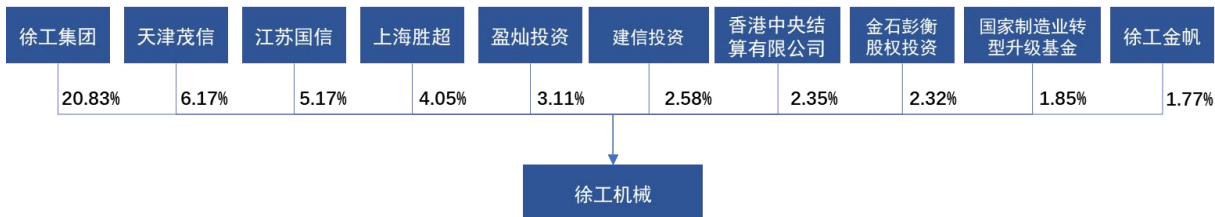
图9：徐工机械发展历史



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

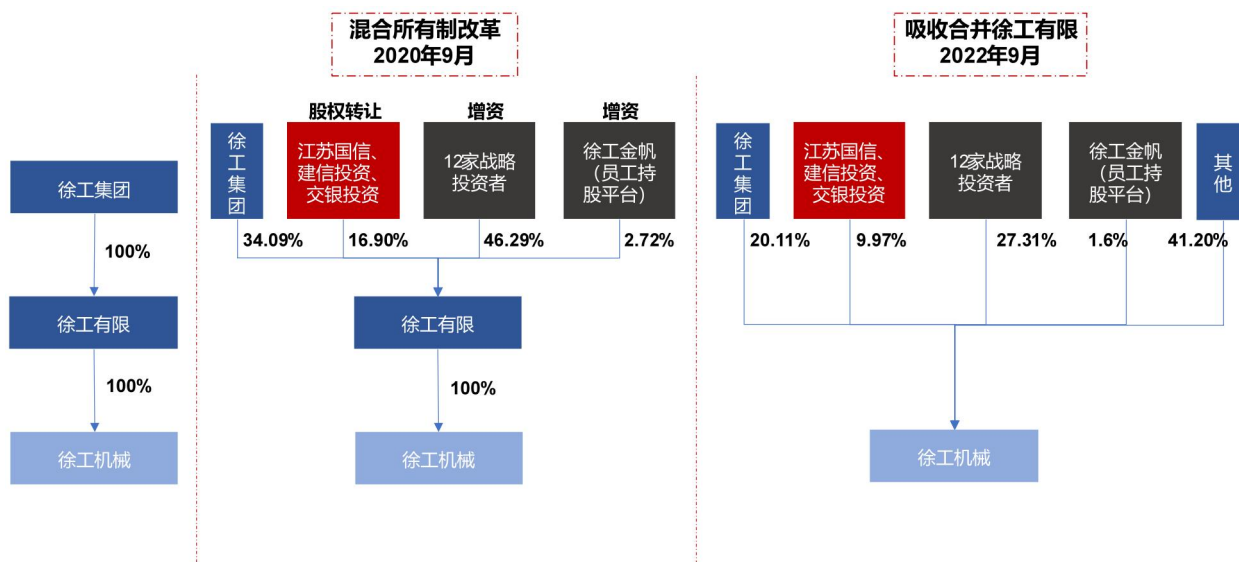
公司实控人为徐工集团。目前，徐工机械实控人为徐工集团，持有徐工机械20.83%股权。徐工机械股权结构先后经历过两次变化：1）**混合所有制改革**：2020年徐工机械控股股东——徐工有限进行了混合所有制改革，徐工集团通过股权转让以及增资方式引入国有投资机构以、战略投资者和员工持股平台，混改完成后徐工集团仍为公司实际控制人，与此同时，通过引入国有资本、股权投资机构、核心骨干持股为徐工机械未来的发展带来了更大的机遇；2）**吸收合并徐工有限**：2022年上市主体徐工机械通过非公开发行股份收购原控股股东徐工有限，承接徐工有限的全部资产、负债、业务、人员及其他一切权利与义务。徐工有限旗下挖掘机械、混凝土机械、矿机、塔机等工程机械生产配套资产将整体注入上市公司，进一步优化徐工机械的产品结构。

图10: 徐工机械最新股权结构（截止 2024 年 9 月 30 日）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图11: 徐工机械股权结构变化历史



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

发布股权激励，彰显发展信心。2023 年 2 月，公司首次发布限制性股票激励计划，拟向不超过 2000 名公司董事、高级管理人员、中高层管理人员、核心技术及业务人员授予 1.18 亿股（约占当时总股本的 1%），股票来源为公司以自有资金通过二级市场回购，首次授予价格为 3.09 元/股。

表1: 徐工机械 2023 年限制性股权激励计划业绩考核目标

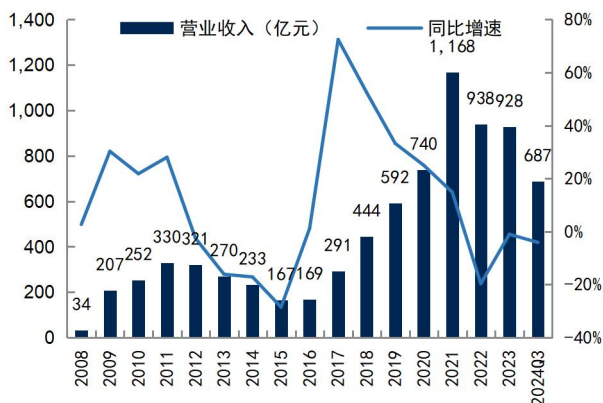
解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	1) 2023 年度净资产收益率不低于 9%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平； 2) 2023 年度净利润不低于 53 亿元，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平； 3) 2023 年度分红比例不低于当年实现的可供分配利润的 30%。
第二个解除限售期	1) 2024 年度净资产收益率不低于 9.5%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平； 2) 2024 年度净利润不低于 58 亿元，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平；或 2023-2024 年净利润累计值不低于 111 亿元，且不低于同行业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：公司公告，国信证券经济研究所整理；注：上述“净利润”及“净资产收益率”均以经审计的归属于上市公司股东的净利润作为计算依据。

业绩稳健增长，海外收入占比提升

营收、利润 2022 年以来企稳回升。公司业绩整体呈现增长态势，2022 年受工程机械行业下行影响，公司业绩同比下滑。2023 年实现营收 928.48 亿元，同比下降 1.03%；归母净利润 53.26 亿元，同比增长 23.51%。2023 年国内工程机械景气度较低，但受益于海外业务、矿业机械、高空作业机械增长，公司营收下滑幅度较 2022 年有所收窄，同时，由于海外业务、高空作业机械毛利率较高，占比提升，公司归母净利润增速高于营收增速。

图12：徐工机械 2023 年营业收入同比-1.03%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：2022 年完成合并徐工有限，2021 年为调整后数据。

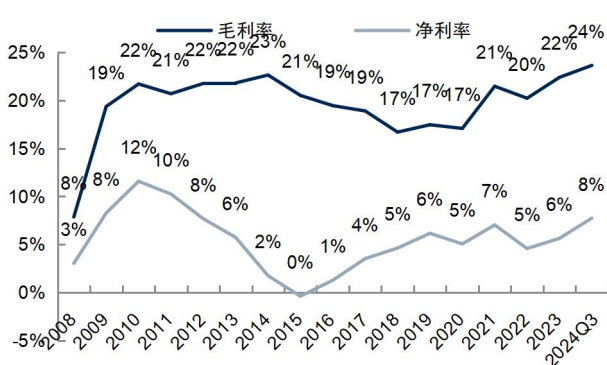
图13：徐工机械 2023 年归母净利润同比+23.51%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：2022 年完成合并徐工有限，2021 年为调整后数据

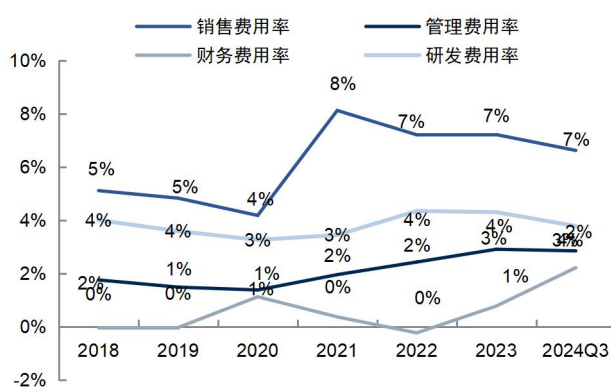
盈利能力持续提升，期间费用率保持平稳。公司毛利率整体稳定，2022 年受工程机械行业下行影响，公司毛利率有所下降（2022 年公司合并徐工有限，参考调整后口径，公司 2022 毛利率较 2021 年下降 1.25pct）；2023 年毛利率/净利润率分别为 22.38%/5.64%，同比+2.17/+0.96 个 pct，2024 年延续提升趋势，盈利能力增长主要系：1）毛利率较高的国际业务占比提升；2）混改后公司供应链一体化带动采购成本下降。公司期间费用率整体稳定，2024Q1-Q3 年财务费用率上涨主要系汇兑损失影响。

图14：徐工机械盈利能力上升



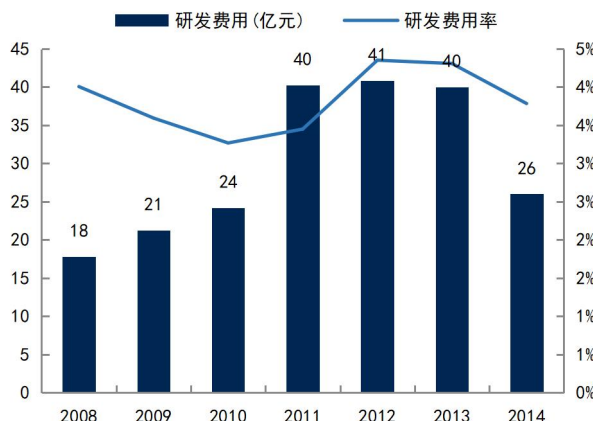
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：2022 年完成合并徐工有限，2021 年为调整后数据

图15：徐工机械期间费用率基本稳定



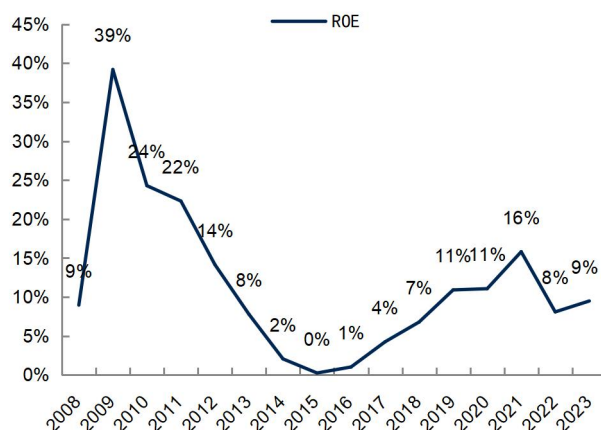
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：2022 年完成合并徐工有限，2021 年为调整后数据

图16: 徐工机械研发费用



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 2022 年完成合并徐工有限, 2021 年为调整后数据

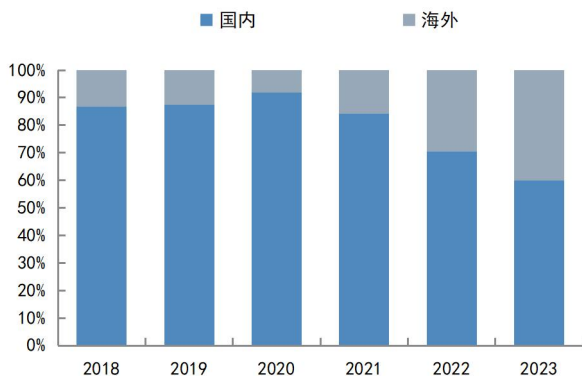
图17: 徐工机械 ROE 水平



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 2022 年完成合并徐工有限, 2021 年为调整后数据

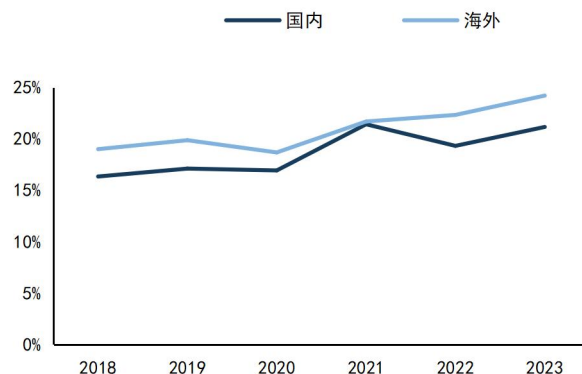
高毛利海外收入占比持续提升。分区域看, 公司近年来持续推进全球化, 除 2020 年受疫情影响海外业务占比略有下降, 公司海外业务占比持续提升, 海外收入占比由 2018 年的 13% 提升到 2023 年的 40%, 海外业务毛利率高出国内约 1-3 个百分点。**分产品看,**起重机械、土方机械为公司收入主要来源, 2023 年收入占比分别为 18.14%/19.32%, 高空作业机械占比持续提升。毛利率方面, 土方机械、高空作业机械毛利率较高。

图18: 徐工机械国内、海外业务占比



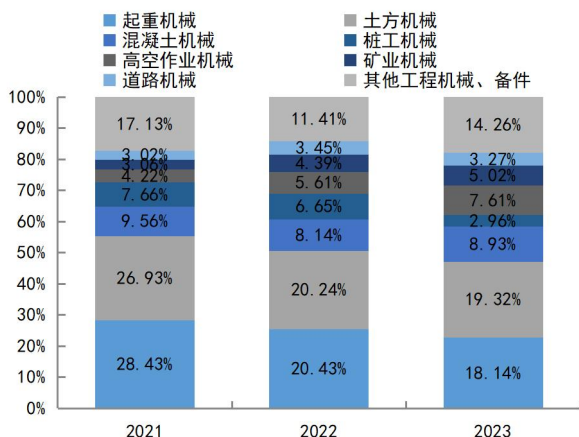
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 2022 年完成合并徐工有限, 2021 年为调整后数据

图19: 徐工机械国内、海外业务毛利率



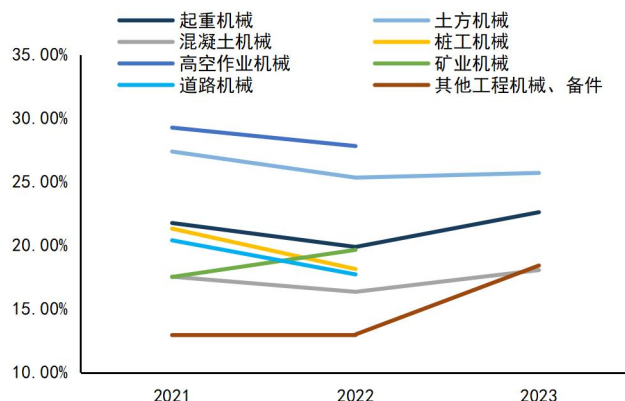
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 2022 年完成合并徐工有限, 2021 年为调整后数据

图20: 徐工机械分产品收入占比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 2022 年完成合并徐工有限, 2021 年为调整后数据

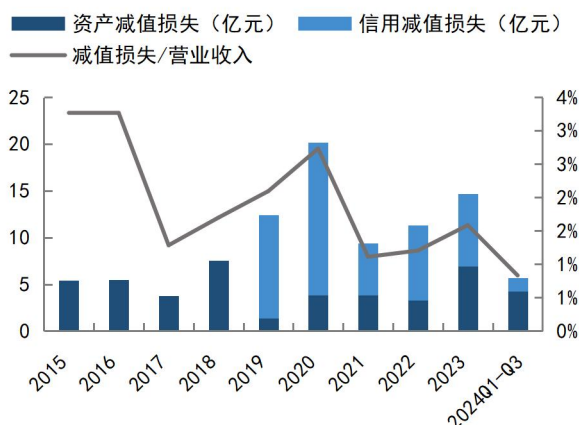
图21: 徐工机械分产品毛利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 2022 年完成合并徐工有限, 2021 年为调整后数据

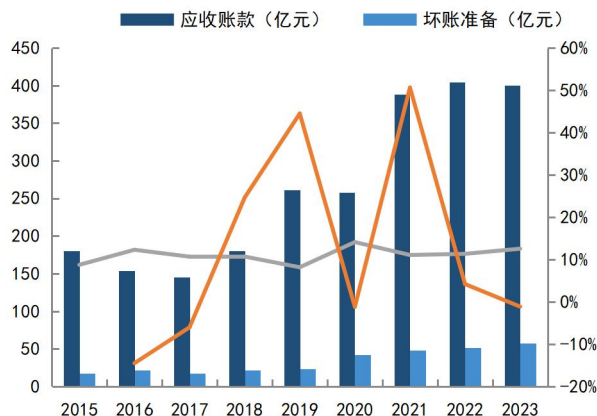
减值损失、应收账款压降效果显著。公司的减值风险主要来自于存货、应收账款以及表外风险减值。近年, 在公司积极提高经销商去库存的积极性, 处置法务机, 严格控应收账款回收风险, 公司减值损失占营收的比例下降。2024Q1-Q3 信用减值损失 1.49 亿元, 同比下降 76.58%, 资产减值损失 4.23 亿元, 同比下降 15.41%。**应收账款方面,**2021 年应收账款账面净值同比增长 50.63%, 主要系: 1) 受工程机械行业景气度持续回升、市场需求显著增长, 公司营收增加; 2) 同一控制下企业合并追溯调整的影响。2022 年应收账款增长主要系周期下行阶段下游回款整体有所放缓所致。2023 年公司应收账款压降效果显著, 同比下降 1.14%。

图22: 徐工机械减值损失情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 2022 年完成合并徐工有限, 2021 年为调整后数据

图23: 徐工机械应收账款

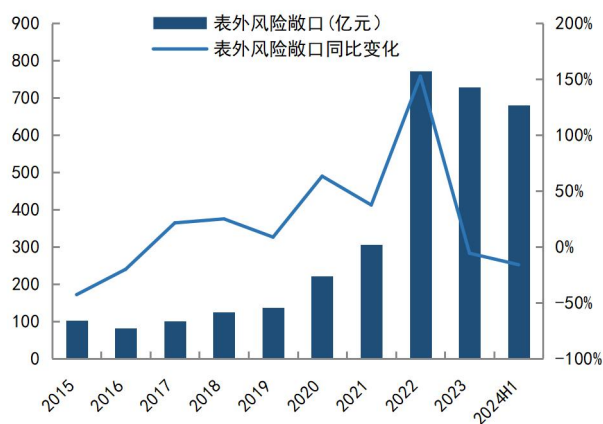


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 2022 年完成合并徐工有限, 2021 年为调整后数据

加强风险管控, 现金流稳健。我们将按揭担保余额、融资租赁款承诺回购余额、承兑担保余额的总和记为表外风险敞口。徐工机械的表外风险敞口较大主要系公司合作的租赁各公司属于其母公司徐工集团, 其产生的融资租赁担保回购余额统计在表外的风险敞口中。近年来, 徐工机械通过成立成立风控中心专门管控表内表外风险, 管理客户质量, 积极与金融机构展开风险共担, 表外风险敞口下降。2024H1 公司表外风险敞口月 680 亿元, 同比下降 16%, 相较年初下降 49 亿元。2023 年公司实现经营性现金流

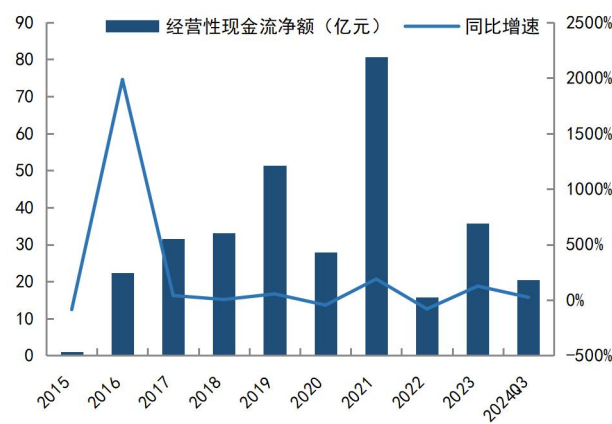
35.70 亿元，同比增长 125.59%，主要系 2023 年公司应收账款和存货压降工作取得阶段性成果。

图24：徐工机械表外风险敞口



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：表外风险敞口=按揭担保余额+融资租赁款承诺回购余额+承兑担保余额

图25：徐工机械现金流



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：2022 年完成合并徐工有限，2021 年为调整后数据

股价复盘：受地产基建、盈利能力影响较大

1) 2005-2010：公司股价整体呈上升趋势。受城镇化建设、“四万亿”投资驱动，基建、地产投资高速增长，工程机械需求持续增长。其中 2008 年受金融危机爆发影响，工程机械行业股价有所回调，但随着四万亿政策推出，股价持续回升。2009-2010 公司股价表现优于工程机械行业股价表现，主要系 2009 年公司实施重大资产重组，徐工机械通过向徐工集团定增，收购徐工重型、液压件公司、专用车辆公司、随车起重等公司。徐工机械通过吸收集团核心资产完善了产品体系，公司 ROE、盈利水平提升，因此股价表现优于行业。

2) 2011-2014：公司股价呈现下行趋势，主要系 2011 年开始国家对房地产进行调控，先后推出“国八条”、“限购、限价、限贷”等政策，工程机械需求下降，同时由于 2005-2010 年工程机械快速扩产，整个行业产能过剩，2011 年 5 月，工程机械行业销量增速转负，行业开启下行周期，公司股价持续下降。

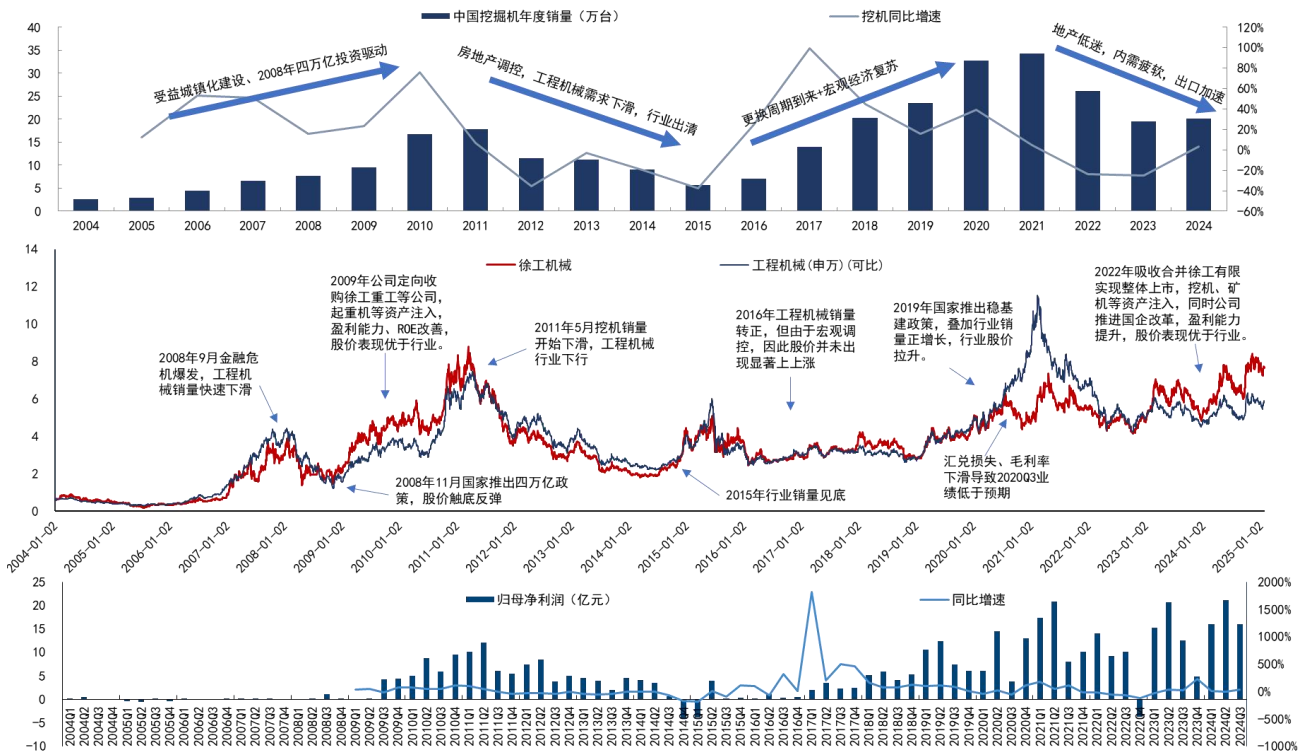
3) 2015-2018 年：股价呈现震荡趋势。2015 年由于行业销量见底，市场预期销量触底回升，行业景气度向上，股价开始回升。虽然 2016-2018 年挖掘机销量持续增长，但公司股价处于震荡态势，主要系 2016 年宏观经济开始“去杠杆”，基建与地产增速较低水平，挖掘机销量增长主要由更新需求驱动，宏观经济与行业销量出现背离，因此行业及公司股价呈现震荡趋势。

4) 2019-2020 年：公司股价呈现上升趋势。2019 年国家推出稳基建政策，政府工作指出 2019 年要完成铁路投资 8000 亿元、公路水运投资 1.8 万亿元，开工一大批水利工程项目，带动市场对工程机械行业预期。挖掘机销量正增长叠加政策发力，行业和公司股价拉升。其中 2020 年第三季度公司汇兑损失、毛利率下滑导致业绩下滑 49%，因此股价有所回调。但随着 2021 年公司混改完成，盈利能力有所提升，股价回升。

5) 2021-2024 年：2021-2022 由于疫情、宏观经济放缓以及房地产、基建低迷，挖掘机销量大幅下降，工程机械行业股价呈下降趋势，2023-2024 年随着销量见底，以及 2024 年水利、农田农村建设、城市更新等国债重点支持领域形成一定需

求拉动，工程机械行业股价呈现震荡向上趋势。在此期间，公司 2022 年反向吸收徐工有限，实现整体上市，随着挖掘机、矿机等高毛利板块注入、海外业务占比提升以及持续推进国企改革，公司盈利能力持续改善，股价表现优于行业。

图26: 徐工机械股价复盘



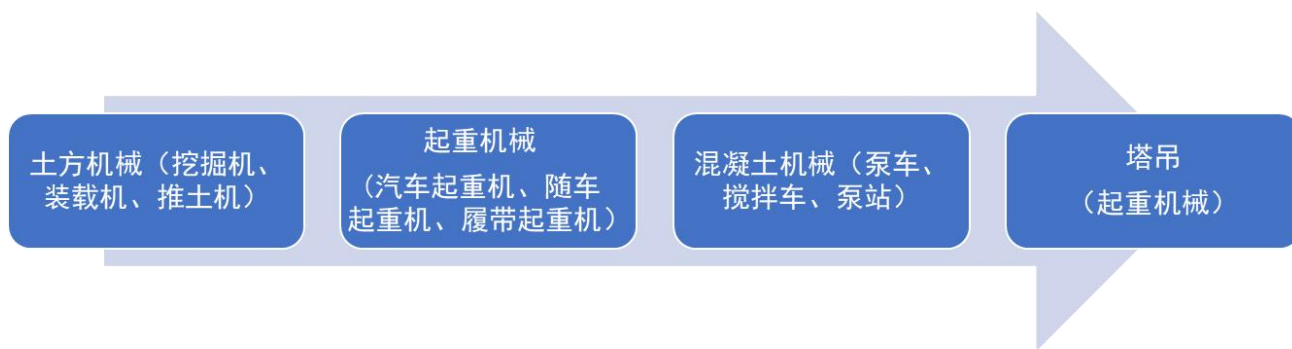
资料来源: Wind、中国工程机械工业协会, 国信证券经济研究所整理

行业分析：国内筑底企稳，出海空间广阔

工程机械主用于基建、地产、矿山等，挖掘机是核心产品

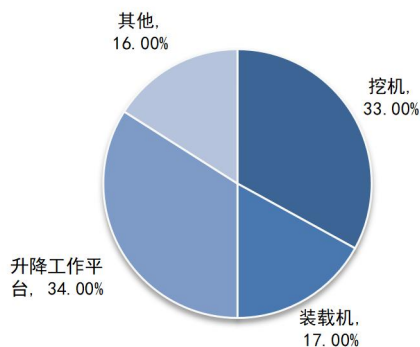
挖掘机入场顺序靠前，市场规模最大，是工程机械核心代表性产品。工程机械产品主要包括挖掘机、混凝土机械、汽车起重机、塔式起重机等，主要用于交通运输建设、能源、矿山、农林水利建设等行业，与国民经济发展、全社会固定资产投资规模等相关性较高。**从施工顺序来看**，以挖掘机为代表的土方机械入场最早，主要用于项目启动前期以及地下施工阶段；随后，汽车起重机（30 米以下地面建筑吊装）、泵车（混凝土机械）入场；随着施工高度增加，塔式起重机（高空吊装）、高层混凝土输送泵入场，由于挖掘机进场顺序靠前，其需求变化领先其他工程机械产品。**从市场规模来看**，2023 年国内挖掘机销量占国内工程机械销量的近 1/3，2024 全球工程机械制造商 20 强企业，其挖掘机总销售额达到 674.96 亿美元，占其工程机械业务销售额的 37.96%。**挖掘机是工程机械行业最重要、规模最大的产品**，其销量也与工程机械行业景气度高端相关，因此后文主要通过分析挖掘机情况分析工程机械行业情况。

图27：工程机械入场顺序



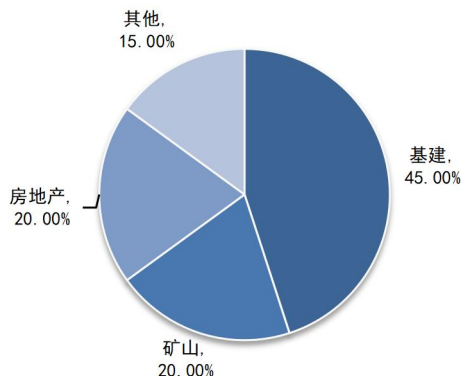
资料来源：中国工程机械工业协会，国信证券经济研究所整理

图28：2023 年国内工程机械分产品销量占比



资料来源：中国工程机械工业协会，国信证券经济研究所整理

图29：中国工程机械下游应用占比



资料来源：中国工程机械工业协会、前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

市场规模：2023 全球工程机械市场规模为 2434 亿美元

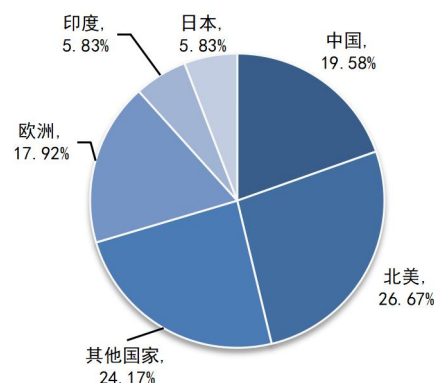
根据 KHL 数据，2023 年全球工程机械 50 强企业设备销售额达到 2434 亿美元。分区域看，根据 Off-Highway 统计，北美、中国、欧洲工程机械市场规模较大（销量口径），分别占全球销量的 26.67%/19.85%/17.92%。

图30：2016-2023 全球工程机械 50 强销售额



资料来源：KHL，国信证券经济研究所整理

图31：2022 全球工程机械市场份额（销量口径）

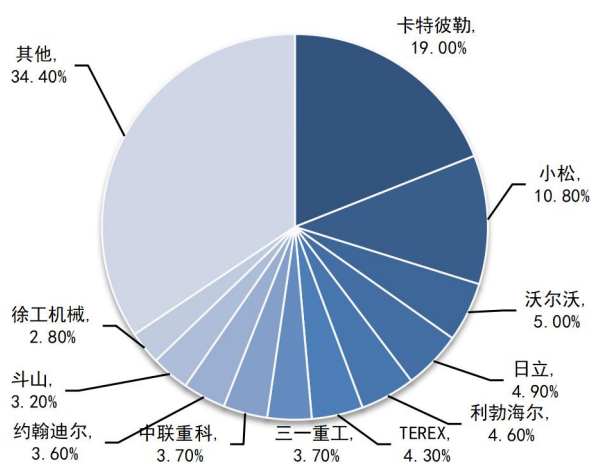


资料来源：Off-Highway Research、International Construction，国信证券经济研究所整理

竞争格局：竞争格局稳定，头部企业占据主导地位

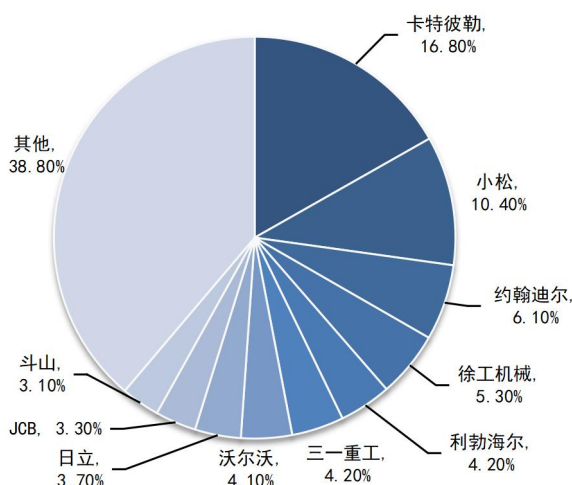
全球工程机械竞争格局稳定，中国制造商市占率提升。根据 KHL 统计，2023 年全球工程机械市占率前三的公司分别是卡特彼勒、小松和约翰迪尔（美国），市占率分别为 16.80%/10.40%/6.10%。2023 年全球工程机械前 10 名相较 2013 年基本没有变化，整体竞争格局稳定，头部企业市场份额稳定。中国工程机械公司方面，2013 年中国工程机械制造商总体市占率为 13.4%，2023 年市占率为 17.2%，整体呈现上升趋势。其中，2023 年徐工机械销售额位列全球第 4、三一重工位列第 6、中联重科排名第 12、柳工排名第 19。

图32：2013 年全球工程机械 50 强市场份额（收入口径）



资料来源：KHL，国信证券经济研究所整理

图33：2023 年全球工程机械 50 强市场份额（收入口径）

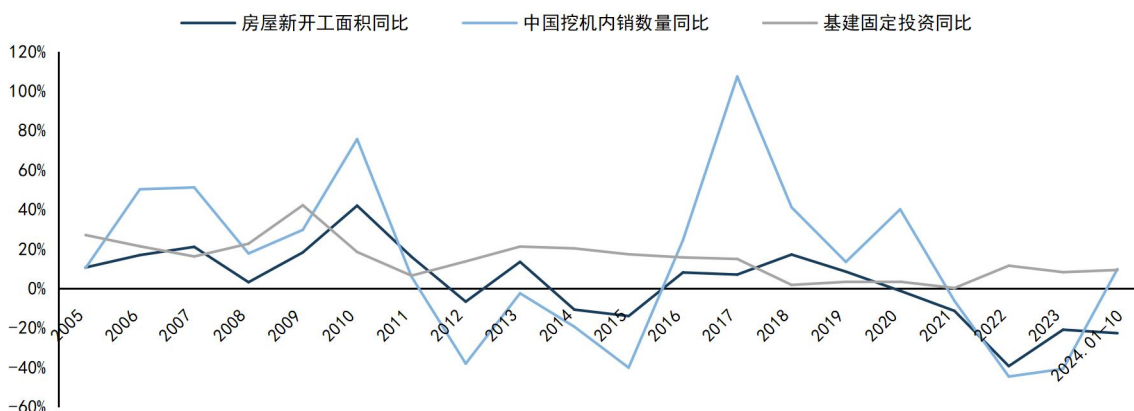


资料来源：KHL，国信证券经济研究所整理

国内：基建投资、设备更新周期启动助力国内需求企稳回升

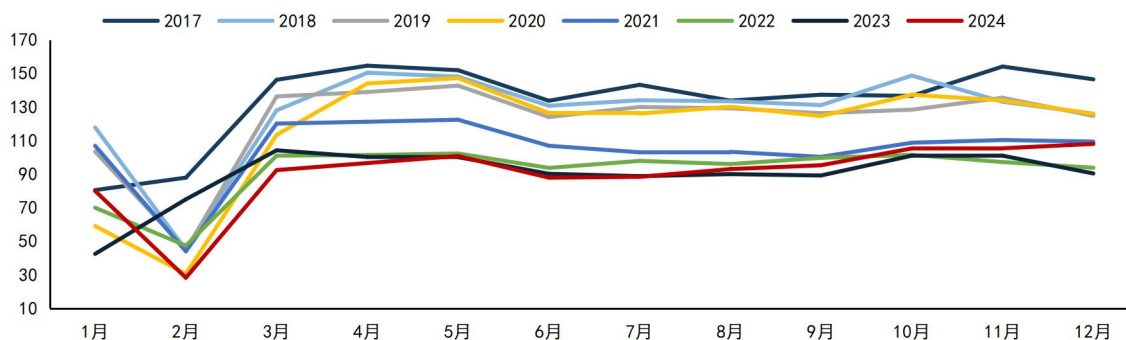
地产宽松政策、基建逆周期调节有望改善国内工程机械需求。从历史情况看，挖掘机销量主要受到房地产和基建投资影响，其中与房地产相关性更高。**地产方面**，当下房屋新开工面积同比增速处于历史低位，国内房地产秉承“住房不炒”宗旨，未来房地产在国内经济中起到支持作用，2024年1-10月我国房屋新开工面积为6.12亿平方米，同比下降22.67%，近期我国多地出台房地产新政策，预期地产开工面积降幅有望收窄，带动工程机械需求改善。**基建方面**，基建投资是对冲经济下行的重要手段之一，2024年1-10月基建固定资产投资同比增长9.35%，2024年国家已出台多项利好基建投资政策，其中2024年11月推出的12万亿化债组合为近年来力度最大的化债举措，此次化债能够较大程度补充地方政府的流动性，基建开工端有望持续改善，带动工程机械需求的边际改善。**小松挖掘机开工小时数方面**，历史来看，2017-2020年全年小松挖掘机开工小时数在1200小时以上，2021和2022年降低到1000小时左右，2023、2024年下降至1000小时以下。2024年上半年中国小松挖掘机小时开工数持续改善，8月份小松挖掘机开工小时数同比转正，2024年12月小松中国挖掘机开工小时数108小时，同比增长19.47%，市场持续回暖。

图34：房屋新开工面积、基建固定资产投资和挖掘机国内销量的关系



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图35：2017-2024 中国小松挖掘机开工小时数



资料来源：小松官网，国信证券经济研究所整理

工程机械有望进入新一轮更换周期。工程机械工况复杂、磨损大，因此需要使用

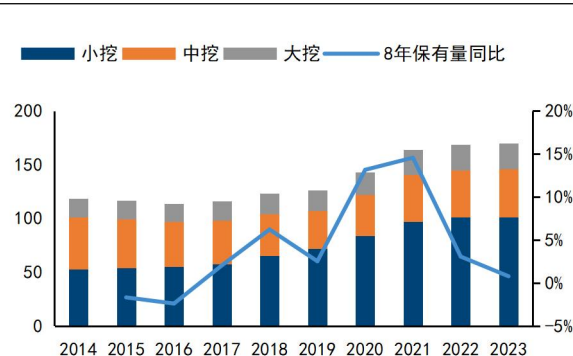
一定年限后会进行更换，挖掘机、混凝土机械、起重机的使用寿命大约为 8-10 年。以挖掘机销量为例，2005-2011 受益城镇化建设、四万亿投资驱动，挖掘机销量持续增长，2011 达到挖掘机行业销量高峰；2012-2015 年由于前期政策刺激提前释放了需求、产能过度扩张，挖掘机进入清库存阶段；2016-2021 年随着产能出清结束，挖掘机更换周期到来叠加宏观经济复苏，挖掘机销量再次进入上行阶段；2021-2023 由于疫情、宏观经济放缓以及房地产、基建低迷，挖掘机销量大幅下降；2024 年虽然我国地产开工仍处于下滑趋势，但水利、农田农村建设、城市更新等国债重点支持领域形成一定需求拉动，同时由于 2021-2023 年工程机械销量下降较多，因此 2024 年挖掘机销量有所企稳。上一轮挖机销量开始回升的年份是 2017 年，考虑挖机 8-10 年的寿命，2025 年随着挖掘机新一轮更换周期到来，国内挖掘机销量有望企稳回升。

图36：中国挖掘机内销数量



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图37：国内挖掘机市场保有量（8年、万台）



资料来源：中国工程机械工业协会，国信证券经济研究所整理

政策推动设备更新，工程机械有望充分受益。2024年3月，国务院印发了《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，明确提出到2027年，工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等领域设备投资规模较2023年增长25%以上。《行动方案》明确了5方面20项重点任务，其中明确提到实施设备更新行动，具体行动包括：1）推进重点行业设备更新改造；2）加快建筑和市政基础设施领域设备更新；3）支持交通运输设备和老旧农业机械更新；4）提升教育文旅医疗设备水平。此外，各地方也积极出台具体实施方案推动工程机械更新迭代。

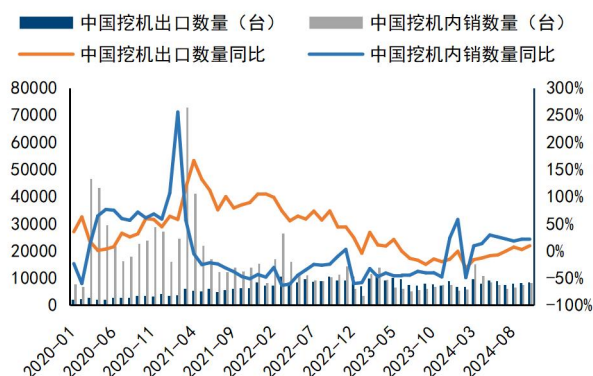
表2：各地政府关于推动工程机械设备更新的政策（不完全统计）

2024年4月	山西临汾市	《2024年临汾市建筑工地大气污染管控实施方案》	明确指出市区建筑工地5月底前所有非道路移动机械务必全部更换为新能源机械。
2024年6月	海南	《海南省空气质量持续改善行动实施方案（2024—2025年）》	到2025年，基本消除非道路移动机械“冒黑烟”现象，基本淘汰国一及以下排放标准的非道路移动机械。
2024年6月	山东省	《山东省推进国一及以下排放标准的非道路移动机械淘汰更新工作方案》	2024年年底前合计要淘汰的国一及以下排放标准的非道路移动机械数量高达1.7万余台。提出要强化经济政策引导，有条件的市可通过多种方式筹措资金，并出台符合本地实际的国一及以下非道路移动机械淘汰更新及奖补工作方案。
2024年6月	上海市	《上海市鼓励国二非道路移动机械更新补贴资金管理办法》	明确了上海地区国二非道路移动机械更新补贴的具体管理办法，对特大型/大型/中小型/微型挖掘机最高补贴分别为36/13.8/3.6/2万元；大型/中型/小型装载机最高补贴23.4/15.6/11万元。2025年12月31日以后申请的，实际补贴金额=补贴标准×80%，退坡比例为20%。
2024年6月	江苏省	《江苏省推进建筑和市政基础设施设备更新工作方案》	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）。

资料来源：海南省人民政府、临汾市人民政府、上海市人民政府、江苏省人民政府，国信证券经济研究所整理和预测

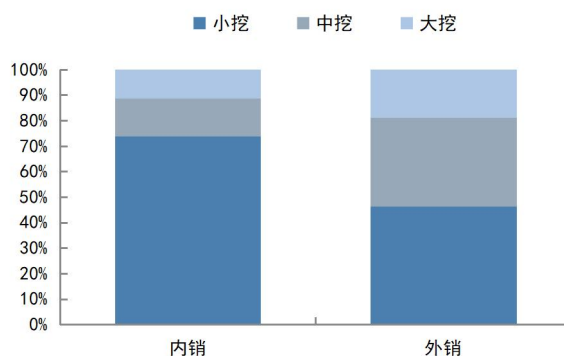
国内挖掘机销量位于历史底部，目前复苏趋势已显现。2015-2020 年挖掘机内销从 5.06 万台增长至 29.28 万台，CAGR 为 42.06%，2021-2023 年受疫情、宏观经济影响，挖掘机销量由 27.44 万台下降至 9.00 万台。2024 年 10 月国内挖掘机销量 8266 台，同比增长 21.6%，2024 年 1-10 月，国内销量 82211 台，同比增长 9.8%。2024 年国内挖掘机需求已连续 7 个月同比正增长，主要由农田水利、农村道路及市政工程的驱动，因此内销小挖占比较高。目前国内挖掘机销量已处于历史底部，随着更新周期的到来，复苏趋势有望延续。

图38：挖掘机内外销月度数据



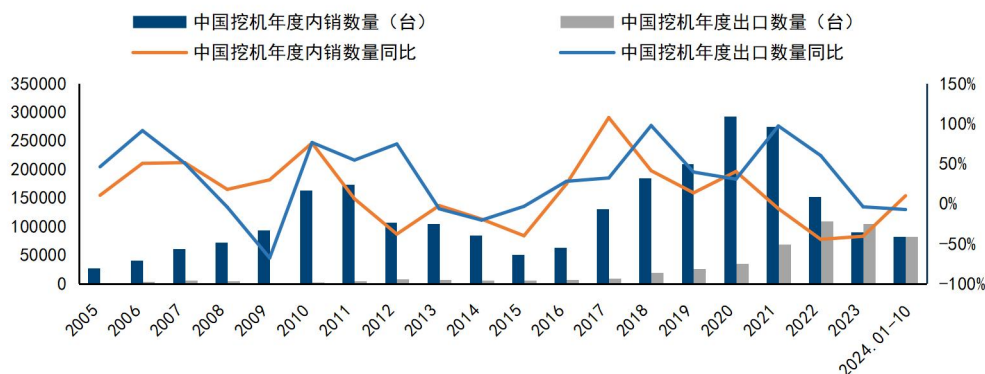
资料来源：中国工程机械工业协会，国信证券经济研究所整理

图39：2023 年挖掘机销量结构



资料来源：中国工程机械工业协会，国信证券经济研究所整理

图40：中国挖掘机历史销量情况



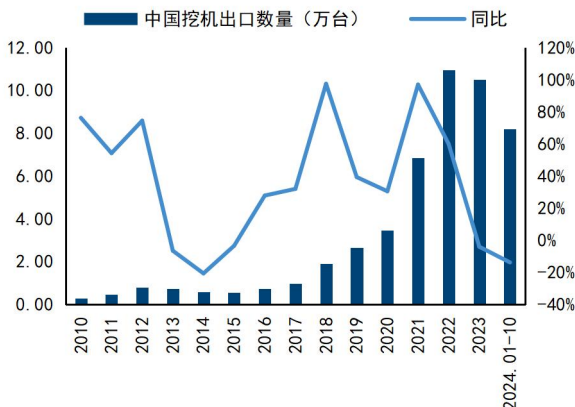
资料来源：中国工程机械工业协会，国信证券经济研究所整理

海外：市场空间广阔，中国企业仍有成长空间

国内主机厂品牌力逐步增强，出海趋势显著。从历史来看，2015-2022 年挖掘机外销从 0.57 万台增长至 10.95 万台，CAGR 为 52.41%，2023 年挖掘机出口同比下降 4%，主要系 2022 年基数较高，叠加全球经济放缓所致。2024 年上半年挖掘机出口同比下滑，主要系 2023 年高基数以及海外市场需求疲软等影响。随着海外部分地区需求温和复苏、国产品牌去库存完成，2024 年 8 月开始，挖掘机出口销量在经历多个月份下滑后重回增长区间，2024 年 10 月挖掘机出口市场同比增长 9.56%，出口市场持续修复。从出口占比来看，2020 年之前挖掘机出口占比较低，基本在 10%左右波动，2021 年开始挖掘机出口占比持续提升，2023 年挖掘机出口

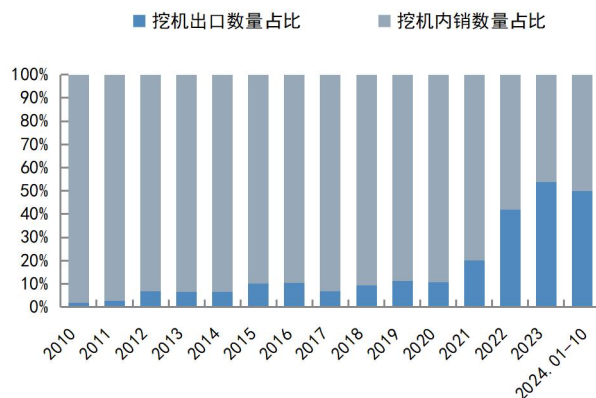
数量已超过内销数量，占比达到 54%。近年来挖掘机出口景气度持续，表明国内主机厂在海外渠道、产品力以及品牌知名度持续提升。

图41：中国挖掘机出口数量（万台）



资料来源：中国工程机械工业协会，国信证券经济研究所整理

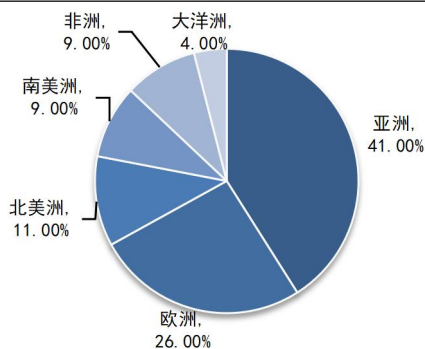
图42：挖掘机出口数量占比逐年提升



资料来源：Off-Highway Research、International Construction，国信证券经济研究所整理

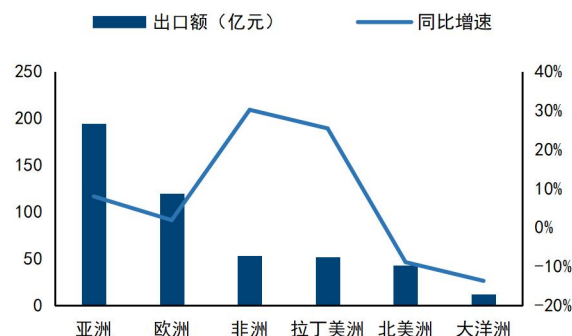
“一带一路”是中国主要出口地区，出口额占比约 47%。2023 年，中国工程机械对“一带一路”沿线国家出口 210.55 亿美元，同比增长 24.1%，占总出口额的 47.2%。分区域看，2023 年中国对亚洲/欧洲/北美洲/南美洲/非洲/大洋洲出口实现了 196.49/126.89/51.2/45.38/44.75/20.78 亿美元，同比变动 7.61%/22.2%/7.21%/10.1%/15.6%/3.17%。2024 年 1-11 月，我国工程机械向“一带一路”沿线国家和地区出口合计 299.55 亿美元，占比 62.64%，同比增长 12.05%。中国工程机械对亚洲/欧洲/拉丁美洲/非洲/北美洲/大洋洲出口份额占比依次为 40.46%/25.10%/11.07%/10.80%/9.02%/3.45%。增速方面，2024 年 1-11 月中国工程机械出口亚洲、拉丁美洲、非洲、欧洲保持正增长，其中非洲出口增速最高，达到 30.15%；出口北美洲、大洋洲增速下降。

图43：2023 年中国挖掘机出口区域占比



资料来源：中国机电产品进出口商会，国信证券经济研究所整理

图44：2024 年 1-11 月工程机械出口各大洲金额

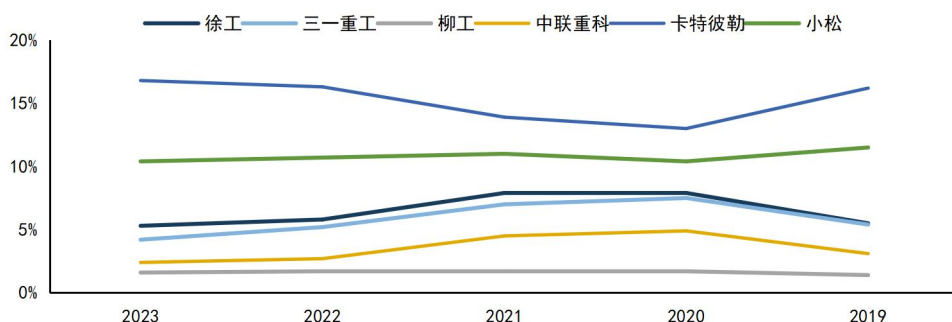


资料来源：中国机电产品进出口商会，国信证券经济研究所整理

国内主机厂全球市占率约 17%（收入口径），未来仍有提升空间。根据 KHL 统计，卡特彼勒、小松全球市占率基本维持在 10%以上，国内工程机械厂商中市占率最高的徐工集团也仅为 5%-7%，且中国工程机械厂商大部分收入来自中国区域销售（中国国内工程机械市场已高度国产化），若剔除中国区域，国内工程机械厂商

全球市占率更低。2023 年中国主要工程机械制造商海外市占率约 17.2%（收入口径），相较 2013 年的 13.4% 已有提升，但整体仍然偏低，未来仍有提升空间。具体企业来看，2023 年徐工机械/三一重工/中联重科/柳工营收分别为 129.64/102.24/58.13/38.42 亿美元，市占率分别为 5.3%/4.2%/2.4%/1.6%，卡特彼勒/小松的营收分别为 410/253 亿美元，市占率分别为 16.8%/10.4%，国内主机厂相较全球龙头仍有较大提升空间。

图45: 挖掘机主要企业全球市占率变化



资料来源: KHL, 国信证券经济研究所整理

美国：降息、制造业回流有望刺激工程机械需求。2009 年开始，美国持续推动制造业回流，相继提出“再工业化”、“供应链韧性”等战略，美国推动制造业回流带来的对厂房等基础设施建设的需求，根据美国建筑与承包商协会统计，过去两年整体非住宅建筑活动增长 31.9%，2024 年 9 月，美国非住宅建筑项目的总价值为 1.22 万亿美元（季节性调整年率），同比增长 4.86%。美国基建需求增长带动工程机械销量，根据 Off-Highway Research 统计，2023 年全年北美市场（美国占 90% 以上）工程机械设备销量高达 33 万多台，再创新高，预计 2024 年北美地区的工程机械设备销量将再次突破 30 万台（美国占 90% 以上）。此外，2024 年 9 月 18 日，美联储宣布将基准利率目标范围下调 50 个基点，降至 4.75%-5%，这是自 2020 年 3 月以来的首次降息，美国降息有望带动美国地产回暖，进一步刺激工程机械需求。目前北美市场主要有卡特彼勒、约翰迪尔占据，中国企业市场份额较少，仍有较大出口空间。

图46: 美国非住宅建筑投资额



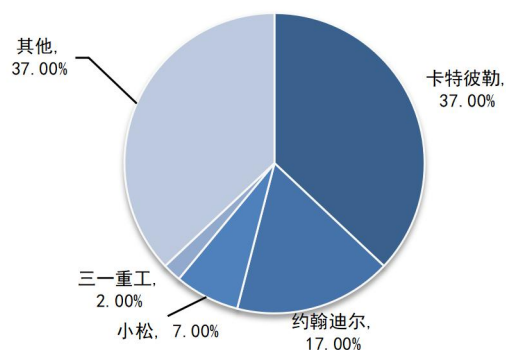
资料来源: U. S. Census Bureau, 国信证券经济研究所整理

图47: 北美工程机械销量



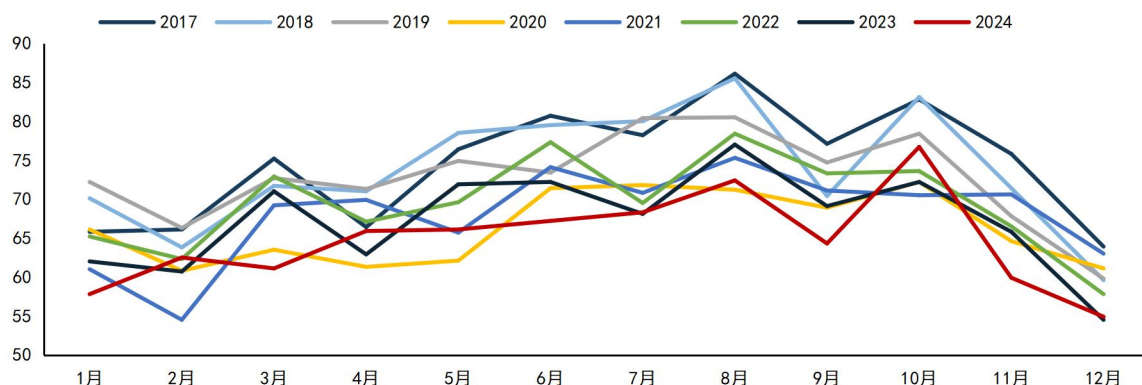
资料来源: Off-Highway Research, 国信证券经济研究所整理

图48: 2023 年北美工程机械市场竞争格局（收入口径）



资料来源: Off-Highway Research、公司公告, 国信证券经济研究所整理

图49: 北美小松挖掘机开工小时数



资料来源: 小松官网, 国信证券经济研究所整理

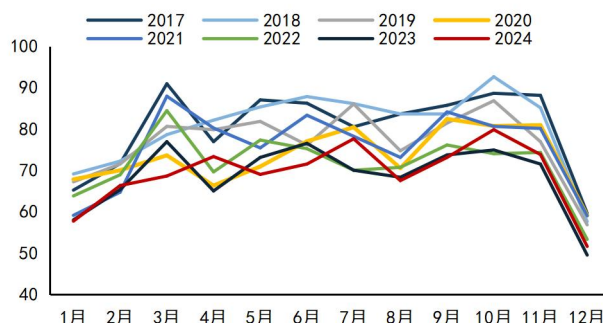
欧洲：工程机械电动化是未来主要增长点。2023 年受欧洲建筑需求下降影响，欧式工程机械市场需求下降。2024 年上半年受到德国、英国和意大利等地区设备需求下降及高利率和能源价格的影响，欧洲工程机械整体需求依旧较弱，2024 年上半年小松欧洲地区销售额同比下降 8.5%。但欧洲工程机械电动化趋势明显，是继中国之后的第二大市场，2023 年欧洲市场销售约 2000 台电动工程机械产品，占全球电动工程机械销售比例约 39%。Interact Analysis 预测，2030 年欧洲、中东和非洲（EMEA）地区（渗透率预计达到 12%）的电动挖掘机渗透率将是北美（预计 6%）的两倍，其中西欧、北欧的渗透率预计是北美的 3-4 倍。未来欧洲工程机械增量或将来自于电动化转型，国内工程机械厂商电动化优势明显，市占率有望进一步提升。

图50: 欧洲工程机械销量



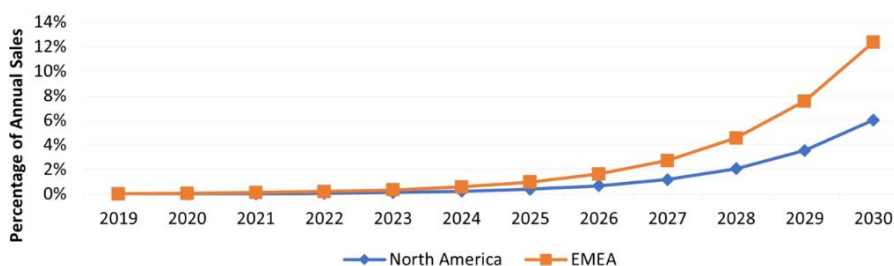
资料来源: Off-Highway Research, 国信证券经济研究所整理

图51: 欧洲小松挖掘机开工小时数



资料来源: 小松官网, 国信证券经济研究所整理

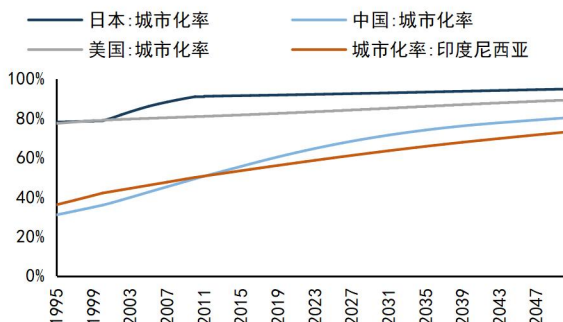
图52: 北美、EMEA 电动挖掘机渗透率对比



资料来源: Interact Analysis, 国信证券经济研究所整理 注: EMEA 指欧洲、中东和非洲

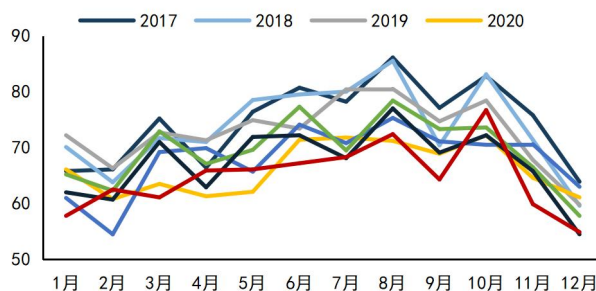
东南亚: 制造业迁移、城镇化率提升有望带动工程机械需求。在一带一路、区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）等政策刺激下，东南亚地区制造业迁移加速，基础设施投资增加，矿产价格上升，带动工程机械需求，此外目前东南亚城市的城镇化率相较发达国家仍有较大提升空间，预期城镇化率提升持续带动工程机械需求。其中印尼为东南亚最大工程机械，每年工程机械采购额约40-50亿元，主要用于建筑业和采矿业。在基础设施建设上，印尼2023年预算同比增长7.8%，2022-2024年预计新增55个基础设施项目。矿业方面，2023年印尼的煤炭产量7.75亿吨，同比增长约13%，2024年，预计煤炭产量7.1亿吨，有望进一步带动采矿设备需求。

图53: 印度尼西亚城镇化率较低（联合国预测）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图54: 印度尼西亚小松挖掘机开工小时数



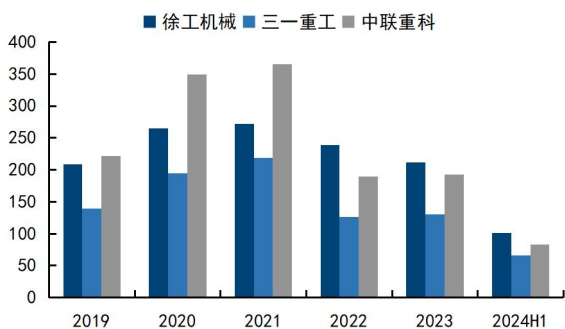
资料来源: 小松官网, 国信证券经济研究所整理

公司分析：国企改革提升竞争力，海外市场、新兴板块打开成长空间

起重机械、混凝土机械优势明显，混改提升竞争力

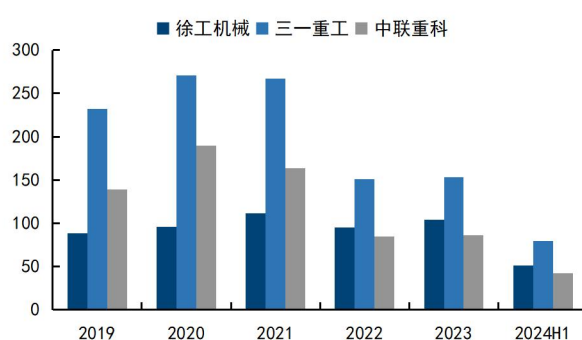
起重机械、混凝土机械优势显著。1) **起重机械**：起重机械是公司传统优势产品，涵盖了 8-160 吨以上所有的产品类别，目前国内起重机械行业呈现三足鼎立局面，市占率排名前三的分别是徐工机械、中联重科和三一重工。徐工机械在市场份额上拥有绝对优势，且多个产品市占率仍在提升。2) **混凝土**：徐工集团于 1986 年成立了专门的混凝土机械产品研发部门，1995 年徐工集团与德国利勃海尔合资成立徐州利勃海尔混凝土机械有限公司，引进德国利勃海尔、普茨迈斯特混凝土技术。2012 年公司收购德国混凝土巨头施维英公司，拓展中、高端混凝土成套设备的国际市场，此次收购大幅提升了徐工集团在混凝土机械领域的竞争力，并成功开拓国际市场。目前公司混凝土机械位居全球前三位。

图55：起重机械主要企业营业收入（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

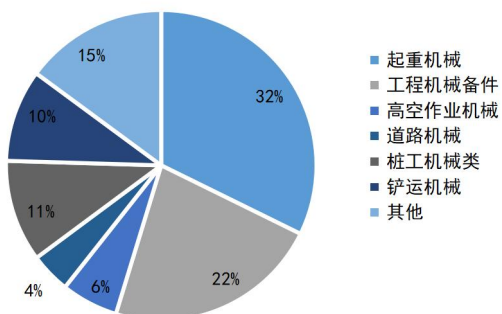
图56：混凝土机械主要企业营业收入（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

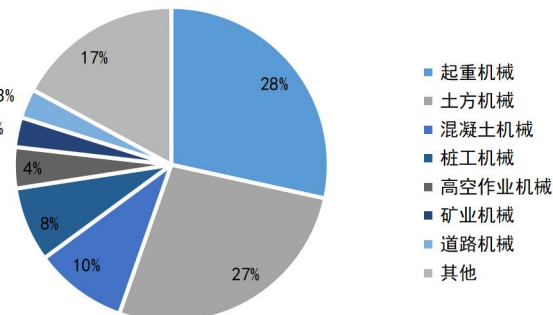
混改完善产品体系，提升盈利能力。公司 2022 年吸收合并徐工有限，将徐工有限旗下挖掘机、混凝土机械、矿机、塔机等工程机械生产配套资产将整体注入上市公司，实现徐工集团工程机械板块整体上市。整体上市后，公司产品体系更加完善，各项业务在材料采购、研发等方面能够形成协同效应，进一步提升公司竞争力；另一方面，随着毛利率较高的挖掘机等产品的并入，公司整体盈利能力有所提升。

图57：2021 年吸收合并徐工有限前业务结构



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图58：2021 年吸收合并徐工有限后业务结构



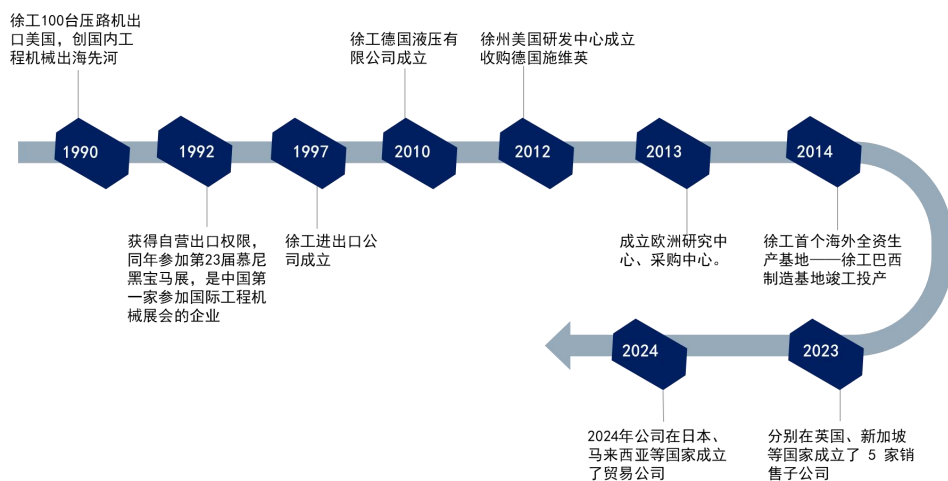
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

持续完善海外布局，紧跟全球化、电动化趋势

拓展海外市场三十余年，全球布局持续完善。20 世纪 80 年代末，徐工率先踏入国际机械市场。1992 年，徐工获得自营出口权。2012 年公司成立的美国研发公司，同年收购德国施维英，拓展中、高端混凝土成套设备的国际市场。2013 年公司成立欧洲研究、采购中心，进一步加大欧洲市场拓展力度。2014 年全球收购海外生产机电-巴西制造基地投产。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。2024 年公司在日本、马来西亚等国家成立了贸易类子公司。目前，公司拥有 40 多家海外子公司，300 多个海外经销商，2000 多个海外服务备件网点，营销网络覆盖全球 190 多个国家和地区。目前公司产品主要出口区域有东南亚、中亚、非洲、南美、欧洲、北美、西亚北非、中美洲、大洋洲等。

海外收入占比持续增加，提升公司盈利能力。2024 年上半年，公司海外业务收入 129 亿元，同比增长 4.80%，占收入比例 44.13%，同比提升 3.37 个百分点。分产品看，挖掘机、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。其中，全地面起重机和越野轮胎起重机海外收入接近翻倍，挖掘机海外收入同比增长 16%，海外泵车、搅拌站收入翻倍，搅拌车增长接近 2 倍。2024 年上半年海外业务毛利率为 24.41%，同比提升 1.22 个百分点。海外毛利率较国内毛利率高 2.72 个百分点，高毛利海外业务占比增加改善公司的盈利能力。

图59：徐工出海历史情况



资料来源：公司公告、公司官网，国信证券经济研究所整理

图60: 徐工海外布局



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

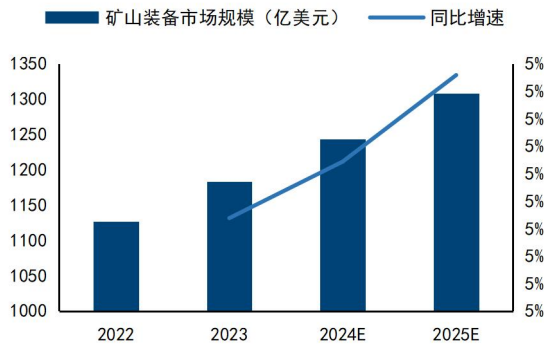
积极推动电动化，参与制定多项电动工程机械标准。2015 年，徐工启动国内首套新能源（混动）起重机科研项目，2018 年全面开展工程机械电动化布局，2023 年度公司新能源产品收入同比增长。目前公司积极推动产品绿色化、运营绿色化转型升级，纯电动、混合动力、氢燃料多技术路线发力，推进新能源产品发展，新能源产品收入规模及渗透率领先行业；同时公司加大对动力电池、电驱电控系统、混动系统等核心零部件的资源布局，提高新能源核心零部件自主掌控能力。公司在电动装载机方面优势明显，2023 年，徐工电动装载机销量稳居行业前三，2024 年徐工牵头起草了《土方机械高原隧道用纯电动液压挖掘机》国家标准，并参与制定了此次发布的全部 7 项电动工程机械国家标准。

矿机、高机等新兴板块打开新成长空间

全球矿机市场空间大，市场集中度高。市场空间方面，根据 precedence research 统计，2023 年全球矿山装备市场规模约 1183 亿美元，预计 2025 年达到 1308 亿美元，增长主要受全球矿产资源需求增加的驱动，挖掘设备（矿用挖掘机、装载机、推土机等）价值量占矿山装备比例约 35%。国内市场方面，根据中国重型机械工业协会，2023 年矿山机械行业收入\利润分别为 2351 亿元\210 亿元，同比增长 5.21%\16.66%。**竞争格局方面**，全球矿山机械市场主要厂商包括卡特彼勒、小松、日立建机、山特维克，其中卡特彼勒和小松占据一半以上的市场份额。国内方面，除上述国际巨头外，还包括三一重工、徐工集团、中联重科等本土厂商，市场集中度较低。

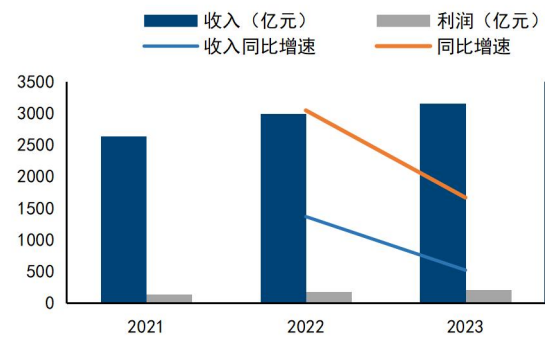
公司矿业营收高速增长。徐工矿机成立于 2015 年，2018 年徐工矿业机械从徐工挖掘机械事业部脱离出来独立运营，2019 年 12 月 12 日，徐工矿业机械智能化制造基地正式投产运营。目前公司矿业机械主要包括矿挖、矿铰卡、破碎筛分设备、隧道施工设备等，其中矿挖、矿铰卡为收入的主要来源。公司矿山露天挖运设备保持全球第五，国内第一。2019-2023 年徐工矿机营业收入由 15.43 亿元增长至 58.61 亿元，CAGR 为 39.61%。

图61：全球矿山装备市场规模



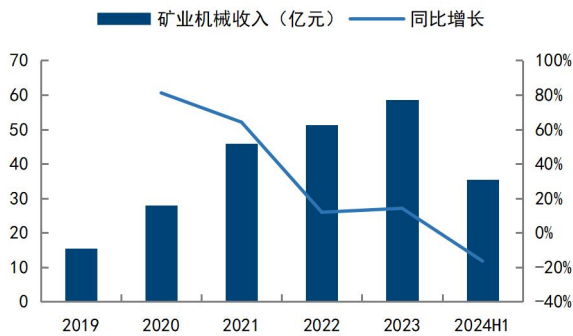
资料来源：Precedence research，国信证券经济研究所整理

图62：中国矿山机械整体收入及利润



资料来源：中国重型机械工业协会，国信证券经济研究所整理

图63：徐工矿业机械收入



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

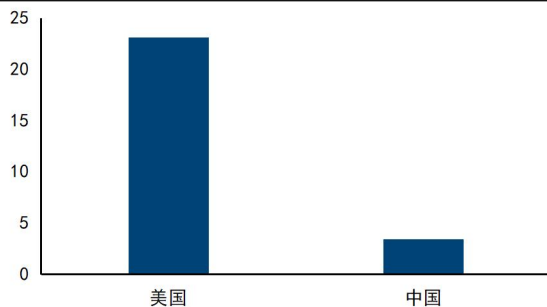
图64：徐工矿业发展历程



资料来源：公司官网、公司公告，国信证券经济研究所整理

国内高空作业平台渗透率仍有提升空间。高空作业设备可以运用于建筑施工、外墙修缮、工程施工等多场景，相较传统的脚手架，其作业效率、安全性更高。据fortune business insights统计，2023 年全球高空作业平台市场规模约 104.6 亿美元，预计 2032 年达到 204.7 亿美元，2024-2032 CAGR 将超过 7.9%。国内方面，受益于各类作业场景需求持续上升，高空作业平台快速发展，2023 年中国高空作业租赁市场收入达到 148.82 亿元，同比增长 19.5%。但从保有量来看，2022 年美国的人均保有量为 23.12 台/万人，而中国仅为 3.45 台/万人，未来仍有较大成长空间。

图65：2022 年中国、美国高空作业平台保有量（台/万人）



资料来源：第一工程机械网，国信证券经济研究所整理

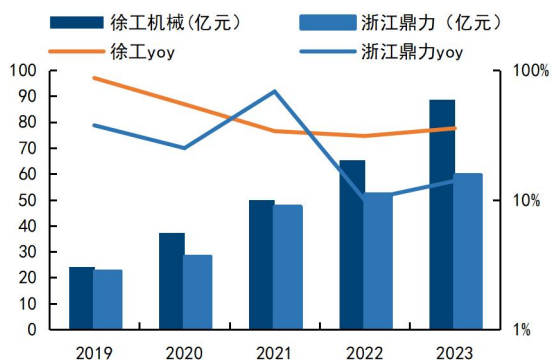
表3：2023 年全球高空作业机械制造企业前 10 强

	排名		收入（百万美元）	
	2023	2022	2023	2022
JLG Industries	1	1	2999	2402
Terex AWP	2	2	2118	1801
徐工机械	3	3	1502	1058
Skyjack	4	4	1069	906
浙江鼎力	5	5	1042	871
Haulotte	6	6	1004	790
中联重科	7	7	912	735
Time Manufacturing	8	8	761	725
LGMG	9	9	744	673
Sinoboom	10	11	605	451

资料来源：KHL，国信证券经济研究所整理

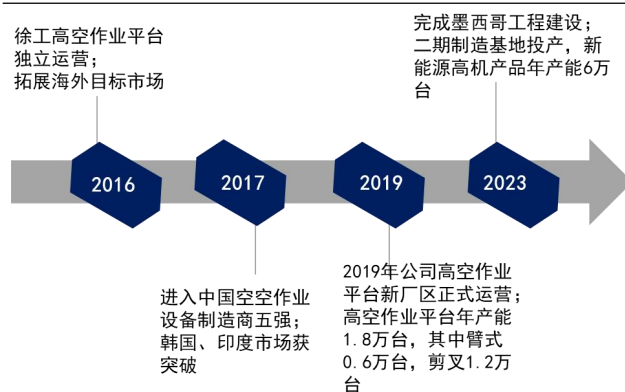
公司高机业务快速增长，全球排名逐年提升。2016 年徐工高空作业平台独立运营，2019 年公司高空作业平台新厂区正式运营。2020-2022 年徐工机械高空作业平台全球销售额排名由全球第六上升至全球第三。2023 年徐工高空作业平台销售额蝉联全球第三，中国第一。2020-2023 年公司高空作业机械营收由 37.34 亿元增长到 88.83 亿元，CAGR 为 33.49%。未来随着国内对高空作业安全性要求逐步增加，高空作业平台渗透率有望提升，国内高空作业机械市场规模或将快速发展。同时，目前我国高空作业产品在海外市场已占据一定市场份额，未来随着我国高空作业机械产品不断成熟，国内高空作业平台产品有望持续出海。公司作为国内高空作业平台龙头公司，有望打开新的成长空间。

图66：徐工机械、浙江鼎力高空作业平台收入



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图67：徐工高机业务发展历程



资料来源：公司官网、公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

起重机械：公司起重机械、移动式起重机保持全球第一，随车起重机、塔式起重机保持全球第三。2024 年国内起重机械销售承压，未来国内工程机械随着更新需求到来，2025 年起重机械有望筑底回升，同时国主机厂海外市占率有望持续提升，预计 2024-2026 年营收为 180.09/201.70/231.95 亿元，同比变动-15%/12%/15%；毛利率方面，随着海外业务占比持续提升以及国企改革推进，预计毛利率小幅提升。

土方机械：公司土方机械主要包括铲运机械和挖掘机械。2020-2023 年国内挖掘机销量同比变动+40.07%/-6.32%/-44.64%/-40.76%。受行业下行影响，2023 公司营收同比下降。2024 年开始，随着国内挖掘机筑底、更换周期到来以及国内工程机械海外挖掘机市占率持续提升，公司挖掘机业务收入有望持续增长，装载机方面随着国标切换，有望持续复苏。预计 2024-2026 年营收为 241.40/265.54/300.06 亿元，同比增长 7%/10%/13%；毛利率方面，随着海外业务占比持续提升以及国企改革推进，预计公司毛利率小幅上升。

混凝土机械：公司混凝土机械海外市场持续拓展，有望平滑国内房地产下滑，同时随着国内基建发展预计混凝土机械需求逐步复苏，预计 2024-2026 年营收为 99.04/103.99/114.39 亿元，同比变动-5%/5%/10%。毛利率方面，随着海外业务占比持续提升，预计公司毛利率小幅上升。

桩工机械：桩工机械需求主要来自房地产和基建，2022-2023 年公司桩工机械受宏观环境影响，收入大幅下滑，基数较低，未来随着国内工程机械筑底和更新需求到来，桩工机械需求稳步增长。预计 2024-2026 年营收为 43.24/47.57/52.32 亿元，同比增长 25%/10%/10%。毛利率方面，桩工机械竞争格局稳定，预计毛利率较为稳定。

高空作业机械：2024 年 1-10 月高空作业机械内销下降幅度较大，外销保持增长，考虑到目前国内高机行业仍有较大发展空间且公司积极布局海外市场，预计 2024-2026 年营收为 79.95/95.94/115.13 亿元，同比变动-10%/20%/20%；毛利率方面，随着公司高空作业规模持续上升以及出口占比增加，预计毛利率有所提升。

矿业机械：中国采矿业的资本开支有望继续增长，且仍有国产替代空间，同时公司积极布局海外市场，预计 2024-2026 年营收为 67.40/84.25/113.73 亿元，同比增长 15%/25%/35%。毛利率方面，随着规模持续上升，预计毛利率有所提升。

道路机械：道路机械主要和基建相关性较高，考虑到国内整体经济情况以及逆周期调节政策，预计道路机械未来保持增长，预计 2024-2026 年营收为 42.00/46.20/50.82 亿元，同比增长 10%/10%/10%。毛利率方面，道路机械竞争相较挖掘机、起重机械较小，预计毛利率维持平稳。

表4：徐工机械业务拆分

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
起重机械					
收入（亿元）	238.60	211.87	180.09	201.70	231.95
增速	-28.13%	-11.20%	-15.00%	12.00%	15.00%
成本（亿元）	191.19	34.06	139.57	155.31	177.44
毛利（亿元）	47.41	47.88	40.52	46.39	54.51

毛利率 (%)	19.87%	22.60%	22.50%	23.00%	23.50%
土方机械					
收入 (亿元)	236.39	225.60	241.40	265.54	300.06
增速	-24.84%	-4.56%	7.00%	10.00%	13.00%
成本 (亿元)	176.53	167.65	176.22	192.51	214.54
毛利 (亿元)	59.85	57.96	65.18	73.02	85.52
毛利率 (%)	25.32%	25.69%	27.00%	27.50%	28.50%
混凝土机械					
收入 (亿元)	95.02	104.25	99.04	103.99	114.39
增速	-14.94%	9.72%	-5.00%	5.00%	10.00%
成本 (亿元)	79.49	34.06	80.72	84.75	92.66
毛利 (亿元)	15.53	18.82	18.32	19.24	21.73
毛利率 (%)	16.34%	18.05%	18.50%	18.50%	19.00%
桩工机械					
收入 (亿元)	77.70	34.59	43.24	47.57	52.32
增速	-13.16%	-55.48%	25.00%	10.00%	10.00%
成本 (亿元)	63.61		35.03	38.53	42.38
毛利 (亿元)	14.09		8.22	9.04	9.94
毛利率 (%)	18.13%		19.00%	19.00%	19.00%
高空作业机械					
收入 (亿元)	65.50	88.83	79.95	95.94	115.13
增速	33.05%	35.62%	-10.00%	20.00%	20.00%
成本 (亿元)	47.29		54.36	64.76	76.56
毛利 (亿元)	18.21		25.58	31.18	38.57
毛利率 (%)	27.80%		32.00%	32.50%	33.50%
矿业机械					
收入 (亿元)	51.33	58.61	67.40	84.25	113.73
增速	43.57%	14.17%	15.00%	25.00%	35.00%
成本 (亿元)	41.25		49.87	61.50	81.89
毛利 (亿元)	10.08		17.52	22.75	31.85
毛利率 (%)	19.64%		26.00%	27.00%	28.00%
道路机械					
收入 (亿元)	40.35	38.18	42.00	46.20	50.82
增速	14.34%	-5.37%	10.00%	10.00%	10.00%
成本 (亿元)	33.20		30.66	33.73	37.10
毛利 (亿元)	7.15		11.34	12.47	13.72
毛利率 (%)	17.71%		27.00%	27.00%	27.00%
其他工程机械、备件					
收入 (亿元)	133.29	166.54	174.87	183.61	192.79
增速	-33.36%	79.15%	5.00%	5.00%	5.00%
成本 (亿元)	115.98	34.06	142.52	149.64	157.13
毛利 (亿元)	17.31	30.66	32.35	33.97	35.67
毛利率 (%)	12.99%	18.41%	18.50%	18.50%	18.50%
合计					
总营收 (亿元)	938.17	928.48	927.98	1,028.79	1,171.20
增速	-19.67%	-1.03%	-0.05%	10.86%	13.84%
营业成本 (亿元)	748.55	720.64	708.95	780.73	879.70
毛利率	20.21%	22.38%	23.60%	24.11%	24.89%
毛利 (亿元)	189.63	207.84	219.03	248.06	291.50

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

综上所述, 预计公司 2024-2026 年营收 927.98/1028.79/1171.20 亿元, 同比变动-0.05%/10.86%/13.84%, 毛利率分别为 23.60%/24.11%/24.89%。

期间费用率: 公司积极推进降本措施, 预期公司费用率小幅下降, 假设公司 2024 年-2026 年公司管理费用率分别为 2.25%/2.20%/2.20%, 研发费用率分别为 4.10%/4.10%/4.10%, 销售费用率分别为 6.70%/6.60%/6.60%。

未来 3 年业绩预测

表5：未来三年盈利预测

利润表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	93817	92848	92798	102879	117120
营业成本	74855	72064	70895	78073	87970
营业税金及附加	406	442	382	453	518
销售费用	6765	6702	6217	6790	7730
管理费用	2285	2706	2383	2558	2872
研发费用	4082	4000	3805	4218	4802
财务费用	(211)	726	2024	1907	1887
投资收益	194	(4)	282	282	282
资产减值及公允价值变动	(397)	(514)	(357)	(300)	(250)
其他收入	(4431)	(4050)	(3805)	(4218)	(4802)
营业利润	5083	5640	7017	8861	11373
营业外净收支	(70)	37	24	24	24
利润总额	5013	5678	7042	8885	11397
所得税费用	718	442	845	1066	1368
少数股东损益	(12)	(90)	(112)	(141)	(181)
归属于母公司净利润	4307	5326	6309	7961	10211

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

按上述假设条件，我们预计公司 2024-2025 年营收 927.98/1028.79/1171.20 亿元，同比变动-0.05%/10.86%/13.84%，归母净利润分别为 63.09/79.61/102.11 亿元，同比增长 18.44%/26.18%/28.27%。

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：8.90-11.17 元

Beta 值：选取三一重工、中联重科、柳工作为可比公司，通过 Wind 算出无杠杆 Beta 为 0.90；

无风险利率：选取当前的 10 年期国债收益率来评估；

永续增长率：假设 10 年后的永续增长率为 1%；

K_d：为税前债务成本，一般采用债券的到期收益率来反映，此处我们选取 AA 级中债企业债收益率作为参考；

风险溢价：选取成熟市场叠加新兴市场溢价的方式来测算，这里我们选取道琼斯工业指数近 20 年复合年均收益率为基础，叠加溢价 1.5%。

估值假设条件见下表：

表 6：绝对估值法资本成本假设

	合理值
无杠杆 Beta	0.90
无风险利率	1.76%
股票风险溢价	8.50%
公司股价	8.81
发行在外股数	11816
股票市值 (E)	104100
债务总额 (D)	40590
K _d	2.70%
T	12.00%
K _a	9.41%
有杠杆 Beta	1.21
K _e	12.03%
E/(D+E)	71.95%
D/(D+E)	28.05%
WACC	9.33%
永续增长率	1%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

表7: FCFF 估值表

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	TV
EBIT			13,228.								
所得税税率	9,116.0	10,786.6	5	14,839.5	15,988.7	17,888.9	18,748.1	19,617.9	20,471.5	21,065.9	
EBIT*(1-所得税税率)	12.00%	12.00%	12.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	
折旧与摊销	8,022.0	9,492.2	1	12,613.6	13,590.4	15,205.6	15,935.8	16,675.2	17,400.8	17,906.0	
营运资金的净变动	2,866.5	3,311.2	3,705.9	4,111.9	4,525.2	4,941.1	5,355.5	5,770.0	6,184.4	6,598.2	
资本性投资	(3,568.4)	(3,866.)	(9)	(1,999.4)	(3,140.7)	(3,234.3)	(1,163.5)	(1,624.4)	(1,164.5)	(721.1)	
FCFF	4,957.6	(5,742.7)	(6,565.7)	(6,092.)	(6,133.5)	(6,263.7)	(6,163.1)	(6,186.8)	(6,204.5)	(6,184.8)	(6,192.0)
PV(FCFF)	10,103.5	2,669.3	5,388.0	8,592.7	8,711.2	10,749.3	13,941.0	14,616.3	16,235.9	17,591.1	213,410.1
核心企业价值	9,241.7	2,233.4	4,123.5	6,015.1	5,578.0	6,295.9	7,468.8	7,162.6	7,277.6	7,212.5	87,500.2
减：净债务	150,109.3										
股票价值	32,764.7										
每股价值	117,344.5										
	9.93										

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及测算

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司价格区间为 8.90-11.17 元。

绝对估值的敏感性分析

绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表8：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

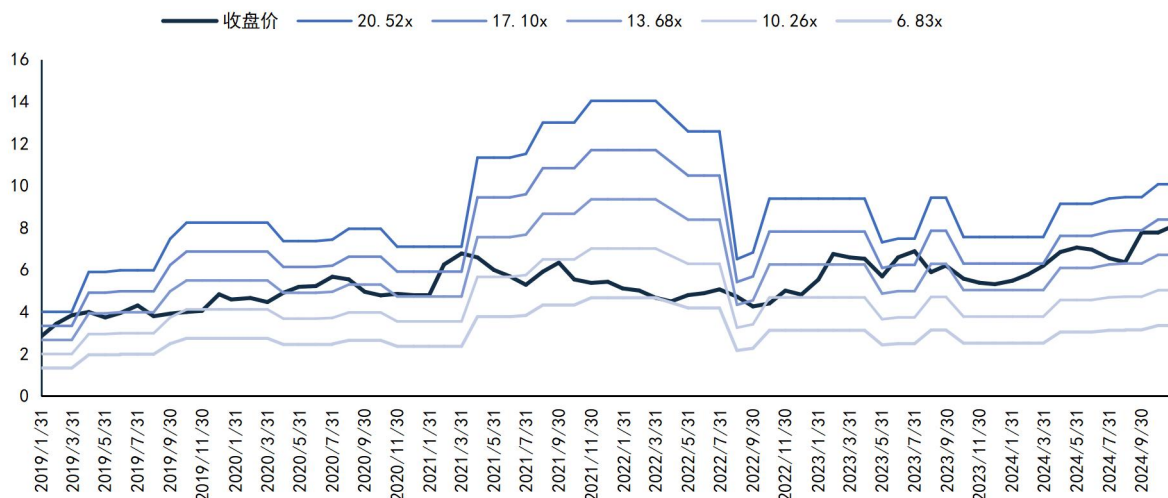
		WACC 变化				
		8.9%	9.1%	9.33%	9.5%	9.7%
永续增长率变化	1.4%	11.17	10.74	10.34	9.95	9.58
	1.2%	10.93	10.52	10.13	9.76	9.40
	1.0%	10.71	10.31	9.93	9.57	9.23
	0.8%	10.49	10.11	9.74	9.39	9.06
	0.6%	10.29	9.92	9.56	9.23	8.90

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

相对估值：9.38-11.39 元

市盈率相对估值法：过去五年公司业绩稳定增长，归母净利润从 2019 年 36.21 亿元增长至 2023 年 53.26 亿元，仅 2022 年受疫情以及宏观经济影响有所下滑。在此背景下，公司 PE 估值在 6.83-19.69 倍之间波动。公司是工程机械行业龙头，选取同为工程机械行业的三一重工、中联重科、柳工作为可比公司。可比公司 2025 年 PE 均值为 14.93 倍，考虑到公司的盈利能力、生产规模以及海外业务体量，给予公司 2025 年 PE 14-17 倍，合理目标价格区间为 9.38-11.39 元。

图68: 徐工机械 PE band



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

三一重工: 公司成立于 1994 年, 是中国领先的工程机械制造商, 2003 年上市。公司产品包括混凝土机械、挖掘机械、起重机械、桩工机械、路面机械。其中, 混凝土设备为全球第一品牌, 挖掘机、大吨位起重机、旋挖钻机、路面成套设备等主导产品已成为中国第一品牌。公司产品销售模式主要有直销模式和经销商销售模式两种。

中联重科: 中联重科创立于 1992 年, 主要从事工程机械、农业机械等高新技术装备及新型建筑材料的研发制造, 主导产品涵盖 18 大类别、105 个产品系列、636 个型谱, 是业内首家 A+H 股上市公司。公司混凝土机械、工程起重机械、建筑起重机械三大传统优势产业的市场地位稳中有升, 产品竞争力持续增强。混凝土机械长臂架泵车、搅拌站市场份额仍稳居行业第一, 搅拌车市场份额保持行业第二。工程起重机械市场份额保持行业领先, 25 吨及以上汽车起重机销量位居行业第一, 500 吨及以上履带起重机位居行业第一, 重庆随车吊工厂建设全面启动。

柳工: 公司为中国工程机械行业的排头兵, 经过 65 年的发展, 公司主营业务范围得到大幅度扩展。1993 年上市之初, 公司主要产品为装载机, 销售市场主要面向国内。2000 年以来, 公司主营业务逐步扩展为工程机械和非工程机械以及配件的研发、生产制造、销售、服务、租赁等。柳工拥有全球领先的产品线, 涉及铲运机械、挖掘机械、工业车辆、压实机械、路面机械、混凝土机械、桩工机械、起重机械、矿山机械、预应力机械、农业机械、工程机械配套件等 30 余条整机产品线。目前, 柳工在全球拥有 20 个制造基地, 5 个研发基地, 17 个区域配件中心, 已成为处在行业技术、生产和供应物流前沿的全球领先的装备与技术解决方案提供商。

表9：可比公司 2023 年财务数据对标

	徐工机械	三一重工	柳工	中联重科
营业收入（亿元）	928.48	740.19	275.19	470.75
收入增速（%）	-1.0%	-8.4%	3.9%	13.1%
归母净利润（亿元）	53.26	45.27	8.68	35.06
归母净利润增速（%）	23.5%	5.5%	44.8%	52.0%
净利率（%）	5.6%	6.3%	3.4%	8.0%
毛利率（%）	22.4%	27.7%	20.8%	27.5%
销售费用率（%）	7.2%	8.4%	8.2%	7.6%
管理费用率（%）	2.9%	3.6%	3.0%	4.0%
研发费用率（%）	4.3%	7.9%	3.3%	7.3%
财务费用率（%）	0.8%	-0.6%	0.6%	-0.6%
经营现金流/归母净利润	0.67	1.26	1.88	0.77
ROE（平均）	9.7%	6.8%	5.4%	6.3%
ROA	3.1%	3.0%	2.1%	3.0%
应收账款周转天数	156	121	103	201
流动比率	1.29	1.79	1.49	1.56
资产负债率（%）	64.5%	54.3%	61.4%	54.8%
总市值	1,041	1,542	239	656
PE（TTM）	17	27	16	16
EV/EBITDA	12	18	12	13

资料来源：Wind，国信证券经济研究所分析 注：总市值、PE（TTM）、EV/EBITDA 为 2025 年 2 月 28 日数据

表10：可比公司估值表（20250228）

公司	投资评级	市值（亿元）	股价（元）	EPS				PE			
				2022	2023	2024E	2025E	2022	2023	2024E	2025E
三一重工	优于大市	1,542.45	18.20	0.50	0.53	0.71	0.91	36.40	34.34	25.63	20.00
柳工	优于大市	239.08	11.84	0.31	0.44	0.74	1.02	38.19	26.91	16.10	11.60
中联重科	优于大市	655.84	8.00	0.27	0.40	0.47	0.61	29.63	20.00	17.14	13.19
							平均值	34.74	27.08	19.63	14.93
徐工机械	优于大市	1,041.00	8.81	0.36	0.45	0.53	0.67	24.17	19.54	16.50	13.08

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测 注：未评级公司系 WIND 一致预期

投资建议

公司是工程机械龙头，公司产品中汽车起重机、随车起重机、压路机等 13 类主机位居国内行业第一，随着国内工程机械更换周期的到来以及国内工程机械强势出海，公司有望充分受益，此外，随着国企改革公司盈利能力有望改善，实现较快增长。我们预计 2024-2026 年归母净利润为 63.09/79.61/102.11 亿元，EPS 为 0.53/0.67/0.86 元，当前股价对应 PE 17/13/10 倍，公司合理估值为 9.38-11.39 元（对应 2025 年 PE 为 14-17 倍），首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计偏乐观、从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值区间。但该估值是建立在较多假设前提的基础上得出,假设具有一定主观性,因而估值结论具有一定主观性。若后续公司发展或一些宏观因素变化方向与幅度与我们预期不符,可能导致估值区间和实际结果不符。

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观,导致未来10年自由现金流计算值偏高,从而导致估值偏乐观的风险;
- 2、加权平均资本成本(WACC)对公司绝对估值影响非常大,我们在计算WACC时假设无风险利率为1.76%、风险溢价8.5%,可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致WACC计算值偏低,从而导致公司估值高估的风险;
- 3、我们假定未来10年后公司TV增长率为1%,公司所处行业可能在未来10年后发生较大的不利变化,公司持续成长性实际很低或负增长,从而导致公司估值高估的风险;
- 4、相对估值方面我们选取了与公司业务相近的公司进行比较,同时考虑公司规模、盈利能力、海外业务体量,对可比公司平均动态PE进行修正,最终给予公司14-17倍PE,可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

我们对公司的业绩预测基于对业务增长和盈利能力假设,其中涉及新业务收入增速、毛利率、期间费用率等假设均带有一定主观性,可能和实际结果有所偏差,导致对公司的盈利预测高于实际情况。

宏观经济波动的风险

工程机械行业下游主要是基建、房地产等行业,受宏观经济影响因素较大,通常与宏观经济呈现出正相关,同时工程机械更新迭代周期也在一定程度上受到宏观经济的影响。目前国内外宏观经济环境受多方面因素影响,存在周期性波动的特点。若出现增速放缓或其他不利变化,可能导致整体行业景气度下滑,公司产品的需求可能出现萎缩,公司的经营和发展将受到负面影响。

经营风险

市场竞争加剧风险:工程机械行业为高度竞争的行业,产品同质化现象较为严重,市场竞争愈加激烈,公司面临一定的行业竞争风险。工程机械行业目前呈现电动化、国际化趋势,国内企业不但面临新技术带来的竞争压力,也面临着海外同行的竞争,市场竞争日益加剧。

原材料价格波动风险:公司产品生产成本与钢材、生铁等大宗商品市场价格的关联度较高。若原材料价格出现大幅波动,将会增加公司控制和管理生产制造成本的难度;若原材料价格上涨,将会给公司生产制造成本带来压力。原材料价格的大幅上涨会对公司整体经营业绩产生不利影响。

核心部件供应的风险:公司部分关键重点零部件和进口的材料采购周期较长,

地缘冲突、自然灾害、物流受阻、需求波动等给供应链带来挑战，部分材料和零部件供应商产能和运输受限，供应链安全和经营成本面临一定程度的风险。

汇率波动风险：公司加大海外建厂、开拓海外产品市场多以被投资国币种或美元核算，受到复杂的国际形势影响，未来海外市场及汇率的走势不确定性较高，对公司的收益产生一定影响。

技术风险

技术开发不及预期的风险：近年来工程机械行业智能化、电动化趋势明显，对企业的技术研发提出了新的要求。随着行业竞争的不断加剧，未来若公司在技术研发方面不能达到预期效果、研发成果未能带来预期经济效益、公司产品或关键技术被国内外同行模仿或窃取、竞争对手或潜在竞争对手率先取得重大技术突破等情况，都可能导致公司在行业内无法保持技术创新优势和领先地位，公司的持续盈利能力可能受到影响。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	27827	23371	24758	25319	24483	营业收入	93817	92848	92798	102879	117120
应收款项	48283	45581	45558	51320	57806	营业成本	74855	72064	70895	78073	87970
存货净额	35099	32378	31166	35457	39461	营业税金及附加	406	442	382	453	518
其他流动资产	8332	7025	6542	8058	8764	销售费用	6765	6702	6217	6790	7730
流动资产合计	129118	111060	110727	122857	133217	管理费用	2285	2706	2383	2558	2872
固定资产	21850	25433	28109	31284	33643	研发费用	4082	4000	3805	4218	4802
无形资产及其他	6443	7374	7080	6786	6492	财务费用	(211)	726	2024	1907	1887
投资性房地产	15301	13618	13618	13618	13618	投资收益	194	(4)	282	282	282
长期股权投资	2373	4510	5121	6096	6889	资产减值及公允价值变动	(397)	(514)	(357)	(300)	(250)
资产总计	175086	161995	164655	180640	193858	其他收入	(4431)	(4050)	(3805)	(4218)	(4802)
短期借款及交易性金融负债	27776	29127	26077	31701	33919	营业利润	5083	5640	7017	8861	11373
应付款项	50383	41844	43940	48918	53671	营业外净收支	(70)	37	24	24	24
其他流动负债	18389	15395	15566	17681	19352	利润总额	5013	5678	7042	8885	11397
流动负债合计	96549	86366	85583	98300	106943	所得税费用	718	442	845	1066	1368
长期借款及应付债券	18222	14513	14513	14513	14513	少数股东损益	(12)	(90)	(112)	(141)	(181)
其他长期负债	5660	3628	4462	5295	6129	归属于母公司净利润	4307	5326	6309	7961	10211
长期负债合计	23882	18142	18975	19809	20642	现金流量表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	120431	104508	104558	118109	127585	净利润	4307	5326	6309	7961	10211
少数股东权益	1401	1342	1295	1251	1183	资产减值准备	(285)	366	138	74	71
股东权益	53254	56145	58803	61280	65090	折旧摊销	3549	3947	2867	3311	3706
负债和股东权益总计	175086	161995	164655	180640	193858	公允价值变动损失	397	514	357	300	250
						财务费用	(211)	726	2024	1907	1887
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(19954)	(4786)	4958	(3568)	(3867)
每股收益	0.36	0.45	0.53	0.67	0.86	其它	283	(401)	(185)	(118)	(139)
每股红利	0.32	0.28	0.31	0.46	0.54	经营活动现金流	(11703)	4967	14442	7959	10232
每股净资产	4.51	4.75	4.98	5.19	5.51	资本开支	0	(6799)	(5743)	(6566)	(6092)
ROIC	7.51%	6.86%	7%	8%	10%	其它投资现金流	(7680)	6872	0	0	0
ROE	8.09%	9.49%	11%	13%	16%	投资活动现金流	(7856)	(2064)	(6354)	(7540)	(6885)
毛利率	20%	22%	24%	24%	25%	权益性融资	270	441	0	0	0
EBIT Margin	6%	7%	10%	10%	11%	负债净变化	11357	(2992)	0	0	0
EBITDA Margin	10%	12%	13%	14%	14%	支付股利、利息	(3766)	(3266)	(3651)	(5483)	(6401)
收入增长	11%	-1%	-0%	11%	14%	其它融资现金流	8856	4716	(3050)	5625	2218
净利润增长率	-23%	24%	18%	26%	28%	融资活动现金流	24308	(7358)	(6701)	142	(4183)
资产负债率	70%	65%	64%	66%	66%	现金净变动	4750	(4456)	1387	560	(836)
股息率	3.6%	3.1%	3.5%	5.3%	6.1%	货币资金的期初余额	23077	27827	23371	24758	25319
P/E	24.2	19.5	16.5	13.1	10.2	货币资金的期末余额	27827	23371	24758	25319	24483
P/B	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6	企业自由现金流	0	(1243)	10103	2669	5388
EV/EBITDA	25.0	19.2	17.4	15.8	13.7	权益自由现金流	0	481	5844	7055	6209

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032